

Dipartimento di Economia e Finanza

Cattedra di Storia della Finanza e dei Sistemi Finanziari

LA GESTIONE DELLE RISERVE VALUTARIE E IL GOVERNO
DEI FONDI SOVRANI NELL'ECONOMIA CINESE.
CONFLITTI INTERNI VERSUS STRATEGIA GEOPOLITICA?

RELATORE

Prof. Giuseppe Di Taranto

CANDIDATO

Edoardo Marini

Matr. 649921

CORRELATORE

Prof. Stefano Manzocchi

ANNO ACCADEMICO 2013/2014

Ringraziamenti

Desidero innanzitutto ringraziare il Professor Giuseppe Di Taranto, che mi ha offerto la possibilità di realizzare la tesi magistrale su tematiche a me molto care. Durante i cinque anni trascorsi in questa Università ho avuto il piacere di frequentare ben tre corsi tenuti dal Professore, e non è un'esagerazione dire che più di ogni altro ha influito sul mio percorso accademico; mettendo da parte la teoria e le modellizzazioni della dottrina economica dominante, e con un occhio invece sempre fisso sull'attualità, mi ha dato la possibilità di riflettere originalmente, senza dogmi o preconcetti, su ciò che quotidianamente avviene nell'economia reale, mostrando sempre una cura per gli studenti che appartiene solo a chi ha sincera passione per l'insegnamento.

Ringrazio inoltre il Professor Stefano Manzocchi, perché tutto il lavoro che ho svolto nei suoi due corsi di commercio internazionale è stato per me fondamentale nella stesura di questo elaborato.

Un ringraziamento speciale va al Professor Giovanni Farese, che mi ha seguito per più di un anno nella creazione e nella redazione della tesi, rendendosi sempre disponibile con cortesia e professionalità, fornendo consigli, spiegazioni e persino libri sulla Cina che non avrei avuto possibilità di reperire da solo.

Infine, desidero ringraziare di cuore i miei genitori, Fernanda e Marco, che con amore e con grandi sacrifici mi hanno permesso di avere sempre il meglio, non solo a livello scolastico prima e universitario poi, ma soprattutto a livello umano.

Indice

Introduzione	8
--------------------	---

Capitolo 1

L'evoluzione storica e la rilevanza macroeconomica delle riserve valutarie internazionali e dei Fondi sovrani di ricchezza.....	16
---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	----

- 1.1. *Le riserve valutarie internazionali: caratteristiche, composizione, evoluzione e ruolo nei mercati finanziari*17
- 1.2. *I Fondi sovrani di ricchezza: cronistoria, caratteristiche, modalità di finanziamento e obiettivi di investimento*29
- 1.3. *I Fondi sovrani di ricchezza: aspetti istituzionali ed operativi, trasparenza e regolamentazione*45
- 1.4. *I Fondi sovrani di ricchezza: impatto sui mercati finanziari alla luce della democraticità dei Paesi detentori e delle reazioni politiche nazionali e internazionali*58

Capitolo 2

Lo sviluppo politico, economico e sociale della Cina	73
------------------------------------------------------------	----

- 2.1. *Il miracolo cinese: percorso storico del Paese più popoloso del mondo, dal Celeste Impero alla Repubblica Popolare Cinese.....*74
- 2.2. *La configurazione politica, economica e sociale ed il ruolo internazionale della Cina nel terzo millennio*91
- 2.3. *La storia e le prospettive evolutive del sistema bancario e finanziario cinese.....*110
- 2.4. *I poteri della People's Bank of China e la vigilanza sul sistema bancario e finanziario cinese in un'ottica comparatistica con le altre Banche centrali*128

Capitolo 3

I Fondi sovrani cinesi e il nuovo equilibrio macroeconomico

mondiale	135
3.1. <i>Il China Investment Corporation</i>	136
3.2. <i>Gli altri Fondi sovrani cinesi</i>	159
3.3. <i>I contrasti tra la People's Bank of China e il Ministero delle Finanze nella gestione delle riserve valutarie</i>	173
3.4. <i>Il futuro ruolo del renminbi nei mercati finanziari internazionali e i rapporti politici e commerciali tra Cina e Stati Uniti alla luce della teoria della stabilità egemonica di Gilpin</i>	183
Conclusioni.....	198
Bibliografia.....	210
Sitografia	226

Indice delle Figure e delle Tabelle

Capitolo 1

<i>Figura 1.1. Il trilemma finanziario</i>	18
<i>Figura 1.2. La crescita delle riserve valutarie internazionali</i>	20
<i>Figura 1.3. Saldi commerciali e riserve ufficiali (mld\$)</i>	22
<i>Figura 1.4. La composizione delle riserve valutarie internazionali (2014)</i>	24
<i>Tabella 1.1. I più grandi Fondi sovrani del mondo per patrimonio (2014)</i>	35
<i>Figura 1.5. La crescita del patrimonio dei Fondi sovrani (mld\$)</i>	38
<i>Figura 1.6. I Fondi sovrani nel mondo (2014)</i>	38
<i>Figura 1.7. Ripartizione geografica degli investimenti dei Fondi sovrani in termini di controvalore complessivo (1990-2010)</i>	41
<i>Figura 1.8. Ripartizione settoriale degli investimenti dei Fondi sovrani in termini di controvalore complessivo (1990-2010)</i>	41
<i>Tabella 1.2. Il Linaburg-Maduell Transparency Index</i>	50
<i>Figura 1.9. L'indice di democrazia nel mondo (2012)</i>	59

Capitolo 2

<i>Figura 2.1. Cartina fisica della Cina</i>	91
<i>Figura 2.2. I livelli della ripartizione amministrativa territoriale cinese</i>	94
<i>Figura 2.3. Cartina politica della Cina</i>	95
<i>Figura 2.4. Organigramma del rapporto Stato-Partito in Cina</i>	98
<i>Figura 2.5. Livello di particolato PM 2,5 nell'aria: alcuni Paesi a confronto</i>	105
<i>Figura 2.6. Livello di particolato PM 2,5 nell'aria: le dieci peggiori città della Cina a confronto con le dieci peggiori città degli Stati Uniti (2013)</i>	105
<i>Figura 2.7. Evoluzione di alcune variabili macroeconomiche in Cina</i>	107
<i>Figura 2.8. Il sistema bancario e finanziario cinese (2013)</i>	116
<i>Figura 2.9. Ripartizione degli asset nel sistema bancario e finanziario cinese (2013)</i>	120

Capitolo 3

<i>Figura 3.1. La struttura di governance del CIC</i>	139
<i>Figura 3.2. Distribuzione del portafoglio di investimento globale del CIC (2013), con focus su: diversificazione (regionale e settoriale) dei titoli a rendimento fisso e delle azioni di società quotate</i>	144
<i>Figura 3.3. Organigramma partecipativo del CIC</i>	147
<i>Tabella 3.1. I principali investimenti del CIC</i>	150
<i>Tabella 3.2. Rendimenti del portafoglio di investimento del CIC</i>	155
<i>Tabella 3.3. I Fondi sovrani cinesi (2014)</i>	159
<i>Tabella 3.4. Tassi di cambio RMB/USD con parità dei poteri di acquisto</i>	184
<i>Figura 3.4. I flussi commerciali della Cina con gli Stati Uniti (mld\$)</i>	191
<i>Tabella 3.5. I maggiori flussi commerciali Stati Uniti-Cina (2014)</i>	193
<i>Tabella 3.6. I maggiori flussi commerciali Cina-Stati Uniti (2014)</i>	193

Introduzione

Introduzione

L'obiettivo di fondo che guida la stesura del presente elaborato è quello di indagare compiutamente la relazione che intercorre tra le molteplici autorità governative della Cina e le politiche economiche e commerciali, interne ed esterne, da queste attuate, al fine di verificare se effettivamente, come viene lasciato trasparire all'esterno, i contrasti esistenti tra le diverse istituzioni del Governo cinese siano inconciliabili e dannosi per l'economia nazionale, oppure se l'intero operato delle autorità cinesi sia frutto di una complessa e coordinata strategia geopolitica volta ad incrementare l'influenza della Repubblica Popolare Cinese nel mondo. A tal fine si è deciso di suddividere il lavoro in tre macroaree di indagine, in grado di presentare singolarmente un differente aspetto della questione e congiuntamente un ricco quadro generale.

Nello specifico: il *Capitolo 1* presenta un'accurata analisi dell'evoluzione e della funzione delle riserve valutarie internazionali e dei Fondi sovrani di ricchezza; il *Capitolo 2* descrive e analizza lo sviluppo politico, economico e sociale della Cina, con un'attenzione particolare rivolta al sistema bancario e finanziario; il *Capitolo 3* rappresenta il cuore dell'elaborato, andando ad esaminare l'operato delle due principali agenzie governative cinesi (Ministero delle Finanze e Banca centrale) nel governo dei Fondi sovrani e nella gestione delle riserve valutarie. Il contributo originale che si vuole fornire alla letteratura economica risiede nell'analisi, effettuata a livello sia empirico che teorico, del comportamento tenuto dalle suddette autorità governative nella gestione di immense masse valutarie, dei rendimenti che sono stati realizzati, delle finalità perseguite in modo occulto piuttosto che degli obiettivi dichiarati esplicitamente, nonché dei rapporti politici e commerciali tenuti da un Paese che in poco più di trent'anni è divenuto la seconda potenza mondiale.

Nel *Capitolo 1* si introduce e si esamina il tema della gestione delle riserve valutarie internazionali, sia nella modalità "convenzionale" di amministrazione delle stesse, ossia sotto forma di disponibilità in oro, valuta estera, Diritti Speciali di Prelievo e posizioni detenute dalla Banca centrale presso il Fondo Monetario Internazionale, sia attraverso i veicoli di investimento noti come Fondi sovrani di ricchezza.

Nel *Paragrafo 1.1* l'attenzione è focalizzata sulle motivazioni principali che spingono gli Stati nazionali ad incrementare le proprie dotazioni di riserve, e sul modo in cui queste si sono evolute nel tempo, sia in termini di volume complessivo che come composizione valutaria interna. Devono essere infatti chiariti i fattori che consentono al dollaro statunitense di essere con grande distacco la divisa di riferimento come riserva valutaria e come moneta di scambio per la maggior parte delle transazioni internazionali. In merito si è deciso di riportare anche alcune proposte volte ad una parziale sostituzione del dollaro con altre divise. Inoltre si discute della discriminazione tra riserve allocate e riserve non allocate, le prime con movimentazioni facilmente tracciabili e le seconde caratterizzate da gestioni molto più opache. Altra importante distinzione da analizzare è quella tra *borrowed reserves* e *non borrowed reserves*, vale a dire tra riserve "prestate" e riserve "proprie". Per quanto riguarda il criterio che conduce alla scelta dello stock ottimale di riserve da detenere, si è scelto di esporre la regola di Greenspan e Guidotti. A questo punto viene presentato il quadro generale dei saldi commerciali e delle dotazioni di riserve ufficiali dei principali Paesi del mondo, il quale evidenzia l'assoluta supremazia della Cina in entrambe le fattispecie. Si sviluppa quindi un discorso concernente le varie possibili diversificazioni delle riserve valutarie internazionali, tema che introduce naturalmente quello del governo dei Fondi sovrani di ricchezza.

I *Paragrafi 1.2, 1.3 e 1.4* si occupano conseguentemente di esaminare tutti gli aspetti principali che riguardano i Fondi sovrani di ricchezza. Nel *Paragrafo 1.2* si presenta una breve cronistoria degli eventi che riguardano il fenomeno dei Fondi sovrani, il quale, contrariamente a quanto si possa pensare, non nasce negli ultimi anni ma poggia le proprie radici negli anni Cinquanta del secolo scorso. Dopo aver discusso le varie definizioni attribuite ai Fondi sovrani dalla principale letteratura economica in materia, vengono individuate le caratteristiche distintive che servono a classificarli come tali e a differenziarli dagli altri tipi di fondi di investimento, quali i fondi pensione o gli *hedge funds*. Stabiliti i criteri distintivi, l'analisi muove quindi a proporre due classificazioni interne ai Fondi sovrani, la prima basata sulla provenienza delle risorse finanziarie, la seconda sulle finalità e sugli obiettivi di investimento. In base alla prima sono individuate due tipologie di Fondi non sovrapponibili, i *Commodity Funds* e i *Non-commodity Funds*, mentre in base alla seconda si distinguono cinque categorie di

Fondi con possibilità di ibridazione, gli *Stabilization Funds*, i *Saving Funds*, i *Development Funds*, i *Pension reserve Funds* e gli *Strategic Funds*. Successivamente è proposta una lista contenente i maggiori Fondi sovrani al mondo per patrimonio, differenziati in base alle differenti tipologie di finanziamento, alla provenienza geografica e alla crescita degli asset nell'ultimo decennio. In seguito sono presentate varie elaborazioni basate su dati del *Sovereign Wealth fund Institute* e della Banca d'Italia, per mostrare da un lato la ripartizione geografica degli investimenti dei Fondi sovrani, dall'altro la ripartizione settoriale di questi, entrambe in termini di controvalore complessivo (che si ritiene essere molto più indicativo del numero di operazioni complessive). Di conseguenza viene suggerito un primo studio sulle diverse strategie di investimento operate dai Fondi.

Si giunge quindi nel *Paragrafo 1.3* ad approfondire tutti gli aspetti tecnici, istituzionali ed operativi che riguardano i Fondi sovrani, con attenzione soprattutto ai criteri di trasparenza. Per questi ultimi, in particolare, sono stati scelti i due indici più completi e più comunemente utilizzati a livello internazionale, il *Linaburg-Maduell Transparency Index* e il *Truman-Dowson Scoreboard*. Inoltre è presente un approfondimento sui *Santiago Principles*, ossia le linee guida per i Fondi sovrani concernenti questioni di trasparenza, responsabilità, comportamento e governance.

Per concludere il quadro generale sui Fondi sovrani, nel *Paragrafo 1.4* si considera l'indice di democraticità dei Paesi detentori, per i quali la riflessione si focalizza sul *trade-off* che intercorre tra la democraticità e la trasparenza da un lato e l'efficacia delle strategie di investimento e l'opacità della gestione dall'altro. Lo studio prosegue con l'osservazione dell'impatto dei Fondi sovrani sui mercati finanziari internazionali, con riguardo particolare alle riserve ufficiali e ai prezzi dei titoli delle aziende target quotate sui mercati regolamentati, quest'ultima analisi effettuata selezionando plurimi autorevoli studi contenenti analisi incrociate sulle variazioni delle quotazioni in seguito alle acquisizioni da parte dei Fondi. Infine, l'attenzione si sposta sull'impatto generale dei Fondi sovrani sulle scelte di politica economica interna degli Stati detentori e di quelli riceventi gli investimenti, con particolare interesse: per i primi, su tutte le congiunture sfavorevoli che conseguono da una gestione opaca o poco avveduta di risorse economiche nazionali; per i secondi, sui meccanismi di difesa posti in atto dagli Stati Uniti e dai Paesi dell'Unione Europea.

Esaurita l'analisi generale dei Fondi sovrani, il *Capitolo 2* vuole offrire un ampio affresco dello sviluppo politico, economico e sociale della Cina.

Il *Paragrafo 2.1* si occupa di presentare una sintesi della millenaria storia cinese, con lo sguardo rivolto soprattutto alla storia più recente, ossia quella che segue la proclamazione della Repubblica Popolare Cinese nel 1949. Vengono pertanto approfonditi tutti i principali eventi che hanno interessato il Paese da allora, dalla pianificazione economica quinquennale all'approvazione delle molteplici carte costituzionali, dal "Gran balzo in avanti" alla "Primavera di Pechino" passando per la "Rivoluzione culturale", dai contrasti in seno al Partito comunista ai rapporti con l'Unione Sovietica, dalle "nuovo corso" di Deng Xiaoping alle politiche sul controllo delle nascite, fino ad arrivare al miracolo economico cinese degli anni Ottanta. Questo conduce poi all'analisi dell'originale modello economico cinese, ribattezzato "socialismo di libero mercato", integrato dall'istituzione delle prime Borse valori cinesi e dalla creazione delle Zone Economiche Speciali. Si tratta anche della grande crisi finanziaria asiatica del 1997, del ritorno delle province di Hong Kong (nel 1997) e Macao (nel 1999) sotto la sovranità cinese con la formula di "regioni amministrative speciali", dei casi di ingerenza dell'esercito nel potere politico, dei rapporti conflittuali con i Paesi limitrofi e con gli Stati Uniti, della ristrutturazione delle aziende di Stato e del definitivo ingresso del Paese nella *World Trade Organization* nel 2001, a coronamento della transizione economica intrapresa fin dall'inizio degli anni Settanta. Il *Paragrafo 2.2* mira a descrivere ed analizzare attentamente tutte le caratteristiche salienti della Cina del terzo millennio, dalla geografia alla religione, dalla distribuzione etnica della popolazione alla lingua, fino ad arrivare alla fondamentale ripartizione amministrativa territoriale cinese, con particolare attenzione al ruolo che in questa svolge l'immenso apparato burocratico. Discorso, quest'ultimo, che introduce naturalmente l'analisi strutturale del rapporto tra Stato e Partito, due complessi formalmente separati ma strettamente interconnessi tra loro. Vengono all'uopo specificate le funzioni e le relazioni che intercorrono tra tutti i principali enti delle due fattispecie, dall'Assemblea nazionale al Politburo, dalla Corte suprema al Congresso nazionale, dal Consiglio di Stato alla Commissione militare. Il discorso sulla Cina del terzo millennio viene completato con una dissertazione sullo sviluppo economico attuale del Paese, comprensiva di studi sull'urbanizzazione, sulla crescita demografica,

sui settori economici (primario, secondario e terziario), sui gravi problemi ambientali e sull'evoluzione delle principali variabili macroeconomiche (PIL reale, produzione industriale, disoccupazione, ecc.).

Il *Paragrafo 2.3* si occupa della storia e delle prospettive evolutive del sistema bancario e finanziario cinese. Per operare una simile analisi, si è cercato di “mappare” l'intero apparato in questione, raccogliendo quanto disponibile nella letteratura economica e nei principali quotidiani economici internazionali. Constatato il ruolo centrale dell'istituto della banca commerciale all'interno del sistema, si sono approfonditi gli aspetti principali della legge che disciplina in maniera organica le banche commerciali, la *Law of the People's Republic of China on Commercial Banks*. L'analisi si sposta poi più nello specifico sui pilastri del sistema bancario cinese, dalle *Big Four* alle *policy banks*, dalle banche commerciali di secondo livello agli istituti bancari rurali, dalle banche straniere alla *Postal Savings Bank of China*, il tutto integrato da specifiche informazioni sull'evoluzione nella ripartizione degli asset tra le diverse tipologie di istituti finanziari. Infine, a conclusione della panoramica sul sistema bancario e finanziario si enunciano le principali caratteristiche e l'evoluzione storica in Cina del mercato dei titoli e del sistema fiscale.

Il *Paragrafo 2.4* è dedicato interamente all'istituto posto al vertice del sistema bancario cinese, ossia la Banca centrale del Paese, la *People's Bank of China*. Per fare ciò è necessario prima di tutto analizzare approfonditamente la legge fondamentale sulla Banca centrale, la *Law of the People's Republic of China on the People's Bank of China*, in merito soprattutto alle funzioni e agli obblighi che questa le attribuisce in qualità di Banca centrale. Dopo aver trattato del processo di ristrutturazione della struttura organizzativa che ha interessato la Banca centrale cinese alla fine del secolo scorso, l'analisi si sposta da un'ottica descrittiva ad una comparatistica con riguardo alle altre grandi Banche centrali mondiali, quali la Banca Centrale Europea e la *Federal Reserve*. In particolare, in questa direzione si vuole disquisire sul tema dell'indipendenza di una Banca centrale, da lungo tempo fonte di grandi dibattiti economici in ambito internazionale, e sul tema relativo al grado di trasparenza che dovrebbe essere adottato da una Banca centrale. Infine, si tratta dell'operato e delle funzioni di vigilanza e di supervisione sul sistema bancario e finanziario cinese svolte dalla *China Banking Regulatory Commission*.

Il *Capitolo 3* rappresenta la parte più originale dell'elaborato, in quanto lo studio si propone di analizzare in maniera approfondita ed esaustiva la gestione delle riserve valutarie operata dalle autorità cinesi negli ultimi venti anni, cercando di mantenere un punto di vista quanto più possibile critico ed imparziale.

Il *Paragrafo 3.1* prende in esame il maggiore Fondo sovrano cinese, il *China Investment Corporation*. Dopo una digressione sulla travagliata storia che ha portato alla nascita del Fondo, si passa ad analizzare dapprima le modalità di finanziamento, poi la struttura di governance e infine gli obiettivi di investimento (o perlomeno quelli dichiarati). In seguito si presenta uno studio sulla diversificazione del portafoglio del Fondo, sia a livello regionale che settoriale. A questo punto, poiché i report finanziari del Fondo offrono informazioni del tutto incomplete circa l'operatività, per giungere ad un elenco delle principali operazioni effettuate si sono incrociate una serie di fonti, quali le dichiarazioni delle diverse società oggetto di acquisizioni e i quotidiani economici che hanno trattato l'argomento. Si è cercato inoltre, mediante la valutazione di un organigramma partecipativo, di rilevare quali siano le numerose società (molte con nomi "fantasiosi") che acquisiscono attività per conto proprio ma che di fatto operano sotto il controllo del grande Fondo sovrano cinese. Infine, vengono prima presentati i rendimenti del portafoglio di investimento dichiarati ufficialmente dal *China Investment Corporation*, e poi sottoposti ad un'originale analisi empirica in base alle limitate informazioni disponibili relative ai primi due anni di operatività.

Il *Paragrafo 3.2* presenta lo stesso lavoro del paragrafo precedente, solo sviluppato più sinteticamente e non comprensivo dell'analisi empirica sui rendimenti, relativo agli altri quattro Fondi sovrani cinesi: la *SAFE Investment Company*, l'*Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio*, il *National Social Security Fund* e il *China-Africa Development Fund*. Infine, si discorre brevemente di un'entità finanziaria che, in quanto privata, non può essere considerata un Fondo sovrano, ma che ha una rilevanza talmente grande da non poter non essere menzionata: la *Ping An Insurance Group Company of China*.

Il *Paragrafo 3.3* mette insieme le considerazioni raccolte nei due precedenti paragrafi per esaminare criticamente le tensioni e i contrasti che intercorrono nella gestione delle riserve valutarie tra la *People's Bank of China* (che gestisce la *SAFE Investment Company*) e il Ministero delle Finanze (che gestisce il *China Investment Corporation*).

Viene presentata la cronistoria di tutti gli attriti tra le due agenzie governative, al fine di arrivare a capire se effettivamente queste siano in competizione tra loro (e tale competizione sia nociva per gli interessi generali del Paese), oppure se in realtà facciano entrambe parte dello stesso grande gioco politico che mira al perseguimento di una coordinata strategia geopolitica.

Infine, il *Paragrafo 3.4* analizza la politica monetaria cinese in merito alla gestione della divisa nazionale, il renminbi, con riguardo specialmente ai rapporti politici e commerciali che intercorrono con gli Stati Uniti. Mediante un'analisi dei tassi di cambio con parità dei poteri di acquisto vengono messe in luce le motivazioni che spingono la Cina a mantenere la propria valuta costantemente sottovalutata, e allo stesso tempo le conseguenze sfavorevoli che tale circostanza comporta per l'economia interna del Paese. Viene inoltre riportata la "Teoria della stabilità egemonica" elaborata dal politologo statunitense Robert Gilpin, e viene messa in relazione proprio ai rapporti tra quelle che sono le due maggiori potenze mondiali nell'odierna congiuntura macroeconomica, Stati Uniti e Cina. A questo punto il lavoro passa ad analizzare approfonditamente l'evoluzione negli ultimi trent'anni e la composizione attuale dei flussi commerciali che intercorrono tra Cina e Stati Uniti, visti anche alla luce delle teorie economiche classiche sui vantaggi derivanti dal commercio internazionale. Infine, vengono presentate alcune proposte su come sarebbe più efficace trattare con la Cina in merito ai principali problemi macroeconomici.

Capitolo 1

L'evoluzione storica e la rilevanza macroeconomica delle riserve valutarie internazionali e dei Fondi sovrani di ricchezza

Capitolo 1

L'evoluzione storica e la rilevanza macroeconomica delle riserve valutarie internazionali e dei Fondi sovrani di ricchezza

1.1. Le riserve valutarie internazionali: caratteristiche, composizione, evoluzione e ruolo nei mercati finanziari

Nella seconda metà del XX secolo, in seguito alla forte riduzione delle barriere al commercio internazionale nonché dei costi di trasporto delle merci, il processo di integrazione economica globale ha sperimentato una straordinaria accelerazione, sia nei confronti dell'economia reale, sia con riguardo ai mercati finanziari. A loro volta, la diffusione dei processi di liberalizzazione dei mercati nazionali dei Paesi sviluppati e la concomitante formazione di un'ampia capacità produttiva presso le economie emergenti, hanno avuto come diretta conseguenza un incremento esponenziale dei flussi di capitali diretti all'estero, distribuiti tra investimenti diretti esteri¹ ed investimenti di portafoglio².

Se da un lato tali processi tangibilmente avrebbero dovuto comportare plurimi benefici connessi alla libertà di movimento dei capitali (una maggiore diversificazione degli investimenti, una migliore allocazione del capitale e una più equa ripartizione internazionale del rischio), dall'altro hanno però concretamente contribuito a produrre una maggiore volatilità nei mercati, sfociata sovente in squilibri macroeconomici strutturali e nei casi più gravi in crisi finanziarie sistemiche.

La letteratura macroeconomica dominante³ ha argomentato che le circostanze prodromiche al verificarsi di tali crisi possono essere in parte comprese ed analizzate mediante lo studio del cosiddetto "trilemma finanziario", secondo il quale in un

¹ In base alla definizione del Fondo Monetario Internazionale (FMI) sono considerati investimenti diretti esteri tutti gli investimenti nei quali l'investitore estero possiede almeno il 10% delle azioni ordinarie della società oggetto dell'acquisizione: una tale partecipazione è orientata a stabilire un legame economico durevole, permettendo all'investitore di esercitare un'influenza significativa nella gestione dell'impresa. Gli investimenti diretti esteri hanno svolto un ruolo determinante nell'inclusione dei Paesi emergenti nel sistema economico internazionale.

² Gli investimenti di portafoglio ricomprendono le transazioni con l'estero relative a strumenti finanziari negoziabili, che conferiscono all'investitore la facoltà di disinvestire rapidamente il capitale.

³ Frankel (1999), Obstfeld *et al.* (2005), Aizenman (2007).

Pertanto la caratteristica distintiva delle riserve ufficiali è quella di essere denominate in valuta estera al 100% e necessariamente investite in attività liquide quali contanti, oro e titoli del debito pubblico. Da un punto di vista strettamente teorico⁵, in regime di cambi fissi le riserve internazionali vengono detenute fondamentalmente per difendere il tasso di cambio della propria valuta, mentre in presenza di cambi flessibili non vi è necessità di detenere riserve internazionali, poiché la parità del medesimo tasso è lasciata alla determinazione del mercato. In base a quanto detto saremmo quindi portati a sostenere che nel sistema monetario internazionale attuale, caratterizzato prevalentemente da cambi flessibili⁶, gli Stati sovrani non posseggano significative quantità di riserve internazionali. In realtà, invece, questi hanno costantemente aumentato la loro dotazione di riserve estere al fine di influenzare l'andamento del proprio tasso di cambio, specialmente nell'ultimo ventennio. Nondimeno, la presenza di regimi di cambio diversi con parità non adeguatamente stabilite ha comportato un ulteriore ed ingente accumulo di riserve ufficiali.

La motivazione principale che la letteratura economica⁷ rileva per la detenzione di riserve risulta quindi essere quella di avere una sorta di assicurazione contro potenziali crisi finanziarie, evitando le contrazioni produttive ad esse associate e proteggendo il sistema bancario domestico da deflussi di liquidità. Altri contributi⁸ legano la crescente accumulazione di riserve al perseguimento di una strategia "mercantilistica", ossia di *export-led growth*. Inoltre, la crescente liberalizzazione finanziaria ha amplificato il timore di interruzioni improvvise dell'afflusso di capitali esteri e di attacchi speculativi alle parità di cambio, accentuando conseguentemente il desiderio di detenere riserve valutarie estere per contrastare questi fenomeni.

Al di là delle motivazioni che ne sottendono la sussistenza in grandi quantità, poiché la detenzione di riserve ufficiali in generale comporta molteplici costi⁹, queste non devono superare eccessivamente il loro valore ottimale (oltre, chiaramente, a non discostarsi troppo in difetto). Nella definizione di quest'ultimo sono stati ipotizzati

⁵ Lossani *et al.* (2010).

⁶ A seguito della rinuncia all'accordo di Bretton Woods del 1944, decisa unilateralmente dagli Stati Uniti nel 1971, alla quale non sono seguite nuove regole monetarie di respiro internazionale.

⁷ Aizenman e Lee (2007), Obstfeld *et al.* (2008).

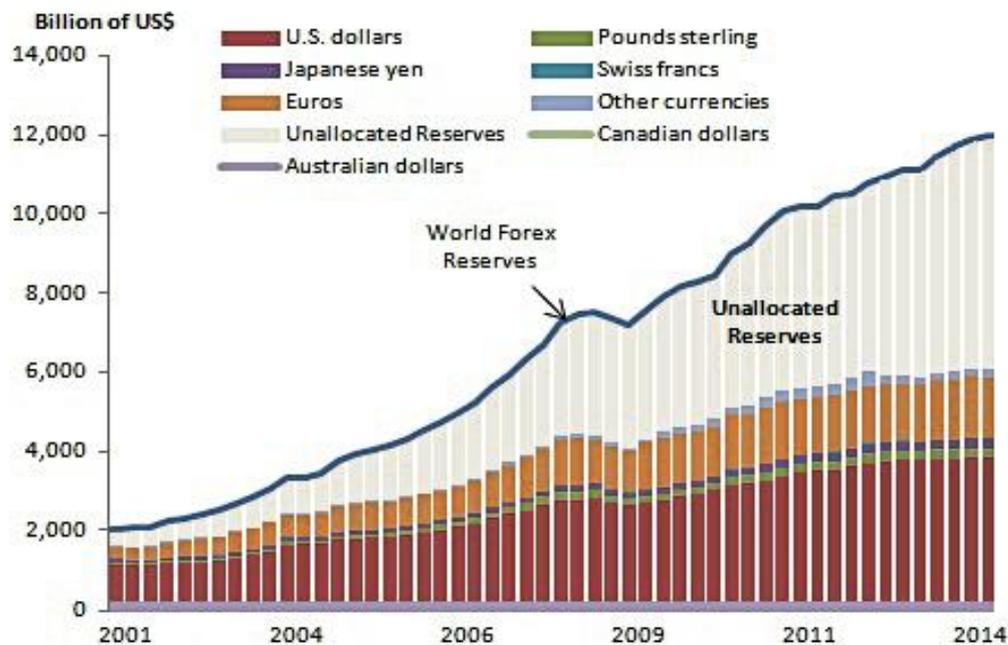
⁸ Dooley *et al.* (2004).

⁹ Russel e Torgerson (2007) identificano principalmente quattro tipi di costi collegati ad un'eccessiva accumulazione di riserve valutarie: costi di sterilizzazione, costi opportunità, rischi di perdite in valuta domestica, possibile rinvio delle necessarie riforme strutturali.

innumerevoli criteri, ma la regola che è risultata più appropriata¹⁰ (specialmente nell'ottica di prevenzione delle crisi) è la cosiddetta regola di Greenspan e Guidotti, in base alla quale la dimensione delle riserve estere di un Paese dovrebbe essere rapportata in proporzione al suo debito estero a breve: in particolare, dovrebbe essere tale da garantirne una copertura pari al 100%.

Invero un ammontare di riserve in valuta estera conforme alla regola di Greenspan e Guidotti permetterebbe di massimizzare l'efficacia dei potenziali utilizzi delle stesse in svariate operazioni finalizzate alla prevenzione e alla gestione delle crisi finanziarie¹¹: supporto alla politica monetaria domestica, fornitura d'emergenza di liquidità in valuta estera a settori dell'economia domestica non in grado di ottenerla sul mercato, interventi sul mercato dei cambi, pagamento di beni e servizi.

Figura 1.2. La crescita delle riserve valutarie internazionali



Fonte: FMI

La Figura 1.2 mostra con grande evidenza come tutti i suddetti fattori si siano concretizzati nella crescita esponenziale delle riserve valutarie internazionali: il totale

¹⁰ Suffragata empiricamente da numerosi studi, tra i quali quelli di Bussiere e Mulder (1999), Garcia e Soto (2004), Jeanne e Ranciere (2006).

¹¹ Borio *et al.* (2008).

delle riserve mondiali si è infatti sestuplicato nell'arco degli ultimi quindici anni, passando dai 2.000 miliardi di dollari del 2001 ai quasi 12.000 miliardi di dollari del 2014, registrando un ritmo di crescita medio del 15% annuo.

Il dato che però risulta più indicativo riguarda le riserve non allocate, ossia quelle detenute ufficialmente con finalità prudenziali ma non dichiarate direttamente al database COFER (*Currency composition of Official Foreign Exchange Reserves*). Quest'ultimo è per l'appunto un database istituito dal FMI che opera come meccanismo volontario di monitoraggio atto alla verifica del rispetto delle regole e dei principi del sistema finanziario internazionale (essenzialmente relativi alla trasparenza). Le riserve non allocate rappresentano pertanto un parametro chiave in quanto rivelatrici della capacità di collocamento dei Governi dei Paesi emergenti con minor trasparenza informativa.

Se a inizio millennio circa l'80% delle riserve totali risultavano dichiarate al COFER¹², attualmente solo il 50% delle stesse risulta stabilmente allocato. Questo vuol dire che lo stock attuale di riserve non allocate è pari a trenta volte lo stock del 2001, e che esse hanno sperimentato una crescita media annua del 30%.

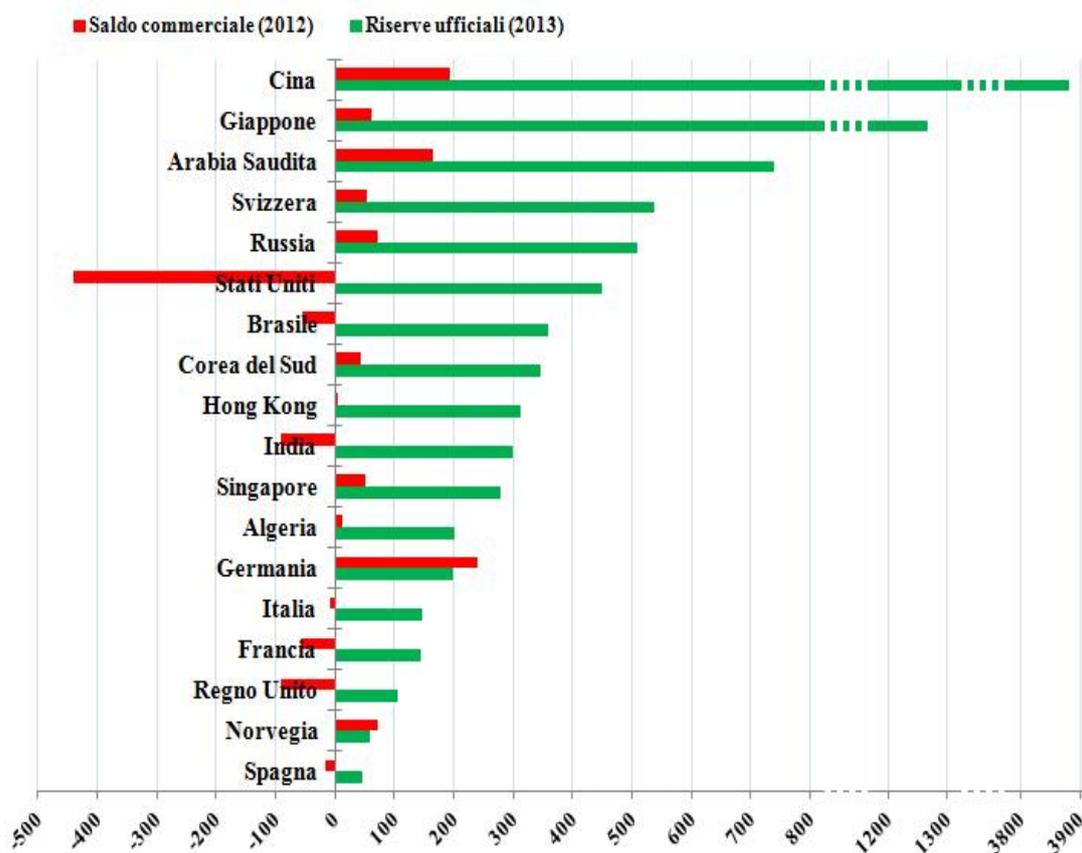
Si ritiene opportuno precisare che non tutti i Paesi che attualmente stanno accumulando riserve ufficiali le stanno acquisendo a titolo definitivo. La natura dell'acquisizione infatti dipende in maniera cruciale del tipo di *surplus* che generano le riserve accumulate stesse. Se ne distinguono al proposito due principali tipologie.

1. Le riserve “proprie” (*non borrowed reserves*), ossia quelle per le quali l'accumulazione si esplicita contestualmente ad un avanzo delle partite correnti del saldo di bilancia dei pagamenti. Esse sono quindi frutto di un trasferimento reale di risorse a vantaggio del Paese che si sta accreditando nei confronti del resto del mondo.
2. Le riserve “prestate” (*borrowed reserves*), ossia quelle per le quali l'accumulazione deriva da un *surplus* in conto capitale che compensa un disavanzo delle partite correnti del saldo di bilancia dei pagamenti. Esse sono quindi di fatto prestate dal resto del mondo al Paese che si sta indebitando.

¹² Chiaramente il valore effettivo delle riserve non allocate non può essere determinato con esattezza, poiché queste non vengono denunciate esplicitamente da chi le detiene, tuttavia trattandosi di attività con dimensioni monetarie enormi e di respiro internazionale è molto difficile che il valore stimato dal FMI si discosti sensibilmente da quello reale.

Tale distinzione è fondamentale per comprendere la situazione attuale del quadro macroeconomico globale: l'ingente accumulo di riserve ufficiali proprie da parte di Paesi con saldo di bilancia commerciale stabilmente positivo (Cina, Germania, Russia, Arabia Saudita, Norvegia, Giappone) ha permesso il finanziamento dei Paesi con saldo di bilancia commerciale perennemente negativo (Stati Uniti, Regno Unito, Spagna, India, Francia). È questo il motivo principale per il quale i Paesi con avanzi correnti hanno optato per avere un regime di cambio a fluttuazione controllata, avviando il suddetto accumulo di riserve e permettendo così di mantenere in vita gli squilibri nelle loro e altrui bilance commerciali¹³.

Figura 1.3. Saldi commerciali e riserve ufficiali (mld\$)



Fonte: nostra elaborazione su dati della Banca Mondiale

¹³ Su questo punto Savona e Regola (2009) sostengono che se i cambi fossero stati flessibili per tutti i Paesi non si sarebbero verificati squilibri di bilancia commerciale così accentuati, ma neanche saggi di crescita reale così sostenuti: quest'ultima condizione ha difatti reso accettabile una situazione che altrimenti non sarebbe stata ammissibile, ma d'altro canto ha reso difficile il contenimento degli squilibri di bilancia commerciale.

La *Figura 1.3* supporta e in qualche modo amplifica l'evidenza delle suddette considerazioni. Per coerenza di trattazione si è deciso di analizzare, per i principali attori sovrani del sistema finanziario internazionale, i saldi di bilancia commerciale del 2012 e le riserve ufficiali detenute nell'anno successivo, così da mettere in luce la relazione diretta che esiste (o meglio dovrebbe esistere, quantomeno nel lungo periodo) tra il riscontro di un avanzo o disavanzo commerciale e la successiva consistenza della dotazione di riserve ufficiali dello Stato sovrano.

Per ciò che concerne le congiunture più significative, la Cina dimostra un predominio mondiale di proporzioni esorbitanti in entrambi gli indicatori¹⁴; all'opposto gli Stati Uniti registrano di gran lunga il più ampio disavanzo commerciale. Emerge qui quel paradosso che è stato definito «equilibrio del terrore finanziario»¹⁵: il disavanzo americano è agevolmente finanziato dal risparmio cinese, alla luce dell'immensa perdita in conto capitale altrimenti sofferta dalla Banca centrale cinese in caso di un deprezzamento del dollaro. Questo permette agli Stati Uniti (ma anche, ad esempio, al Regno Unito e ad altri Paesi) di vivere al di sopra delle proprie risorse, attingendo risparmio dal resto del mondo (Cina *in primis*), e contestualmente consente alla Cina di registrare elevati tassi di crescita reale. La dimensione ormai enorme raggiunta dallo stock di attività in dollari detenuto dalle autorità cinesi, costringe quelle stesse autorità a proseguire nei finanziamenti: è una situazione di mutua interdipendenza.

Emblematica è in questo senso la dichiarazione del futuro Presidente Barack Obama durante la campagna elettorale presidenziale del 2008: «È difficile condurre un negoziato duro con i cinesi sapendo che sono i nostri banchieri».

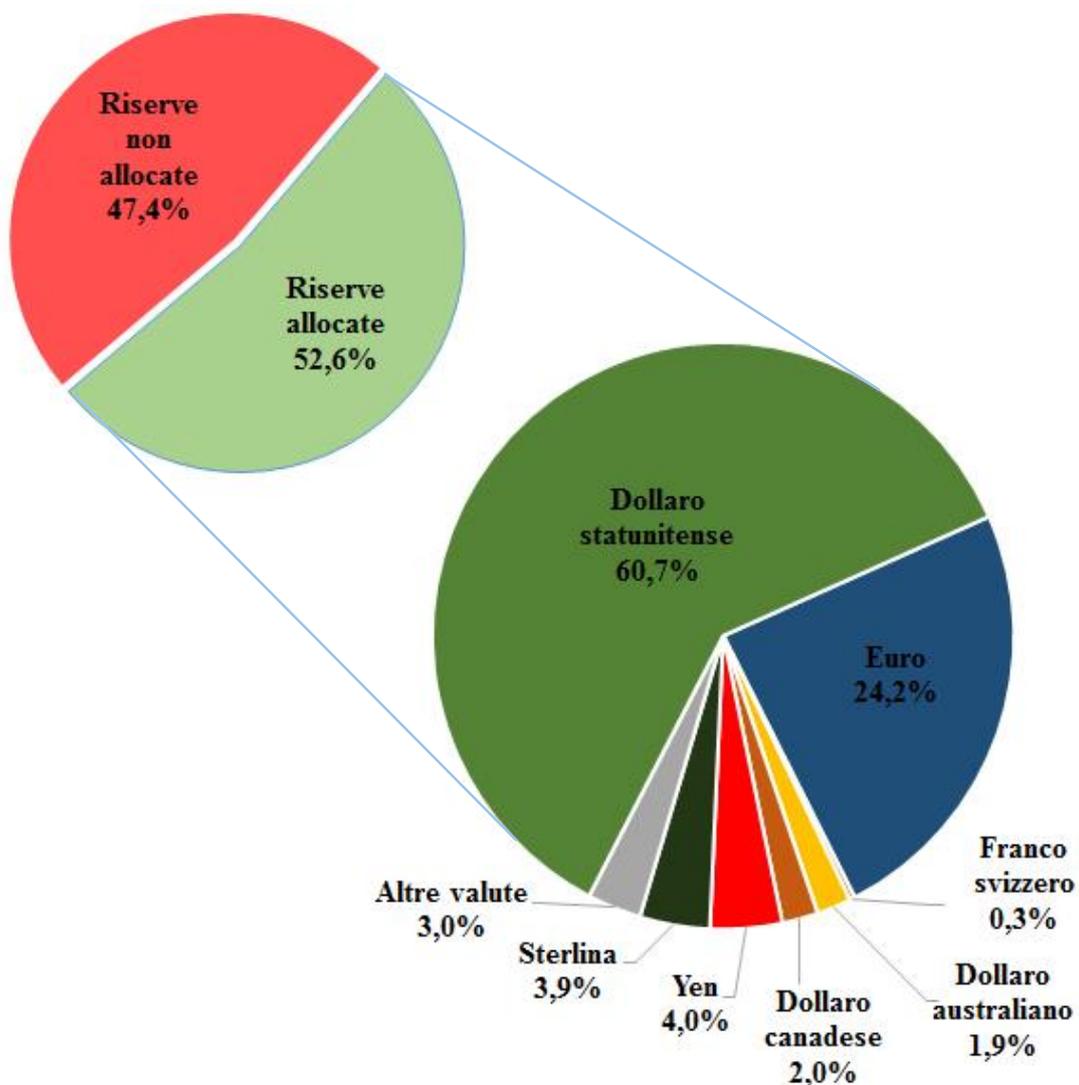
Altra circostanza fondamentale che ha determinato l'attuale scenario macroeconomico è da ricercarsi nei costi derivanti dalle crisi sistemiche verificatesi periodicamente a partire dagli anni Novanta, nonché nel fallimento delle proposte di ristrutturazione del

¹⁴ Solo la Germania riporta un avanzo commerciale maggiore, ma tale circostanza ha una valenza relativa, inficiata dal fatto che prima dell'introduzione dell'euro lo Stato tedesco registrava addirittura un disavanzo commerciale. Infatti le spirali inflazionistiche che storicamente interessavano il marco tedesco sono state inglobate dalla valuta comune europea, e la Germania ha potuto quindi beneficiare in modo incontrastato di un enorme vantaggio commerciale nei confronti degli altri Paesi dell'Eurozona. Numerosi economisti sostengono infatti che, in assenza dell'euro, il marco tedesco al 2014 si sarebbe rivalutato più del 50%. Tale anomalia è confermata da un'altra singolarità, concernente il fatto che la Germania è l'unico Paese, tra i maggiori al mondo, che presenta un avanzo commerciale perfino maggiore delle riserve ufficiali detenute.

¹⁵ Summers (2006).

sistema finanziario internazionale¹⁶. Molti Paesi emergenti hanno infatti deciso di modificare le loro strategie di politica monetaria e valutaria, al fine di spostare la bilancia dei pagamenti verso una situazione di avanzo corrente, atta a garantire loro la disponibilità di un livello adeguato di riserve internazionali: il cambio di segno delle partite correnti dei Paesi emergenti, a partire soprattutto dalla crisi asiatica del 1997, ha indubbiamente costituito un *turning point* per gli equilibri del sistema finanziario internazionale.

Figura 1.4. La composizione delle riserve valutarie internazionali (2014)



Fonte: nostra elaborazione su dati del FMI

¹⁶ Lossani *et al.* (2010).

L'accumulo di riserve ufficiali in dollari ha agito come sigillo di questo quadro macroeconomico. Lossani (2010) ha esaminato approfonditamente lo status di *international money* raggiunto dal dollaro, asserendo che questo si fonda soprattutto sull'esistenza di una serie di esternalità di rete, capaci di generare rendimenti crescenti di scala. La scelta del dollaro come mezzo di pagamento internazionale è frutto dell'elevata liquidità della quale tale valuta gode, e tale condizione si riflette nella circostanza che, come è possibile osservare nella *Figura 1.4*, più del 60% del totale delle riserve ufficiali mondiali attuali risulta investito in dollari. È chiaro che se improvvisamente venisse meno la fiducia riposta nella divisa statunitense si potrebbe verificare una brusca inversione di tendenza: la condizione di valuta di riserva per eccellenza verrebbe posta in discussione e potrebbe comportare il passaggio verso un sistema fondato sull'utilizzo comune di più valute di riserva. Allo stesso tempo però se la Cina e gli altri Paesi emergenti decidessero di interrompere gli interventi condotti sui mercati valutari a sostegno del dollaro, sperimenterebbero un istantaneo apprezzamento delle proprie valute nei confronti del dollaro, il quale di conseguenza causerebbe ad essi ingenti perdite in conto capitale.

La suddetta dinamica circolare (anche definita «circolo vizioso»¹⁷) che intercorre tra le due tipologie di Paesi, ma principalmente tra le due maggiori economie mondiali, Cina e Stati Uniti, a detta di molti economisti è stata in questo senso «stabilizzatrice per entrambi i Paesi»¹⁸, per i valori delle monete, dei saldi commerciali, del potere d'acquisto dei consumatori e soprattutto dei cicli economici.

Da tale punto di vista allora non si dovrebbe guardare con sfavore a questa tendenza; ciononostante è doveroso aprire una breve digressione su questo aspetto. Oltre alla sopracitata possibilità di perdite in conto capitale nei portafogli dei Paesi sottoscrittori di titoli in dollari (qualora gli Stati Uniti determinassero unilateralmente un forte aumento del debito pubblico o una robusta creazione di moneta), si deve considerare in effetti la circostanza che lo Stato emittente la valuta di riserva gode di un «esorbitante privilegio»¹⁹ che crea un'immensa asimmetria tra gli Stati: esso può infatti avvantaggiarsi dalla possibilità di emettere la valuta che viene utilizzata per

¹⁷ Roach (2009a).

¹⁸ Savona e Regola (2009).

¹⁹ Lossani *et al.* (2010).

finanziare il proprio disavanzo e per realizzare gran parte delle operazioni internazionali, estraendo signoraggio²⁰ su scala internazionale. Per uscire da questa iniqua situazione sono percorribili principalmente tre vie.

La prima è rappresentata dall'operazione di uscita dal dollaro *tout court*. Questa prima ipotesi risulta chiaramente impraticabile, anche perché non si riscontrano nella letteratura economica concrete ipotesi di come potrebbe essere realizzata, e, seppure fosse possibile, sarebbe eccessivamente costosa ed avrebbe in ogni caso gravi ripercussioni negative sui delicati equilibri finanziari internazionali.

La seconda via di uscita dal dollaro, che è stata proposta nel 2009 da Zhou Xiaochuan²¹, governatore della *People's Bank of China* (PBC, la Banca centrale cinese della quale si tratterà in modo approfondito nel *Capitolo 2* e nel *Capitolo 3*), e che ha suscitato grande scalpore mediatico²², prevede la sostituzione del dollaro con la moneta sintetica emessa dal FMI, ossia quei Diritti Speciali di Prelievo (*Special Drawing Rights*, SDR) citati in precedenza. Questi ultimi rappresentano una valuta particolare, il cui valore è ricavato dal paniere di una serie di divise nazionali: tale paniere è attualmente composto per il 42% dal dollaro, per il 38% dall'euro, per l'11% dalla sterlina e per il 9% dallo yen. Anche in questo caso, tuttavia, sarebbe molto difficile realizzare la conversione di dollari in SDR senza provocare particolari tensioni sui tassi di cambio, ed infatti gli Stati Uniti si sono sempre dimostrati riluttanti nel permettere che tale meccanismo diventi operativo. A tal proposito è però estremamente significativo il fatto che Zhou abbia pubblicamente elogiato le teorie che John Maynard Keynes aveva sviluppato in un contesto economico internazionale per certi aspetti simile a quello attuale: nel 1940, durante i negoziati che quattro anni dopo avrebbero portato al sistema di Bretton Woods, egli aveva infatti proposto l'introduzione del *Bancor*, un'unità comune di moneta internazionale²³.

²⁰ Krugman e Obstfeld (2009) definiscono il signoraggio come «il flusso di risorse reali che un governo guadagna quando stampa moneta che spende in beni e servizi».

²¹ Zhou (2009).

²² Sul dibattito sono molto significativi gli articoli: *China calls for new reserve currency*, apparso sul *Financial Times* del 23 Marzo 2009, e *China questions the dollar's role as a reserve currency*, apparso sull'*Economist* del 26 Marzo 2009.

²³ Zhou ha però sostenuto in modo inesatto che il *Bancor* fosse riferito ad un paniere di materie prime, mentre invece nell'idea di Keynes era sostanzialmente basato sull'oro. Inoltre il *Bancor* aveva come obiettivo principale quello di fungere da moneta di conto, e non certo da moneta di riserva: l'elemento decisivo del piano keynesiano era infatti la simmetria prevista nel meccanismo di aggiustamento della bilancia dei pagamenti dei Paesi partecipanti al sistema monetario, che doveva coinvolgere i Paesi con disavanzi commerciali tanto quanto i Paesi con avanzi commerciali.

La terza via di sostituzione del dollaro, che tra l'altro è l'unica che si è parzialmente verificata, è rappresentata da un graduale processo di diversificazione delle riserve in valute diverse dal dollaro. A partire dal 2002 (ossia dall'anno in cui l'euro entra in vigore ed assume un ruolo attivo e rilevante nelle operazioni internazionali) alcuni Paesi detentori di grandi quantitativi di riserve hanno avviato un processo di diversificazione valutaria, convertendo in euro moneta e titoli prima denominati in dollari, dando così inizio al lungo processo di svalutazione del dollaro sull'euro²⁴. In realtà però il processo di diversificazione valutaria si è stabilizzato in un periodo relativamente breve, ed ha assunto una dimensione stabile e conforme a quella riscontrabile attualmente già nel 2006, quando il 14 Aprile in Cina è stata introdotta la piena convertibilità in conto capitale²⁵.

Operando un breve confronto tra la *Figura 1.2* e la *Figura 1.4* si osserva infatti che il picco del dollaro come valuta di riserva internazionale è stato raggiunto nel 2001, quando il 72% delle riserve allocate erano in dollari: tale rapporto si è ormai consolidato stabilmente (da più di otto anni) attorno al 60%. Discorso speculare può essere fatto per la seconda valuta rilevante come riserva internazionale, l'euro, che dai valori minimi di inizio millennio, quantificabili attorno al 16-18%²⁶, si è assestato al 25% in seguito alla forte rivalutazione rispetto al dollaro ed alla conseguente diversificazione valutaria in suo favore. Le altre valute di caratura internazionale, ovvero la sterlina inglese, il renminbi cinese, lo yen giapponese e il franco svizzero, nonostante l'ampiezza dei rispettivi mercati nazionali e la quantità e qualità degli sbocchi nei mercati finanziari internazionali, non hanno mai superato singolarmente la soglia del 5% sul totale delle riserve ufficiali.

Degno di nota è il fatto che la quasi totalità degli economisti statunitensi non abbia mai messo in discussione la posizione futura del dollaro quale moneta di riferimento per le operazioni internazionali e per le riserve ufficiali: i periodi in cui tale qualifica è stata

²⁴ L'*Economist* in quegli anni definì più volte il tasso di cambio euro/dollaro come «il prezzo più importante del mondo».

²⁵ L'indebolimento del dollaro susseguente alla diversificazione valutaria aveva già richiesto particolari misure di aggiustamento degli scambi nel rapporto tra Stati Uniti e Cina, tra le quali la rivalutazione del renminbi del 21 Luglio 2005.

²⁶ A livello tecnico non si può parlare di "minimo" visto che l'euro non esisteva ancora come valuta corrente, tuttavia tale valore può essere calcolato sommando gli aggregati delle valute che ne sarebbero entrate a far parte, tra le quali marco tedesco, franco francese e lira italiana.

ridiscussa o comunque ha subito degli indebolimenti sono stati comunemente accreditati come contingenze naturali nell'andamento del ciclo economico.

Una delle poche voci fuori dal coro è stata quella del magnate americano Jim Rogers, il quale ha sostenuto per anni che il renminbi sarebbe diventata la «moneta del futuro»²⁷, soppiantando il dollaro come moneta di riferimento. A tal proposito si ritiene interessante l'opinione dell'Ambasciatore italiano Giulio Prigioni sulla questione: «Si diceva la stessa cosa dello yen negli anni Ottanta, e si disse così anche nei periodi di grande lustro del marco tedesco, ma per essere moneta di riferimento bisogna avere un mercato efficiente e liquido, un'economia interna vasta e dinamica, ed una borsa ben regolata, e per tutto questo serviranno molti, molti anni»²⁸.

La diversificazione delle riserve ufficiali non ha interessato solo l'ambito valutario, con la conversione di titoli e moneta da dollari in euro, ma anche l'ambito patrimoniale, mediante la costituzione di nuovi fondi di investimento con dollari a riserva: i Fondi sovrani di ricchezza. Questi veicoli hanno permesso il reinvestimento di dollari in aree diverse da quelle dove la moneta degli Stati Uniti è dominante, e, data la loro fondamentale e crescente importanza nel panorama finanziario internazionale, saranno l'oggetto di trattazione principale del resto del *Capitolo 1*.

²⁷ Rogers (2004).

²⁸ Prigioni e Zanni (2008), p. 33. Tale dichiarazione di fatto esclude, perlomeno nell'opinione degli autori, che al 2008 la Cina non possedesse ancora tali caratteristiche.

1.2. I Fondi sovrani di ricchezza: cronistoria, caratteristiche, modalità di finanziamento e obiettivi di investimento

Il percorso storico che ha contrassegnato lo sviluppo dei Fondi sovrani è suddiviso dalla principale letteratura italiana esistente in materia²⁹ in tre fasi principali.

La prima fase ha avuto inizio nel 1953³⁰, con l'istituzione della *Kuwait Investment Authority*³¹ (comunemente accreditato come il più "antico" Fondo sovrano), e si è intensificata negli anni Settanta, in occasione del primo shock petrolifero, con la creazione di numerosi Fondi sovrani nei Paesi del Medio Oriente, nonché in Canada e a Singapore. Questa prima generazione di Fondi sovrani, come si può intuire, è caratterizzata dal comune scopo di investimento di una parte dei proventi derivanti dalla vendita di petrolio (ad eccezione del *Temasek Holdings* di Singapore che, come si vedrà in seguito, ha motivazioni differenti).

Le seconda fase ha avuto inizio negli anni Novanta ed è terminata nel 2005: durante essa hanno visto luce, tra i più importanti, i Fondi sovrani di Norvegia, Cina, Hong Kong³² e Malesia. Ai Fondi petroliferi si sono affiancati dunque in misura crescente quelli dei Paesi asiatici, il finanziamento dei quali non è basato più sulle esportazioni petrolifere bensì sugli avanzi di bilancia commerciale determinati principalmente dalle esportazioni manifatturiere.

La terza fase è cominciata appunto nel 2005 (anno in cui avviene la coniazione del termine "Fondi sovrani di ricchezza") e perdura tuttora. Essa ha accompagnato la nascita del principale Fondo sovrano cinese, il *China Investment Corporation*, nonché dei Fondi sovrani di Russia, Australia, Corea del Sud e di ulteriori Paesi del Medio Oriente, quali Qatar, Iran ed Emirati Arabi Uniti. Questa terza e ultima generazione di Fondi sovrani (ma in parte anche la seconda) acquisisce un rilievo particolare alla luce delle ambizioni geopolitiche dei Governi dei Paesi detentori: con essa cambia la

²⁹ Pasca di Magliano (2009), Quadrio Curzio e Miceli (2009), Savona e Regola (2009).

³⁰ In realtà esistono due fondi, oggi ricompresi tra i Fondi sovrani, fondati prima di questa data: il *Texas Permanent School Fund* (creato nel 1854) e il *Permanent University Fund* (creato nel 1876), entrambi di proprietà dello Stato federato del Texas (e quindi degli Stati Uniti). Tuttavia questi hanno assunto le caratteristiche proprie e qualificanti dei Fondi sovrani (che saranno espone in seguito) solo in periodi successivi, e pertanto tecnicamente non possono essere considerati come Fondi sovrani di ricchezza dal momento della loro creazione.

³¹ All'epoca *Kuwait Investment Board*.

³² L'*Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio* è stato fondato nel 1993, quando Hong Kong era un protettorato britannico e non ancora una regione amministrativa speciale cinese.

prospettiva politica e strategica, giacché non è rappresentata più da Stati piccoli e poco popolati ma da potenze di livello mondiale. In precedenza le motivazioni che avevano spinto alla creazione dei Fondi sovrani potevano essere ricondotte *in primis* alla volontà di evitare di inondare il mercato con liquidità in eccesso, generando inflazione più che crescita, *in secundis* all'esigenza di accantonare disponibilità finanziarie per fronteggiare le congiunture economiche di crisi e, più a lungo termine, l'inevitabile esaurimento dei pozzi petroliferi: con la nuova generazione a queste funzioni si combinano anche obiettivi di natura geoeconomica e geopolitica.

È molto difficile presentare una definizione univoca dei Fondi sovrani di ricchezza, poiché essi, oltre a presentare molteplici caratteri di contiguità con altre fattispecie affini, mostrano profonde differenze al loro interno, sia per quanto riguarda le modalità di finanziamento che per ciò che concerne le finalità di investimento: in essi si incrociano infatti aspetti politici, economici, finanziari e sociali.

La creazione del termine *Sovereign Wealth Funds* risale al 2005 ad opera dell'economista anglo-russo Andrew Rozanov³³, il quale sostanzialmente si limitava a constatare lo sviluppo di una "nuova"³⁴ forma di investimento pubblico distinta dalle riserve ufficiali e dai fondi pensione tradizionali.

L'ormai soppresso Istituto di Studi e Analisi Economica (ISAE) descriveva invece i Fondi sovrani come fondi di investimento creati da uno Stato sovrano per diversificare e accrescere il rendimento delle riserve estere (provenienti dalla vendita di materie prime o comunque da un avanzo della bilancia commerciale), isolare il bilancio pubblico dal ciclo economico internazionale e/o perseguire obiettivi di risparmio ed equità intergenerazionale³⁵. Per fare ciò i loro portafogli devono essere sia investiti in azioni, obbligazioni e liquidità, con un attivo esposto in prevalenza verso la valuta estera, sia amministrati da una gestione indipendente ma che risponda in ultima istanza alle autorità governative dello Stato detentore del Fondo.

³³ Rozanov (2005).

³⁴ Come si è visto non si trattava affatto di un nuovo veicolo di investimento, tuttavia prima di allora i Fondi sovrani non avevano raggiunto dimensione, rilevanza macroeconomica e diffusione mondiale tali da giustificare una particolare attenzione tra gli studiosi del sistema finanziario internazionale, tant'è che proprio fino al 2005 non avevano nemmeno assunto la denominazione di "Fondi sovrani di ricchezza" con la quale oggi sono universalmente conosciuti.

³⁵ Istituto di Studi e Analisi Economica (2007).

La definizione più autorevole è quella fornita dal FMI, il quale qualifica come Fondi sovrani di ricchezza i fondi o gli altri veicoli di investimento creati appositamente e posseduti dai Governi per fini macroeconomici, e che detengono, gestiscono e amministrano le proprie attività per raggiungere specifici obiettivi finanziari, impiegando diverse strategie di investimento³⁶.

Questa definizione esclude implicitamente:

- a) le riserve ufficiali detenute dalle banche centrali³⁷;
- b) le società di proprietà pubblica³⁸;
- c) i fondi pensione pubblici³⁹;
- d) i fondi pensione privati;
- e) le attività finanziarie gestite e detenute da privati⁴⁰.

Sulla base della letteratura esistente⁴¹ e dei criteri base di appartenenza forniti dal FMI nonché dal Dipartimento del Tesoro statunitense, è possibile identificare tre caratteristiche distintive e qualificanti dei Fondi sovrani di ricchezza.

Innanzitutto, il primo requisito prevede che i Fondi siano di proprietà esclusiva di uno Stato sovrano⁴², e che siano altresì mantenuti distinti dalle altre forme di partecipazione dello Stato nell'economia, in particolar modo da quelle rappresentate dalla Banca centrale nazionale.

³⁶ *International Working Group of Sovereign Wealth Funds* (2008a).

³⁷ I Fondi sovrani di ricchezza non devono, come le riserve ufficiali, essere denominati integralmente in valuta estera, così come non devono obbligatoriamente essere investiti in oro, contanti o titoli del debito pubblico.

³⁸ La distinzione dei Fondi sovrani con le società controllate dallo Stato è netta in verità solo da un punto di vista teorico, giacché da un punto di vista operativo le due fattispecie di ricchezza sovrana finiscono sovente per sovrapporsi.

³⁹ Tale differenziazione è indubbiamente la più problematica poiché, come si vedrà in seguito, tra le tipologie di Fondi sovrani si incontrano i *Pension reserve Funds*, che hanno caratteristiche molto simili ai *Social security reserve Funds* nazionali: la caratteristica base che consente di discriminare tra essi è riscontrabile nel fatto che i primi sono autonomi dai sistemi previdenziali nazionali, derivando i propri flussi in entrata da trasferimenti fiscali diretti del Governo, mentre i secondi derivano i propri flussi in entrata dai contributi pensionistici di lavoratori e datori di lavoro.

⁴⁰ In particolare, è necessario distinguere i Fondi sovrani dai fondi di *private equity* e dagli *hedge funds*, essendo questi caratterizzati da un maggior livello di indebitamento, da una maggiore propensione al rischio, da orizzonti di investimento di breve termine e da standard di trasparenza generalmente più alti (quantomeno nei confronti di soci e investitori).

⁴¹ Tra le fonti più autorevoli, principalmente: Prigioni e Zanni (2008), Pasca di Magliano (2009), Quadrio Curzio e Miceli (2009), Savona e Regola (2009), Lossani *et al.* (2010).

⁴² Con Stato sovrano in questo caso si intendono anche le entità istituzionali subnazionali, così da ricomprendere nella categoria anche, per esempio, il Fondo sovrano dello Stato federato dell'Alaska o il Fondo sovrano di Hong Kong.

In secondo luogo, nel portafoglio di tali Fondi devono esservi per forza investimenti denominati in valuta straniera, anche se non necessariamente in misura maggioritaria⁴³. Inoltre tali investimenti devono essere effettuati con orizzonti temporali di lungo periodo, circostanza che è favorita preferibilmente da un basso livello di indebitamento⁴⁴ e dall'assenza di prelievi a breve.

Infine, i Fondi sovrani devono essere separati dalle riserve ufficiali delle banche centrali, e di conseguenza gestiti con criteri diversi da queste: la sussistenza di orizzonti di investimento di lungo periodo implica una predilezione dei rendimenti rispetto alla liquidità, e quindi un più elevato livello di rischio. La condizione essenziale che rende i Fondi sovrani coerenti con tale logica è che i rendimenti ricercati risultino superiori al tasso privo di rischio.

Accanto ai Fondi sovrani sovente si trovano le cosiddette *Sovereign wealth enterprises*, ossia speciali veicoli di investimento posseduti e controllati dai Fondi sovrani stessi, istituiti per concedere a questi ultimi una maggiore libertà di movimento e una minore richiesta di trasparenza.

Un'ulteriore tipologia non classificabile strettamente tra i Fondi sovrani è rappresentata dalle *Reserve investment corporations*: queste rappresentano veicoli nati esclusivamente con la finalità di investire le riserve valutarie (accumulate in precedenza) in portafogli diversificati e con orizzonte temporale di investimento di lungo periodo. In questo ambito però occorre segnalare che non vi è una netta distinzione tra Fondi sovrani e riserve ufficiali, e che si rischia una pericolosa commistione tra essi, quantomeno a livello dottrinale. Sarebbe quindi opportuno che la quota di valuta estera attribuita a tali veicoli di investimento venisse posta a riduzione dello stock di riserve ufficiali dello Stato, giacché in questo caso risulterebbe investita in portafogli a rischio maggiore e non in strumenti altamente liquidabili e immediatamente disponibili per l'autorità monetaria.

⁴³ Tale precisazione è necessaria per escludere i fondi che operano investimenti esclusivamente nel territorio nazionale. Infatti, nell'ultimo decennio, diversi Stati membri dell'Unione Europea hanno creato dei veicoli di investimento in tutto e per tutto simili ai Fondi sovrani, con la non trascurabile differenza, però, di essere votati esclusivamente all'investimento interno al Paese, che si sostanzia soprattutto nella ricapitalizzazione di grandi imprese nazionali e nel finanziamento di progetti economici di matrice infrastrutturale.

⁴⁴ L'indebitamento è generalmente indicato mediante la leva finanziaria, ossia il rapporto tra debito e capitale proprio. Nonostante solitamente questa risulti essere molto bassa per i Fondi sovrani, essi investono molto spesso in fondi di *private equity* ed *hedge funds*, aumentando così di fatto il livello reale (implicito) della leva finanziaria.

Il criterio principale di classificazione dei Fondi sovrani riguarda la provenienza delle risorse finanziarie, in base al quale si distinguono due categorie.

1. *Commodity Funds*. Questi traggono le proprie disponibilità finanziarie dall'esportazione di materie prime possedute dallo Stato nonché da eventuali tasse o *royalties* correlate alla loro vendita. Le materie prime in questione sono rappresentate principalmente da petrolio e gas naturali, ma anche da altri minerali e metalli, come diamanti, oro, argento e rame.
2. *Non-commodity Funds*. Questi ricavano le proprie risorse finanziarie dai saldi attivi di bilancia commerciale non energetica accumulati dallo Stato. In particolare, gli avanzi commerciali, generando un "eccesso" di riserve ufficiali, consentono lo spostamento di una parte di queste sui Fondi. I surplus possono essere determinati dalle eccedenze fiscali provenienti dalle vendite di proprietà, dagli introiti delle privatizzazioni, dai trasferimenti statali, e soprattutto dalle riserve estere, considerate come una ricchezza «presa in prestito»⁴⁵ per sterilizzare la liquidità in eccesso.

I Fondi sovrani più importanti ricompresi nella prima categoria appartengono alla quasi totalità dei Paesi del Medio Oriente esportatori di petrolio e a Norvegia, Russia, Algeria e Libia. Tra i Fondi sovrani di dimensioni ragguardevoli appartenenti alla seconda categoria troviamo invece quelli di proprietà di Cina, Singapore, Australia, Kazakistan, Corea del Sud e Malesia. È opportuno in questo senso chiarire che tale distinzione tra Fondi deriva anche dai differenti fattori che ne influenzano la crescita dei rispettivi patrimoni: i *Commodity Funds* sono evidentemente influenzati dall'andamento dei prezzi delle materie prime, in particolare dal petrolio; i *Non-commodity Funds* sono subordinati agli andamenti delle bilance commerciali, che dipendono, tra le altre cose, dai tassi di cambio, dalle politiche valutarie, dal tasso di crescita dei Paesi esportatori e dal tasso di crescita mondiale.

Una seconda possibile classificazione dei Fondi sovrani è basata sugli obiettivi perseguiti in generale da essi, e su questo punto si ritiene opportuno utilizzare la classificazione dettata sempre dal FMI⁴⁶ e ripresa da gran parte della letteratura⁴⁷.

⁴⁵ Pasca di Magliano (2009).

⁴⁶ *International Working Group of Sovereign Wealth Funds* (2008a).

⁴⁷ Tra gli altri, Quadrio Curzio e Miceli (2009), Alvaro e Ciccaglioni (2012).

1. *Stabilization Funds*. Fondi costituiti da Paesi con grandi disponibilità di risorse non rinnovabili con lo scopo di proteggere la ricchezza dello Stato nei momenti di crisi, in particolare stabilizzando e isolando le politiche fiscali a fronte di fluttuazioni nei prezzi delle materie prime. Questi tipi di Fondi quindi mirano a ridurre l'impatto che la volatilità dei prezzi delle materie prime può avere sugli equilibri di finanza pubblica.
2. *Saving Funds*. Fondi alimentati da risorse non rinnovabili, i quali, nella prospettiva di esaurimento delle stesse, mirano a creare una riserva di ricchezza per le generazioni future, ridistribuendo in modo equo i proventi delle risorse naturali tra le diverse generazioni.
3. *Development Funds*. Fondi finalizzati all'investimento in progetti sociali ed economici essenziali ad ampio spettro, quali ad esempio il lancio di specifiche politiche industriali o la costruzione di infrastrutture.
4. *Pension reserve Funds*. Fondi finalizzati ad incrementare la capacità del sistema pensionistico nazionale, utilizzando fonti di finanziamento diverse da quelle convenzionalmente utilizzate dai normali sistemi pensionistici.
5. *Strategic Funds*. Fondi volti all'investimento in imprese nazionali di considerevole interesse strategico, con lo scopo di aumentarne la competitività e promuoverne la crescita. La peculiarità che li contraddistingue è che il loro patrimonio può essere conteggiato come riserve ufficiali⁴⁸.

Tali categorie, però, non devono essere intese in modo rigido, poiché ciascun Fondo sovrano ha chiaramente la facoltà di perseguire molteplici obiettivi così come di cambiare i propri obiettivi nel corso del tempo: la sopracitata suddivisione è utile solo a livello dottrinale per inquadrare le differenti gestioni operative dei Fondi sovrani.

Incrociando l'origine dei Fondi con le loro finalità economiche, è possibile osservare che ad una tipologia di destinazione del Fondo corrisponde generalmente la medesima modalità di finanziamento. In particolare, gli *Stabilization Funds* e i *Saving Funds* tendono ad essere di tipo *Commodity*, mentre gli *Strategic Funds* sono molto più comunemente di tipo *Non-commodity*. I *Development Funds* e i *Pension reserve Funds* invece appartengono a entrambe le categorie di finanziamento.

⁴⁸ Proprio per questo motivo che tale categoria di fondi si è sviluppata negli ultimi anni nei Paesi dell'Eurozona: tra questi, gli unici due riconosciuti ufficialmente come Fondi sovrani sono il francese *Strategic Investment Fund* (creato nel 2008) e l'italiano *Italian Strategic Fund* (creato nel 2011).

Tabella 1.1. I più grandi Fondi sovrani del mondo per patrimonio (2014)

Stato	Nome	Asset (mld\$)	Anno	Tipo	L-M
Norvegia	<i>Government Pension Fund Global</i>	893	1990	C	10
Abu Dhabi (EAU)	<i>Abu Dhabi Investment Authority</i>	773	1976	C	5
Arabia Saudita	<i>SAMA Foreign Holdings</i>	757	n/a	C	4
Cina	<i>China Investment Corporation</i>	653	2007	NC	7
Cina	<i>SAFE Investment Company</i>	568	1997	NC	4
Kuwait	<i>Kuwait Investment Authority</i>	410	1953	C	6
Hong Kong (Cina)	<i>Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio</i>	400	1993	NC	8
Singapore	<i>Government of Singapore Investment Corporation</i>	320	1981	NC	6
Cina	<i>National Social Security Fund</i>	202	2000	NC	5
Singapore	<i>Temasek Holdings</i>	177	1974	NC	10
Qatar	<i>Qatar Investment Authority</i>	170	2005	C	5
Australia	<i>Australian Government Future Fund</i>	95	2006	NC	10
Abu Dhabi (EAU)	<i>Abu Dhabi Investment Council</i>	90	2007	C	n/a
Russia	<i>National Welfare Fund</i>	88	2008	C	5

Russia	<i>Reserve Fund</i>	86	2008	C	5
Kazakistan	<i>Samruk-Kazyna JSC</i>	78	2008	NC	n/a
Algeria	<i>Revenue Regulation Fund</i>	77	2000	C	1
Kazakistan	<i>Kazakhstan National Fund</i>	77	2000	C	2
Corea del Sud	<i>Korea Investment Corporation</i>	72	2005	NC	9
Dubai (EAU)	<i>Investment Corporation of Dubai</i>	70	2006	C	5
Abu Dhabi (EAU)	<i>International Petroleum Investment Company</i>	68	1984	C	9
Libia	<i>Libyan Investment Authority</i>	66	2006	C	1
Iran	<i>National Development Fund of Iran</i>	62	2011	C	5
Abu Dhabi (EAU)	<i>Mubadala Development Company</i>	61	2002	C	10
Alaska (USA)	<i>Alaska Permanent Fund</i>	52	1976	C	10
Malesia	<i>Khazanah Nasional</i>	41	1993	NC	5
Brunei	<i>Brunei Investment Agency</i>	40	1983	C	1
Texas (USA)	<i>Texas Permanent School Fund</i>	38	1854	C	9
Azerbaijan	<i>State Oil Fund</i>	37	1999	C	10

Fonte: Sovereign Wealth Fund Institute

La *Tabella 1.1* mostra i maggiori Fondi sovrani al mondo, corredati dai valori dei rispettivi patrimoni⁴⁹, anni di fondazione, tipologie di finanziamento e punteggi ottenuti in termini di trasparenza⁵⁰. Al momento i 29 Fondi sovrani indicati sono gli unici con un patrimonio superiore ai 35 miliardi di dollari, mentre ve ne sono altri 48 con un patrimonio che varia dagli 80 milioni di dollari del Fondo della Guinea Equatoriale ai 27 miliardi di dollari del Fondo della Repubblica d'Irlanda. In totale, quindi, attualmente risultano classificati come Fondi sovrani di ricchezza ben 77 istituti, per un patrimonio complessivo stimabile in 6.840 miliardi di dollari, suddiviso sproporzionatamente tra i 4.070 miliardi dei 53 *Commodity Funds* e i 2.770 miliardi dei 24 *Non-commodity Funds*. I *Commodity Funds* rappresentano pertanto il 70% dei Fondi sovrani e dispongono del 60% del patrimonio totale di essi. Tali statistiche hanno però riportato un trend decrescente negli ultimi anni, a causa del prepotente sviluppo dei *Non-commodity Funds* nei Paesi del sud-est asiatico⁵¹. Non a caso gli unici Fondi di quest'ultima categoria che superano la soglia dei 100 miliardi di dollari di patrimonio sono quelli appartenenti a Cina e Singapore.

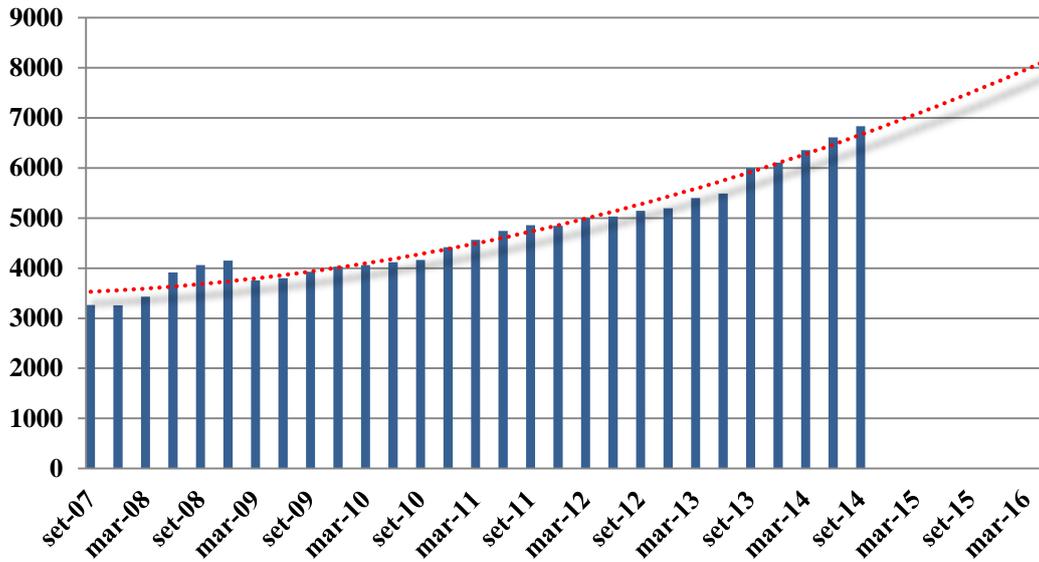
Il dato patrimoniale totale è incredibile soprattutto considerando che è superiore al totale delle riserve ufficiali allocate (circa 6.000 miliardi di dollari) e pari a più del doppio del capitale gestito dagli *hedge funds* (circa 2.850 miliardi di dollari). Inoltre l'imponenza dei patrimoni dei Fondi sovrani nel sistema finanziario internazionale è evidenziata dal fatto che il loro importo complessivo sia pari a poco meno del 10% del PIL mondiale del 2014 stimato dal FMI. È anche vero che le stime fatte dal FMI negli anni precedenti alla crisi finanziaria del 2007 accreditavano ai Fondi sovrani un patrimonio complessivo di 12.000 miliardi di dollari entro il 2013. Chiaramente la portata e le durata della crisi finanziaria hanno inciso sensibilmente su tale valore, tuttavia il trend di crescita evidenziato nella *Figura 1.5* è indubbio.

⁴⁹ Le stime dell'attivo devono considerarsi indicative, poiché spesso i fondi non ufficializzano i propri dati ed è quindi molto difficile fornirne un valore preciso: ad esempio, nel caso del patrimonio della *SAFE Investment Company* cinese, il *Sovereign Wealth Fund Institute* specifica: «*this number is a best guess estimation*». Inoltre molti patrimoni, con la congiuntura negativa della crisi finanziaria che continua a produrre i propri effetti, sono vagliati al loro valore effettivo, non considerando il fatto che la minusvalenza di un investimento si realizza solo al momento del suo smobilizzo: in realtà le attuali svalutazioni dovrebbero essere viste come potenziali di crescita del valore dell'investimento.

⁵⁰ In questo caso la trasparenza è indicata mediante il *Linaburg-Maduell Transparency Index*, un indice di cui si parlerà più diffusamente nel *Paragrafo 1.3*, che attribuisce ai Fondi sovrani un valore compreso tra 1 e 10 in relazione al livello di trasparenza.

⁵¹ Soprattutto, come si vedrà nel *Capitolo 3*, a causa dell'enorme accumulo di riserve valutarie da parte della Cina ed alla conseguente creazione di grandi Fondi sovrani.

Figura 1.5. La crescita del patrimonio dei Fondi sovrani (mld\$)



Fonte: nostra elaborazione su dati del Sovereign Wealth Fund Institute

È molto interessante anche analizzare la distribuzione geografica dei Fondi sovrani, così come riportata nella Figura 1.6, nella quale sono indicati in rosso i *Commodity Funds* ed in blu i *Non-commodity Funds*, mentre l'ampiezza dei cerchi è direttamente proporzionale alla consistenza del patrimonio del Fondo.

Figura 1.6. I Fondi sovrani nel mondo (2014)



Fonte: Sovereign Wealth Fund Institute

È immediato notare la concentrazione dei grandi *Commodity Funds* nella macroarea degli Stati esportatori di petrolio, ovvero Libia, Algeria e Paesi del Medio Oriente (soprattutto Arabia Saudita, Emirati Arabi Uniti, Kuwait e Qatar), alla quale si contrappone evidentemente la concentrazione dei grandi *Non-commodity Funds* nell'area del sud-est asiatico (Cina, Corea del Sud, Singapore).

Un altro fenomeno da rilevare riguarda la presenza di molteplici *Commodity Funds* in America settentrionale (Alaska e Texas su tutti), così come nell'Africa atlantica e in alcune isole del sud-est asiatico e dell'Oceania.

In Europa, come già visto, si stanno sviluppando invece *Non-commodity Funds* a sostegno dell'economia nazionale, e lo stesso sta avvenendo negli Stati emergenti dell'America meridionale, in Australia ed in Nuova Zelanda.

Una particolarità è costituita dalla Russia, che grazie al suo imponente apparato economico e alla sua “versatilità” commerciale è l'unico Paese al mondo a possedere Fondi sovrani di dimensioni rilevanti di entrambe le categorie⁵².

Naturalmente però la peculiarità per eccellenza è rappresentata dalla Norvegia, che con *Government Pension Fund Global*, il suo *Commodity Fund* finanziato dalle esportazioni di petrolio, detiene il primato del Paese con il Fondo sovrano più grande, disponendo questo di un patrimonio di quasi 900 miliardi di dollari, destinati a diventare più di 1.000 entro il 2016 e addirittura più di 1.200 entro il 2020⁵³.

Alle diversità di provenienza geografica, modalità di finanziamento e obiettivi di investimento, si accompagnano contestualmente delle differenze nelle strategie di investimento dei Fondi sovrani. Queste possono essere in maniera estremamente sintetica distinte in due diverse tipologie di gestione⁵⁴.

La prima si realizza in una gestione finanziaria che persegue una strategia ottimale di scelta degli investimenti, diversificando il proprio portafoglio in funzione delle prestazioni conseguibili rispetto agli indici di riferimento, senza nessun

⁵² Nella *Figura 1.6* risulta che anche gli Stati Uniti posseggano, oltre ai vari *Commodity Funds* già citati, come quelli di Alaska e Texas, un *Non-commodity Fund*: in realtà quello rappresentato in blu è il *Permanent Wyoming Mineral Trust Fund* dello Stato federato del Wyoming, un Fondo sovrano finanziato prevalentemente dalle tasse derivanti dalla vendita dei minerali, e quindi tecnicamente un *Non-commodity Fund* “non puro”.

⁵³ *Norvegia, il fondo sovrano brucia record: asset a 1000 miliardi di dollari*, “Il Sole 24 Ore”, 16 Ottobre 2013.

⁵⁴ Savona e Regola (2009).

coinvolgimento con la governance delle società nelle quali si investe. Per esempio, alcuni Fondi si limitano ad investire in obbligazioni di emittenti esteri con rating AAA⁵⁵, mentre altri hanno strategie azionarie più sofisticate implementate da ampi portafogli in titoli quotati nelle maggiori Borse valori mondiali. In generale, comunque, i metodi usati più comunemente per la copertura del rischio sono basati sul rating del credito, sulla diversificazione degli emittenti, sulla preferenza per i titoli quotati sui mercati regolamentati e sull'investimento in aziende ad elevata capitalizzazione: «Nel complesso i Fondi sovrani di ricchezza appaiono attori razionali che puntano a un livello di rischio accettabile»⁵⁶.

La seconda tipologia di strategia di investimento, tralasciando in parte i criteri di diversificazione e ottimizzazione del rischio, si concretizza invece in una gestione con finalità geopolitiche e geoeconomiche, indirizzata a influenzare gli apparati industriali e tecnologici dei Paesi nei quali i Fondi sovrani decidono di agire: «Vi è una minoranza di tipi di Fondo che acquistano grandi aziende o rami d'azienda con seri intenti industriali: ristrutturano, fanno fusioni, licenziano, assumono»⁵⁷. Con questo tipo di strategia i Paesi emergenti hanno la possibilità di acquisire leve di natura politica e strategica tanto nel Paese nel quale investono quanto nel sistema finanziario e politico internazionale. È proprio per la preoccupazione generalizzata della concretizzazione di tali politiche che i Fondi sovrani di ricchezza sono saliti alla ribalta delle cronache: nella seconda metà del 2007, in concomitanza con la fondazione del *China Investment Corporation*, si è verificata un'esorbitante crescita della ricerca del termine *Sovereign Wealth Fund* sul motore di ricerca *Google*⁵⁸.

A questo punto dell'analisi, visti i Paesi di provenienza degli investimenti, le loro dotazioni di capitale, le differenti tipologie di Fondi e le relative strategie di investimento, non resta che osservare la destinazione geografica degli investimenti (*Figura 1.7*), che è stata esaminata per macroaree continentali, e la destinazione settoriale degli stessi (*Figura 1.8*), che si è ritenuto opportuno analizzare utilizzando la ripartizione settoriale a dodici settori ideata da Fama e French (1997).

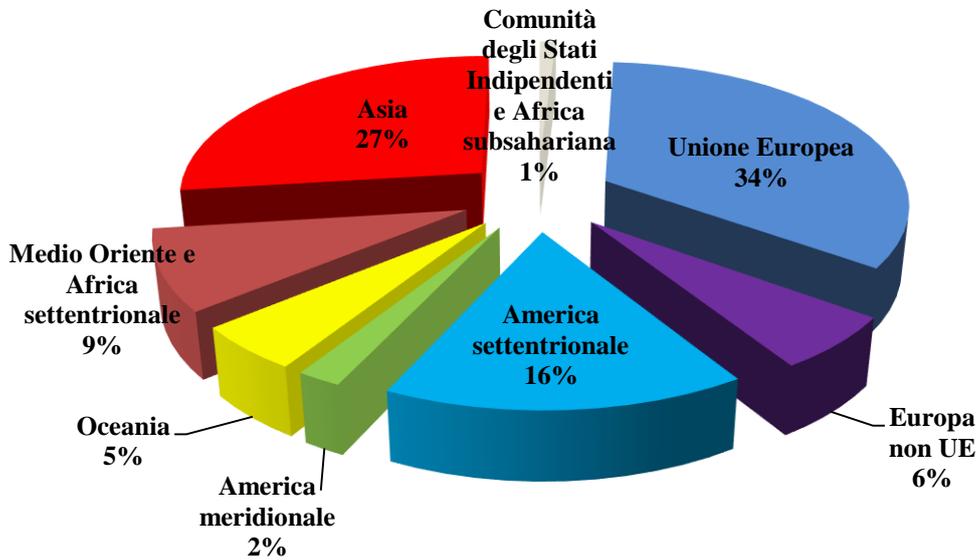
⁵⁵ È il caso, ad esempio, dei Fondi sovrani russi.

⁵⁶ Quadrio Curzio e Miceli (2009), p. 82.

⁵⁷ Prigioni e Zanni (2008), p. 19.

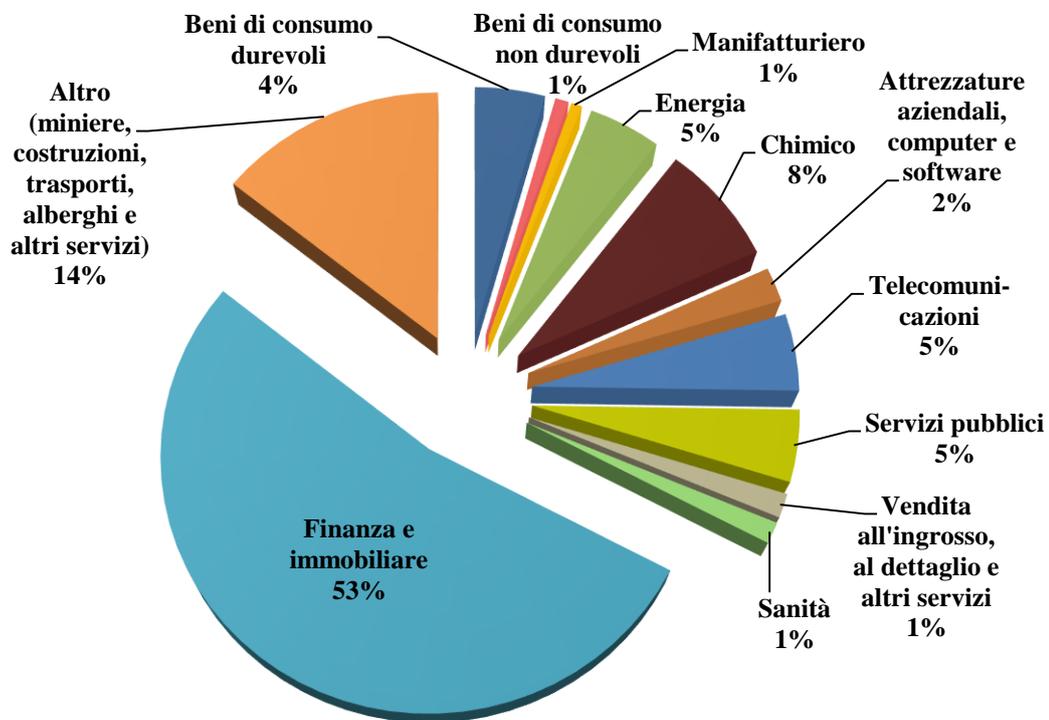
⁵⁸ Studio di Fabio Bertoni su Lossani *et al.* (2010) elaborato su dati *Google Trends*.

Figura 1.7. Ripartizione geografica degli investimenti dei Fondi sovrani in termini di controvalore complessivo (1990-2010)



Fonte: nostra elaborazione su dati Banca d'Italia (Ciarlone e Miceli, 2013)

Figura 1.8. Ripartizione settoriale degli investimenti dei Fondi sovrani in termini di controvalore complessivo (1990-2010)



Fonte: nostra elaborazione su dati Banca d'Italia (Ciarlone e Miceli, 2013)

Una considerazione preliminare che è opportuno fare concerne l'allocazione dei portafogli nei diversi tipi di strumenti finanziari. In generale i più grandi e trasparenti Fondi sovrani dimostrano un'allocazione delle risorse che sembra avvalorare le considerazioni fatte in precedenza, con oltre metà del patrimonio investito in azioni⁵⁹, una quota consistente di esso (circa il 35%) in titoli a reddito fisso, e una quota minoritaria (circa il 10%) in attività alternative (investimenti in *private equity*, *hedge funds*, derivati, materie prime) o detenuto sotto forma di liquidità⁶⁰. Tali dati però devono essere valutati alla luce del fatto che le informazioni sulle acquisizioni rese pubbliche dai Fondi sovrani sono relativamente scarse⁶¹. Nel complesso comunque si può affermare senza dubbio che i Fondi sovrani possiedono portafogli sufficientemente diversificati, con una preferenza per i titoli di debito a basso rischio, opportunamente affiancati da investimenti alternativi.

Per ciò che riguarda l'allocazione geografica mostrata nella *Figura 1.7*, l'evidenza maggiore è rappresentata dalla generale predilezione per l'investimento nelle economie avanzate (Unione Europea e Stati Uniti): questa è connessa da una parte al maggior grado di sviluppo dei mercati finanziari in esse presenti, dall'altra alla loro maggiore qualità in termini di regolamentazione istituzionale dell'attività produttiva nonché in termini di tutela degli investitori e di rispetto dei contratti. È oltremodo significativo il fatto che nel periodo 2007-2010, nonostante le perduranti tensioni sui mercati finanziari e i conseguenti riflessi negativi sulle economie reali, i Paesi sviluppati abbiano continuato a costituire la principale meta di sbocco delle acquisizioni da parte dei Fondi sovrani: è chiaro che in questo scenario i Fondi hanno potuto beneficiare di prezzi di mercato più bassi rispetto a quelli antecedenti la crisi finanziaria, la quale ha quindi avuto un impatto sugli investimenti dei Fondi sovrani molto diverso rispetto a quello avuto sugli investimenti di altre tipologie di investitori.

⁵⁹ Ciarlone e Miceli (2013) su questo punto asseriscono che i Fondi sovrani hanno mostrato una tendenza ad acquisire partecipazioni significative nelle società target (circa il 30%), ma non necessariamente di controllo. Tuttavia le analisi empiriche in questo ambito sono discordi: Bernstein *et al.* (2009) stimano una quota di partecipazione media pari a oltre il 50%, Dewenter *et al.* (2010) pari al 27%, Knill *et al.* (2012) pari al 23%.

⁶⁰ Analisi effettuata da Kotter e LeI (2010), basata sull'indagine condotta sui Fondi sovrani dall'*International Working Group of Sovereign Wealth Funds* (2008a).

⁶¹ Gli studi di Jen (2007) e di Jen e Andreopoulos (2008) per conto di *Morgan Stanley* sono infatti discordi con tale allocazione, ipotizzando una composizione del patrimonio più sbilanciata verso gli investimenti alternativi: 40% in titoli azionari, 30% in titoli a reddito fisso, 30% in attività alternative.

In particolare, i Fondi sovrani dei Paesi del Medio Oriente hanno mostrato in via continuativa una forte propensione all'investimento verso il Regno Unito e gli Stati Uniti, anche per le scarse opportunità di investimento offerte dai mercati domestici. Questo fenomeno si è parzialmente attenuato negli ultimi anni, con lo sviluppo delle attività finanziarie *Shari'ah-compliant*⁶², facenti capo al mondo islamico.

Il dato molto alto riscontrato per gli investimenti in Asia (27%) è stato causato quasi integralmente dagli investimenti *intra muros* dei Fondi asiatici, in particolare da quelli effettuati dai Fondi sovrani di Singapore all'interno della stessa città-stato e da quelli realizzati dal *China Investment Corporation* nel settore immobiliare e nel sistema bancario e finanziario dell'economia cinese.

Infine, le percentuali meno significative hanno riguardato gli investimenti diretti verso Oceania, America meridionale, Comunità degli Stati Indipendenti, Africa subsahariana e Stati europei non facenti parte dell'Unione Europea.

Per quanto concerne invece la ripartizione settoriale mostrata nella *Figura 1.8*, si è notata un'assoluta predominanza per i settori finanziario ed immobiliare, con oltre la metà degli investimenti indirizzati verso questi. In particolare l'interesse per il settore finanziario, a inizio millennio quantificabile appena attorno al 10% degli investimenti, è aumentato esponenzialmente tra Gennaio 2007 e Giugno 2008, periodo nel quale i Fondi sovrani hanno investito circa 100 miliardi di dollari⁶³ in operazioni di rifinanziamento di grandi istituzioni finanziarie occidentali in sofferenza. Le motivazioni di tali interventi e il loro impatto sui mercati finanziari saranno trattati più diffusamente nell'ultima parte di questo *Capitolo 1*. In ogni caso già nel corso del 2009 si è assistito ad un netto ridimensionamento della portata di tali interventi, causato sia dalle perdite già accumulate dai Fondi sovrani nel settore, sia dagli interventi di ricapitalizzazione pubblica *intra muros* da parte degli Stati occidentali, che hanno di fatto mutato la natura di tali istituzioni finanziarie.

⁶² La *Shari'ah* è la legge divina della religione musulmana rivelata dal Corano e dalla *Sunnah*. L'attività finanziaria *Shari'ah-compliant* si pone obiettivi non solo in senso strettamente economico ma anche religioso, giacché deve essere conforme ai quattro principi della finanza islamica: divieto di percepire interessi, divieto di introdurre elementi di incertezza o di speculazione nelle condizioni contrattuali, divieto di finanziare settori banditi dalla *Shari'ah* (quali quelli che trattano alcol, armi, tabacco, pornografia o suini), esigenza di purificazione della ricchezza mediante il pagamento di un'offerta (fonte: Savona e Regola, 2009).

⁶³ Dato stimato da Kern (2008).

L'altro settore principe quale destinatario degli investimenti dei Fondi sovrani è stato quello immobiliare, fenomeno che è spiegabile principalmente alla luce della stretta interconnessione di tale settore con quello finanziario. Così come è correlato ad esso il settore che Fama e French (1997) classificano come "altro", ossia il settore comprensivo di miniere, alberghi, costruzioni e trasporti.

Settori meno appetibili di investimenti che però hanno mostrato trend crescenti sono stati quelli dell'energia, dei servizi pubblici e delle materie prime: questo sviluppo è in larga parte connesso con l'aumento della domanda di materie prime per le industrie nazionali da parte dei Paesi emergenti.

Per il settore chimico si è consolidato nel tempo un trend stabile con la conquista di una buona fetta di mercato, quantificabile intorno all'8% degli investimenti totali.

Infine, i settori poco appetibili e con trend sensibilmente decrescenti sono stati quelli dell'*information technology* (attrezzature aziendali, computer e software, in calo dal 2001 in seguito allo scoppio della bolla dei titoli tecnologici), delle telecomunicazioni e manifatturiero. Tuttavia, secondo alcuni studi⁶⁴, in futuro la possibilità di strategie industriali basate da un lato sull'espansione in settori produttivi differenti da quelli nazionali e dall'altro sull'appropriazione di nuove tecnologie potrebbe far rinascere l'interesse per gli investimenti diretti verso questi settori.

⁶⁴ Ciarlone e Miceli (2013).

1.3. I Fondi sovrani di ricchezza: aspetti istituzionali ed operativi, trasparenza e regolamentazione

L'esigenza di gestire la continua crescita dei Fondi sovrani di ricchezza ha portato il FMI, nell'Aprile del 2008, alla costituzione di un gruppo di lavoro che avesse come obiettivo la creazione di un insieme di principi comuni comportamentali, contestualmente allo studio approfondito del fenomeno dei Fondi sovrani di ricchezza considerato nel suo complesso. Tale gruppo di lavoro, denominato *International Working Group of Sovereign Wealth Funds* (IWG), come primo atto ufficiale ha pubblicato, il 12 settembre 2008, un documento: *Sovereign Wealth Funds: current institutional and operational practices*, che sostanzialmente rappresenta un approfondimento sui maggiori aspetti istituzionali ed operativi dei Fondi sovrani. Tale ricerca è diventata una pietra miliare per l'approccio alla conoscenza dei Fondi sovrani, ed è stata la base sulla quale poco dopo sono stati costruiti i relativi principi comportamentali. Inoltre, benché sia stata effettuata più di sei anni fa, ricalca in maniera puntuale le caratteristiche dei Fondi sovrani ancora oggi, ed è per tale motivo che in questa sede si è scelto di ripresentarla, approfondendone i tratti generali⁶⁵. Il documento pubblicato dall'IWG, in particolare, suddivide lo studio della materia in tre macroaree.

1. Struttura legale, obiettivi e legami macroeconomici.
2. Struttura istituzionale e struttura della governance.
3. Politiche di investimento e strutture per la gestione del rischio.

La struttura legale dei Fondi sovrani è molto eterogenea da Paese a Paese, nel senso che mentre in alcuni casi il Fondo è sorretto da una specifica legislazione o da uno statuto, in altri casi tali condizioni non sussistono. La legislazione costitutiva, le leggi istitutive, le leggi societarie e i bilanci dei Fondi sono generalmente pubblici. Molti Fondi sono separati dallo Stato e dalla Banca centrale (talvolta sono addirittura società per azioni private), altri invece possono considerarsi come un insieme di risorse controllate dal Ministero delle Finanze ed operativamente diretti da un'agenzia riconosciuta dall'ordinamento giuridico nazionale. In ogni caso è fondamentale

⁶⁵ Per l'analisi è stata utilizzata la traduzione di Pasca di Magliano (2009).

operare una netta distinzione tra struttura proprietaria del Fondo sovrano e struttura proprietaria delle entità giuridiche che compongono il Fondo stesso: vari studi hanno infatti evidenziato l'importanza dell'estrapolazione degli asset nazionali di proprietà dello Stato dal patrimonio di un Fondo sovrano⁶⁶.

Gli obiettivi dei Fondi sovrani risultano in parte legati alla natura delle passività ad essi riconducibili: i Fondi accumulano risparmi o per sostenere le generazioni future, o per stabilizzare il gettito fiscale, o per costituire riserve da destinare a nuovi investimenti azionari. In generale, i Fondi sovrani sono direttamente coinvolti nelle politiche macroeconomiche solo in due circostanze: o per trasferimenti al bilancio a copertura di necessità imprevedibili, oppure per attrarre risorse da trasferire alla Banca centrale in caso di disequilibri della bilancia commerciale non previsti.

Le regole di finanziamento e di prelievo cambiano a seconda della modalità di costituzione del Fondo sovrano, così come la regolamentazione finanziaria: alcuni Fondi trattengono capitale e rendimenti e reinvestono i profitti nei Fondi stessi, altri invece distribuiscono dividendi annuali.

Se il Fondo è un'entità strettamente statale allora è altamente probabile che offra informazioni statistiche sulla sua operatività solo alla relativa agenzia nazionale; gli altri tipi di Fondi, invece, mettono a disposizione del pubblico tali informazioni mediante rapporti trimestrali. In ogni modo, praticamente tutti i Fondi pubblicano almeno annualmente un breve resoconto del portafoglio in loro possesso: per i Fondi privatistici è però obbligatoria la pubblicazione di rapporti particolareggiati, che accludano informazioni sugli obiettivi, sullo statuto, sulla struttura di governo, sulle politiche di investimento, sulla gestione del rischio e sulla revisione dei dati.

Così come per la struttura legale, l'IWG osserva che anche la struttura istituzionale dei Fondi sovrani differisce da un Paese all'altro. L'assetto più comune prevede un Consiglio di Amministrazione o un Comitato di Governo che abbia potere decisionale sulle politiche di investimento e sulla gestione operativa: in questi casi l'intento è comunque quello di garantire una gestione indipendente ma responsabile nei confronti del Governo nazionale, attraverso la presentazione al Parlamento di rapporti periodici. In alcuni casi tali responsabilità possono essere dissimulate, ad esempio mediante la

⁶⁶ Balding (2008).

nomina di un comitato consultivo da parte del Ministero delle Finanze, il quale di conseguenza si assume la responsabilità (solidalmente con esso) di stabilire modalità di investimento e particolari obiettivi.

Nel caso di Fondi sovrani che rappresentano un'entità legale separata dallo Stato, la responsabilità sulle decisioni di investimento ricade sempre a carico del funzionario con il grado più elevato, e l'indipendenza operativa è fissata anche nelle regole e nelle procedure per la nomina e la destituzione dei membri di governo.

Nel caso invece di Fondi sovrani legati allo Stato, la gestione è affidata solo a funzionari pubblici, mentre l'indipendenza si combina con la gestione affidata alla Banca centrale o ad un'agenzia specializzata prevista dalla legge.

Nel caso infine di Fondi sovrani a struttura privatistica, la direzione è affidata ad un Consiglio di Amministrazione, i membri del quale sono scelti sulla base della loro esperienza nella gestione degli investimenti e nelle attività di *corporate governance*.

A prescindere dalla struttura istituzionale, un Fondo può disporre sia di comitati consultivi che collaborino alla determinazione delle politiche di investimento sia di un consiglio di sorveglianza responsabile in tema di controllo.

La responsabilità, in tutti i casi, riguarda di diritto i manager ed i proprietari del Fondo. Se questi ultimi sono legati al Governo allora, come si è visto, il Ministero delle Finanze deve riferire periodicamente (con cadenza annuale o quadrimestrale, a seconda dei differenti casi) al Parlamento nazionale la relazione sulle attività finanziarie specifiche del Fondo.

Nell'ipotesi invece di Fondi non controllati né dal Ministero delle Finanze né dalla Banca centrale, la relazione sulle attività è sottoposta ad una revisione annuale da parte del Parlamento, o comunque da parte di un comitato parlamentare. In quest'ultimo caso, però, il Ministero delle Finanze ha generalmente ampi poteri, visto che può sia convocare in qualsiasi momento il comitato responsabile del fondo per verificare il perseguimento degli obiettivi previsti dalla legge, sia destituire i membri del suddetto comitato qualora i risultati non risultino soddisfacenti o il consiglio stia operando in modo giudicato non conforme. È evidente quindi come al Ministero delle Finanze venga attribuito un alto livello di responsabilità, affinché garantisca che i conti del Fondo sovrano vengano consolidati pienamente con quelli del Governo.

Nel caso infine di Fondi sovrani che operano come una società per azioni regolamentata da uno statuto interno, il Governo nazionale (rappresentato dallo stesso Ministro delle Finanze) opera a distanza e non è direttamente coinvolto negli affari o nelle decisioni di investimento: i Fondi sono quindi direttamente responsabili dei risultati economici di fronte ai propri azionisti.

Le relazioni predisposte dai Fondi sovrani si uniformano agli standard di contabilità prestabiliti: alcuni si adeguano ai principi contabili internazionali IFRS (*International Financial Reporting Standards*), altri dichiarano di applicare principi a questi equivalenti, altri ancora utilizzano i principi propri del settore pubblico internazionale (IPSAS, *International Public Sector Accounting Standards*). Tali relazioni sono sottoposte in tutti i casi al giudizio professionale di entità di controllo, e sono valutate secondo standard di revisione uguali per tutti e riconosciuti a livello internazionale. La revisione interna deve essere eseguita da revisori dei conti indipendenti (che possono essere società di revisione o singoli professionisti) mediante procedure che includano: la valutazione sull'amministrazione del Fondo, la valutazione sulle decisioni del consiglio direttivo, il controllo sulla gestione finanziaria.

Nel complesso quindi i Fondi sovrani di ricchezza condividono standard comuni che disciplinano la condotta delle operazioni finanziarie, ed hanno regole simili volte a prevenire l'appropriazione indebita di risorse da parte di membri del consiglio, del management o dello staff. Tali standard devono essere resi pubblici, facendo parte di codici etici liberamente adottati dai Fondi sovrani al fine di tutelarsi dalle minacce di *insider trading*, *market manipulation*, conflitti d'interesse e frode.

L'ultima parte dello studio dell'IWG riguarda le politiche di investimento e le modalità di gestione del rischio: come si è già visto in precedenza, mentre alcuni Fondi mirano a massimizzare i rendimenti legati ad un benchmark di riferimento, altri puntano solo a rendimenti assoluti. Nella maggior parte dei casi, comunque, non vi sono specifici obiettivi di rendimento ma solo l'obiettivo generale di perseguire rendimenti stabili nel lungo periodo. In questo senso è chiaro che un ruolo di primaria importanza nella determinazione dell'insieme dei rendimenti realizzabili viene giocato dal valore dell'esposizione complessiva al rischio.

Gli obiettivi di investimento devono essere espressi esplicitamente dal proprietario del Fondo o dal direttore del Fondo: il target ed i parametri di rischio sono basati su un benchmark ancorato ad un indice di mercato, il quale deve essere rivisto regolarmente (almeno ogni due anni), mentre il bilanciamento del portafoglio viene effettuato ad intervalli di tempo brevi e regolari (massimo un mese), ma può chiaramente essere influenzato dalle oscillazioni del mercato.

I principi generali per la gestione del rischio sono stabiliti dallo statuto o dal proprietario del Fondo sovrano. Nella maggior parte dei casi il rischio operativo è controllato mediante la separazione delle responsabilità e l'adozione di codici di condotta nonché di misure atte ad evitare conflitti di interessi tra lo staff del Fondo ed il Governo. Per misurare ed amministrare il rischio si deve comunque far riferimento sia al rischio di credito che al rischio di valuta (quest'ultimo mitigato in parte dall'utilizzo di una moneta estera).

Infine, un aspetto di fondamentale rilevanza è rappresentato dal fatto che la quasi totalità dei Fondi sovrani attribuisca la maggior parte o tutta la gestione degli asset a direttori esterni, ingaggiati per sopperire alle carenze professionali interne (considerazione che assume rilevanza soprattutto per i Paesi emergenti): l'esperienza dei direttori esterni sui mercati finanziari internazionali può infatti assicurare una migliore diversificazione del rischio ed il perseguimento di rendimenti più elevati.

Come si è visto lo scopo fondamentale di questo primo documento redatto dall'IWG è stato quello di porre le basi per la regolamentazione dei Fondi sovrani, dovendo questa essere finalizzata in particolare a contrastare uno degli aspetti più caratterizzanti di essi: l'opacità relativa alla dotazione patrimoniale e agli obiettivi di investimento. La trasparenza infatti ha per i Fondi sovrani (ma più in generale per tutti i fondi di investimento) un costo diretto, dal momento che le informazioni rese pubbliche possono essere sfruttate come vantaggio competitivo dai concorrenti.

Nell'ambito della trasparenza relativa ai Fondi sovrani è necessario considerare il fatto che questi sono già assoggettati alla legislazione interna del Paese nel quale effettuano l'investimento (come ogni altro investitore): le esigenze informative connesse ai Fondi sovrani devono quindi riguardare una «trasparenza aggiuntiva»⁶⁷.

⁶⁷ Savona e Regola (2009).

Nella valutazione dell'effettivo grado di trasparenza offerto dai Fondi sovrani sono stati elaborati numerosi indicatori, nessuno dei quali però si è focalizzato sul livello di trasparenza addizionale rispetto a quello richiesto normalmente. In questa sede si è scelto pertanto di trattare solamente i due indici più completi e più comunemente utilizzati a livello internazionale: il *Linaburg-Maduell Transparency Index* e il *Truman-Dowson Scoreboard*.

Tabella 1.2. Il Linaburg-Maduell Transparency Index

Principi informativi	Punti
Il Fondo fornisce i dati storici comprensivi degli scopi della creazione, delle origini delle risorse e della struttura proprietaria di governo	+1
Il Fondo fornisce in maniera indipendente delle relazioni annuali certificate e aggiornate	+1
Il Fondo fornisce le percentuali proprietarie e la localizzazione geografica del patrimonio	+1
Il Fondo fornisce il valore di mercato totale del portafoglio, i rendimenti del portafoglio e la remunerazione del management	+1
Il Fondo fornisce le linee guida in relazione agli standard etici, alle politiche di investimento e all'applicazione delle stesse	+1
Il Fondo fornisce in modo chiaro le informazioni sulle strategie e sugli obiettivi	+1
Se applicabile, il Fondo identifica chiaramente le controllate e le informazioni di contatto ad esse relative	+1
Se applicabile, il Fondo identifica i direttori esterni	+1
Il Fondo gestisce un proprio sito web	+1
Il Fondo fornisce l'indirizzo della sede principale e altre informazioni di contatto quali telefono e fax	+1

Fonte: nostra traduzione dal sito del Sovereign Wealth Fund Institute

Carl Linaburg e Michael Maduell, fondatori del *Sovereign Wealth Fund Institute*, nel 2008 hanno elaborato un indice in grado di attribuire un valore indicativo del livello di *disclosure* ad ogni singolo Fondo sovrano⁶⁸. Tale indice è basato su dieci distinti criteri essenziali, ognuno dei quali (se riscontrato) attribuisce al Fondo un punto: la scala di punteggi totalizzabili da un Fondo varia pertanto da 1 a 10, dove il valore 10 denota i Fondi con il livello di trasparenza massimo. Il rispetto di ogni principio è rimesso alla valutazione discrezionale del *Sovereign Wealth Fund Institute*, il quale ha anche chiarito che un Fondo sovrano con un adeguato livello di trasparenza dovrebbe totalizzare un punteggio pari almeno a 8.

Il *Linaburg-Maduell Transparency Index* è stato costruito sulla base del *Government Pension Fund Global* norvegese, considerato l'esempio più virtuoso tra i Fondi sovrani in termini di trasparenza e responsabilità. Oltre ad esso, tra i maggiori, attualmente totalizzano un punteggio di 10 solamente i Fondi *Mubadala Development Company* (Emirati Arabi Uniti), *Temasek Holdings* (Singapore), *State Oil Fund* (Azerbaijan), *Australian Government Future Fund* (Australia) e *Alaska Permanent Fund* (Stati Uniti). Tra i Fondi principali che invece conseguono il minor punteggio possibile in termini di trasparenza, ossia 1, si trovano il *Revenue Regulation Fund* (Algeria), il *Libyan Investment Authority* (Libia) e il *Brunei Investment Agency* (Brunei).

Nonostante negli ultimi anni si sia riscontrato un trend sensibilmente positivo nell'aumento della trasparenza, in generale questa rimane comunque inferiore al punteggio minimo consigliato di 8: la media dei punteggi ottenuti da tutti i Fondi pesati per i rispettivi patrimoni è infatti pari solo a 6,4.

Il secondo indice considerato è il *Truman-Dowson Scoreboard*, elaborato tra il 2007 e il 2008 da Edwin M. Truman del *Peterson Institute for International Economics* con la collaborazione del collega Doug Dowson. Lo *Scoreboard* di Truman (2007b, 2008a, 2008b) è basato esclusivamente su informazioni pubbliche e ufficiali, distinte in quattro categorie, all'interno di ognuna delle quali un insieme di indicatori cattura la presenza (o l'assenza) di informazioni riguardo a diversi aspetti di queste⁶⁹.

⁶⁸ Infatti la *Tabella 1.1* vista in precedenza e ricavata dal sito del *Sovereign Wealth Fund Institute* attribuisce ai Fondi sovrani un punteggio basato sul *Linaburg-Maduell Transparency Index*.

⁶⁹ Per la traduzione e l'analisi sono stati utilizzati principalmente i lavori di Quadrio Curzio e Miceli (2009), di Savona e Regola (2009) e di Lossani *et al.* (2010).

1. Struttura: obiettivi e strategie di investimento, fonti di finanziamento, grado di indipendenza dal Governo nazionale, grado di separazione dalle riserve ufficiali, rapporti con i bilanci pubblici, esplicitazione delle procedure per le variazioni nella struttura, altre caratteristiche strutturali.
2. Governance: ripartizione di ruoli e poteri nelle decisioni di investimento tra Governo e direttori del Fondo, definizione delle linee guida riguardanti l'etica e la responsabilità sociale.
3. Trasparenza: disponibilità e completezza delle informazioni relative all'allocazione del portafoglio di investimento, benchmark utilizzati, utilizzo degli intermediari, frequenza delle relazioni e dei report, presenza di controllori e revisori contabili pubblici e indipendenti⁷⁰.
4. Comportamento: definizione delle modalità di gestione del portafoglio, utilizzo della leva finanziaria, presenza di limiti alla partecipazione azionaria e di regole chiare sull'uso degli strumenti finanziari derivati.

La procedura di *scoring* termina con il computo totale dei valori ottenuti dai Fondi sovrani in ciascuna delle quattro diverse categorie e con la normalizzazione delle somme su una scala da 1 a 100.

I punteggi⁷¹ ottenuti con il *Truman-Dowson Scoreboard* dimostrano una parziale corrispondenza con quelli rilevati dal *Linaburg-Maduell Transparency Index*. Tra i principali, infatti, il Fondo norvegese è quello con il punteggio più alto (98), seguito nell'ordine dai Fondi di Alaska (91), Australia (89), Azerbaijan (88) e dal *Temasek Holdings* di Singapore (76). D'altro canto, i tre Fondi che risultano i peggiori con il *Linaburg-Maduell Transparency Index*, ossia i Fondi sovrani di Algeria, Brunei e Libia, con il *Truman-Dowson Scoreboard* ottengono punteggi rispettivamente di 29, 21 e 6. In generale, comunque, in quest'indice la media pesata normalizzata più alta si riscontra nella categoria "Struttura" (76), alla quale seguono "Comportamento" (60), "Trasparenza" (57), e, per ultima, "Governance" (50).

Anche in questo caso quindi si rileva un insufficiente livello di trasparenza, giacché a fronte di uno score minimo che si dovrebbe aggirare intorno ad 80, i Fondi sovrani totalizzano un punteggio generale medio normalizzato di 72.

⁷⁰ Questa terza categoria è considerata la più importante da Truman, e pertanto nella determinazione del punteggio finale ha un peso specifico superiore rispetto alle altre tre (prese singolarmente).

⁷¹ Trovati nel lavoro di Bagnall e Truman (2013).

È interessante notare, per entrambi gli indici, il miglioramento negli ultimi anni del secondo Fondo sovrano più grande del mondo per patrimonio, il potente *Abu Dhabi Investment Authority*. Questo è stato fin dalla sua nascita il Fondo storicamente meno trasparente, tanto che di tale istituto si diceva: «L'ADIA in 30 anni non ha mai reso disponibile alcuna informazione finanziaria, e la mancanza di trasparenza è tanto problematica quanto maggiori sono le dimensioni dei Fondi sovrani di ricchezza»⁷². Ebbene tale Fondo al 2014 totalizza un punteggio di 5 con il *Linaburg-Maduell Transparency Index* e di 58 con il *Truman-Dowson Scoreboard*. Tali risultati, pur non essendo particolarmente brillanti, sono tuttavia forieri di un cambiamento largamente positivo rispetto al passato, considerando che nel 2008 i punteggi ottenuti con gli stessi indici erano rispettivamente pari a 1 e 9.

Sulla base degli elementi analizzati in questo *Paragrafo 1.3*, ed in particolare alla luce dello *Scoreboard* di Truman e del primo lavoro dell'IWG (*Sovereign Wealth Funds: current institutional and operational practices*), lo stesso IWG ha elaborato la stesura di un codice di condotta comune applicabile ai Fondi sovrani di ricchezza. Pubblicato l'11 Ottobre 2008, tale codice si sostanzia in 24 principi guida, denominati *Generally Accepted Principles ad Practises* (noti anche come *Santiago Principles* o più semplicemente come GAAP)⁷³. Questi non sono da considerarsi al pari di vere e proprie *best practises*, ma piuttosto come linee guida riguardanti questioni di trasparenza, di responsabilità, di comportamento e di governance.

La suddivisione in tre parti del documento di enunciazione dei GAAP ricalca da vicino la struttura già vista nel precedente studio redatto dall'IWG⁷⁴.

1. Struttura legale, obiettivi e coordinamento con le politiche macroeconomiche;
2. Contesto istituzionale e struttura di governance;
3. Gestioni degli investimenti e del rischio.

La prima area è disciplinata dai GAAP 1-5, i quali specificano le seguenti caratteristiche obbligatorie dei Fondi sovrani: la struttura proprietaria deve essere determinata per legge, la politica deve essere definita chiaramente e resa pubblica, le

⁷² Quadrio Curzio e Miceli (2009), p. 106.

⁷³ *International Working Group of Sovereign Wealth Funds* (2008b).

⁷⁴ *International Working Group of Sovereign Wealth Funds* (2008a).

attività con significativa portata macroeconomica devono essere coordinate con le autorità fiscali e monetarie, la provenienza delle risorse deve essere resa pubblica, i dati statistici più importanti devono essere pubblicati periodicamente.

I GAAP 6-17 coprono la seconda area d'interesse, che dispone in particolare la definizione della struttura di governance. Questa deve essere basata su una chiara ed effettiva divisione dei poteri (così da poter facilmente individuare eventuali responsabilità nella gestione), su una concreta indipendenza gestionale e su una ripartizione ottimale dei compiti e delle prerogative alla proprietà, agli organi di governo e al management operativo (così da garantire l'autonomia da eventuali interferenze politiche: è infatti demandato alla proprietà del Fondo il compito di esercitare il controllo sulle operazioni). Inoltre la governance, gli obiettivi, il grado di indipendenza, le informazioni finanziarie più rilevanti e gli standard etici e professionali richiesti per operare devono essere resi pubblici, così come devono essere pubblicati rapporti annuali delle attività e dichiarazioni finanziarie periodiche, entrambi da sottoporre ad un auditing esterno in accordo con gli standard nazionali o internazionali relativi. Infine, le operazioni in Paesi ospiti devono essere effettuate nel rispetto delle normative locali in tema di *disclosure*.

L'ultima area è disposta dai GAAP 18-24. In questi viene specificato che la politica degli investimenti deve essere chiara, rispettare gli obiettivi del Fondo, muoversi entro i livelli di rischio prescelti massimizzando i profitti finanziari, basarsi su solide basi economiche e finanziarie e sui principi della sana gestione patrimoniale. Inoltre, tutte le attività finanziarie (e le performance da queste conseguite) devono essere misurate e rese note alla proprietà, anche in riferimento ad un eventuale benchmark e in linea con gli standard generalmente accolti. In questo ambito il Fondo deve munirsi di una cornice normativa che identifichi i rischi derivanti dalle proprie operazioni, in particolare quelli derivanti dall'uso della leva finanziaria. Inoltre il Fondo non deve cercare di ottenere vantaggi da informazioni privilegiate o ottenute grazie a indebite influenze governative nei confronti di privati. I diritti derivanti dalla proprietà di pacchetti azionari devono essere infatti considerati come un elemento fondamentale del valore degli investimenti, e pertanto l'esercizio di essi deve essere effettuato nel

rispetto dei principi di investimento del Fondo nonché in un'ottica di protezione del valore dell'investimento stesso. Infine, l'ultimo principio dispone l'obbligo di una regolare revisione dell'applicazione dei principi GAAP da parte del Fondo sovrano.

L'adesione ai GAAP è su base volontaria e questi risultano in ogni caso subordinati alle diverse legislazioni nazionali; è evidente in questo caso l'*intentio legis* di promuovere la cooperazione tra Paesi di origine e Paesi riceventi, riducendone la conflittualità e aumentando il grado di trasparenza dei primi a beneficio dei secondi. I principi enunciati sono infatti conformi alle pratiche di mercato comunemente adottate dalle maggiori istituzioni finanziarie internazionali, e peraltro alla data di stesura i GAAP riflettevano quanto già accadeva nei Fondi sovrani più trasparenti (un esempio sempre valido è rappresentato dal Fondo norvegese).

Dei 27 Paesi membri dell'*International Forum of Sovereign Wealth Funds* (IFSWF)⁷⁵ solo 21 hanno risposto alla ricerca statistica effettuata nel 2013⁷⁶, e, tra questi, è risultato che solo 13 avessero interamente implementato i 24 GAAP: tali risultato, sebbene possa sembrare insoddisfacente, mostra tuttavia un trend crescente rispetto alle ricerche del 2009 e del 2011⁷⁷, fatto che è evidenziato anche dagli studi di Truman⁷⁸. In particolare, egli mostra le differenze di applicazione tra i diversi Paesi (condizioni non evidenziate dal lavoro dell'IFSWF) anche alla luce dei punteggi ottenuti da questi in base allo *Scoreboard* da lui elaborato. Ne risulta che dei 24 GAAP quelli di gran lunga meno implementati sono i numeri 3 e 24, ossia quelli che dispongono rispettivamente della cooperazione con le politiche macroeconomiche e dell'obbligo di una regolare revisione dell'applicazione dei principi GAAP stessi. I Paesi che invece ottengono le percentuali inferiori nell'applicazione parziale dei GAAP sono Bahrein, Guinea Equatoriale, Iran, Libia, Messico e Qatar.

È chiaro che se i *Santiago Principles* venissero applicati con regolarità e completezza dai principali Paesi detentori di Fondi sovrani, non solo i Fondi guadagnerebbero in

⁷⁵ Questo è il forum internazionale che nel 2009 ha sostituito l'IWG in tutte le sue funzioni principali, e che ad oggi ricomprende i Fondi sovrani di 27 Paesi: Angola, Australia, Azerbaijan, Bahrein, Botswana, Canada, Cile, Cina, Corea del Sud, Emirati Arabi Uniti, Guinea Equatoriale, Iran, Irlanda, Italia, Kuwait, Libia, Malesia, Messico, Nigeria, Norvegia, Nuova Zelanda, Qatar, Russia, Singapore, Stati Uniti, Timor Est, Trinidad & Tobago.

⁷⁶ *International Forum of Sovereign Wealth Funds* (2013).

⁷⁷ La prossima ricerca sviluppata dall'IFSWF sarà effettuata nel 2015.

⁷⁸ Truman (2013).

trasparenza, buona *corporate governance* e responsabilità, ma contribuirebbero anche ad una maggiore stabilità dei mercati finanziari internazionali e ad una maggiore apertura dei mercati finanziari nazionali agli investimenti diretti esteri. Inoltre, è opportuno non trascurare un'ulteriore questione non di poco conto, ossia il fatto che un clima di fiducia generalizzata sull'operato dei Fondi sovrani sarebbe di giovamento anche ai cittadini dei Paesi detentori dei Fondi, in quanto una maggiore trasparenza garantirebbe una migliore valutazione dell'utilizzo della ricchezza nazionale.

I GAAP sono quindi indubbiamente un passo in avanti nell'evoluzione dei Fondi sovrani, soprattutto perché rappresentano la prova tangibile della volontà condivisa di numerosi Stati di raggiungere una soluzione soddisfacente nella regolamentazione di tale fenomeno macroeconomico. Nonostante ciò, i *Santiago Principles* non sono esenti da incompletezze e critiche.

Innanzitutto, i Governi dei Paesi potrebbero assumere una posizione “promiscua” nei confronti dei Fondi sovrani, dal momento che divengono simultaneamente regolatori e soggetti regolati dall'IFSWF. È vero che tale organo, creato appositamente per aggiornare periodicamente i principi e facilitarne diffusione, comprensione e implementazione, formalmente in qualità di forum internazionale assume la qualifica di piattaforma multilaterale e indipendente, ma in ultima istanza risponde comunque al FMI. In questo senso assume rilievo la circostanza che il FMI, nonostante le molteplici riforme, sia rimasto un istituto controllato di fatto dai Paesi occidentali, di riflesso alla conformazione geoeconomica e geopolitica successiva alla Seconda Guerra Mondiale; una tale strutturazione è sicuramente inadeguata nel contesto macroeconomico odierno, ed infatti i Paesi emergenti lamentano costantemente un deficit di rappresentanza all'interno del FMI. Inadeguatezza che quindi riguarda anche l'IFSWF stesso in quanto istituzione del FMI. Non a caso sono numerose le proposte di elezione a sede di supervisione economica generale, nonché a centro di discussione su base multilaterale delle questioni macroeconomiche (in particolare delle tematiche relative ai tassi di cambio, rimasti per troppo tempo su livelli disallineati), della *World Trade Organization (WTO)*⁷⁹.

⁷⁹ Mattoo e Subramanian (2008): di questa proposta e dei suoi eventuali effetti macroeconomici si parlerà più diffusamente nel *Capitolo 3*, quando verranno trattate le questioni relative ai rapporti commerciali tra Cina e Stati Uniti.

In secondo luogo risultano evidenti le difficoltà di applicare principi comuni (ed enunciati in modo forse troppo ampio) a soggetti molto eterogenei e difficilmente controllabili: d'altro canto però le formulazioni generiche dei principi consentono ai GAAP di essere più facilmente adeguabili a differenti contesti istituzionali e giuridici e soprattutto a diverse tipologie di Fondi sovrani.

Una risposta a tutte le critiche che, più o meno giustamente, possono essere mosse ai *Santiago Principles*, è eventualmente da ricercarsi nella circostanza che lo scopo principale di questi non è affatto quello di imporre dall'alto regole vincolanti e a carattere inderogabile, bensì quello di contribuire a creare un clima di fiducia generalizzata nei confronti dei Fondi sovrani, sia negli Stati detentori che negli Stati riceventi gli investimenti. Il quadro regolatorio eretto mira infatti principalmente all'armonizzazione del sistema finanziario internazionale ed al contenimento del protezionismo finanziario su scala globale.

Sommando tutte le congiunture analizzate nel presente *Paragrafo 1.3* è possibile concludere che, sebbene nell'ambito della ricerca di trasparenza e dell'applicazione di regole strutturali e comportamentali comuni i Fondi sovrani dimostrino un trend crescente e positivo, essi rimangono caratterizzati da una grande varietà in termini di bontà della trasparenza e delle pratiche gestionali; parametri che oltretutto, misurati mediante appositi indici, risultano mediamente insoddisfacenti.

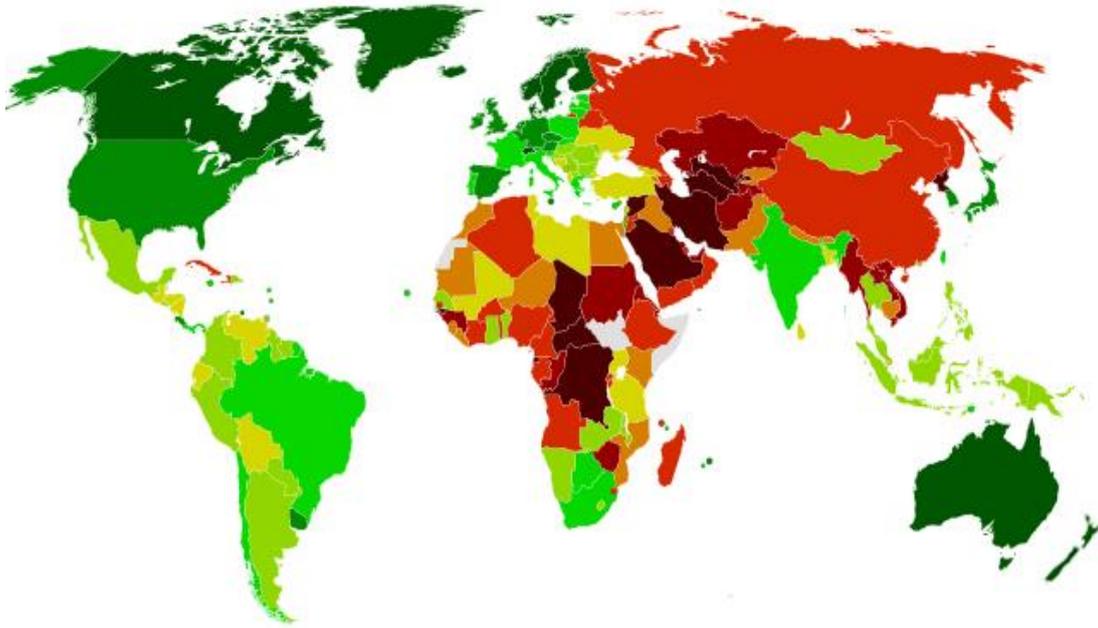
1.4. I Fondi sovrani di ricchezza: impatto sui mercati finanziari alla luce della democraticità dei Paesi detentori e delle reazioni politiche nazionali e internazionali

Negli ultimi decenni si è verificato uno spostamento di massa dei patrimoni denominati in valuta estera dai Paesi democratici occidentali verso gli Stati con regimi autoritari. Chiaramente tale processo ha comportato in passato, e potrebbe comportare ancora di più in futuro, oltre ad importanti conseguenze in campo finanziario sulle scelte politiche delle democrazie occidentali, molteplici esternalità negative di tipo politico. Nell'analisi preliminare dell'impatto sui mercati finanziari e delle reazioni politiche al fenomeno dei Fondi sovrani di ricchezza è doveroso considerare il fatto che in linea generale il grado di trasparenza fornito dai Fondi, sia nel proprio Paese di appartenenza che nei Paesi riceventi gli investimenti, ha implicazioni sulla natura delle loro stesse attività. Ci si potrebbe infatti domandare, in base a quanto visto finora, come mai i Fondi degli Stati più democratici dimostrino tendenzialmente un elevato grado di trasparenza, laddove invece per i Fondi dei Paesi meno democratici se ne riscontri generalmente un livello minore.

La motivazione sottesa a tale circostanza è da ricercarsi nel *trade-off* relativo alla trasparenza da garantire:

- per i Paesi più democratici una maggiore trasparenza può significare la riduzione dell'efficacia delle strategie di investimento del Fondo (soprattutto alla luce dei non trascurabili vantaggi competitivi acquisiti dai concorrenti), ma d'altro canto essa è necessaria nella ricerca del consenso politico nazionale, giacché il perseguimento degli obiettivi di investimento del Fondo deve riflettere coerentemente le aspettative dell'elettorato interno (in tal caso un maggior livello di trasparenza può anche comportare un maggiore stock di risorse finanziarie assegnate al Fondo);
- per i Paesi meno democratici una minore trasparenza può indubbiamente creare un vantaggio competitivo nei confronti dei concorrenti, ma allo stesso tempo ridurre la disponibilità da parte di un Paese ospite ad accettare flussi di investimenti, nonché alimentare il dissenso popolare e l'instabilità politica qualora la gestione del Fondo rifletta esclusivamente le preferenze di un ristretto circolo di potere.

Figura 1.9. L'indice di democrazia nel mondo (2012)



Fonte: Economist Intelligence Unit

La Figura 1.9 mostra il *Democracy Index* calcolato dall'*Economist Intelligence Unit*, un indicatore che assegna a 167 Stati del mondo un punteggio da 1 a 10 in base al livello di democrazia riscontrato in essi, calcolato in base a 5 parametri:

- a) funzione del governo;
- b) libertà civili;
- c) partecipazione culturale;
- d) partecipazione politica;
- e) processo elettorale e pluralismo.

Nelle tonalità di verde scuro sono indicati i Paesi con i punteggi più alti, classificati come “Democrazie complete”; le tonalità di verde chiaro e giallo identificano le “Democrazie imperfette” e i “Regimi ibridi”; le tonalità di arancione e rosso indicano i “Regimi autoritari”, tra i quali spiccano in bordeaux le dittature vere e proprie.

La Norvegia, come al solito, conquista il primo posto anche in questa particolare classifica, totalizzando un punteggio di 9,80; il non invidiabile ultimo posto è invece ad appannaggio della Corea del Nord, con un punteggio di 1,08. Le due principali economie del mondo, Stati Uniti e Cina, ottengono punteggi rispettivamente di 8,11 e 3,14. È evidente, in generale, il distacco tra gli Stati democratici di America, Europa

ed Oceania e gli Stati a regimi autoritari di Africa ed Asia, con le dovute eccezioni presenti in entrambe le categorie⁸⁰.

Operando un confronto tra la *Tabella 1.1*, la *Figura 1.6* e la *Figura 1.9* è possibile osservare che oltre l'80% del patrimonio dei Fondi sovrani è nelle mani di Paesi con regimi autoritari. Tale condizione potrebbe in parte danneggiare la diffusione della democrazia nel mondo, in quanto le ingenti disponibilità economiche dei Fondi sovrani permetterebbero ai regimi autoritari di difendersi dalle crisi finanziarie in maniera più efficace di quanto possibile alle democrazie occidentali. Non solo, ma i regimi dei Paesi detentori di Fondi sovrani potrebbero essere visti come modelli alternativi più forti rispetto alle democrazie, inducendo Stati minori e bisognosi di finanziamenti a seguire tali modelli. In questa prospettiva la situazione più preoccupante riguarda certamente i Paesi del Medio Oriente, nei quali nel tempo si è affermato un forte sentimento antiamericano, che nelle ipotesi economiche più pessimistiche potrebbe sfociare in una fuga dagli investimenti statunitensi⁸¹.

Addirittura è ricorrente l'opinione che i Fondi sovrani possano avere profondi impatti sulla natura stessa del capitalismo globale⁸²: se gli investimenti dei Paesi con regimi autoritari (nei quali, come, visto si trova la maggior parte dei Fondi sovrani) si dovessero localizzare in settori strategici degli Stati democratici, allora questi ultimi potrebbero sollevare leciti interrogativi circa la sicurezza nazionale. È anche vero che, perlomeno fino ai giorni nostri, sia per la formale insussistenza di tali obiettivi che per la ferma opposizione dei Paesi occidentali, gli investimenti nei settori considerati strategici (alta tecnologia, difesa, industria aerospaziale, trasporti) hanno costituito meno del 5% del controvalore totale delle operazioni di acquisizione effettuate⁸³.

Tornando alla questione di partenza, ossia al *trade-off* tra democrazia e trasparenza, è chiaro che i regimi autoritari sono in grado di reprimere più efficacemente il dissenso

⁸⁰ Ad esempio Cuba ottiene un basso punteggio di 3,52, mentre Sudafrica e India totalizzano dei punteggi abbastanza alti, rispettivamente di 7,79 e di 7,30.

⁸¹ È opinione diffusa tra gli economisti il fatto che gli Stati Uniti vedano con molto poco favore un'eventuale transizione democratica degli Stati arabi: una rivoluzione fondamentalista in uno di essi, infatti, potrebbe portare il nuovo Governo a vendere di proposito tutti gli investimenti sovrani negli Stati Uniti. Pur causando gravi perdite in portafoglio, un comportamento del genere non sarebbe inusuale nel contesto di un Governo rivoluzionario, poiché avrebbe grandissimo risalto mediatico e porterebbe gli operatori del sistema finanziario internazionale ad una situazione di panico generale.

⁸² Summers (2007).

⁸³ Studio di Bortolotti *et al.* (2009).

popolare, e dunque in generale ci si aspetta che i Fondi sovrani con sede in Paesi meno democratici siano meno trasparenti di quelli con sede in Paesi più democratici. Tuttavia è assolutamente errata la credenza, per la verità ampiamente diffusa nei Paesi occidentali, in base alla quale i regimi autoritari non hanno nessun vincolo e attuano sempre strategie condivise⁸⁴: questi potranno anche non avere elezioni democratiche, ma devono comunque rendere conto alle fazioni interne e agli apparati burocratici, così come ai gruppi di interesse più o meno potenti interni al Paese, dell'utilità di investire miliardi di dollari nei Paesi occidentali mentre in patria la povertà dilaga. «In Cina, Russia e Singapore i Governi hanno dovuto fronteggiare numerose critiche interne sui Fondi sovrani; negli Emirati Arabi Uniti hanno dovuto addirittura rispondere ad accuse di corruzione. In diversi modi, dunque, i regimi autoritari possono avere a che fare con limitazioni tanto significative quanto quelle delle democrazie, tali da ostacolare la pianificazione strategica di lungo periodo»⁸⁵.

Sui mercati finanziari internazionali, dunque, lo sviluppo dei Fondi sovrani è visto come un sintomo del progressivo ed inevitabile spostamento di parte del potere economico dai Paesi occidentali verso i Paesi emergenti, o se vogliamo dalle democrazie liberali ai regimi autoritari.

Per ciò che concerne l'impatto che i Fondi sovrani hanno avuto sulle riserve ufficiali si è visto che, contrariamente a quanto predetto da buona parte della letteratura, questo non ha comportato un'apprezzabile diversificazione valutaria da titoli denominati in dollari e in euro verso titoli denominati in renminbi o in altre valute di Paesi emergenti. Nonostante la crescita esponenziale dei patrimoni dei Fondi sovrani, le prime due valute continuano infatti a rappresentare l'85% sul totale dello stock di riserve valutarie internazionali, palesando quindi la difficoltà degli investimenti esteri a sganciarsi da dollaro ed euro quali valute di riferimento. È pertanto inverosimile che anche in futuro i Fondi sovrani possano contribuire ad collasso del dollaro.

Allo stesso tempo, però, la destinazione di parte delle riserve nazionali a patrimonio dei Fondi sovrani ha suscitato all'interno degli stessi Stati detentori non pochi conflitti e perplessità. Infatti i Governi potrebbero altrimenti utilizzare le riserve in eccesso per

⁸⁴ Il conflitto interno alle autorità cinesi sarà un punto fondamentale del presente elaborato, per la trattazione del quale si rimanda al *Capitolo 3*.

⁸⁵ D. W. Drezner in Lossani *et al.* (2010), p. 111.

finanziare diversi progetti economici all'interno dei rispettivi Paesi, o per operare un'espansione del credito alle maggiori imprese nazionali, o ancora per detenerle in forma molto più liquida. L'inevitabile maggiore esposizione al rischio connessa agli investimenti esteri effettuati dai Fondi sovrani ha comportato in vari Stati un'aperta conflittualità tra Banca centrale e Ministero delle Finanze: per questo motivo la gestione dei Fondi sovrani e la scelta effettiva dei titoli oggetto di investimento sono state in molti casi affidate a professionisti indipendenti, dotati dei requisiti necessari per effettuare una corretta valutazione dei rischi.

È anche vero che alcuni Paesi, come ad esempio Brasile e Russia, di fronte alla preminente necessità di utilizzare le risorse finanziarie a loro disposizione per scopi nazionali, destinano solo una piccola parte delle riserve agli investimenti esteri. Altri Paesi, invece, quali Corea del Sud, Giappone, Norvegia e Singapore, disponendo già di apparati infrastrutturali eccellenti, investono la gran parte delle loro risorse in attività finanziarie estere mediante i Fondi sovrani. Un terzo gruppo di Paesi, nel quale è possibile ricomprendere sostanzialmente tutti gli Stati esportatori di petrolio del Medio Oriente, nonostante abbia assoluta necessità di provvedere a riforme strutturali interne decide comunque di investire all'estero la gran parte dei proventi derivanti dalle esportazioni petrolifere.

Il Paese che in questa prospettiva si differenzia, in parte, da tutti gli altri è proprio la Cina: il Governo cinese, infatti, al fine di controllare l'inflazione che scaturirebbe dall'eccessiva immissione di liquidità conseguente all'investimento interno dello spropositato stock di riserve, utilizza le riserve in eccesso per finanziare i Fondi sovrani di ricchezza. In questo modo sterilizza la liquidità in esubero indirizzandola all'estero, operando tra l'altro una diversificazione degli impieghi e accumulando maggiore ricchezza per le generazioni future.

Per valutare gli effetti dei Fondi sovrani sui prezzi dei titoli è necessario effettuare un'analisi incrociata sulle variazioni delle quotazioni in seguito alle acquisizioni da parte dei Fondi. Data la complessità di una simile analisi, in questa sede si è ritenuto opportuno selezionare alcuni dei più autorevoli studi in materia: Kotter e Lel (2008), Fotak *et al.* (2008), Kern (2008), Chhaochharia e Laeven (2009), Knill *et al.* (2009), Fernandes (2009), Bortolotti *et al.* (2009), Dewenter *et al.* (2010).

Kotter e Lel (2008) analizzano l'evidenza empirica di 163 investimenti diretti in 135 aziende, registrati nel database *Factiva*, nel periodo 1980-2008. Ne risulta che, nei giorni immediatamente successivi all'annuncio dell'investimento da parte di un Fondo sovrano, i rendimenti medi dei titoli aumentano del 2,1%. Questo è un dato statisticamente molto rilevante, considerando anche che in genere tale variazione continua a produrre i suoi effetti per 20 giorni. In modo speculare all'annuncio di disinvestimenti i rendimenti dei titoli subiscono un significativo impatto negativo. Nondimeno, utilizzando come indice di riferimento il *Truman-Dowson Scoreboard*, gli autori rilevano anche che l'impatto positivo sul rendimento dell'azienda target è direttamente proporzionale al livello di trasparenza del Fondo acquirente. Occorre però precisare che, in base a questo studio, l'investimento dei Fondi sovrani non fa aumentare significativamente il valore teorico di lungo periodo delle imprese acquisite, e questo a conferma della loro qualifica generale di investitori passivi.

Fotak *et al.* (2008) analizzano gli effetti tangibili di 75 acquisizioni in 62 società, tratte dal database *Securities Data Company* e dai siti internet dei Fondi sovrani coinvolti, nel periodo 1989-2008. In questo caso, il pur positivo incremento registrato dal rendimento medio delle società target in seguito all'annuncio di acquisizione da parte di un Fondo sovrano, è inferiore rispetto a quanto stimato nel precedente studio, attestandosi attorno all'1%. Inoltre, a differenza di quanto rilevato da Kotter e Lel, Fotak *et al.* riscontrano nel medio-lungo periodo un impatto negativo sulla profittabilità delle imprese target.

Kern (2008, già menzionato nel *Paragrafo 1.2*), utilizzando il database della *Deutsche Bank* relativo al periodo compreso tra Gennaio 2007 e Giugno 2008, quantifica in circa 100 miliardi di dollari le operazioni di rifinanziamento delle grandi istituzioni finanziarie occidentali in sofferenza da parte dei Fondi sovrani. Ebbene, in tale studio si rileva anche come gli investimenti dei Fondi sovrani non abbiano avuto alcun effetto "frenante" sulla tendenza al ribasso dei titoli acquisiti, né immediato né duraturo. È chiaro però che in questo caso non è possibile disporre della controprova a quest'ultima constatazione, ossia verificare cosa sarebbe successo se i Fondi sovrani non avessero effettuato quegli investimenti. Infatti uno dei principali motivi che ha reso la crisi finanziaria del 2007 così pericolosa è stata l'assenza di *strong hand*⁸⁶, ossia

⁸⁶ Savona e Regola (2009).

investitori estremamente liquidi con obiettivi di medio-lungo termine, necessari a qualsiasi sistema finanziario in periodi di stress. I Fondi sovrani, investendo miliardi di dollari in istituzioni a forte rischio di fallimento, hanno svolto proprio quella funzione di *strong hand* che era venuta a mancare, e in tal modo hanno presumibilmente rallentato e frenato (di molto) la discesa dei prezzi dei titoli. Una verifica empirica in tal senso non è attuabile, tuttavia vi sono ottimi motivi per credere che, almeno nella congiuntura della crisi finanziaria del 2007, i Fondi sovrani abbiano svolto un importante ruolo di stabilizzazione nei mercati finanziari.

Chhaochharia e Laeven (2009) analizzano 89 casi di acquisizioni, utilizzando dati presenti nel database *Factiva* e nei principali quotidiani economici internazionali, relativi agli anni 1998-2007. Anche loro riscontrano un effetto positivo sui prezzi, ma solo di breve periodo; nel medio-lungo periodo invece trovano una brusca e spesso sensibile inversione di tendenza.

Knill *et al.* (2009) esaminano un campione di 232 investimenti, con l'utilizzo dei database *DataStream*, *LexisNexis* e *Securities Data Company*, nel periodo che intercorre dalla nascita dei Fondi sovrani acquirenti (caso per caso) fino al 2008. Anche in questo studio si constatano effetti di annuncio positivi, ma a differenza degli altri studi viene riscontrata altresì una minore volatilità nei rendimenti delle imprese target successivamente all'acquisizione. Permangono tuttavia gli extra-rendimenti negativi nell'analisi con orizzonte temporale a un anno.

Fernandes (2009) tratta invece 21.000 detenzioni di azioni nel periodo 2002-2007, analizzate con i database *DataStream* e *Worldscope*, trovando che le imprese maggiormente partecipate dai Fondi sovrani hanno maggiori capitalizzazioni di mercato e migliori risultati operativi. In questa analisi l'ingresso nel capitale dei Fondi sovrani ha quindi un effetto stabilizzante sul mercato finanziario.

Bortolotti *et al.* (2009) analizzano un campione di 235 acquisizioni di Fondi in società quotate, derivato dai database *Bloomberg*, *Monitor-FEEM SWF Transaction Database*, *Securities Data Company*, *Thomson One Banker*, *Zawya* e *Zephyr M&A Database*, relativo agli anni 1985-2009. Nel campione si riscontra un effetto di annuncio positivo sui prezzi, il quale però si trasforma in negativo nel corso di un anno dall'acquisizione; in pratica il mercato apprezza la presenza dei Fondi sovrani nel mercato azionario, ma non abbastanza da comportare effetti positivi duraturi. In

particolare, questo studio suggerisce che i Fondi sovrani non esercitino un significativo ruolo di monitoraggio sulle performance delle aziende acquisite, anche perché la maggior parte delle acquisizioni risultano essere effettuate in forma privata e con percentuale di partecipazione non di controllo.

Dewenter *et al.* (2010), infine, utilizzando i database *DataStream*, *Securities Data Company* e *LexisNexis*, analizzano un campione di 196 acquisizioni e 47 disinvestimenti, effettuati dai Fondi sovrani nel periodo 1987-2008. Gli autori riscontrano immediate reazioni positive alle acquisizioni e negative ai disinvestimenti, ma non registrano significativi effetti (positivi o negativi) nel lungo periodo. In particolare, le misure delle reazioni positive risultano avere correlazione positiva con il livello di trasparenza del Fondo e correlazione nulla (in alcuni casi addirittura negativa) con il volume monetario utilizzato per la transazione.

Per concludere il discorso relativo agli effetti sulle imprese acquisite, è possibile osservare come gli studi sull'impatto dei Fondi sovrani sui prezzi dei titoli diano prova di essere in continua evoluzione, pur mostrando in generale due tendenze: se da un lato la maggior parte di essi concordano sul fatto che nel breve periodo i Fondi sovrani abbiano un impatto positivo sul rendimento delle aziende target, dall'altro i risultati concernenti le evidenze empiriche di medio-lungo periodo non sono affatto univoci, ma generalmente identificano extra-rendimenti negativi.

Visti gli effetti sui sistemi politici internazionali, sulle riserve ufficiali e sui prezzi dei titoli, a questo punto l'analisi si sofferma sull'impatto generale che i Fondi sovrani hanno sulle scelte di politica economica interna dei Paesi detentori. In particolare, basandosi sulla tripartizione delle relazioni effettuata da Pasca di Magliano (2009), si è interessati all'incidenza che questi hanno sulla finanza pubblica, sulla politica monetaria e sulla bilancia commerciale.

Tra i motivi principali che concorrono alla creazione di un Fondo sovrano vi è certamente, infatti, quello di permettere una più efficace gestione del bilancio pubblico. Questa, però, può essere perseguita solo garantendo una direzione strategica del Fondo coerente con gli obiettivi microeconomici e fiscali nazionali (non avrebbe senso infatti finanziare un Fondo sovrano tramite l'espansione del debito pubblico nazionale, giacché gli interessi aggiuntivi che ne deriverebbero dovrebbero essere

compensati dagli impieghi del Fondo, dando luogo ad un circolo vizioso che potrebbe portare la direzione ad investire in impieghi ad alto rischio): pertanto i Fondi sovrani mostrano la loro utilità nella riduzione dei costi della politica fiscale solo quando sono integrati in una solida struttura manageriale internazionale.

Numerosi Paesi utilizzano i Fondi sovrani come veicoli atti a ridurre i costi fiscali: alcuni mirano ad agevolare la stabilizzazione dei risparmi fiscali per far fronte alle esigenze a lungo termine (ad esempio gli oneri previdenziali per il ricambio intergenerazionale), altri puntano ad accrescere l'afflusso di nuovi capitali con una gestione oculata degli investimenti, altri ancora permettono al Paese di acquisire dei professionisti nel settore degli investimenti, in grado di migliorare la trasparenza e l'efficienza dell'amministrazione pubblica. Il discorso opposto va fatto ovviamente per le cattive gestioni, in grado di produrre elevati rischi fiscali con gravi ripercussioni sulla reputazione del Paese e sull'efficiente allocazione delle risorse.

Per ciò che concerne la politica monetaria, si è già visto come molti Stati utilizzino gli impieghi dei Fondi sovrani per incidere sia sui tassi di cambio che sulle transazioni correnti: è evidente, quindi, che ogni decisione di investimento di un Fondo deve essere presa d'accordo con le autorità monetarie nazionali, affinché tutte le scelte siano frutto di una strategia organizzata e cooperativa. Un cambiamento non concordato e inatteso degli impieghi del Fondo potrebbe causare contraccolpi negativi alla gestione della liquidità interna al Paese.

In quest'ottica è fondamentale anche l'impatto sulla bilancia commerciale dello Stato. Il forte finanziamento di attività estere potrebbe infatti sfavorire le attività nazionali, incoraggiando le importazioni e deprimendo le esportazioni. Inoltre la maggiore esposizione al rischio dei Fondi sovrani può provocare effetti indesiderati sulla bilancia commerciale, destabilizzando il mercato interno ed apprezzando il tasso di cambio (e rendendo così i prodotti nazionali meno appetibili all'estero).

In definitiva, i Fondi sovrani assumono una rilevanza fondamentale nel mercato dei capitali sia per i Paesi detentori che per quelli beneficiari degli investimenti, sterilizzando gli eccessi di liquidità dei primi e, allo stesso tempo, migliorando il saldo in conto capitale dei secondi.

Sommando tutte le suddette considerazioni, è chiaro che il fenomeno dei Fondi sovrani di ricchezza, lungi dall'essere etichettato come congiunturale o transitorio, ha suscitato importanti reazioni sia a livello internazionale che nazionale.

In primo luogo, poiché uno dei rischi principali conseguenti all'espansione dei Fondi sovrani si sostanzia nell'esasperato e a volte ingiustificato protezionismo dei Paesi riceventi, l'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE) ha definito delle linee guida di comportamento per i Paesi destinatari⁸⁷. In particolare, l'OCSE, nell'Aprile del 2008 ha presentato il rapporto *Sovereign Wealth Funds and recipient country policies*⁸⁸, con il quale invita i Paesi riceventi investimenti diretti esteri ad attenersi a cinque principi⁸⁹.

1. Non discriminazione: gli investitori stranieri non devono subire forme di discriminazione rispetto a quelli nazionali.
2. Trasparenza: le informazioni sulle restrizioni e sui vincoli applicabili agli investimenti stranieri devono essere rese chiare e facilmente accessibili.
3. Liberalizzazione: le restrizioni sui movimenti di capitali dall'estero devono essere gradualmente eliminate.
4. Stabilità: all'annuncio di investimenti diretti esteri non devono essere introdotte di riflesso nuove restrizioni.
5. Unilateralità: la mancanza di un regime di reciprocità con un determinato Paese non è sufficiente ad imporre restrizioni.

Tali linee guida, come evidente, sono piuttosto generiche e rimettono gran parte del potere decisionale alla discrezionalità dei singoli Paesi, soprattutto per ciò che concerne la velocità di implementazione dei principi. Il loro limite principale è legato al fatto che, come è noto, l'OCSE, pur abbracciando la quasi totalità dei Paesi occidentali, tiene fuori dal suo organico l'assoluta maggioranza dei Paesi di origine dei Fondi sovrani, caratterizzati da economie molto più protezionistiche. Altro limite è legato al fatto che nell'ultimo decennio la liberalizzazione dei mercati ha subito una brusca battuta di arresto, dovuta sia agli effetti della crisi finanziaria che al mutamento del clima politico generale, divenuto più sfavorevole alla globalizzazione.

⁸⁷ Lavoro svolto parallelamente a quello avviato dal FMI discusso in precedenza (*International Working Group of Sovereign Wealth Funds*, 2008b).

⁸⁸ Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (2008).

⁸⁹ Principi peraltro già presenti nella *Declaration on international investment and multinational enterprises* del 1976 nonché nel *Code of liberalization of capital movements* del 1995.

Non a caso, per ciò che concerne il principale Paese membro dell'OCSE nonché la principale meta di investimento dei Fondi sovrani, ovvero gli Stati Uniti, l'atteggiamento politico verso i Fondi sovrani è di grande diffidenza. Infatti qualsiasi investimento estero diretto verso gli Stati Uniti deve essere verificato ed approvato in modo vincolante dalla *Committee on Foreign Investment in the United States* (CFIUS), un comitato intergovernativo istituito nel 1975 dal Presidente Gerald Ford, potenziato nel 1988 mediante l'*Exon-Florio Act* del Presidente Ronald Reagan, e infine rafforzato nuovamente nel 2007 (in concomitanza con l'esplosione della crisi finanziaria internazionale) mediante il *Foreign Investment and National Security Act* (FINSA) del Presidente George W. Bush.

Il CFIUS è composto dai rappresentanti dei Dipartimenti del Tesoro⁹⁰, del Commercio, della Difesa, dell'Energia, della Giustizia, della Sicurezza Nazionale e di Stato, i quali hanno diritto di voto; invece, pur non avendo diritto di voto⁹¹, il Direttore dell'Intelligence Nazionale partecipa alle riunioni. Il CFIUS ha specifiche competenze sulla revisione di acquisizioni rilevanti ai fini della sicurezza nazionale, purché però l'entità acquirente sia riconducibile ad un Governo straniero nazionale e al contempo le partecipazioni eventualmente acquisite consentano a tale entità di esercitare il controllo⁹² sulla società target. Qualora vi siano prove credibili che il controllo straniero possa compromettere gli interessi nazionali, e allo stesso tempo le leggi vigenti non consentano un'adeguata tutela, allora il CFIUS può stabilire misure di correzione delle transazioni per mitigarne gli elementi di rischio. Se invece la minaccia per la sicurezza nazionale è talmente alta da non poter essere mitigata nemmeno con clausole restrittive, allora il CFIUS ha il dovere di comunicare le proprie conclusioni al Presidente degli Stati Uniti. Questi acquisisce così la piena facoltà di sospendere o di apporre il veto sull'acquisizione, nonché di imporre il disinvestimento allorché la transazione sia già avvenuta.

È interessante notare come negli Stati Uniti non siano quindi presenti specifici standard protezionistici nei confronti dei Fondi sovrani, i quali sono invece trattati alla stregua

⁹⁰ Questi esercitano la funzione di presidenza.

⁹¹ Nonostante ciò, il ruolo del Direttore dell'Intelligence Nazionale (attribuitogli in questo campo solo a partire dal 2007 dal FINSA) è particolarmente importante. Egli infatti assume una funzione di supporto informativo, in quanto ha la possibilità di coinvolgere tutte le agenzie del sistema di intelligence nazionale nelle attività di raccolta e analisi delle informazioni relative alle specifiche indagini.

⁹² In questo caso controllo deve intendersi in senso ampio, quindi sia diretto che indiretto.

di qualsiasi altro investimento estero in cui vi sia una partecipazione pubblica. È chiaro però che tutte le acquisizioni rilevanti da parte dei Fondi sovrani subiscono la verifica del CFIUS in quanto direttamente riconducibili ad un Governo straniero. Questo complesso sistema di controllo incide sensibilmente sulla reale apertura degli Stati Uniti agli investimenti esteri: infatti, rappresentando per gli investitori un onere aggiuntivo in termini di tempi e di costi, come effetto principale ha indubbiamente quello di scoraggiare gli investimenti. D'altro canto, però, i principali investitori esteri già presenti negli Stati Uniti hanno espresso approvazione per il meccanismo, in quanto la chiarezza sulle tempistiche da esso previste⁹³ e i criteri di trasparenza da esso richiesti contribuiscono a mitigare il clima di ostilità, generalmente riscontrabile nel Paese, nei confronti degli investimenti esteri.

Contrariamente agli Stati Uniti, nell'Unione Europea l'orientamento generale si è da subito sostanziato nel mantenimento di un ambiente molto aperto agli investimenti, e spesso anche dialogo con gli investitori extracomunitari. In particolare, il caposaldo dell'approccio comunitario ai Fondi sovrani è contenuto nella Comunicazione della Commissione europea *A common european approach to Sovereign Wealth Funds*⁹⁴ del 2008. In essa vengono individuati cinque principi cardine.

1. Impegno a mantenere i mercati comunitari aperti ai capitali extracomunitari, evitando spirali protezionistiche e mantenendo un clima favorevole agli investimenti esteri.
2. Approccio multilaterale all'integrazione dei Fondi sovrani nel sistema finanziario internazionale, supportando le soluzioni condivise a livello globale predisposte da OCSE e FMI.
3. Utilizzo degli strumenti legali esistenti (nazionali e comunitari), senza eventuale aggiunta di strumenti legali addizionali.
4. Rispetto degli obblighi contenuti nel Trattato europeo e degli impegni presi a livello internazionale sulla libera circolazione dei capitali.
5. Applicazione dei principi di proporzionalità e trasparenza nelle eventuali misure prese per motivi di pubblico interesse.

⁹³ Al massimo tra la comunicazione al CFIUS e il compimento della transazione possono intercorrere 30 giorni per la valutazione, 45 giorni per l'investigazione e 15 giorni per la verifica presidenziale.

⁹⁴ Commissione europea (2008).

È chiaro che, a fronte di tali impegni presi in ambito comunitario, l'Unione europea ha principalmente richiesto ai Fondi sovrani extracomunitari di far fronte a questioni di trasparenza e di governance, al fine di assicurare i Paesi riceventi e di non porre rischi alla stabilità finanziaria. Tali richieste, come visto, si sono concretizzate poco dopo con la creazione dei *Santiago Principles*. Tuttavia, così come in molti altri ambiti, alla prova dei fatti il recepimento dell'approccio comunitario è risultato essere tutt'altro che uniforme negli Stati membri.

La Germania, ad esempio, si è dotata di un meccanismo legislativo sugli investimenti extracomunitari molto simile a quello statunitense, in base al quale il Ministro delle Finanze tedesco ha il potere di bloccare una partecipazione potenzialmente pericolosa per la sicurezza nazionale entro i 90 giorni successivi alla relativa transazione⁹⁵.

La Francia ha invece attuato una strategia offensiva basata sul principio di reciprocità e sul consolidamento della normativa interna, concretizzatasi con la creazione nel 2008 del Fondo sovrano francese (lo *Strategic Investment Fund*), dotato di un patrimonio di 20 miliardi di euro e con l'obiettivo principale di stabilizzare il capitale di alcune imprese francesi di interesse strategico⁹⁶.

Gli altri due maggiori Paesi europei, Italia e Regno Unito, hanno invece recepito attivamente l'indirizzo comunitario, ed oltre a creare un clima aperto agli investimenti esteri hanno addirittura sollecitato l'intervento dei Fondi sovrani nelle economie nazionali, in particolare nel settore finanziario colpito dalla crisi.

Appare quindi evidente un atteggiamento piuttosto eterogeneo da parte dei Paesi europei, pur se accomunati da interessi simili. Inoltre, al di là dei propositi di coordinamento e integrazione finanziaria, la situazione attuale presenta non poche contraddizioni. Tra queste, occorre innanzitutto precisare che in Europa sono presenti molti gruppi industriali controllati direttamente da Stati sovrani, ai quali però non sono applicabili direttamente i *Santiago Principles*. Inoltre, il Fondo sovrano norvegese, pur simbolo mondiale di trasparenza e affidabilità, quale unico imponente Fondo europeo potrebbe risultare svantaggiato dalle regolazioni comunitarie differenti e più severe rispetto a quelle degli altri grandi Fondi sovrani.

⁹⁵ In questo caso, però, le acquisizioni assoggettate al regime sono solo quelle che riguardano partecipazioni non inferiori al 25% del capitale dell'impresa target.

⁹⁶ Proprio per questa sua vocazione esclusivamente nazionale lo *Strategic Investment Fund* non può essere classificato strettamente come Fondo sovrano.

Per questi e per altri motivi si ritiene opportuno in questa sede citare la proposta innovativa, purtroppo rimasta inascoltata, della creazione di un Fondo sovrano europeo, ad opera degli economisti italiani Alberto Quadrio Curzio e Valeria Miceli⁹⁷. Sulla scorta della proposta già operata del Presidente francese Nicolas Sarkozy, il quale nel 2008 patrocinava la realizzazione di 27 Fondi sovrani europei (uno per ogni Paese), Quadrio Curzio e Miceli propongono la creazione di un unico Fondo sovrano europeo, finanziato dal conferimento di un patrimonio reale costituito dalle ingenti riserve auree ufficiali dei Paesi europei⁹⁸. Tale fondo dovrebbe chiaramente essere caratterizzato da una gestione corretta e dalla massima trasparenza, e potrebbe competere con gli altri Fondi sovrani investendo sia in Europa (contribuendo alle esigenze di sviluppo e alle strategie economiche dei Paesi europei) sia sui più redditizi mercati emergenti.

Come ideale conclusione del *Capitolo 1* si ritiene coerente operare una breve digressione sul dibattito, presentato nel *Paragrafo 1.2*, riguardante i reali effetti dei Fondi sovrani sui mercati finanziari internazionali: essi provocano ulteriori squilibri o stabilizzano il sistema?

È sicuramente troppo presto per poter dare una risposta a tale quesito, soprattutto perché nella realtà economica è già molto difficile capire cosa si intende con i termini “squilibrio” ed “equilibrio”. Come è ormai evidente alla totalità degli studiosi di economia, non sarà mai raggiungibile empiricamente quell’effettivo “equilibrio del mercato” teorizzato dalla dottrina economica *mainstream*, smentita completamente dagli eventi degli ultimi 8 anni: «La crisi ha mostrato le criticità di un mercato in cui l’unica regola è di non avere regole; un mercato fondato su un sistema libero-concorrenziale in cui la sovranità dello Stato è stata superata dalla transnazionalità del potere economico»⁹⁹. Quello che al momento è possibile affermare con ragionevole certezza in merito al dibattito sui fondi Sovrani è che, in generale, finché essi continueranno ad essere guidati da motivazioni prettamente economiche, allora potranno essere considerati fattori di stabilizzazione sistemica. Nel momento in cui le

⁹⁷ Quadrio Curzio (2008), Quadrio Curzio e Miceli (2009).

⁹⁸ Simile a questa proposta per le modalità di finanziamento, ma con diversi obiettivi, è l’interessante progetto di Prodi e Quadrio Curzio (2012) sulla creazione degli *Euro Union Bond*, obbligazioni europee garantite da riserve auree ed emesse da un costituendo Fondo Finanziario Europeo.

⁹⁹ Di Taranto (2007), p. 145.

motivazioni geopolitiche dovessero sopraffare quelle economiche, allora i Fondi sovrani potrebbero generare squilibri nei mercati finanziari e destare, a ragion veduta, preoccupazioni e timori.

È evidente, poi, che in quest'ottica la carenza di trasparenza diventa particolarmente problematica nel momento in cui diventa connessa con una grande dimensione dei soggetti che investono. Senza un'accurata comprensione delle motivazioni che spingono all'investimento un Fondo da centinaia di miliardi di dollari, infatti, si potrebbe supporre che questo, in quanto naturale estensione di un Governo nazionale, si adoperi più per la massimizzazione degli interessi politici del Paese che per quella degli interessi economici del Fondo stesso.

Il problema dei Fondi sovrani è che, nella maggior parte dei casi, non è possibile un effettivo monitoraggio della controparte, cosa che rappresenta il principale incentivo affinché gli investitori-cittadini si assicurino che i gestori del loro patrimonio stiano agendo in modo profittevole e prudente. Se si dovessero considerare esclusivamente Paesi come la Norvegia, con Parlamenti eletti democraticamente che devono in maniera vincolante approvare modifiche nelle strategie di investimento, allora probabilmente tutte le preoccupazioni geopolitiche verrebbero meno; dal momento in cui, nella realtà, tra i Fondi con patrimoni più rilevanti si riscontrano anche quelli di Paesi come Cina e Russia, allora la mancanza di trasparenza e supervisione diventa una problematica di primario interesse.

Capitolo 2

Lo sviluppo politico, economico e sociale della Cina

Capitolo 2

Lo sviluppo politico, economico e sociale della Cina

2.1. Il miracolo cinese: percorso storico del Paese più popoloso del mondo, dal Celeste Impero alla Repubblica Popolare Cinese

L'inizio della storia ufficiale¹ della Cina si colloca generalmente tra il 1650 a.C. e il 1520 a.C., con l'ascesa al potere della Dinastia Shang². Il "Celeste Impero"³ nasce però ufficialmente solo nel 221 a.C., quando Ying Zheng assume il titolo di *Qin Shi Huang*, ossia "Primo Imperatore della Dinastia Qin". Egli realizza una serie di opere che lasciano un'impronta indelebile nella storia cinese, prima fra tutte la Grande Muraglia. Inoltre, affinché nessuno possa dubitare del suo diritto a governare (richiamando la tradizione), ordina la distruzione di tutti i testi antichi⁴, con il fine di cancellare i ricordi del passato: è per questo motivo che non sono giunte in epoca moderna fonti scritte che rendano una memoria esaustiva della storia cinese antecedente a Ying.

La Cina imperiale (nota anche come "Impero di Mezzo"⁵), invece, avendo una profonda tradizione storiografica, è conoscibile in modo approfondito in tutte le sue caratteristiche, le quali è necessario tenere in grande considerazione se si vuole comprendere appieno la Cina attuale. Infatti, proprio l'assoluto isolamento dell'Impero dal mondo esterno, coniugato con l'omogeneità razziale, territoriale, linguistica, monetaria e concernente le unità di misura e di conto, contribuisce a far sorgere, fin dal III secolo a.C., un diffuso senso di identità nazionale. Identità che si sedimenta attorno alla filosofia politica e morale propria del Confucianesimo, la quale dopo oltre venticinque secoli è ancora alla base della cultura cinese. La dottrina confuciana, non

¹ Cioè quella convalidata da fonti scritte.

² L'antecedente Dinastia Xia (2200-1750 a.C.), non essendo avvalorata da fonti scritte, è conosciuta fondamentalmente solo grazie ad una lunga tradizione orale, alterata nel tempo da troppi elementi mitici e leggendari per essere valutata attendibile. La sua esistenza tuttavia non è in discussione, e non pochi studiosi contano la Xia come prima Dinastia cinese, anche se quasi tutti concordano nel dire che il vero e proprio "Impero di Mezzo" ha inizio solo con la Dinastia Shang.

³ L'origine di tale nome è probabilmente da ricercarsi nel fatto che il nome cinese per Imperatore è traducibile letteralmente come "Figlio del Cielo".

⁴ Fanno eccezione i testi di argomento scientifico e tecnico.

⁵ Nome che quasi certamente ha origine nel periodo feudale, durante il quale l'Imperatore risiede in effetti nel territorio centrale dell'Impero.

equiparabile ad una vera e propria religione (se non a livello strettamente sociologico⁶), poiché mancante di caratteri che trascendono l'esperienza umana riscontrabile empiricamente, rappresenta il filo conduttore che lega passato, presente e futuro dell'intero universo cinese⁷.

In particolare, l'etica confuciana fa leva su un forte spirito di appartenenza al clan familiare e su una diffusa valorizzazione della convivenza sociale, con la ricerca costante del compromesso quale mezzo per la soddisfazione complessiva del gruppo anziché del singolo individuo. La filosofia di Confucio, inizialmente contrastata dai signori feudali del suo tempo, viene elevata a dottrina di Stato proprio durante il dominio della Dinastia Qin. Tale circostanza ha un grande peso nella storia della Cina, in quanto per più di duemila anni la perfetta conoscenza dei testi confuciani, verificata attraverso il sistema degli esami di Stato, rappresenta il criterio base per la selezione dei funzionari dell'immenso apparato burocratico⁸: i funzionari-letterati, noti con il nome di "mandarini", hanno un'importanza fondamentale nello sviluppo del sistema economico cinese.

Fin dagli albori del Celeste Impero la necessità di controllare attivamente lo sterminato territorio cinese rende indispensabile operare un forte decentramento amministrativo: «Non vi è alcun paese al mondo in cui la pubblica amministrazione abbia messo radici così profonde come in Cina»⁹. La capillare organizzazione burocratica rende possibile un governo efficiente anche nei distretti più periferici dell'Impero, ed inoltre il consolidamento delle tradizioni amministrative assicura nei secoli la stabilità del sistema. L'amministrazione centrale, pur se molto autoritaria e di tipo verticale, interviene attivamente negli affari delle province solo in circostanze eccezionali, in larga parte identificabili nel coordinamento e nella supervisione alla realizzazione delle mastodontiche opere idrauliche nazionali.

Lo sviluppo della Cina ruota infatti indissolubilmente attorno ai due grandi fiumi del Paese, il Fiume Azzurro (Chang Jiang) e il Fiume Giallo (Huang He). Il controllo di questi due fiumi determina ineluttabilmente le fortune delle diverse Dinastie imperiali,

⁶ Demarchi e Melis (1979).

⁷ La dottrina confuciana viene ufficialmente rimpiazzata dall'etica socialista nel 1949, e tuttavia la sua influenza nel governare i rapporti sociali è rimasta di fatto immutata.

⁸ L'abolizione degli esami di Stato è avvenuta nel 1905.

⁹ Weber (2003), p. 16.

impegnate costantemente in opere idrauliche di contenimento, deviazione e irrigazione. In particolare, gli obiettivi a cui queste sono volte sono riscontrabili da un lato nel rendere possibile l'irrigazione costante (durante tutto l'anno) delle coltivazioni di riso, dall'altro nel disporre di una grande ed efficiente rete fluviale quale sistema atto al trasporto di merci e persone, altrimenti estremamente difficile in un territorio così impervio come quello cinese. Tali necessità sospingono l'ingegneria cinese in questo campo a livelli superiori rispetto a qualsiasi altro Paese del mondo: basti pensare alla colossale opera di realizzazione del Canale Imperiale, noto anche come Gran Canale Jing-Hang¹⁰. Questo viene realizzato in soli 6 anni (604-610 d.C.), e con una lunghezza complessiva di quasi 1.800 chilometri collega Pechino a Suzhuo, attraversando longitudinalmente la Cina.

Nell'arco della sua millenaria storia, dopo aver sperimentato innumerevoli lotte dinastiche, guerre civili, divisioni in più Regni e lunghi periodi di splendore, caratterizzati da espansione territoriale, sviluppo culturale e progresso tecnologico, l'Impero cinese incontra la sua fine nel 1911, a seguito della Rivoluzione Xinhai: la deposizione dell'ultimo Imperatore, Pu Yi della Dinastia Manciù-Qing, coincide con la proclamazione della Repubblica di Cina. Questa tuttavia accompagna il periodo più difficile e controverso della storia cinese, caratterizzato dalle due guerre civili tra i nazionalisti filoamericani di Chiang Kai-shek e i comunisti di Mao Tse-tung, negli anni 1927-1937 e 1945-1949; guerre separate ma non interrotte dalla seconda guerra sino-giapponese (1937-1945).

Quest'epoca turbolenta termina nell'Ottobre del 1949, con la vittoria dei comunisti sui nazionalisti e la proclamazione dell'attuale Repubblica Popolare Cinese (RPC) ad opera di Mao Tse-tung. Chiang Kai-shek riesce a fuggire e a rifugiarsi nell'isola di Taiwan (già in precedenza resa indipendente dal Governo continentale, e ora rinominata Repubblica di Cina), nella quale dà inizio ad una scissione politica tra i due Paesi che permane tuttora. Da allora, infatti, ognuno dei due Governi si definisce l'unico legittimo Governo di un'unica Cina, ed il mondo si divide tra chi riconosce il Governo di Pechino e chi il Governo di Taipei.

¹⁰ Nel 2014 è stato, tra l'altro, dichiarato "Patrimonio dell'umanità" dall'UNESCO (*United Nations Educational, Scientific and Cultural Organization*).

In ogni caso, negli anni Cinquanta la RPC viene riconosciuta dai soli Paesi del blocco sovietico, e dopo la rottura con questi, avvenuta nel 1960, la Cina rimane a livello internazionale completamente isolata. Comunque, anche prima di tale data le relazioni tra Cina e Russia non sono idilliache, in quanto il “Trattato di amicizia” del 1950 è solo un’alleanza puramente difensiva contro il Giappone o contro qualunque altro Stato alleato di quest’ultimo. I due Paesi si impegnano inoltre a non concludere alleanze dirette contro l’altra parte, a consultarsi su tutti i problemi internazionali di interesse comune, e a sviluppare una cooperazione culturale ed economica. Alla morte di Stalin, avvenuta nel 1953, le relazioni migliorano leggermente, con l’impegno dell’Unione Sovietica a fornire aiuti economici alla Cina.

I comunisti cinesi ereditano un Paese martoriato da decenni di guerre, con infrastrutture antiche quando non distrutte e mezzi di produzione deteriorati; a questo quadro si aggiungano le numerose calamità naturali, quali alluvioni e carestie, che colpiscono la Cina negli anni Trenta e Quaranta, e che mettono in ginocchio la quasi totalità della popolazione. Si palesa quindi per Mao la necessità di dotare il Paese di un sistema politico forte e stabile, che possa risanare l’economia migliorando la capacità produttiva e puntando sullo sviluppo agricolo: obiettivi che si sceglie di perseguire, sulla scorta del modello sovietico, mediante la formulazione di piani quinquennali da parte del Governo centrale. Le prime tappe fondamentali di tale sistema sono identificabili con la riforma agraria del 1950, in base alla quale quasi la metà dei terreni coltivabili viene sottratta ai latifondisti e consegnata ai contadini, e con la redazione della prima Costituzione della RPC nel 1954¹¹. Questa viene redatta sostanzialmente sul modello della Costituzione sovietica, distaccandosene in maniera rilevante solamente in riferimento alla natura multinazionale ma unitaria dello Stato cinese, contrapposta alla struttura federale sovietica¹².

Sotto la spinta dell’ideologia socialista e con l’ausilio di grandi campagne di massa, il Partito Comunista Cinese (PCC) avvia un processo di ristrutturazione sociale ed economica. Tuttavia, come si è detto, nella nuova Cina vi sono pochi elementi di novità

¹¹ Inizialmente la RPC è retta solo dal cosiddetto “Programma Comune” approvato nel Settembre 1949, che stabilisce le linee fondamentali della politica cinese pur avendo esclusivamente il carattere di una Costituzione provvisoria.

¹² Blaustain (1962).

e molti di continuità con la società tradizionale. Il sistema autoritario verticale instaurato dal comunismo presenta infatti fortissime analogie con la struttura burocratica del mandarinato imperiale. Anche la struttura produttiva si sostanzia di fatto in un'organizzazione di tipo feudale, nella quale la figura del burocrate imperiale è sostituita dai quadri del Partito, reclutati sempre per meriti politici più che per professionalità, e con analoghe funzioni di controllo sociale. Le decisioni importanti vengono sempre prese dall'alto, molto spesso da una sola persona o comunque da un ristretto circolo decisionale, e l'apparato amministrativo deve solo assicurare l'esecuzione di tali decisioni.

Inoltre, sebbene la RPC nasca formalmente all'insegna della collaborazione tra i vari partiti, con il PCC avente solo una sorta di funzione di guida, nella realtà quest'ultimo si riserva l'effettivo esercizio del potere, in base ad una stretta interconnessione nel rapporto Stato-Partito¹³. Non solo, ma è necessario considerare un altro aspetto fondamentale, concernente il fatto che la dottrina comunista cinese, pur condividendo una comune impostazione socialista, è al suo interno profondamente divisa in due fazioni contrapposte:

- a) la fazione radicale, più intransigente sull'ideologia di regime, sostenitrice del primato della politica sull'economia;
- b) la fazione moderata, più attenta agli aspetti tecnici, sostenitrice di un approccio economico pragmatico.

Dietro alla facciata di unità e collaborazione, quindi, si nascondono discordie e rivalità persino in seno allo stesso Partito, le quali non si fermano all'ideologia ma sfociano spesso in veri e propri conflitti di potere. I primi decenni di vita della RPC sono caratterizzati dal prevalere della via radicale.

Sprovvisa di capitali e di possibili progressi tecnologici (se non di quelli "forniti" dall'Unione Sovietica) nell'idea di Mao la Cina deve avere come forza trainante della propria crescita economica la numerosa popolazione. All'inizio, e sulla scorta proprio del modello russo, vengono addirittura adottate politiche a favore delle famiglie numerose. A partire dal 1955, però, palesandosi una crescita allarmante della popolazione, tali politiche subiscono una graduale ma decisa inversione di tendenza,

¹³ Questo rapporto sarà esaminato più esaurientemente nel *Paragrafo 2.2*.

culminante (nell'arco di un ventennio) nella ben nota politica del figlio unico¹⁴, la quale genererà non poche difficoltà sociali per il popolo cinese.

Poiché l'economia cinese stenta a decollare, nell'estate del 1958 Mao, appoggiato dalla fazione radicale del Partito, lancia un ambizioso programma di modernizzazione noto come il "Grande balzo in avanti"¹⁵: egli si propone di mobilitare in brevissimo tempo la quasi totalità della popolazione, per trasformare la Cina da un Paese ad economia prevalentemente agricola ad una società industrializzata caratterizzata dalla collettivizzazione. In particolare, il piano attribuisce alla popolazione il compito di istituire e sviluppare un processo di industrializzazione artigianale, mentre all'esercito è riservato il gravoso ruolo di controllo della popolazione. Il Grande balzo in avanti si rivela essere un fallimento totale, sia economico che sociale, con effetti così devastanti da pregiudicare la crescita economica cinese per vari anni.

Altre due circostanze concorrono ad incrementare i problemi. Innanzitutto, il fallimento, in termini di uomini persi e reputazione internazionale compromessa, della Guerra di Corea (1950-1953)¹⁶, porta ad una totale riorganizzazione dell'apparato militare, il quale giunge ad acquisire un ruolo più rilevante nella politica cinese (così come si era visto anche nell'attuazione del Grande balzo in avanti). In secondo luogo, nel 1960 l'Unione Sovietica decide unilateralmente di troncare i rapporti con la Cina, formalizzando la rottura tra i due Paesi mediante il taglio degli aiuti economici e il richiamo in patria dei propri tecnici specializzati. Tale rottura è tuttavia inevitabile, in quanto causata dagli scontri tra cinesi e sovietici su molteplici questioni di natura militare¹⁷, politica¹⁸, economica¹⁹ e persino ideologica²⁰.

¹⁴ In particolare dal 1978 il controllo delle nascite viene esplicitamente riconosciuto come l'obiettivo primario dello sviluppo, ed il limite di un figlio viene applicato al 95% delle coppie che risiedono nelle città e al 90% di quelle che risiedono nelle zone rurali.

¹⁵ Nome che in origine Mao attribuisce al secondo piano quinquennale, previsto per gli anni 1958-1963. In realtà il fallimento del piano e la gravissima carestia che si abbatte sul popolo cinese fanno durare il piano solo fino al 1960.

¹⁶ È anche vero che la guerra fornisce alla Cina il pretesto per occupare la regione del Tibet senza suscitare reazioni politiche rilevanti da parte delle Nazioni Unite.

¹⁷ Il Presidente russo Kruscev fa capire senza mezzi termini che l'Unione Sovietica non ha alcuna intenzione di fornire alla Cina un prototipo di bomba nucleare (Spence, 1991).

¹⁸ La Russia dichiara la propria neutralità in merito alle dispute territoriali sino-indiane. In seguito nasceranno dispute territoriali anche in merito allo stesso confine sino-russo.

¹⁹ L'attuazione della politica del Grande balzo in avanti, frutto del tentativo di Mao di superare rapidamente le gravi difficoltà economiche, si pone in netta opposizione al cauto approccio dell'Unione Sovietica, volto allo sviluppo economico graduale e alla mobilitazione di massa.

²⁰ Mentre Mao sostiene un approccio ideologico di lotta decisa nei confronti del capitalismo occidentale, Kruscev è un sostenitore della possibilità di una transizione pacifica del capitalismo verso il comunismo.

In generale, comunque, i contrasti sono incentrati sul fatto che entrambi i Paesi stanno competendo per il ruolo di guida del movimento comunista internazionale.

Tutto ciò concorre a portare l'economia cinese al collasso, e al fallimento economico corrisponde anche il fallimento politico della via radicale, con le province del nord che giungono quasi al punto di provocare una terza guerra civile. A questo punto Mao provvede alla mobilitazione dell'intero apparato militare e di tutti i quadri del Partito, col fine di lanciare una grande campagna di massa di educazione socialista: è la cosiddetta "Rivoluzione culturale". Questa spazza via sia la precedente Costituzione che le leggi approvate in applicazione di essa, e porta all'elaborazione nel 1975 di una nuova carta costituzionale, un testo breve ma che apparentemente sembra sancire in modo definitivo le conquiste rivoluzionarie.

La Rivoluzione culturale produce i suoi effetti all'incirca dal 1966 fino alla metà degli anni Settanta; accompagnata sempre da iniziative volte al controllo delle nascite, pur generando non pochi disordini («gli eccessi della Rivoluzione culturale»²¹), essa produce un riscontro positivo nell'economia del Paese. E, soprattutto, segna in qualche modo il progressivo allontanamento della politica economica dall'ala estremista radicale del comunismo cinese: a differenza di quello che prospettava quest'ultima, l'ala moderata del PCC punta con decisione ad una più efficiente e pragmatica riorganizzazione della struttura politica e amministrativa.

La svolta definitiva avviene negli anni 1975-1977, durante i quali si susseguono una serie di eventi che mutano fortemente la storia cinese. Innanzitutto, la morte dei due padri fondatori della RPC, Zhou Enlai e Mao Tse-tung, porta il conflitto interno al PCC a livelli mai visti in precedenza²². Questo viene sanato con la definitiva virata verso la politica proposta dalla fazione moderata del Partito, concretizzatasi con l'ascesa al potere di Deng Xiaoping e con il varo di una nuova Costituzione, approvata nel 1978, la quale, pur ridimensionando il ruolo "morale" dell'ex leader Mao, tuttavia

²¹ Weber (2003), p. 28.

²² La fazione radicale, guidata dalla cosiddetta "Banda dei Quattro" (composta da Jiang Qing, vedova di Mao, e da tre dei suoi collaboratori, Yao Wenyuan, Wang Hongwen e Zhang Chunqiao), progetta un colpo di Stato, e per un certo periodo sembra riuscire ad imporsi alla guida del Partito. Tuttavia i quattro capi vengono prima incarcerati e poi condannati all'ergastolo per i crimini commessi durante la Rivoluzione culturale.

non rinnega la Rivoluzione culturale. «Il fatto forse più importante, anche se poco sottolineato dalla stampa e dagli osservatori occidentali, sancito da questa Costituzione, fu l'abolizione delle definizioni di classe che tutti i cinesi avevano fin dal tempo della riforma agraria. Si abolivano le Comuni Popolari, i Comitati Rivoluzionari e, al fine di assicurare efficienza a tutti gli organismi politici ed economici, si inaugurava il sistema di responsabilità dei capi. Dall'assemblearismo diffuso si tornava alla gerarchia»²³.

Di questo periodo è anche degno di nota il progressivo riavvicinamento all'Unione Sovietica, dopo quasi un ventennio di assenza di rapporti, con l'accordo del 1977 sulle questioni dei confini fluviali e su quelle delle rotte di navigazione.

Il nuovo leader Deng intraprende un colossale programma di modernizzazione economica noto come il "nuovo corso". Questo è improntato alla decollettivizzazione agricola e alla graduale apertura al mercato, e viene realizzato nella prima fase mediante la riduzione del controllo burocratico sull'economia e la creazione delle Zone Economiche Speciali (ZES), aree in cui per la prima volta la Cina si apre agli investimenti esteri e al commercio con gli altri Paesi; termina così un isolazionismo totale che perdurava proprio dalla rottura con l'Unione Sovietica del 1960. La lotta di classe cessa quindi di essere il punto centrale della politica cinese, lasciando il posto al dibattito sulla progressiva integrazione dell'economia nazionale con le altre economie mondiali, in particolare con quelle dei Paesi industrializzati. Alla base delle riforme vi è però anche il cambiamento delle priorità economiche dei piani di sviluppo quinquennali, che dall'industria pesante si spostano all'industria leggera e all'agricoltura. Infatti da questo momento in poi la prima riceve dallo Stato solo i fondi necessari per la sua modernizzazione, purché l'entità di tali fondi sia coerente con le esigenze degli altri settori: si punta così decisamente allo sviluppo delle campagne, giacché la Cina è ancora un Paese a vocazione fortemente agricola, nel quale i contadini rappresentano più del 90% della popolazione.

Nel nuovo corso di Deng, quindi, la teoria socialista non viene intaccata, poiché lo Stato mantiene il controllo dell'economia, ma all'economia pianificata viene affiancata quella di libero mercato, la quale rende il sistema complessivamente più efficiente. Inoltre Deng mira a riformare il sistema politico, curando particolarmente

²³ Corradini (1999).

il processo di separazione dei poteri dello Stato da quelli del Partito. A livello fattuale, però, la sua opera si sostanzia solo in un ringiovanimento dell'apparato statale, operato con l'incentivazione ai quadri anziani a dimettersi per far spazio a dirigenti più giovani e professionalmente istruiti, ma nient'affatto svincolati dalle logiche di Partito.

Nel frattempo le politiche sul controllo delle nascite danno i loro frutti: in base al censimento del 1982 quasi l'80% delle donne cinesi che vivono nelle zone urbane attestano la loro volontà di mettere al mondo un solo figlio. Tale attestazione è vincolante, in quanto un'eventuale nascita eccedente la quota prevista comporta la perdita di tutti i privilegi sociali, la riduzione del salario mensile e il pagamento di una sostanziosa multa. L'obiettivo dichiarato del Governo cinese è quello di non superare i 1.200 milioni di abitanti entro l'anno 2000.

Per dare cornice legale a tutti i cambiamenti e alle riforme del nuovo corso, nel 1982 il V Congresso Nazionale del Popolo approva una nuova Costituzione²⁴, che è quella attualmente in vigore, e che verrà comunque revisionata ben quattro volte, negli anni 1988, 1993, 1999, 2004.

All'inizio degli anni Ottanta si verifica così il miracolo economico cinese. L'aumento esponenziale della produzione agricola e dei redditi dei contadini va di pari passo con la crescita dei consumi e del livello di vita nelle città; ancora una volta la riforma dell'agricoltura costituisce il punto di partenza per un più ampio disegno di ristrutturazione economica che investe anche il settore industriale.

Nel 1984 inizia la seconda fase del processo di riforma, indirizzata soprattutto verso i centri urbani. In particolare la libertà di avviare imprese familiari e di intraprendere iniziative commerciali, dacché concessa solo ai contadini, viene ora estesa anche agli abitanti delle città. Chiaramente, però, il processo di liberalizzazione economica, la cosiddetta "politica della porta aperta", genera una crescita dell'inflazione mai registrata in precedenza. Questa viene accompagnata dall'appropriazione di privilegi e status sociali maggiori da parte di determinati gruppi sociali²⁵, circostanza che viene subito malvista in un popolo assuefatto all'egualitarismo sociale. I "nuovi arricchiti",

²⁴ Per un raffronto approfondito tra le diverse Costituzioni cinesi si veda l'ottimo lavoro svolto da Giorgio Melis in una serie di articoli intitolati appunto *Costituzioni cinesi comparate* pubblicati sulla rivista *Mondo Cinese*, n. 43 e 44 (1983), e n. 45, 46 e 47 (1984).

²⁵ Ad esempio i lavoratori delle aziende estere operanti nelle ZES percepiscono un salario doppio rispetto a quello percepito dai dipendenti delle aziende statali.

acquisendo la mentalità capitalista senza avere le necessarie competenze, si avventurano spesso in speculazioni e manovre disoneste che peggiorano le condizioni di vita della povera gente: se in generale la Cina si avvia al benessere, è pur vero che accanto agli agi compaiono gli aspetti negativi del capitalismo, quali la diffusa corruzione ed i soprusi sui meno abbienti. E d'altro canto la porzione istruita della popolazione nota che tale liberalizzazione economica non è accompagnata dalla liberalizzazione politica, visto che la fazione radicale del Partito costringe il Governo centrale ad un sostanziale mantenimento della pianificazione centralizzata nei settori strategici dell'economia.

Tali disuguaglianze portano a tre anni (1986-1989) caratterizzati da continue manifestazioni di protesta, organizzate da movimenti di studenti e di intellettuali in tutte le principali città del Paese: questo periodo passa alla storia come la "Primavera di Pechino". Tutto ciò contribuisce anche ad acuire le tensioni interne al Partito tra il Primo Ministro Li Peng, capo della fazione radicale, e il Segretario Generale del PCC Zhao Ziyang, leader dei moderati. A parere di Zhao²⁶ il momento fondamentale dei contrasti in seno al PCC e di quelli tra il Partito stesso e il movimento degli studenti è rappresentato dalla pubblicazione dell'editoriale del *Quotidiano del Popolo*²⁷ del 26 Aprile 1989, nel quale le proteste studentesche vengono definite «tumulti pianificati e premeditati il cui obiettivo è opporsi al partito e al socialismo». Zhao è un sostenitore del dialogo volto a far tornare gli studenti nelle aule, mentre è assolutamente contrario a qualsiasi spargimento di sangue. La fazione capeggiata da Deng e Li, invece, persegue la linea opposta, dura e inflessibile.

Il prevalere di questa seconda via provoca il verificarsi di uno dei momenti più cupi, se non addirittura il peggiore, dell'intera storia della Cina: il 4 Giugno 1989, nella maggiore piazza di Pechino, Piazza Tienanmen, l'esercito massacra migliaia di giovani manifestanti. L'immagine de "Il Rivoltoso Sconosciuto", uno studente che si para inerme dinanzi all'avanzata dei carri armati, i quali tentano invano di aggirarlo, fa il giro del mondo, diventando la copertina dei principali quotidiani e telegiornali

²⁶ Si citano qui le tre famose interviste fatte a Zhao dal giornalista Yang Jisheng tra il 1995 e il 2000, pubblicate poche settimane dopo la morte di Zhao avvenuta nel 2005, e successivamente tradotte in italiano e commentate da Samarani (2006).

²⁷ In cinese *Renmin Ribao*, è il giornale ufficiale del Comitato centrale del PCC, storicamente portavoce della linea radicale del Partito.

internazionali²⁸. Il movimento studentesco è così spazzato via in modo brutale, e la censura del Governo, da questo momento, impedisce ai cittadini di fare qualsiasi riferimento ai fatti del 4 Giugno; nonostante ciò, nella memoria collettiva della popolazione questo rimarrà per sempre il giorno in cui il coraggio di due giovani (il manifestante, che si mette davanti al carro armato, e il militare, che guida il carro armato, che si rifiuta di schiacciarlo) si è elevato al di sopra del regime comunista.

Sebbene infatti la protesta di Piazza Tienanmen termini in un massacro ed in una disfatta completa nella ricerca dei diritti individuali da parte del popolo cinese, questa segna un punto di svolta cruciale nella storia politica, economica e sociale della Cina. «Tutti coloro che al mondo hanno condannato quel fatto non possono capire un dolore ancora più profondo che hanno provato i cinesi: i carri armati del 4 Giugno non hanno soltanto ucciso un numero imprecisato di vite umane, ma hanno anche schiacciato i germogli della coscienza democratica. Da quel momento gli intellettuali cinesi, che si sono sempre sentiti in dovere di occuparsi della cosa pubblica, non hanno più fatto sentire la loro voce»²⁹.

Vengono quindi chiuse definitivamente le porte alla democrazia, mentre il PCC acquisisce un potere ancora maggiore e all'interno di esso, contemporaneamente, la fazione radicale conservatrice. Il Paese rimane rigidamente diviso in classi sociali e i cittadini sperimentano un maggiore autoritarismo e un potere assoluto della censura. D'altro canto, però, le autorità cinesi si rendono conto che l'isolamento che le ha fino a quel momento protette dal dissenso popolare è giunto al termine: il popolo cinese ha ora la possibilità di fruire dei mezzi di comunicazione occidentali, e tramite essi può essere stimolato a domandare condizioni di vita migliori. Non solo, ma l'ondata di rivolta non resta circoscritta alla Cina, bensì si estende a tutti quei Paesi dell'Europa dell'est che da oltre quarant'anni sono forzatamente assoggettati al regime comunista sovietico. Non è affatto un caso che pochi mesi dopo avvenga la caduta del Muro di Berlino, evento che simboleggia la fine della Guerra Fredda e in generale la crisi definitiva del regime di socialismo "puro".

²⁸ La rivista *Time* nel 1998 ha incluso "Il Rivoltoso Sconosciuto" nella classifica *Le persone che più hanno influenzato il XX secolo*. La versione della foto più famosa, quella scattata dal fotografo Jeff Widener della *Associated Press*, è stata inserita dalla rivista *Life* nel 2003 nella classifica *Le 100 foto che hanno cambiato il mondo*.

²⁹ Intervista a Li Shenzi riportata da Masci (2002).

Nello stesso anno, il 1989, l'ormai anziano Deng si dimette ed ufficialmente gli subentra come capo della nazione Jiang Zemin. In realtà, il primo continua ad operare dietro le quinte e ad influenzare in modo determinante la politica cinese. Le autorità economiche riprendono infatti le originarie politiche denghiste delle riforme e dell'apertura ai mercati internazionali, obiettivi realizzati anche grazie al conseguimento da parte delle ZES di importanti risultati economici, al decisivo miglioramento nei rapporti sino-russi, e all'istituzione delle prime borse valori cinesi, quelle di Shanghai e di Shenzhen (anche se queste inizialmente vengono aperte ai soli investitori cinesi). Il grande potere di Deng è ulteriormente testimoniato dal suo celebre "viaggio al sud": nel 1992 lo statista tiene una serie di conferenze nelle province meridionali del Paese (storicamente più moderate), sottolineando l'importanza del perseguimento delle politiche economiche riformiste. Il grande consenso riscontrato dai discorsi tenuti da Deng, sia a livello del popolo che della burocrazia regionale, segna la fine definitiva dello scontro ideologico sulle riforme economiche, con l'accantonamento delle posizioni radicali conservatrici e il definitivo perseguimento della nuova economia socialista di libero mercato.

Invero la situazione economica del tempo presenta circostanze talmente pressanti da non poter essere affrontate senza un approccio "ibrido": ritmi di crescita sproporzionati, disordini nei settori bancari e finanziari con aumenti incontrollati del credito, crescita sproporzionata degli investimenti infrastrutturali, settore agricolo in difficoltà³⁰. Per risolvere tali questioni il XIV Congresso del PCC, tenutosi nel 1992, esplicita la volontà di perseguire due obiettivi: il primo concerne l'estensione dell'economia di mercato nel settore produttivo, la quale dovrebbe essere realizzata con particolari tipologie di privatizzazioni; il secondo riguarda l'ampliamento della riforma dei prezzi, effettuato mediante la liberalizzazione dei prezzi dei prodotti di largo consumo e dei mezzi di produzione.

Per tutti i suddetti motivi nel marzo del 1993 il concetto di "socialismo di libero mercato" entra ufficialmente nella Costituzione cinese, non rimpiazzando tuttavia integralmente il modello di economia pianificata: alla base di questa impostazione

³⁰ All'inizio degli anni Novanta si contano numerose manifestazioni dei contadini cinesi contro i rappresentanti locali. Le motivazioni principali dello scontento sono da ricercarsi, in generale, nel diverso trattamento a loro riservato rispetto ai lavoratori appartenenti al settore industriale, sia con riguardo alla tassazione, sia in merito all'ampia forbice di prezzo che lo Stato impone tra i prodotti agricoli e i prodotti industriali.

teorica vi è infatti la convinzione che il mercato non conduca obbligatoriamente al capitalismo, e che comunque persino nelle economie capitaliste esistano mascherate forme di pianificazione economica. In questo senso quindi per economia di mercato socialista si intende «una vera e propria costruzione di ingegneria ideologica denghista»³¹, nella quale i dirigenti cinesi sono sì disposti a consentire cambiamenti in materia economica, purché però al contempo l'iniziativa politica rimanga saldamente nelle mani del Partito. È da leggere in tale ottica il riconoscimento in Costituzione di altre forme di organizzazione economica che non siano statali o collettive. Altrettanto importante a livello sociale è il riconoscimento del diritto all'esistenza e alla protezione dell'economia privata. Bisogna però attendere la successiva revisione della Costituzione, quella del 1999, perché l'economia individuale venga non solo riconosciuta ma qualificata come aspetto costitutivo dell'economia socialista di mercato, ed in quanto tale “costringa” il Paese alla protezione legale dei diritti privati e dei profitti da questa derivanti.

Mentre quindi in questi anni la Cina è interessata da importanti processi sociali, nonché dalla morte dello storico leader Deng Xiaoping nel Febbraio del 1997, intorno al Paese si sviluppa la grande crisi finanziaria asiatica. Iniziata in Thailandia ed estesa rapidamente a Corea del Sud, Filippine, Giappone, Indonesia e Malesia, pur non travolgendo direttamente la Cina, la crisi costringe quest'ultima a subire significative ripercussioni negative sugli investimenti e sul commercio con i suddetti Paesi, rappresentando essi una quota molto rilevante sul totale della bilancia commerciale cinese. La Cina, però, risponde in modo molto efficace alla crisi: le autorità monetarie decidono di non svalutare la moneta nazionale, pagando sì il costo specifico derivante dalla non svalutazione, ma ottenendo in cambio vantaggi diplomatici notevoli.

Tale politica è vista infatti all'esterno come una presa di posizione coerente di un attore responsabile in campo regionale e internazionale. La Cina sfrutta pertanto la crisi come occasione per rafforzare il proprio ruolo politico, e per proporsi come uno tra i principali centri economici mondiali emergenti dal grande disordine derivante dalla fine della Guerra Fredda. Non a caso, per la prima volta nella sua storia decide di aderire ai programmi di assistenza del FMI rivolti agli altri Paesi asiatici in difficoltà.

³¹ Bertinelli (1994).

È singolare, poi, che proprio all'espandersi degli effetti negativi della crisi intervengano due eccezionali eventi, ovvero il ritorno delle province di Hong Kong (nel 1997) e Macao (nel 1999) sotto la sovranità cinese con la formula di "regioni amministrative speciali". Questa particolare denominazione in pratica indica che la prima, ceduta dall'Inghilterra, e la seconda, ceduta dal Portogallo, mantengono per 50 anni (e quindi rispettivamente fino al 2047 e fino al 2049) un'ampia autonomia decisionale in tema di politica economica e finanziaria. Ad oggi, quindi, per completare la "riunificazione" della Cina manca solo l'isola di Taiwan³².

Nel 1998, in mezzo alle due annessioni, avviene un altro cambiamento epocale: l'esercito cinese, dopo quasi cinquant'anni di ingerenza nei poteri politici della RPC (per non parlare, poi, del potere che aveva avuto nel periodo imperiale), viene definitivamente relegato all'esercizio esclusivo della preparazione militare, dovendo così lasciare l'esercizio delle attività economiche (a cui si dedicava fino a quel momento), per restituire finalmente alle imprese nazionali il ruolo di attori economici principali nell'economia del Paese.

Si ritiene qui opportuno operare una breve digressione sulla politica militare cinese: non è un caso, infatti, che proprio nel 1998 venga anche siglato il definitivo accordo tra Cina e Russia concernente i rispettivi confini nazionali, il quale rappresenta il primo passo di una possibile alleanza strategica tra i due Paesi. Alleanza che, per la verità, assume una forma concreta già a partire dal 2005, con la manovra militare antiterrorismo congiunta denominata "Missione di pace del 2005": da allora le esercitazioni militari sino-russe, sia delle forze di terra che di quelle di mare, vengono svolte con cadenza annuale.

Certamente non è sorprendente il fatto che russi e cinesi si esercitino nella lotta al terrorismo, tuttavia lo studioso Vasilij Kashin di *Voce della Russia* focalizza l'attenzione su un altro pericolo: «Le esercitazioni delle forze di terra vengono svolte nel contesto delle minacce comuni come, ad esempio, l'eventuale destabilizzazione nella regione centroasiatica dopo il ritiro delle forze occidentali, e l'eventuale

³² Oltre a questa, la Cina conta diverse altre dispute territoriali: l'arcipelago delle Spratly (circa 30 isole del Mar Cinese Meridionale), conteso con vari Paesi, e porzioni di territori lungo il confine nord-occidentale, contesi con varie ex Repubbliche sovietiche: Kazakistan, Kirghizistan e Turkmenistan.

destabilizzazione in uno degli Stati dell'Asia centrale. [...] Russia e Cina vogliono essere pronte a eventuali risvolti, col passar del tempo la fiducia tra i militari dei nostri paesi sta crescendo, e adesso loro sono preparati meglio alle azioni congiunte in situazioni di crisi»³³.

È chiaro quindi che la Cina, visti i rapporti piuttosto conflittuali con vari Paesi limitrofi (specialmente con Taiwan), miri a rafforzare sempre più i legami con la Russia, affinché quest'ultima rimanga come minimo neutrale in caso di eventuali conflitti. Non è poi da sottovalutare un altro aspetto, strettamente interconnesso alla situazione politico-economica internazionale: un'alleanza militare sino-russa deve infatti essere vista anche alla luce degli "atteggiamenti da superpotenze" di Stati Uniti³⁴ e Giappone. L'inizio della collaborazione con la Russia fornisce in ogni caso alla Cina l'occasione per analizzare e correggere tutte le principali problematiche che ancora affliggono l'esercito cinese, in particolare quelle relative alla corruzione dilagante e alla progressiva perdita del controllo da parte del Partito.

A questo scopo il Presidente Hu Jintao emette nel 2005 cinque ordinanze³⁵ che mirano alla realizzazione di organismi politici e organizzazioni di Partito all'interno dell'esercito stesso, nonché alla verifica costante delle opinioni politiche e della disciplina presenti tra i quadri militari. Il tema ricorrente riguarda comunque l'assoluta fedeltà delle truppe verso il Partito.

Tornando al discorso originario, nel 1998 avviene l'ascesa politica di un'importante figura: viene designato come Primo Ministro quasi all'unanimità³⁶ l'ex Governatore della PBC Zhu Rongji, il quale si trova a dover fare i conti con un sistema che ormai prevede una quota strutturale di disoccupazione (pari circa al 3% ma in continuo aumento) e che necessita di una ristrutturazione delle fallimentari imprese di Stato; si deve inoltre provvedere a rispettare i nuovi obblighi internazionali derivanti

³³ Trasmissione radiofonica del 6 Agosto 2013 trascritta sul sito di *Voce della Russia*.

³⁴ Basti pensare a quando, proprio nel 2005, gli Stati Uniti dichiarano guerra all'Afghanistan e posizionano con decisione unilaterale numerose basi militari e paramilitari in quattro Paesi dell'Asia centrale: Kazakistan, Kirghizistan, Tagikistan e Uzbekistan.

³⁵ Per il testo delle ordinanze si veda la traduzione di Rosati (2005) dell'articolo originale di Luo Bing *Le cinque ordinanze emesse da Hu Jintao per rafforzare il controllo sull'esercito* su *Zheng Ming* n. 9 di Settembre 2005.

³⁶ I voti a favore sono pari al 99,7% secondo l'articolo di Mark O'Neill e Vivien Chan Pik-kwan *Delegates express disgust* pubblicato sull'edizione online del quotidiano *South China Morning Post* del 16 Marzo 2001.

dall'imminente ingresso nella WTO. Viene pertanto presentato un piano, elaborato dai principali economisti cinesi in tre anni di studi, che dovrà fungere da guida per la nuova politica economica cinese del terzo millennio. In particolare, questo è articolato in cinque principi guida, sintetizzati dallo stesso Zhu³⁷.

1. Considerare lo sviluppo come tema centrale.
2. Concentrarsi sulla ristrutturazione dell'economia.
3. Considerare la riforma e l'apertura verso l'estero, insieme con il progresso tecnologico, le forze guida per la crescita economica.
4. Avere come scopo principale il miglioramento dello standard di vita della popolazione.
5. Coordinare lo sviluppo economico con quello sociale.

È interessante notare che, a differenza dei vecchi prospetti di pianificazione economica, i nuovi programmi non vogliono fissare in modo specifico quote e traguardi della futura crescita, bensì solo tratteggiare linee programmatiche di sviluppo e quadri di riferimento entro i quali delineare gli indirizzi futuri, orientati verso un processo di crescita, industrializzazione, internalizzazione, urbanizzazione e raggiungimento progressivo dell'equità sociale.

Inoltre, il piano economico di Zhu, vista la primaria rilevanza delle esportazioni nel sistema economico cinese, si svolge parallelamente alla ricerca di una partnership strategica e commerciale con gli Stati Uniti, enfatizzata anche dalla stampa in seguito al viaggio del Presidente Bill Clinton in Cina. Nonostante non manchino dei gravi incidenti nelle relazioni sino-statunitensi³⁸, alla fine la forza degli interessi economici tra i due Paesi prevale, visto che nel 1999 viene trovato l'accordo di massima per l'ingresso della Cina nella WTO. Dopo più di quindici anni di trattative, il 10 Novembre del 2001 i 142 Ministri del Commercio presenti a Doha per il vertice del WTO approvano all'unanimità la candidatura cinese.

³⁷ Discorso tradotto da Lavagnino (2001) dall'articolo originale *Prospetto del piano quinquennale di sviluppo della società e dell'economia nazionale della RPC*, pubblicato sul *Quotidiano del Popolo* del 19 Marzo 2001.

³⁸ L'8 Maggio 1999 un caccia della NATO impegnato nella guerra in Kosovo sgancia per errore una bomba sull'ambasciata cinese di Belgrado, causando tre morti e diversi feriti. Questo provoca un grave incidente diplomatico, con il Governo cinese che sospende la discussione bilaterale sui diritti umani e posticipa la data della consultazione bilaterale sul controllo degli armamenti e sulla non proliferazione nucleare. Clinton annuncia l'apertura di un'inchiesta, e per giorni telefona a Jiang per porgere le proprie scuse, ma senza ottenere risposta. Alla fine gli interessi economici prevalgono e il dialogo tra i due Paesi riprende, ma i cinesi continuano a non credere che la caduta della bomba sia avvenuta per incidente.

Conclusivamente, considerando gli aspetti economici generali e il grado di recepimento delle politiche economiche quinquennali degli ultimi decenni del Novecento, è possibile osservare come lo Stato cinese si affacci al terzo millennio con il tasso di crescita più elevato al mondo (con valori medi che si aggirano attorno all'8%), con il commercio estero che supera la soglia dei 600 miliardi di dollari, e occupando il secondo posto al mondo come ricettore di investimenti dopo gli Stati Uniti³⁹. Tale situazione, come detto, spinge il Governo al definitivo ingresso nella WTO nel 2001, a coronamento della transizione economica intrapresa fin dall'inizio degli anni Settanta.

³⁹ Il sorpasso sugli Stati Uniti avviene nel 2002.

2.2. La configurazione politica, economica e sociale ed il ruolo internazionale della Cina nel terzo millennio

Al 2014 la Repubblica Popolare Cinese ha sovranità su un territorio pari a circa 9,6 milioni di chilometri quadrati, il che la rende il terzo Stato più grande del mondo per superficie dopo Russia e Canada: è un vero e proprio continente. Come è possibile osservare nella *Figura 2.1*, la topografia del Paese è estremamente variegata, spaziando dalle montuose regioni occidentali, che occupano il 66% del territorio, alle pianeggianti regioni orientali, che rappresentano il 34% della superficie totale. Da ciò derivano anche sostanziali differenze nelle condizioni climatiche, con le aree occidentali a clima continentale temperato con forti escursioni termiche (ad eccezione dell'altopiano del Tibet che ricomprende le vette montuose più alte del mondo e che chiaramente presenta un clima rigido) e le aree orientali a clima monsonico.

Figura 2.1. Cartina fisica della Cina



Fonte: Ezilon Maps

Come già visto nel precedente *Paragrafo 2.1*, l'immenso sistema idrografico cinese è alla base dei trasporti e dell'economia del Paese. La Cina è solcata da circa 5.000 fiumi, con un'estensione complessiva della rete fluviale che si aggira attorno ai 220.000 chilometri, dei quali più di 100.000 sono vie navigabili. La grande maggioranza dei fiumi del Paese, inclusi il Fiume Giallo e il Fiume Azzurro, ha origine nelle catene montuose occidentali, scorre in direzione ovest-est, e sfocia nell'oceano Pacifico.

La linea di frontiera della Cina si estende per oltre 22.000 chilometri e confina con ben 14 Paesi asiatici: Afghanistan, Bhutan, Corea del Nord, Kazakistan, Kirghizistan, India, Laos, Mongolia, Myanmar, Nepal, Pakistan, Russia, Tagikistan e Vietnam. La linea costiera invece è lunga più di 18.000 chilometri, e separa la Cina dagli Stati limitrofi di Brunei, Corea del Sud, Filippine, Giappone, Indonesia e Malesia. Da qui le numerose dispute territoriali: oltre alla già citate Isole Spratly e ad alcuni territori delle ex Repubbliche sovietiche, è ancora oggetto di disputa il confine sino-indiano, soprattutto in merito ad alcuni passi himalayani di grande importanza strategica.

La Cina è il Paese più popoloso del mondo⁴⁰, con una popolazione stimata tra 1,35 e 1,4 miliardi di persone⁴¹, pari a circa un quinto della popolazione mondiale. La densità media, pari a quasi 140 abitanti per chilometro quadrato, non ha alcun significato, date le enormi difformità distributive. Si passa infatti dai 2 abitanti per chilometro quadrato del Tibet ai 20.500 abitanti per chilometro quadrato di Macao. In generale, comunque, la metà occidentale del Paese ospita poco più di 50 milioni di persone, pari a circa il 4% della popolazione totale. L'addensamento nelle regioni costiere è una costante della storia cinese; questa circostanza è stata mitigata solo in parte dalle politiche di colonizzazione dell'interno tentate dal Governo negli anni Sessanta e Settanta, nonché dall'emigrazione, considerando che al 2014 i cinesi residenti ufficialmente e stabilmente all'estero risultano essere oltre 50 milioni.

A tale distribuzione territoriale della popolazione tende a corrispondere la distribuzione etnica: l'etnia Han, che ricomprende il 92% della popolazione cinese, è

⁴⁰ I tassi e le prospettive future di crescita della popolazione, tuttavia, mostrano inequivocabilmente che entro il 2025-2030 la popolazione dell'India supererà quella della Cina, con i due Paesi che giungeranno ad avere congiuntamente più di 3 miliardi di abitanti.

⁴¹ Molti studiosi di demografia sostengono che tali valori siano sottostimati, e che in realtà la Cina sia popolata da almeno un miliardo e mezzo di persone.

distribuita quasi interamente nelle regioni orientali, mentre le altre 55 minoranze etniche ufficialmente riconosciute sono distribuite nei vastissimi territori occidentali. Malgrado l'adozione del cinese mandarino come lingua ufficiale e la diffusione comune della scrittura ideografica, la vastità del territorio nazionale ha contribuito a generare nel tempo una grande varietà di dialetti del cinese parlato, così diversi tra loro che molto spesso non consentono l'intercomunicabilità. Nonostante ciò gli Han hanno sviluppato una identificazione etnica unitaria piuttosto forte, circostanza favorita dalla capillare diffusione del Confucianesimo. Come si è visto, però, data la mancanza di elementi puramente trascendentali, la dottrina confuciana non può essere considerata propriamente una religione, ed infatti la RPC è uno Stato ufficialmente ateo nel quale la Costituzione sancisce la libertà di culto come uno dei diritti fondamentali dei cittadini⁴². In effetti quasi l'80% dell'etnia Han (e quindi circa il 70% della popolazione totale) professa quella che è possibile chiamare "Religione tradizionale cinese"⁴³, la quale assume nelle diverse regioni forme variegata di sintesi tra Confucianesimo e Taoismo. L'altra religione fondamentale è il Buddhismo, praticato da poco meno del 14% dei cinesi. Percentuali più basse si riscontrano per le altre due grandi religioni, Cristianesimo e Islam, rispettivamente circa del 2,4% e dell'1,7%. Oltre il 12% della popolazione dichiara di essere compiutamente atea⁴⁴.

Definite quindi le caratteristiche salienti che interessano la Cina attuale dal punto di vista geografico e demografico, l'analisi si sposta ora su una prospettiva politica, andando prima a coprire la ripartizione amministrativa del territorio e poi il sistema politico monopartitico del Paese.

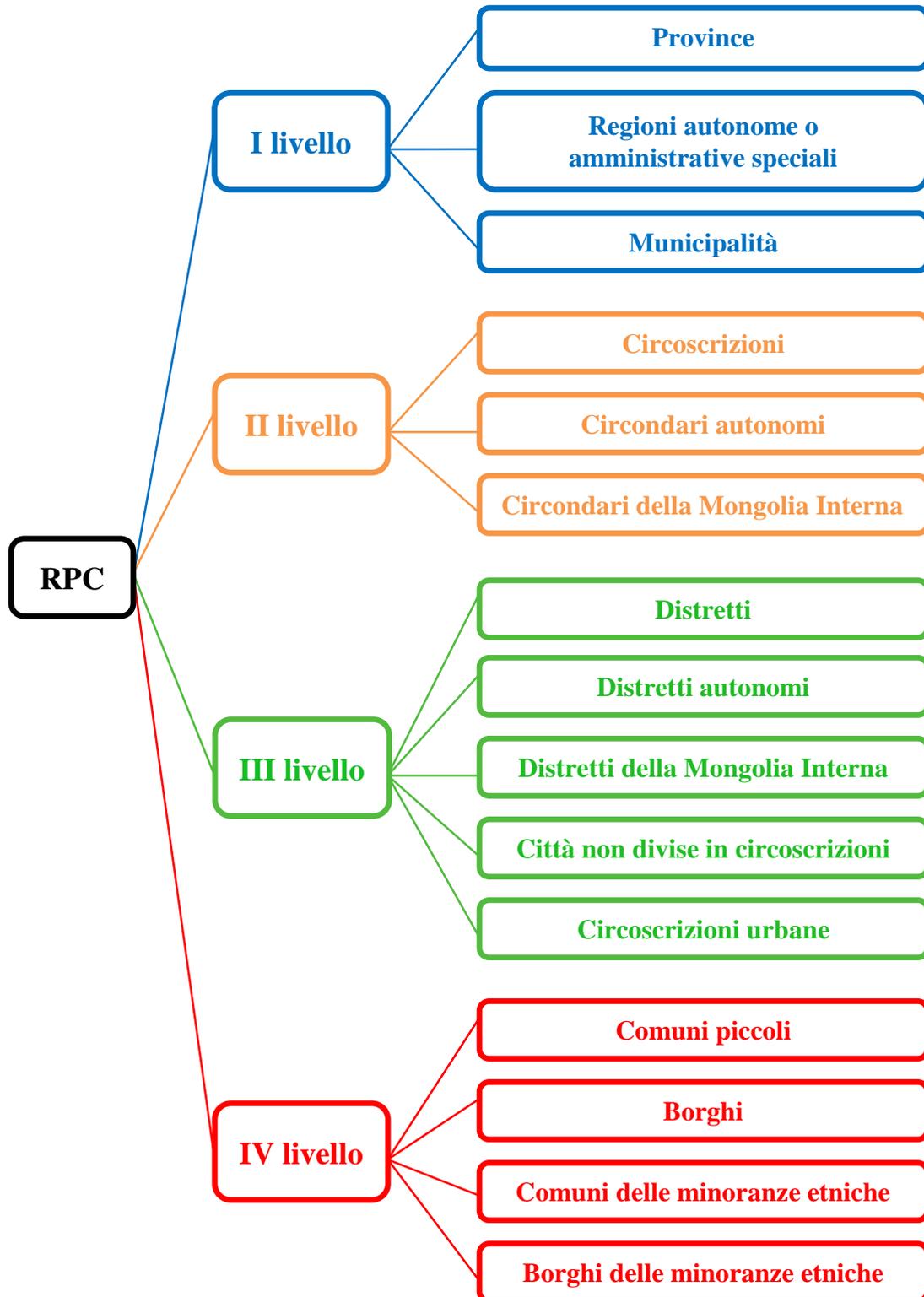
In particolare, in base a quanto previsto dalla Costituzione cinese, la ripartizione amministrativa territoriale cinese si articola su quattro livelli (*Figura 2.2*).

⁴² È doveroso però sottolineare che, purtroppo, nemmeno dopo l'inserimento di questo principio nella Carta costituzionale sono terminate le persecuzioni religiose. Ogni anno infatti giungono notizie dalla Cina di soprusi e persecuzioni, in particolare ai danni di preti cristiani e monaci tibetani buddhisti. Il Governo cinese, in generale, si è macchiato più volte di efferati crimini, anche in termini di violazioni dei diritti umani nei confronti di minoranze etniche e dissidenti politici. Si pensi, ad esempio, all'occupazione armata del Tibet nel 2008, durante la quale le proteste dei monaci buddhisti sono state represses con la violenza. L'attuale XIV Dalai Lama, Tenzin Gyatso, ha denunciato più volte il fatto che in Tibet il Governo cinese sta perpetrando un genocidio culturale non preso adeguatamente in considerazione dal mondo occidentale.

⁴³ Anche nota come *Shenismo* ovvero "Culto degli *shen*", che sarebbero le divinità della natura o gli antenati della famiglia deificati.

⁴⁴ Tutte le suddette percentuali sono prese dallo studio di Wenzel-Teuber e Streit (2012).

Figura 2.2. I livelli della ripartizione amministrativa territoriale cinese



Fonte: nostra elaborazione sullo schema originale di Luo (2011), p. 9

Il primo livello attualmente annovera la suddivisione in 33 enti locali, visibili geograficamente nella cartina politica della Cina (Figura 2.3).

- 22 province⁴⁵: Anhui, Fujian, Gansu, Guangdong, Guizhou, Hainan, Hebei, Heilongjiang, Henan, Hubei, Hunan, Jiangsu, Jiangxi, Jilin, Liaoning, Qinghai, Shaanxi, Shandong, Shanxi, Sichuan, Yunnan e Zhejiang.
- 5 regioni autonome: Guangxi, Mongolia Interna, Ningxia, Tibet e Xinjiang.
- 2 regioni amministrative speciali: Hong Kong e Macao.
- 4 municipalità: Beijing, Chongqing, Shanghai e Tianjin.

Figura 2.3. Cartina politica della Cina



Fonte: Nations Online Project Maps

⁴⁵ In italiano esse vanno intese come “regioni”. Comunque, in realtà per la RPC le province ufficiali sono 23, giacché viene ricompresa nella classificazione anche la provincia autonoma di Taiwan.

Le 22 province “ordinarie” (in cinese *sheng*: ciascuna di esse è paragonabile ad uno dei maggiori Paesi europei, sia per estensione del territorio che per numerosità della popolazione) sono quelle entro le quali la quasi totalità della popolazione è di etnia Han, e pertanto sono direttamente soggette alle decisioni del Governo centrale. Un discorso simile vale per le 4 municipalità, che rappresentano agglomerati urbani di dimensioni e popolazione talmente elevati da rendere necessaria una loro scorporazione dalle province: tra queste vi sono infatti le due principali città cinesi, Shanghai e Pechino (la capitale del Paese, in cinese Beijing). Nelle 5 regioni in cui invece sono presenti delle minoranze etniche compatte, allora è stata applicata l'autonomia territoriale e vi sono stati istituiti organi di governo autonomi, le decisioni dei quali sono prese dalle minoranze stesse. Infine, come già visto in precedenza, si trovano le 2 regioni amministrative speciali, le quali oltre ad avere un'ampia autonomia decisionale in tema di politica economica e finanziaria hanno anche la facoltà di istituire al loro interno una propria ripartizione amministrativa.

I successivi tre livelli della ripartizione amministrativa si sviluppano sempre in base al primo livello cui sono caso per caso riconducibili, e quindi se alle province corrisponderanno le circoscrizioni, le regioni autonome faranno capo ai circondari autonomi⁴⁶, e così via. Se si considera che il quarto livello abbraccia anche borghi di minoranze etniche di 10 abitanti, ci si rende conto dell'immensità dell'apparato amministrativo-burocratico cinese. E, d'altra parte, lo sterminato territorio che fin dagli albori del Celeste Impero si è trovato sotto un unico dominio, ha da sempre richiesto una capillare organizzazione amministrativa per essere governato in modo efficiente e per garantire una continua e proficua intercomunicabilità tra i Governi territoriali e il Governo centrale. Non deve sorprendere dunque la straordinaria razionalità dell'apparato amministrativo in relazione alla vastità del territorio, giacché questa non è altro che il retaggio di millenni di storia.

Con la proclamazione della RPC infatti si sono conservati molti elementi tipici della tradizione amministrativa cinese, come la suddivisione territoriale e il modello di Stato unitario, non federativo ma improntato comunque al decentramento di alcune importanti funzioni agli organi periferici. Come si è detto, inoltre, con la politica delle

⁴⁶ Un discorso a parte vale per la suddivisione amministrativa della Mongolia Interna, che alla luce delle sue peculiarità presenta dei sottogruppi amministrativi diversi da quelli delle altre regioni, non solo nelle denominazioni ma anche nelle funzionalità.

riforme Deng ha tentato di decentralizzare ulteriormente alle province molte funzioni normative e amministrative: purtroppo il risultato principale che ne è derivato è stato l'aumento del divario nel livello di sviluppo economico tra le province costiere e quelle interne. Nelle prime, infatti, la politica della porta aperta ha comportato una forte crescita economica, mentre nelle seconde si è fondamentalmente consolidata una condizione di economia di sussistenza. In particolare, si ritiene qui utile utilizzare la tripartizione delle province cinesi effettuata da Weber (1996) e basata sui livelli di sviluppo economico e di presenza dello Stato.

Le province settentrionali del Paese, ossia quelle che vanno da Pechino ai territori del nord-est ricchi di carbone, fanno parte della “Cina rossa”: in questi territori la burocrazia ha un ruolo di primo piano e il controllo del Partito è molto forte, considerando anche che vi sono situate in gran quantità le più grandi imprese statali create negli anni Sessanta secondo il modello sovietico di industrializzazione. Pechino, capitale politica e sede del Governo, è rimasto il luogo dove vengono prese le decisioni fondamentali, così come accadeva nel Celeste Impero: «Vale infatti ancor oggi il vecchio detto imperiale per cui chi controlla Pechino, controlla la Cina»⁴⁷.

Le province centrali e orientali del Paese fanno parte della “Cina rosa”, ossia quella in cui i valori ideologici del comunismo si mescolano con i principi del mercato: città simbolo di quest'area è l'enorme metropoli di Shanghai.

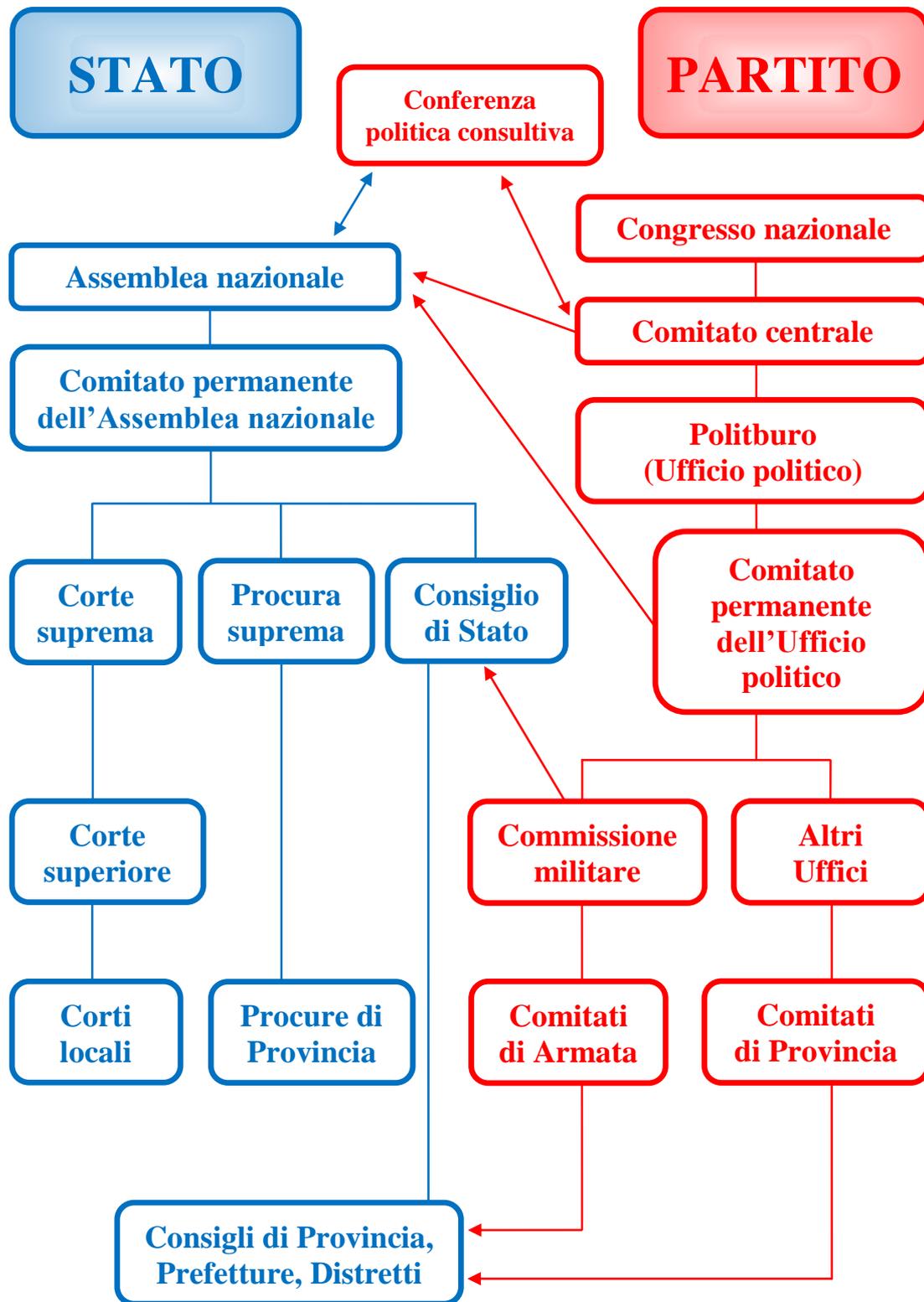
In ultimo, le province meridionali vanno a comporre la “Cina bianca”: le più rilevanti entità dell'area sono rappresentate dalla provincia del Guangdong (quella che storicamente registra il maggior ritmo di crescita della Cina) e dalla città di Hong Kong. In quest'area il grande successo economico delle ZES ha portato al quasi totale rimpiazzo dell'economia socialista con i valori del libero mercato. Non a caso uno dei temi più ricorrenti nella storia cinese è il difficile rapporto tra il Governo centrale e i Governi locali delle province meridionali.

Come è noto, infatti, il Governo centrale in Cina ha una dimensione assolutamente autoritaria e non democratica⁴⁸: la stessa Costituzione cinese prevede che la RPC sia uno Stato socialista guidato dal PCC. Si ritiene all'uopo opportuno analizzare con più attenzione il rapporto che intercorre tra Stato e Partito in Cina (*Figura 2.4*).

⁴⁷ Weber (2003), p. 55.

⁴⁸ Nel *Paragrafo 1.4* si è visto come la Cina ottenga un punteggio di appena 3,14 nel *Democracy Index* elaborato dall'*Economist Intelligence Unit*.

Figura 2.4. Organigramma del rapporto Stato-Partito in Cina



Fonte: nostra elaborazione sullo schema originale di Weber (2003), p. 46

Il PCC, con i suoi 86 milioni di iscritti⁴⁹, domina incontrastato il sistema politico cinese. La struttura del Partito è di tipo piramidale, al vertice della quale vi è il Politburo (anche noto come Ufficio politico), un organo composto da 25 membri. Il vero organo decisionale è però il Comitato permanente dell'Ufficio politico, formato da 7 membri (scelti tra i suddetti 25) che si riuniscono settimanalmente.

A livello legislativo il processo che porta alla nomina dei componenti è il seguente: il Congresso nazionale, convocato con cadenza quinquennale e composto da 2.270 delegati nominati dalle strutture periferiche del Partito, oltre a proporre le linee guida fondamentali per la pianificazione economica, elegge i 198 membri effettivi⁵⁰ del Comitato centrale; questi ultimi a loro volta nominano i membri del Politburo, specificando quali di essi faranno parte del Comitato permanente. In realtà tutto questo processo è puramente formale, poiché da sempre il Congresso nazionale, e di riflesso anche il Comitato centrale, si limitano ad avallare le decisioni già prese direttamente ai vertici del Partito. Lo stesso funzionamento interno del Comitato permanente non è mai stato reso noto, ma è chiaro che le nomine vengono fatte a seguito di compromessi tra le diverse fazioni del Partito. È inoltre ipotesi piuttosto diffusa che le decisioni vengano prese collegialmente⁵¹.

Al vertice del sistema vi è comunque un unico uomo (attualmente si tratta di Xi Jinping, che nel 2012 ha preso il posto dell'uscente Hu Jintao), il quale, in base ad uno schema consolidato da decenni, riunisce nella sua persona le tre cariche fondamentali: Presidente della RPC, Segretario generale del PCC e Presidente della Commissione militare centrale.

È quindi possibile evincere dalla *Figura 2.4* come il sistema politico cinese sia effettivamente un sistema monopartitico, nel quale però l'organigramma del rapporto Stato-Partito è rappresentato da una rete di interazioni tutt'altro che banale. Nondimeno, sebbene l'apparato statale sia formalmente autonomo dal Partito, di fatto la struttura del PCC affianca e controlla quella statale a tutti i livelli.

In effetti il supremo organo dello Stato, l'Assemblea nazionale del Popolo, ha una pura funzione di ratifica delle decisioni prese dal Partito: essa, in particolare, consta di circa 3.000 deputati, eletti (anch'essi ogni cinque anni) dalle Assemblee provinciali,

⁴⁹ Dato riportato da Grilli (2014).

⁵⁰ A questi vanno aggiunti 132 membri supplenti.

⁵¹ Minxin (2012).

regionali e municipali, le quali si riuniscono con cadenza annuale⁵². L'Assemblea nazionale del popolo rappresenta in ogni caso l'unica camera legislativa della RPC, ed in quanto tale ha il compito, da un lato di approvare le decisioni prese dal Governo e di trasformarle in legge (emendando, solo nel caso in cui sia strettamente necessario, la Costituzione), dall'altro di supervisionare l'operato di molteplici organi, tra i quali la Corte suprema, la Procura suprema, l'esercito, la Conferenza politica consultiva⁵³ e, soprattutto, il Consiglio di Stato.

Il Consiglio di Stato, designato ogni cinque anni, è composto dal Primo Ministro (dal 2013 tale carica è ricoperta da Jiang Yi-huah), da 4 Vice Primi Ministri, da 5 Consiglieri di Stato e da 25 Capi dei Ministeri e delle Commissioni⁵⁴, per un totale di 35 membri. Il Consiglio di Stato, rappresentando il Governo⁵⁵, è il supremo organo esecutivo dello Stato ed esercita un controllo diretto sulle amministrazioni provinciali: di fatto è quindi l'istituzione chiave che fa collimare i poteri subalterni con i livelli superiori del PCC, determinando l'unione di questi in un unico blocco di potere. In definitiva, nell'analisi del rapporto Stato-Partito si può notare come in Cina sia prevalso il concetto di armonizzazione dei poteri, tipico dei regimi autoritari, piuttosto che quello di separazione dei poteri, tipico dei sistemi politici democratici.

Tra gli altri istituti di primaria importanza all'interno dell'organigramma, non si può non citare la potente Commissione militare centrale: questa infatti è contemporaneamente parte integrante degli organismi di governo della RPC e organo militare direttivo del Comitato centrale del PCC.

È opportuno inoltre richiamare gli istituti della Corte suprema e della Procura suprema: la prima rappresenta il massimo organo giudiziario dello Stato, mentre la seconda è il massimo organo inquirente dello Stato.

⁵² Così come per il Congresso nazionale, anche l'Assemblea nazionale ha un suo specifico Comitato permanente (composto da 150 membri eletti tra i membri dell'Assemblea stessa), tuttavia questo ha il solo incarico di farne le veci fra una sessione plenaria e l'altra: durante tale periodo il Comitato ha formali poteri legislativi, tuttavia alla prima sessione plenaria utile dell'Assemblea dovrà rispondere del proprio operato.

⁵³ La Conferenza politica consultiva del Popolo, come si evince dal nome stesso, ha funzioni puramente consultive: tale organo ha comunque il compito di rappresentare i vari partiti politici della RPC, ma sempre sotto l'onnipresente guida del PCC.

⁵⁴ La Commissione statale che in assoluto ha avuto più rilevanza nella storia cinese, ed in particolare nel periodo maoista, è stata la Commissione della pianificazione e dello sviluppo, in quanto responsabile appunto della formulazione dei piani economici quinquennali; chiaramente tale organo ha perso molta della sua importanza contestualmente all'avvento del socialismo di libero mercato.

⁵⁵ Il Consiglio di Stato è chiamato anche "Governo popolare centrale".

Infine, per ciò che concerne i livelli subalterni dell'apparato, occorre considerare che tutte le entità amministrative, dalle province alle municipalità, dalle circoscrizioni ai circondari autonomi, dai distretti ai borghi delle minoranze etniche, istituiscono ciascuna un'Assemblea del Popolo ed un Governo popolare, le cui organizzazioni sono stabilite dalle leggi specifiche dell'entità in questione. In tutti i casi, però, se si tratta di territori "speciali"⁵⁶, le Assemblee del Popolo, oltre ai rappresentanti dell'etnia che esercita l'autonomia del territorio, devono obbligatoriamente annoverare tra le loro fila un numero appropriato di rappresentanti delle altre etnie che risiedono nello stesso territorio amministrativo.

Tra le entità che non possono essere pienamente ricomprese né nell'apparato statale né in quello di Partito, ma che rappresentano comunque un elemento molto importante nella vita politica della Cina contemporanea, vi sono le organizzazioni sociali: queste sono indispensabili nel promuovere lo sviluppo economico e il progresso sociale, e costituiscono il ponte ideale tra lo Stato e la popolazione.

A tale punto dell'analisi, l'ultimo argomento da trattare per definire il quadro generale sulla Cina del terzo millennio riguarda lo sviluppo economico del Paese, con particolare attenzione ai risvolti sociali che questo comporta.

Innanzitutto, per ciò che concerne l'urbanizzazione, la crescita demografica ed edilizia delle città è certamente uno dei fenomeni più rilevanti che interessano il Paese da vari decenni. Nel 2012 è avvenuto per la prima volta nella millenaria storia della Cina il sorpasso della popolazione urbana su quella rurale. Al 2014 la popolazione urbana rappresenta il 53% del totale, ma tale percentuale è in costante aumento⁵⁷. D'altro canto, malgrado la fortissima industrializzazione e urbanizzazione di vaste regioni, la Cina rimane sostanzialmente un Paese rurale, nel quale tra l'altro vi sono evidenti disparità di privilegi tra gli abitanti delle città e gli abitanti delle campagne. Non a caso si riscontra anche una preoccupante crescita delle disuguaglianze nella distribuzione del reddito, problema che purtroppo interessa strutturalmente la popolazione cinese fin dai tempi antichi⁵⁸. Un sondaggio cinese del 2005, effettuato dall'Ufficio nazionale di

⁵⁶ Non riclassificabili nella partizione che deriva dalle province ordinarie; trattasi quindi, ad esempio, dei distretti della Mongolia Interna o dei comuni delle minoranze etniche.

⁵⁷ Bisogna però considerare che in queste statistiche sono convenzionalmente classificati come urbani i centri con più di 2.000 abitanti.

⁵⁸ Di tale problematica si è parlato nel *Paragrafo 2.1*.

statistica⁵⁹, rivela come il 10% della popolazione più abbiente possieda il 45% della ricchezza complessiva nazionale, e come al contempo il 10% della popolazione più povera ne disponga solo per una percentuale pari all'1,4%. L'obiettivo delle autorità nazionali dovrebbe spostarsi quindi dalla creazione di maggiore ricchezza ad una distribuzione più equa della stessa, tutelando allo stesso tempo i cinesi più poveri e meno istruiti dai comportamenti illeciti troppe volte messi in atto da loro compatrioti senza molti scrupoli.

Per quello che riguarda il settore primario, esso impiega il 37% dei lavoratori e concorre alla formazione del PIL nazionale per il 10%⁶⁰. Le colture coprono circa il 15% della superficie totale del Paese: queste sono adibite soprattutto alla coltivazione di riso, mais e frumento, gli alimenti base della popolazione cinese. Per quanto le aree maggiormente coltivate si trovino evidentemente nelle regioni pianeggianti orientali, lo Stato promuove da decenni l'espansione verso ovest delle colture, essenzialmente tramite lo spostamento di contadini di etnia Han in grandi fattorie statali ivi situate. Questo processo ha favorito nel tempo il calo della superficie incolta (intorno al 25%), e ha generato un ampio e spesso incontrollato disboscamento, peraltro molto pericoloso a livello macroambientale. Per questo motivo, a partire dal 2001 il Governo ha avviato un'immensa opera di riforestazione nelle province più danneggiate, in particolare nella Mongolia Interna.

In generale, comunque, pur non avvicinando i risultati di crescita economica registrati dalle aree urbane, la capacità produttiva delle campagne continua a registrare un forte e costante incremento, considerando anche che le colture ad alto rendimento economico sono state il punto di forza della riorganizzazione del settore agricolo. In particolare, poi, sotto la spinta delle riforme economiche rurali e del progresso delle zone urbane, nell'arco di poco meno di due decenni si è imposto un nuovo modello di conduzione agricola improntato alla gestione imprenditoriale del settore rurale, che è possibile sintetizzare col semplicistico schema «impresa + base produttiva + famiglia contadina»⁶¹.

⁵⁹ Tale studio è riportato nell'articolo *China battles rich-poor gap* della rivista *Asia Times*, pubblicato nell'edizione online del 5 Gennaio 2006.

⁶⁰ Tutti i dati percentuali relativi alla ripartizione settoriale cinese sono ricavati dal sito della *Central Intelligence Agency* (CIA) e relativi al 2013.

⁶¹ Luo (2011), p. 71.

Il sottosuolo cinese è molto ricco di risorse minerarie ed energetiche, circostanza che storicamente ha favorito la grande industrializzazione del Paese. Il settore estrattivo è uno dei settori fondamentali dell'economia cinese, ed il suo straordinario sviluppo nel XX secolo è stato essenziale per la fornitura di grandi quantità di risorse ai diversi comparti industriali. La Cina è così diventata il primo produttore mondiale di carbone e il secondo (dopo il Canada) di energia idroelettrica. Nel complesso la produzione energetica del Paese è talmente grande da essere in esubero rispetto alle pur enormi esigenze del mercato interno.

Il settore secondario dà lavoro al 29% della popolazione attiva e il suo apporto alla formazione del PIL nazionale raggiunge il 44%. L'industria cinese è fortemente diversificata, ma primeggiano i settori siderurgico, chimico e metalmeccanico, lo sviluppo dei quali è stato spinto in larga parte dalle immense disponibilità di carbone. In particolare, la Cina è il primo produttore mondiale di acciaio e ghisa. A partire dagli anni Ottanta si sono poi sviluppati una serie di settori industriali basati sul vasto impiego della manodopera: tessile, meccanica di precisione, librario⁶², elettronico, comunicazioni e aerospaziale⁶³. Un altro settore fondamentale in Cina, al contempo fattore trainante e conseguenza dello sviluppo economico, è il settore immobiliare: pur se molto caotica e priva di regole, la crescita del mercato immobiliare cinese ha avuto infatti un grandissimo impatto sull'economia nazionale. D'altro canto, però, la crescita della superficie abitativa ha comportato un aumento esponenziale del consumo di energia primaria delle abitazioni.

Tutto sommato ad oggi la Cina può vantare un sistema industriale moderno e sviluppato, ai primi posti al mondo per capacità produttiva. La grande direttrice di sviluppo degli ultimi anni è rappresentata dall'industria informatica, la quale si sta imponendo come forza trainante della trasformazione economica e sociale.

Infine, per ciò che concerne il settore terziario, in esso sono impiegati il 34% dei lavoratori, i quali concorrono alla formazione del PIL nazionale per il 46%. In precedenza il settore era sostanzialmente limitato all'amministrazione pubblica, ma il moltiplicarsi delle iniziative private in ambito commerciale, bancario e finanziario, ha fatto registrare un trend di crescita esponenziale del giro di affari.

⁶² Con più di 100.000 titoli stampati all'anno la Cina è il primo Paese al mondo per l'editoria.

⁶³ Nel 2003 Yang Liwei è stato il primo astronauta cinese della storia ad andare in orbita con il programma spaziale cinese.

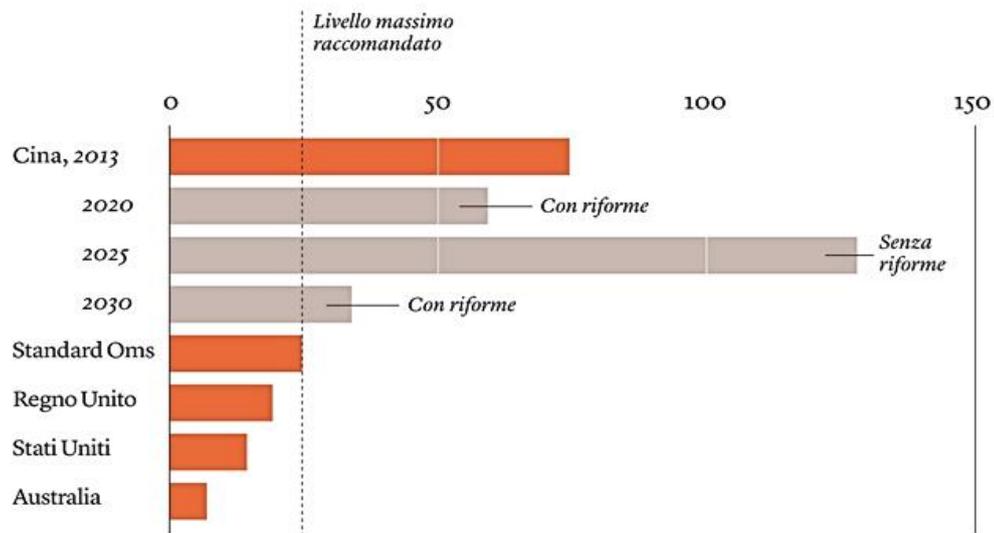
Per quanto riguarda l'infrastrutturazione del Paese, l'elemento principe di tutti i piani quinquennali è sempre stato lo sviluppo della rete ferroviaria. Un traguardo storico in questo ambito è stato raggiunto il 28 Dicembre 2013, quando la lunghezza complessiva della rete ferroviaria cinese ha superato i 100.000 chilometri. Rete che chiaramente ha un'importanza fondamentale nell'economia cinese, poiché integra il sistema di trasporto idrografico e consente il transito del 40% delle merci e del 45% dei passeggeri. È evidente, anche qui, che la dotazione di ferrovie e strade è proporzionalmente migliore nelle regioni orientali che in quelle occidentali. Tutti questi aspetti hanno favorito sia la crescita dell'industria turistica⁶⁴ che quella del commercio interno ed estero: nel 2010 la Cina è divenuta il primo Paese per valore delle esportazioni, originando ben il 10% delle esportazioni mondiali.

Questo quadro generale sull'economia cinese è purtroppo integrato dai gravissimi problemi di inquinamento che il Paese sperimenta. La Cina è infatti in assoluto e con grande distacco il Paese più inquinato del mondo. È vero che problemi ambientali di varia entità si riscontrano in tutti i Paesi che hanno conosciuto un rapido sviluppo industriale, ma in Cina questi problemi sono stati ulteriormente intensificati dall'immensa popolazione e da negligenza e corruzione del sistema politico. Non a caso, negli ultimi anni la Cina sta lentamente abbandonando l'impostazione che attribuisce priorità assoluta al processo di industrializzazione: ci si è resi conto che l'incessante crescita economica potrebbe diventare insostenibile in mancanza di un'adeguata protezione dell'ambiente, ed inoltre il Paese registra una crescente agitazione sociale causata proprio dalla pessima gestione delle questioni ecologiche. Non solo, ma la crisi ecologica in cui versa la Cina ormai da molti anni provoca gravi ripercussioni anche al di fuori dei confini nazionali, compromettendo le già complicate relazioni diplomatiche. In particolare, lo smog delle città orientali si spande in buona parte sul limitrofo Giappone, provocando in esso, oltre ovviamente all'innalzamento del livello di inquinamento, piogge acide, interrimento dei fiumi e tempeste di sabbia. La portata di questo fenomeno può essere percepita considerando i risultati di una recente ricerca scientifica condotta da un gruppo di esperti e pubblicata dalla rinomata

⁶⁴ La Cina è un Paese estremamente ricco dal punto di vista delle attrazioni turistiche, non solo grazie ai tantissimi siti di interesse storico e culturale riguardanti l'epoca imperiale, ma anche per via dei numerosi e suggestivi paesaggi naturali

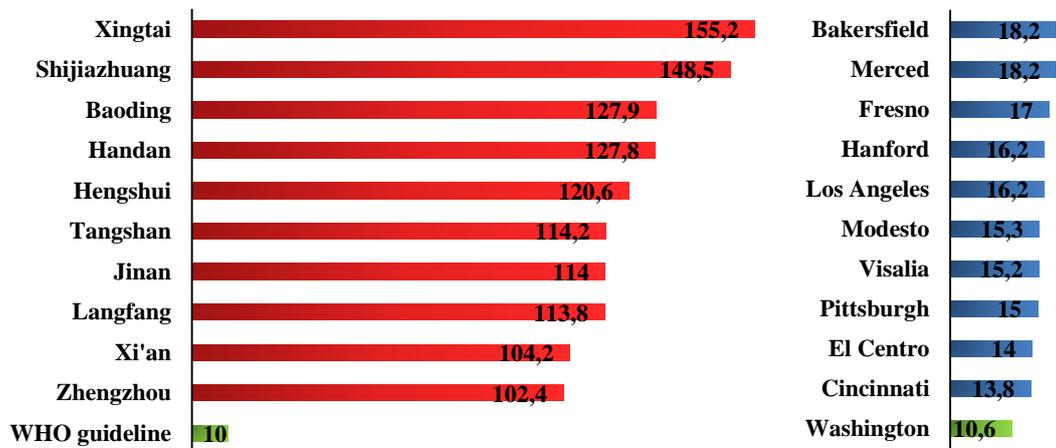
rivista *Proceedings of the National Academy of Sciences of the United States*⁶⁵. Ebbene, tale ricerca rivela che addirittura una percentuale quantificabile tra il 12% e il 24% dell'inquinamento registrato nella costa occidentale degli Stati Uniti proviene direttamente dalla costa orientale della Cina, trasportato dai potenti venti che imperversano per l'Oceano Pacifico per quasi 10.000 chilometri.

Figura 2.5. Livello di particolato PM 2,5 nell'aria: alcuni Paesi a confronto



Fonte: *Financial Times*

Figura 2.6. Livello di particolato PM 2,5 nell'aria: le dieci peggiori città della Cina a confronto con le dieci peggiori città degli Stati Uniti (2013)



Fonte: nostra elaborazione sui grafici originali di Denyer e Johnson (2014)

⁶⁵ J. Lin *et al.* (2014).

La *Figura 2.5* e la *Figura 2.6* mostrano analiticamente la rilevanza del fenomeno, comparando i livelli di concentrazione del PM 2,5⁶⁶ rispettivamente tra la Cina e altri Paesi del mondo e tra le dieci città cinesi più inquinate e le dieci città statunitensi più inquinate. I grafici purtroppo sono molto eloquenti, e palesano l'immanenza dell'attuale situazione in tutta la sua gravità: la Cina ha un livello di inquinamento quadruplo rispetto a quello degli Stati Uniti, mentre le città cinesi più inquinate presentano un inquinamento pari a dieci volte quello delle peggiori città degli Stati Uniti (comunque molto inquinate).

In questo senso si ritiene opportuno segnalare due affermazioni molto significative. La prima, riportata a inizio 2014 in un rapporto dell'Accademia di Scienze Sociali di Shanghai⁶⁷, sostiene che l'inquinamento sta rendendo Pechino inabitabile per gli esseri umani. La seconda è stata formulata, sempre nel 2014, da He Dongxian⁶⁸, un docente dell'Università degli Studi Agricoli di Pechino, il quale in un'intervista rilasciata al quotidiano *The Guardian* ha asserito che, se la situazione rimarrà inalterata, molto presto l'agricoltura cinese patirà condizioni simili a quelle di un inverno nucleare.

In definitiva, per ciò che concerne il problema ambientale, si vuole qui mettere l'accento sull'assoluta ed immediata necessità di attuare riforme strutturali volte alla riduzione degli agenti inquinanti: solo una seria politica di riforme potrebbe portare entro il 2030 l'inquinamento in Cina al livello definito "accettabile" dall'Organizzazione Mondiale della Sanità (OMS). In effetti la Cina, nonostante abbia aderito al protocollo di Kyoto, attualmente non ha di fatto applicato alcuna seria norma in materia di inquinamento.

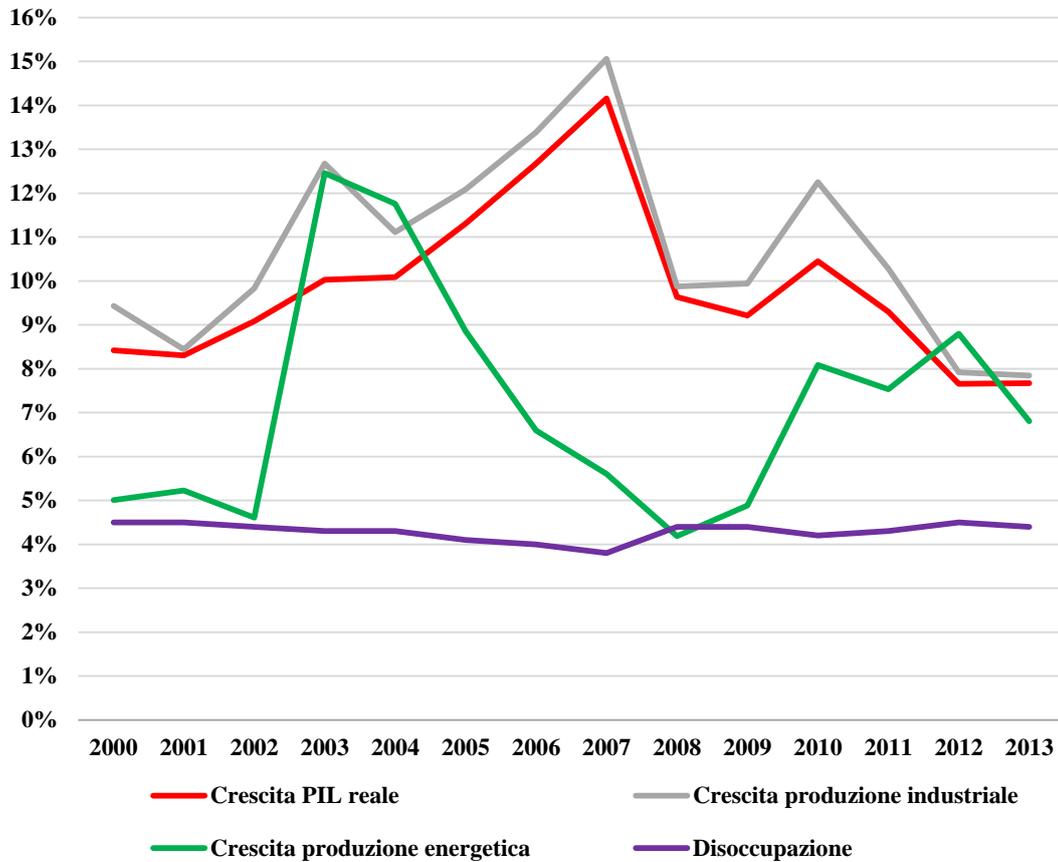
L'unica nota positiva di questa vicenda, se si vuole, è rappresentata dalla dimensione autoritaria del Governo cinese, la quale almeno in questo ambito comporta il non trascurabile vantaggio, in situazioni di emergenza, di poter porre in essere misure di contrasto dell'inquinamento immediate. Soprattutto, il Governo deve trovare la forza di trasformare il modello di sviluppo della Cina, passando dall'attuale sistema industriale intensivo, basato sull'ampliamento di scala e sull'elevato consumo di energia e materie prime, ad un modello di sviluppo sostenibile, che privilegi l'efficienza, la qualità e il rendimento.

⁶⁶ È uno dei principali agenti inquinanti, è misurato in microgrammi per metro cubo.

⁶⁷ Accademia di Scienze Sociali di Shanghai (2014).

⁶⁸ Kaiman (2014).

Figura 2.7. Evoluzione di alcune variabili macroeconomiche in Cina



Fonte: nostra elaborazione sul database della Banca Mondiale

Nella *Figura 2.7* è possibile osservare l'andamento delle principali variabili macroeconomiche per l'economia cinese. A conferma di quanto detto finora, nella Cina del terzo millennio ad uno spaventoso tasso di crescita industriale corrisponde un altrettanto alto tasso di crescita del PIL reale: entrambi gli indicatori mostrano un trend crescente fino al 2007, anno nel quale raggiungono il picco con valori compresi tra il 14% e il 15%, per poi registrare sì un trend decrescente ma contrassegnato comunque da valori molto alti, mai inferiori al 7%. Tale crescita ha portato il PIL della Cina ad essere per dimensione secondo solo a quello degli Stati Uniti, ed al 2013 risulta pari al 12% del PIL mondiale. È chiaro, inoltre, che, a fronte di un tasso di crescita della popolazione⁶⁹ mediamente pari allo 0,5%, si sono registrati dei vertiginosi aumenti del PIL pro-capite, distribuiti però come sempre in modo molto sproporzionato a favore

⁶⁹ Calcolato come la variazione media percentuale annua della popolazione, frutto del surplus (o del deficit) delle nascite sulle morti e dei migranti che entrano o escono dal Paese.

della porzione di popolazione più ricca rispetto a quella più povera. Questo quadro macroeconomico è suggellato da un tasso di disoccupazione relativamente basso e stabile, compreso tra il 4% e il 5%.

La grande crescita industriale cinese è stata resa possibile da un continuo aumento della produzione energetica, che come si è detto in certi periodi è risultata addirittura superiore alle esigenze nazionali. Inoltre, occorre menzionare la presenza di un continuo ed ingente flusso di investimenti diretti esteri, così come di una crescita esponenziale delle riserve estere, contestuale però ad una forte crescita del debito pubblico. Su quest'ultimo aspetto è opportuno fare alcune considerazioni.

Apparentemente (e soprattutto rispetto ai Paesi occidentali e al Giappone) la Cina sembrerebbe avere uno stato patrimoniale molto solido, con un ammontare di riserve in valuta estera pari alla spropositata cifra di 4.000 miliardi di dollari e un PIL pari a circa 10.300 miliardi di dollari, a fronte di un debito pubblico (nazionale e locale) pari circa al 45% del PIL. In realtà tali cifre sono fuorvianti. Innanzitutto, nel 2014 il totale di debiti pubblici e privati in Cina ha raggiunto il 250% del PIL, un valore prossimo all'alto 260% degli Stati Uniti. In secondo luogo, circa il 60% del debito pubblico è di competenza degli enti locali. In particolare, le autorità comunali e provinciali riscuotono più o meno il 40% delle entrate complessive dello Stato, ma spettando ad esse tutte le spese per i principali servizi sociali, si trovano perennemente a corto di fondi. Non solo, ma queste entrano spesso in competizione tra loro per la realizzazione di costosi progetti infrastrutturali o di edilizia commerciale. Ne consegue che devono necessariamente trovare fonti di finanziamento adeguate: ecco quindi il ricorso alle banche di proprietà statale⁷⁰.

È principalmente per i suddetti motivi, nonché per una tendenza costante di ampliamento del debito da parte degli enti locali, che da qualche anno si parla di una «crisi occulta del debito cinese»⁷¹.

La Cina, in definitiva, alla luce sia della propria evoluzione storico-economica che della propria condizione socio-politica, ha certamente sfruttato al massimo i vantaggi comparati di cui dispone rispetto al resto del mondo, derivanti soprattutto dal basso

⁷⁰ Questo tema verrà meglio trattato nel prossimo *Paragrafo 2.3*.

⁷¹ Minxin (2011).

costo del lavoro e dalle scarse norme in materia ambientale. Inoltre l'adozione di politiche fiscali atte ad attrarre investimenti diretti esteri ha favorito l'ingresso nel Paese di innovazioni e nuove competenze. «La Cina, attraverso specifiche strategie che definirei di *insourcing* e di *inshoring*, si è posta in modo speculare rispetto alle politiche di *outsourcing* e di *outshoring* dei Paesi ricchi. In tal senso, essa ha coniugato la tradizionale teoria del commercio internazionale (specializzandosi nelle produzioni che richiedono l'uso prevalentemente di forza lavoro, poiché caratterizzata da una struttura di produttiva *labour intensive*) con efficaci incentivi di attrattività verso le imprese delle nazioni industrialmente avanzate, a loro volta motivate da tipologie di delocalizzazione *resource seeking* e *efficiency seeking*»⁷².

Sta avvenendo così in Cina quella che Di Taranto (2008) definisce «internalizzazione della globalizzazione», ossia quel processo che, pur accettando la globalizzazione come fenomeno inevitabile ed accogliendola quindi sotto forma di divisione internazionale del lavoro, di introduzione di capitali stranieri e di acquisizione di tecnologie innovative, mira tuttavia a ricondurre la globalizzazione stessa all'individualità nazionale, intesa come integrità culturale e politica del Paese.

⁷² Di Taranto (2008), p. 58.

2.3. La storia e le prospettive evolutive del sistema bancario e finanziario cinese

Tra i fattori principali che concorrono a determinare la grande crescita economica cinese degli ultimi trent'anni, oltre allo sviluppo industriale e alle riforme sociali e politiche, va certamente attribuito un ruolo di primissimo piano alla notevole trasformazione del settore bancario e finanziario. Trasformazione che, peraltro, non solo accompagna lo sviluppo economico del Paese ma è esattamente funzionale ad esso: diversi studi infatti dimostrano empiricamente l'esistenza di una correlazione positiva tra l'efficienza e la dinamicità del sistema finanziario e lo sviluppo economico cinese⁷³. In modo speculare, altri studi notano che ad un sistema finanziario e legale debole corrisponde solitamente una scarsa crescita economico-industriale⁷⁴.

Non è un caso che alla transizione dall'economia di pianificazione all'economia socialista di libero mercato sia corrisposto, nel campo bancario, il passaggio da un modello finanziario centralizzato e pianificato ad una forma più aperta ai meccanismi concorrenziali e alla presenza della proprietà privata: di tale processo, sviluppatosi in modo molto lento e graduale, si può convenzionalmente fissare l'origine nel 1978, in concomitanza con le riforme economiche denghiste attuate a partire da tale data. A prescindere dalle specifiche scelte legislative adottate, che verranno analizzate qui di seguito, si vuole porre l'accento sul fatto che la riforma del sistema bancario dimostra, in generale, un mutamento della tradizionale mentalità economica cinese, in precedenza fortemente "statalizzata" e chiusa verso l'esterno; si accetta dunque, a livello sia teorico che pratico, la necessità di dover trovare un difficile e molto articolato compromesso tra il mantenimento degli assetti proprietari statali e l'adeguamento ai modelli organizzativi liberisti occidentali.

L'evoluzione del sistema bancario cinese costituisce pertanto un fenomeno economico e giuridico estremamente complesso sotto molteplici profili, tra i quali le peculiarità degli assetti economici della Cina e le criticità dell'eterogenea articolazione territoriale. Oltre a ciò, le norme giuridiche rischiano di essere, perlomeno per un economista occidentale, di difficile interpretazione: per tali motivi in questo elaborato ci si è avvalsi, tra le altre fonti, innanzitutto degli ottimi lavori di analisi e commento

⁷³ Tra gli altri, Liu e Li (2001), Levine (2004).

⁷⁴ Tra gli altri, Li (2001), Cheng e Degryse (2007).

del sistema bancario cinese svolti dal giurista Gerardo Pizzirusso⁷⁵ e dalla Professoressa Luo Hongbo⁷⁶, e in secondo luogo dei numerosi saggi e articoli in materia apparsi sulla rivista *Mondo Cinese*⁷⁷ e sui quotidiani economici *Il Sole 24 Ore* e *Financial Times*.

Facendo partire l'analisi, per evidenti motivi di pertinenza, dalla seconda metà del XX secolo, è possibile constatare che, dalla proclamazione della RPC nel 1949 fino agli anni Ottanta, l'intero settore bancario risulta sottoposto al rigido controllo dello Stato, effettuato in questo campo dal Ministero delle Finanze. Quest'ultimo, per mezzo della PBC, utilizza gli strumenti della politica monetaria per determinare la base monetaria, gestire la raccolta del risparmio e finanziare le aziende nei diversi settori produttivi: è chiaro dunque che durante tutto questo periodo da un lato la PBC rappresenta un mero soggetto passivo delle decisioni politiche⁷⁸, dall'altro la totalità degli utili realizzati dalle imprese statali viene reinvestita nell'attuazione dei piani economici stabiliti dal Governo centrale⁷⁹. Tutta la funzionalità del sistema bancario si riduce quindi esclusivamente a tre compiti principali: fornitura alle imprese del credito necessario per implementare i programmi nazionali, monitoraggio dei flussi monetari usati per il pagamento dei salari eccedenti i benefici statali, erogazione di prestiti per l'acquisto di prodotti agricoli in eccedenza rispetto alle quote statali.

Tutto ciò non deve sorprendere: in un'economia di tipo socialista, infatti, i finanziamenti alle aziende statali non rappresentano altro che trasferimenti di denaro dallo Stato allo Stato. Proprio per questo motivo è caratteristica strutturale dei sistemi socialisti il possesso di un sistema finanziario sottosviluppato sia per dimensioni che per funzionalità. In particolare, poi, il sistema bancario cinese presenta altre criticità gestionali che costituiscono un grave handicap di partenza, tra le quali un forte peso dei prestiti in sofferenza, una scarsa patrimonializzazione, un'inefficienza dei sistemi operativi e manageriali e dei livelli di redditività altamente insoddisfacenti.

⁷⁵ Pizzirusso (2013).

⁷⁶ Luo (2011).

⁷⁷ In particolare, Valerio (1996) e Beccalli (2006).

⁷⁸ Come verrà più ampiamente spiegato nel prossimo *Paragrafo 2.4*, solo a partire dal 1983 la PBC assume le funzioni vere e proprie di una Banca centrale, con poteri di vigilanza e di supervisione sull'intero sistema bancario.

⁷⁹ Senza contare, poi, che una quota consistente degli utili deve essere utilizzata per acquistare i prodotti agricoli eccedenti le quote statali.

Durante la prima metà degli anni Ottanta, come si è detto in precedenza, la RPC è interessata dalla politica riformista di Deng Xiaoping, la quale va a incidere anche sul settore bancario e finanziario. Innanzitutto, la PBC viene affiancata da quattro banche di grandi dimensioni: si tratta delle banche commerciali specializzate, le cosiddette *Four State-Owned Banks*, note più semplicemente come *Big Four*:

1. *Industrial and Commercial Bank of China*;
2. *Bank of China*;
3. *Agricultural Bank of China*;
4. *China Construction Bank*.

A queste si deve aggiungere una quinta banca, la *Bank of Communications* (BoC), rifondata nel 1986⁸⁰ per essere utilizzata come banca sperimentale per le riforme finanziarie⁸¹. Le *Big Four*, inizialmente, come è possibile intuire anche dalle loro diverse denominazioni, operano sulla base di una rigida specializzazione settoriale; si occupano infatti rispettivamente di industria e commercio, scambi con l'estero, agricoltura, costruzioni. Cambiano tuttavia le modalità di erogazione dei fondi: una misura chiave della riforma economica degli anni Ottanta è infatti la sostituzione dei finanziamenti diretti con prestiti fruttiferi di interessi, concessi alle imprese statali operanti nei suddetti quattro settori. Il sistema bancario diventa così il canale primario per concretizzare il finanziamento degli investimenti e per esercitare il controllo macroeconomico. Non solo, ma la ripartizione delle risorse, non essendo più esclusivamente legata ai bisogni della pianificazione economica nazionale, risulta maggiormente ispirata a logiche di efficienza allocativa.

Ad ogni modo, in questo periodo storico il sistema bancario cinese si presenta strutturato unicamente in forma statale e su due livelli: sul primo vi è la Banca centrale, sul secondo le banche ordinarie. La PBC e le *Big Four* sono affiancate semplicemente da cooperative rurali e urbane, radicate nel territorio, che erogano il credito esclusivamente in funzione delle politiche statali. È evidente però che in questo modo il sistema bancario, sull'onda del rapido progresso economico, cresce in modo piuttosto caotico e soprattutto senza sviluppare adeguati strumenti di controllo.

⁸⁰ Inizialmente costituita nel 1908, la *Bank of Communications* aveva visto nel 1958 le sue attività (ad eccezione di quelle della filiale di Hong Kong) spartite tra la PBC e la *China Construction Bank*.

⁸¹ Ad esempio, è la prima banca commerciale cinese ad essere convertita in società per azioni, la prima a definire il suo assetto in base ai principi di mercato, la prima a portare i meccanismi concorrenziali nel settore finanziario.

Negli anni Novanta, finalmente, la portentosa crescita economica e il verificarsi di plurimi dissesti finanziari⁸² palesano l'assoluta urgenza di interventi strutturali: è così che il sistema bancario cinese comincia ad essere modificato da un insieme di riforme di primaria rilevanza. Viene così avviato il progetto volto in primo luogo alla trasformazione delle *Big Four* in banche commerciali in forma di società di capitali, e in secondo luogo alla creazione di tre nuove grandi banche di sviluppo, note come *policy banks* o *development banks*. Queste non assorbono depositi dal pubblico, e sono caratterizzate da un'operatività orientata appunto allo sviluppo generale del Paese, in particolare nei settori dell'industria, dell'import-export e dell'agricoltura:

1. *China Development Bank*;
2. *Export-Import Bank of China*;
3. *Agricultural Development Bank of China*.

Il 10 Maggio 1995 viene infine approvata la *Law of the People's Republic of China on Commercial Banks* (d'ora in avanti *Law on CB*), la riforma legislativa che segna il definitivo punto di discontinuità del sistema bancario cinese moderno con quello passato. Questa non solo trasforma le quattro banche statali già esistenti in banche commerciali, ma qualifica proprio l'istituto della banca commerciale, avente personalità giuridica e in forma di società per azioni, quale struttura portante del sistema. L'importanza della *Law on CB* per la trasformazione e lo sviluppo del sistema bancario e finanziario cinese è tale da meritare un'analisi approfondita di alcuni degli aspetti più rilevanti.

Innanzitutto, tra le previsioni di carattere generale, vengono definite banche commerciali quelle persone giuridiche costituite in conformità della stessa *Law on CB* e del diritto societario della RPC; in particolare, poiché assumono la forma di società azionarie, devono dotarsi di organi sociali quali l'assemblea dei soci, il Consiglio di Amministrazione e l'organo di controllo. La legge disciplina tre tipi differenti di banche: le banche commerciali propriamente dette, le banche cooperative urbane e le banche cooperative agricole⁸³.

⁸² Negli anni precedenti le banche locali, invece di utilizzare i fondi a loro disposizione per l'agricoltura o per altri investimenti statali, avevano effettuato a scopo speculativo investimenti sul mercato azionario e sul mercato immobiliare, generando ingenti perdite.

⁸³ Queste tre tipologie si differenziano sostanzialmente per la quantità minima di capitale richiesta per la loro creazione: 1 miliardo di renminbi per le banche commerciali propriamente dette, 100 milioni di renminbi per le banche cooperative urbane, 50 milioni di renminbi per le banche cooperative agricole.

Le banche commerciali possono esercitare le operazioni di ricezione di depositi dal pubblico, concessione di prestiti (sia a breve che a lungo termine) e gestione delle transazioni e delle attività bancarie (emissione di obbligazioni, intermediazione, acquisto e vendita di titoli di Stato)⁸⁴. In effetti, gli obiettivi principali della legge, espressamente dichiarati, consistono nella protezione dei diritti e degli interessi sia delle banche commerciali che dei clienti. A questi si aggiungono i propositi di aumentare la qualità del credito, rafforzare la disciplina, la supervisione e il controllo sulle banche, assicurare la stabilità e l'efficienza dei mercati finanziari.

Per ciò che concerne i principi comportamentali, la *Law on CB* prevede che gli intermediari bancari agiscano con equità, correttezza e buona fede nei confronti dei clienti, e che rispettino i criteri di sicurezza, liquidità ed efficienza nell'esercizio dell'attività⁸⁵: le banche sono tenute inoltre a salvaguardare i diritti e gli interessi dei depositanti e ad esaminare il merito creditizio di ogni mutuatario⁸⁶, pretendendo di conseguenza ogni adeguata garanzia ai fini della restituzione del prestito erogato. Il cuore della legge riguarda proprio la politica dei prestiti, ispirati ora al principio guida della "gestione autonoma", il quale comporta la piena responsabilità civile per le obbligazioni delle banche (nei limiti del loro capitale). Vengono previsti a tal fine vari requisiti formali⁸⁷, qualitativi e quantitativi per l'erogazione dei prestiti.

La *Law on CB* dispone inoltre che le banche commerciali non solo debbano essere gestite in base all'obiettivo della creazione di profitto, ma siano anche tenute a rispettare alcuni importanti obblighi di natura patrimoniale:

- a) il coefficiente di adeguatezza patrimoniale deve essere almeno pari all'8%;
- b) il rapporto tra il saldo delle attività ed il saldo delle passività deve essere almeno pari al 25%;
- c) il rapporto tra i prestiti non ancora rimborsati ed i depositi non ancora restituiti deve essere al massimo pari al 75%;
- d) l'ammontare totale dei prestiti concessi allo stesso mutuatario deve essere al massimo pari al 10% del capitale totale della banca.

⁸⁴ L'oggetto dell'attività deve essere specificato nello statuto e approvato dall'autorità di vigilanza.

⁸⁵ In particolare, le banche commerciali devono rispettare i tassi stabiliti dalla PBC, e costituire un fondo presso la stessa destinato a garantire la restituzione dei depositi.

⁸⁶ Di concerto con l'analisi del merito creditizio devono essere valutati anche lo scopo del finanziamento, la capacità di rimborso del prestito e il valore delle garanzie offerte dal mutuatario.

⁸⁷ Il più importante di questi è rappresentato dall'obbligatorietà della forma scritta.

La *Law on CB*, in qualità di legge organica che mira a disciplinare esaustivamente la fattispecie delle banche commerciali, è completata da altri numerosi aspetti, sui quali la presente analisi non si sofferma. Tra questi, i principali riguardano il procedimento e i requisiti per la costituzione di una banca commerciale, i regolamenti concernenti le filiali, i divieti sui conflitti d'interesse, gli obblighi d'informazione e di trasparenza, le procedure da adottare in situazioni di crisi, la cessazione dell'attività, le sanzioni disciplinari e pecuniarie. Per ciò che concerne invece il ruolo dell'autorità di vigilanza si rimanda al *Paragrafo 2.4*.

Occorre inoltre precisare che, in linea di principio, nonostante il crescente dinamismo che pervade il settore bancario cinese in seguito all'emanazione della *Law on CB*, nel Paese non è ancora ammessa la costituzione di banche private⁸⁸. La riforma, infatti, pur nell'intento di rendere il sistema ispirato a logiche di natura privatistica, commerciale e libero concorrenziale, si limita a suddividere semplicemente le banche statali in "banche commerciali di Stato" e "banche di interesse nazionale"⁸⁹. Le banche rimangono quindi di proprietà dello Stato, che a seconda dei casi:

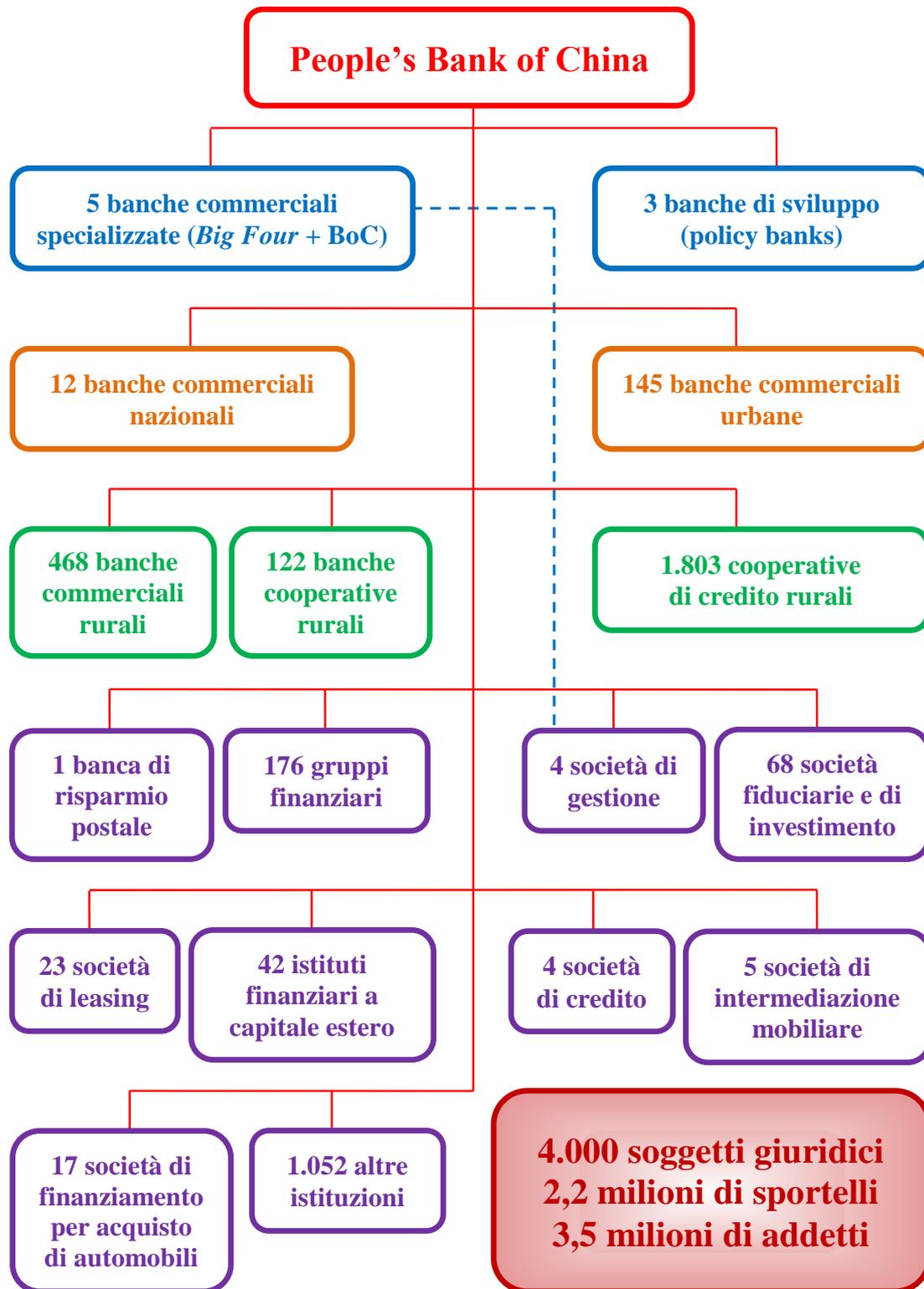
- a) detiene la proprietà al 100% (banche specializzate e istituti speciali);
- b) esercita un controllo diretto con la maggioranza del capitale azionario (banche commerciali nazionali, di sviluppo regionali e di credito cooperativo);
- c) esercita un controllo indiretto (banche che fanno capo a grandi aziende controllate dallo Stato).

Ad ogni modo, l'indirizzo legislativo della *Law on CB* ha permesso la creazione nel giro di quindici anni di moltissime banche commerciali, tra cui 12 di rilevanza nazionale e 145 di rilevanza urbana, con partecipazioni (parziali ma di controllo) da parte rispettivamente del Governo centrale o dei Governi locali. La riforma del 1995 ha dato l'impulso per la genesi di un sistema bancario strutturato su diversi livelli, nel quale le banche commerciali sono elevate al ruolo di protagoniste, e ad esse vengono affiancate numerose altre tipologie di istituti, a carattere sia nazionale che locale. Il tutto è coordinato dalle autorità monetarie, rappresentate dalla PBC e dalla *China Banking Regulatory Commission* (CBRC). La *Figura 2.8* mostra in maniera sintetica l'articolazione di tale sistema.

⁸⁸ Valerio (1996).

⁸⁹ Fondo Monetario Internazionale (1996).

Figura 2.8. Il sistema bancario e finanziario cinese (2013)



Fonte: nostra elaborazione su dati della CBRC

A questo punto dell'analisi si ritiene utile esaminare sinteticamente le caratteristiche salienti delle più importanti fattispecie evidenziate dalla *Figura 2.8*, tenendo conto che alla PBC sarà dedicato l'intero prossimo *Paragrafo 2.4*.

Come visto, il nucleo del sistema finanziario cinese è rappresentato dalle grandi banche commerciali specializzate, le *Big Four*, che al 2013 gestiscono più del 40% delle attività finanziarie della Cina⁹⁰. La particolare denominazione delle banche specializzate deriva dal fatto che ciascuna di esse si occupa di un diverso settore del mercato cinese, eseguendo gli ordini emanati dal Governo relativi al comparto specifico. Sebbene siano ancora parzialmente segmentate nelle loro rispettive attività, le *Big Four* sono state autorizzate ad operare in modo diversificato fin dal 1985. In seguito all'emanazione della *Law on CB*, esse hanno gradualmente assunto la dimensione di banche "universali", cioè in grado di fornire simultaneamente un'ampia gamma di servizi bancari e finanziari.

Si è detto che le *Big Four* inizialmente erano possedute per intero dallo Stato; in seguito alla loro trasformazione in banche commerciali a partecipazione non esclusivamente statale, hanno assunto sul mercato un posizionamento *commercially driven*⁹¹, caratteristica ulteriormente rafforzata nel momento delle loro quotazioni in Borsa. Negli anni Duemila, infatti, in vista delle quotazioni, esse si sono dovute sia conformare al rispetto dei requisiti patrimoniali prescritti dagli Accordi di Basilea, sia adeguare, a livello comportamentale, alle *best practises* internazionali. In particolare, le principali criticità di natura strutturale e gestionale erano riconducibili al grande peso dei *non performing loans* (i prestiti in sofferenza)⁹², ai bassi livelli di adeguatezza patrimoniale e alla scarsa efficienza della governance.

Un primo importante intervento in questo senso si è sostanziato nella creazione di quattro società di gestione, il cui compito fondamentale era quello di ristrutturare la struttura del passivo di ciascuna delle *Big Four*⁹³. I risultati però, nonostante

⁹⁰ Dati della *China Banking Regulatory Commission* (2013).

⁹¹ Pizzirusso (2013).

⁹² In base alla *China Banking Regulatory Commission* (2004), i *non performing loans* delle banche specializzate cinesi nel 2004 costituivano il 20% dei prestiti totali, a fronte di un valore per il sistema bancario statunitense che non raggiungeva l'1%. Si capisce quindi come il peso dei prestiti in sofferenza sia stato il motivo principale che ha spinto verso un'ulteriore riforma del sistema bancario cinese.

⁹³ Pei e Shirai (2004) e Beccalli (2006) identificano le seguenti come attività atte ad espletare tale mandato: raccolta e vendita di *non performing loans*, conversione di *non performing loans* in equity, emissione di prestiti obbligazionari, ottenimento di finanziamenti dalle istituzioni finanziarie, assistenza finanziaria alle società per la quotazione.

inizialmente vi siano stati diversi riscontri positivi, sono stati tutt'altro che ineccepibili, e d'altro canto il recupero di *non performing loans* di bassa qualità è generalmente un'operazione molto difficile e complessa.

Una seconda misura è stata effettuata a partire dal 2003, e si è sostanziata nelle ingenti ricapitalizzazioni eseguite mediante enormi iniezioni di liquidità da parte della Banca centrale. Le *Big Four*, infatti, avevano un livello di capitalizzazione bassissimo: si pensi, ad esempio, che nel 2002 la *Agricultural Bank of China* registrava una capitalizzazione pari all'1,44%, a fronte del valore minimo richiesto da Basilea 2 pari all'8%. La ragione principale che aveva concorso a determinare tale situazione era certamente da identificarsi nel fatto che il tasso di crescita delle attività bancarie era maggiore del tasso di crescita del capitale, provocando così una rapida estensione del credito, connessa però ad un decremento nei ricavi delle attività da prestito. I risultati di questa seconda misura sono stati lampanti: ad esempio, l'*Industrial and Commercial Bank of China*, la più grande banca della RPC per ammontare degli asset⁹⁴, nel 2011 ha raggiunto un valore pari al 13,17% per ciò che concerne il coefficiente di adeguatezza patrimoniale e pari al 10,07% per quello che riguarda invece il coefficiente di adeguatezza del capitale⁹⁵; tali valori si collocano ben al di sopra delle soglie regolamentari, e testimoniano l'attuale solidità finanziaria dell'istituto. Quando l'*Industrial and Commercial Bank of China* è stata quotata per la prima volta, e nello specifico simultaneamente nelle borse di Shanghai e di Hong Kong, si è verificata la più grande IPO⁹⁶ della storia, pari a quasi 22 miliardi di dollari.

Un terzo intervento è stato contestuale alla ristrutturazione in società per azioni delle *Big Four*, la quale ha portato con sé una totale riforma delle strutture di governance e dei sistemi operativi dei quattro colossi bancari. In particolare, si è andati a modificare la struttura dell'attivo patrimoniale e le fonti di ricavo delle banche, con lo scopo di poter fronteggiare in modo più efficace i rischi associati alle fluttuazioni macroeconomiche. Inoltre l'ampliamento della compagine sociale ha permesso lo sviluppo di una forma di *public company* aperta alla presenza nell'azionariato di investitori istituzionali; questi ultimi sono stati in grado di trasmettere una cultura del

⁹⁴ Secondo le stime di Fatiguso (2011) è anche la più grande banca al mondo per capitalizzazione di mercato, e nel 2011 valeva quanto il PIL dell'Italia.

⁹⁵ Valori citati da Pizzirusso (2013).

⁹⁶ Acronimo per *Initial public offering*. Si è scelto di utilizzare il termine inglese perché comprensivo di entrambe le fattispecie di offerta pubblica di sottoscrizione e offerta pubblica di vendita

credito più orientata al mercato, nonché di fornire ai manager un ricco insieme di competenze utili nel migliorare il livello della gestione bancaria.

Accanto alle *Big Four*, nel primo livello del sistema bancario cinese troviamo le tre grandi *policy banks*. Queste sono state create nel 1994 per sostituire appunto le *Big Four* nel ruolo di supporto ai progetti statali, che queste ultime avevano esercitato fino a quel momento. Le banche di sviluppo, quindi, come si è accennato in precedenza, non attingono risparmio dal pubblico, ma hanno come fonti di finanziamento principali le allocazioni di bilancio, i risconti bancari, le emissioni di obbligazioni e gli utilizzi indiretti di depositi postali⁹⁷. Le *policy banks* sono di totale proprietà dello Stato, e, non essendo banche commerciali, non sono sottoposte alla disciplina della *Law on CB*. Si tratta dunque di vere e proprie banche governative, costituite dal Governo centrale e poste sotto il suo diretto e totalitario controllo.

È anche vero, però, che negli ultimi anni il crescente regime di concorrenzialità interna ha indotto il Governo della RPC a ridimensionare in parte il ruolo e la struttura delle *policy banks*: nel 2010 questo intento di riforma si è concretizzato nella conversione della *China Development Bank* in banca commerciale⁹⁸, e si completerà in futuro con la conversione a loro volta delle altre due banche di sviluppo in banche commerciali.

Oltre alle *Big Four*, nel sistema bancario cinese operano 12 altre banche commerciali di secondo livello, di rilevanza nazionale o regionale, aventi dimensioni certamente inferiori rispetto alle prime ma egualmente importanti a livello economico ed in crescente regime di concorrenza con esse.

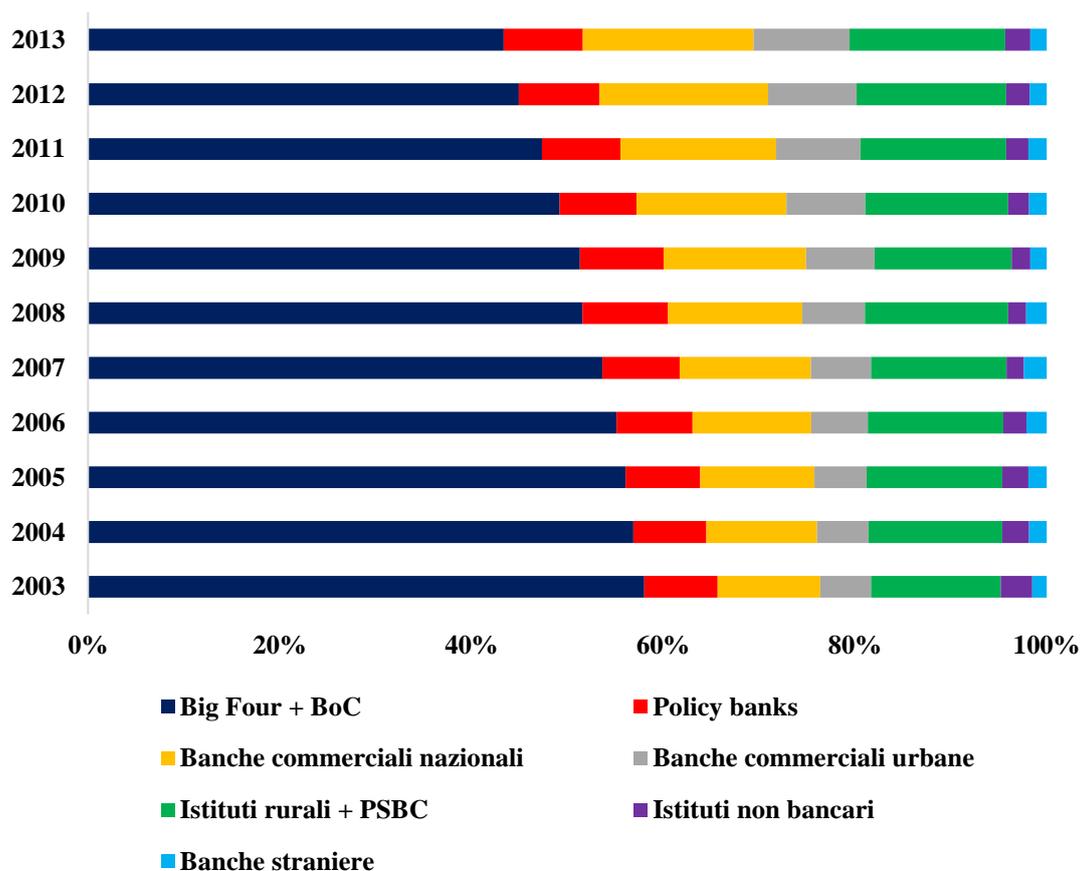
Le banche commerciali di secondo livello sono caratterizzate sempre dalla costituzione in forma di società per azioni, ma in generale sono più libere dai vincoli politici, in quanto in esse si riscontrano spesso compagini sociali composte da soggetti privati o investitori internazionali. Non è un caso che solitamente le banche commerciali di secondo livello presentino un ammontare di *non performing loans* proporzionalmente minore rispetto a quello delle *Big Four*.

⁹⁷ Fonti di finanziamento evidenziate da Valerio (1996).

⁹⁸ In seguito a questo evento sono però emerse una serie di problematiche, relative da un lato alla necessità di assicurare nuove fonti di finanziamento, dall'altro all'esigenza di determinare un nuovo rating per le emissioni obbligazionarie.

Nonostante rivestano un ruolo meno rilevante ed abbiano dimensioni più ridotte dei sopracitati istituti bancari, tra le grandi banche commerciali si annoverano anche le banche commerciali urbane⁹⁹. Queste, al pari delle altre banche commerciali, sono disciplinate dalla *Law on CB*, ma a differenza di esse sono meno patrimonializzate ed hanno una localizzazione specificamente urbana; solo le maggiori tra le banche commerciali urbane sono riuscite a raggiungere nel tempo una posizione regionale. In ogni caso, hanno tutte forti legami con i Governi locali e sono qualificate da partecipazioni di controllo da parte dello Stato. La loro funzione è molto importante all'interno dell'economia nazionale, in quanto, essendo autorizzate a prestare un'ampia gamma di servizi bancari e finanziari strettamente legati al supporto economico a livello locale, molto spesso risultano essere le principali fonti di finanziamento delle piccole e medie imprese.

Figura 2.9. Ripartizione degli asset nel sistema bancario e finanziario cinese (2013)



Fonte: nostra elaborazione su dati della CBRC

⁹⁹ Derivanti dall'evoluzione delle cooperative di credito urbane.

La *Figura 2.9* mostra l'evoluzione nella ripartizione degli asset all'interno del sistema finanziario cinese negli ultimi undici anni. È possibile notare come alle quattro diverse tipologie di istituti analizzati finora sia riconducibile più dell'80% degli asset totali del Paese, e come tale dato sia stabile nel tempo. Semmai è cambiata la composizione all'interno di questo gruppo, con le cinque grandi banche commerciali specializzate che hanno visto ridursi la loro quota dal 58% al 43%. A fronte di un sostanziale mantenimento della quota dell'8% relativa alle banche di sviluppo, sono invece le banche commerciali nazionali e le banche commerciali urbane che hanno registrato dei significativi aumenti, con quote che sono passate rispettivamente dall'11% al 18% e dal 5% al 10%. Anche se agli istituti bancari analizzati finora è ascrivibile una quantità di asset pari all'80% del totale del sistema bancario e finanziario, è importante considerare che la totalità di essi rappresenta solo il 4% dei soggetti finanziari giuridici presenti sul territorio nazionale: il restante 96% è rappresentato in larga parte dagli istituti ricompresi nel sistema bancario rurale, i quali, pur non gestendo una grande percentuale sugli asset totali (circa il 13%), svolgono comunque una funzione di primissimo rilievo.

Come si è visto nei *Paragrafi 2.1* e *2.2*, le aree rurali dell'immenso territorio cinese rappresentano, a livello economico e sociale, un fenomeno estremamente variegato. In particolare, hanno sempre manifestato una pesante arretratezza economica rispetto alle altre aree del Paese, ed in effetti una delle maggiori criticità che storicamente affligge il sistema bancario cinese è rappresentata proprio dall'inadeguatezza e dalla debolezza del supporto economico fornito a tali aree, caratterizzate dal predominante ruolo svolto dall'attività agricola. Inefficienze che, peraltro, si manifestano in modo ancora più grave nelle aree remote, nelle quali addirittura lo scarso livello di istruzione della popolazione fa incontrare enormi difficoltà nella conoscenza stessa dei più semplici servizi finanziari. Per tale motivo, negli ultimi decenni il Governo cinese ha dedicato particolare attenzione allo sviluppo delle zone rurali, tentando soprattutto di accrescere la presenza e il numero degli istituti bancari e la prestazione dei servizi bancari e finanziari in tali territori.

In questa direzione si è mosso il programma pilota del 2003 per la riforma del credito cooperativo rurale, che aveva come linee guida la stabilizzazione degli assetti

proprietari mediante il trasferimento delle responsabilità amministrative ai Governi provinciali, l'irrobustimento del sistema di corporate governance e il rafforzamento del sostegno alla produzione agricola¹⁰⁰. In questo processo di ristrutturazione la PBC ha erogato in poco tempo circa 170 miliardi di renminbi in favore degli istituti bancari rurali, con il doppio obiettivo di ridurre l'ammontare dei *non performing loans* e di aumentare il livello di patrimonializzazione. Alcuni risultati positivi sono stati indubbiamente raggiunti, visto che nel 2004, per la prima volta in dieci anni, le cooperative di credito rurali hanno registrato un utile su base aggregata.

Ad ogni modo, il Governo centrale ha reso noto il proprio intento di voler progressivamente orientare il sistema bancario rurale verso una struttura che preveda la totale presenza di banche commerciali; per tale motivo, da quindici anni è in atto un processo di trasformazione delle banche cooperative rurali e delle cooperative di credito rurali in banche commerciali rurali, tanto che al 2013 la CBRC registra ben 468 istituti di quest'ultimo tipo. Inoltre, dei 1.052 enti che nella *Figura 2.8* vengono classificati come "altre istituzioni", molti fanno proprio parte delle nuove *financial institutions* promosse dal Governo per il rafforzamento del microcredito rurale: sono le banche di borghi e villaggi, per la costituzione delle quali lo Stato ha previsto numerosi incentivi e facilitazioni¹⁰¹.

È proprio in quest'ottica che nel 2007 il settore bancario cinese è stato arricchito da un altro importante attore: la *Postal Savings Bank of China* (PSBC), una banca di risparmio postale, approvata e vigilata dalla CBRC, che in brevissimo tempo è divenuta la sesta entità finanziaria del Paese per dimensioni dopo le *Big Four* e la PBC. A livello tecnico la PSBC è una banca commerciale detenuta interamente dallo Stato, ed in effetti svolge tutte le attività tipiche delle altre banche commerciali, dal *retail banking* all'intermediazione commerciale. In particolare, però, la sua operatività è incentrata sulla clientela privata, sul settore agricolo e sulle piccole e medie imprese: la sua costituzione si inserisce quindi pienamente nel programma governativo della ristrutturazione del credito rurale intrapreso a partire dal 2003. Le motivazioni sottese alla sua creazione devono essere infatti ricondotte all'esigenza di incoraggiare lo

¹⁰⁰ Jen *et al.* (2007).

¹⁰¹ Si tratta delle *Provisional rules governing the transformation from micro-finance companies to village banks*, emanate dalla CBRC il 29 Luglio 2009.

sviluppo nei territori rurali del Paese, attraverso politiche di microcredito¹⁰² atte a promuovere la crescita della produzione agricola e il miglioramento delle condizioni di vita di oltre 500 milioni di contadini.

Ed in effetti esaminando i dati stimati dal *National Bureau of Statistics of China* (2010) e comparandoli con l'analisi svolta in merito da Pizzirusso (2013), è possibile notare come il ruolo svolto dalla PSBC nel processo di crescita del microcredito nelle zone rurali abbia prodotto in poco tempo degli importanti risultati positivi, comportando da un lato l'aumento della produzione agricola (contestuale all'ammodernamento delle attrezzature e dei macchinari a disposizione della popolazione rurale), dall'altro la sensibile riduzione del dislivello che separava il reddito pro-capite delle aree urbane da quello delle aree rurali.

L'ultimo tassello di questo quadro generale sugli istituti bancari e finanziari presenti in Cina è rappresentato dalle banche straniere. Sebbene infatti il fenomeno della costituzione di istituzioni finanziarie straniere nel territorio cinese abbia radici lontane nel tempo, è solo con l'ingresso del Paese nella WTO (nel 2001) che questo ha assunto dimensioni rilevanti. Prima di tale evento, invero, le banche straniere erano fortemente limitate nella loro operatività, giacché non potevano né intrattenere rapporti in moneta nazionale né rifuggire da svariate restrizioni su territori e su tipologie di clienti.

La prima disciplina organica concernente le banche straniere è stata emanata nel Gennaio 2002, ed è costituita dalle *Rules for implementing the regulations governing foreign financial institutions in the People's Republic of China*, una serie di regole che ne determina costituzione, registrazione, oggetto sociale, supervisione, cessazione e liquidazione. Queste, tra l'altro, hanno segnato l'inizio di una progressiva apertura alle banche straniere, concretizzatasi dapprima con l'abolizione delle restrizioni sull'operatività in valuta estera, e poi anche con la parziale soppressione di alcuni limiti sull'operatività in renminbi. È chiaro che questi provvedimenti hanno comportato, tra le altre conseguenze, vari tentativi da parte delle banche straniere di realizzare una graduale integrazione con le banche cinesi, soprattutto tramite *joint venture*: tale

¹⁰² In base ai dati riportati da Luo (2011) in merito all'attuazione delle politiche di microcredito decise dalle autorità monetarie, già solo nel suo primo triennio di operatività, la PSBC aveva erogato, tramite 4.500 sportelli sparsi in tutto il territorio nazionale, microprestiti a circa 4 milioni di famiglie, per un importo totale di 230 miliardi di renminbi (mediamente quindi i prestiti ammontavano a quasi 60.000 renminbi l'uno).

strumento è anche visto con favore dall'autorità di vigilanza, visto che permette di realizzare importanti sinergie sia dal punto di vista della gestione operativa che da quello del *know how* manageriale.

L'integrazione con le banche straniere ha avuto ripercussioni fortemente positive sulle banche cinesi, non solo per quanto riguarda la quantificazione della performance operativa ma anche a livello di qualità della corporate governance: il sistema bancario cinese ha compiuto indubbiamente un salto di qualità sia dal punto di vista del dinamismo che da quello della completezza dei servizi. Le dimensioni e le opportunità che offre il mercato cinese giustificano poi il fatto che, al di là del trattamento di favore di cui ancora usufruiscono le banche cinesi, la presenza delle banche straniere in Cina registri un continuo aumento.

A conclusione della panoramica sul sistema bancario e finanziario cinese, proposta in questo *Paragrafo 2.3*, si ritiene opportuno descrivere sinteticamente le principali caratteristiche del mercato dei titoli e del sistema fiscale.

Come si è detto, la nascita e lo sviluppo del mercato dei titoli cinese si deve alle riforme economiche intraprese a partire dagli anni Settanta. In realtà, però, l'eterno dibattito tra socialismo puro e socialismo di libero mercato ha ritardato di molto la nascita di una Borsa valori di dimensione nazionale, tant'è che solo nel 1990 aprono (in rapida successione) le Borse di Shenzhen e Shanghai, tuttora le principali del Paese insieme a quella di Hong Kong. Nondimeno, è evidente che con la transizione della Cina verso una forma di economia di mercato, il mercato dei titoli si è configurato sempre di più come piattaforma principale per l'allocazione delle risorse dell'economia: lo sviluppo delle Borse valori ha in questo senso dato un forte impulso alle riforme economiche, finanziarie e societarie.

In effetti, da un lato le imprese nazionali sono state sia spinte a trasformarsi in moderne e strutturate società per azioni, sia incoraggiate ad esulare dai soliti finanziamenti statali utilizzando le Borse come nuovi canali per i finanziamenti esteri; dall'altro i cittadini hanno visto ampliarsi la loro scelta di prodotti di investimento, che prima prevedevano sostanzialmente solo i titoli di Stato e le obbligazioni societarie. Invero il mercato cinese si trova tuttora a fronteggiare molte criticità ed è ben lungi dall'essere considerato maturo, innanzitutto perché il suo grado di apertura non è sufficiente, ed

in secondo luogo perché in esso, a differenza anche delle altre piazze sviluppate della stessa macroarea (Busan, Tokyo, Singapore), assume ancora un ruolo predominante la presenza delle azioni di Stato.

Nello specifico, per ciò che concerne il mercato azionario, ad oggi nelle borse cinesi possono essere trattate due diverse tipologie di azioni, le A e le B¹⁰³.

Le azioni A sono titoli di imprese cinesi contrattati in renminbi, disponibili sia agli investitori cinesi (privati ed istituzionali) sia agli operatori esteri che sono riusciti ad ottenere lo status di *Qualified Foreign Institutional Investors*¹⁰⁴. Le azioni B, invece, sono titoli di aziende cinesi contrattati in dollari statunitensi a Shanghai e in dollari di Hong Kong a Shenzhen e a Hong Kong. Fino al 2001 tali azioni erano negoziabili solamente da operatori stranieri, mentre da tale data il mercato delle azioni B è stato aperto anche agli investitori nazionali.

Così come per l'apparato bancario e per il mercato dei titoli, anche per l'attuale configurazione del complesso sistema fiscale cinese le principali determinanti sono da ricercarsi nelle riforme attuate a partire dagli anni Settanta. Nonostante ciò, «non appare esagerato affermare che la tassazione in Cina è vecchia quasi quanto la Cina stessa: tracce di un'imposta sulla terra¹⁰⁵ risalgono, infatti, al sedicesimo secolo avanti Cristo»¹⁰⁶. Durante l'intero ciclo di vita del Celeste Impero (e per la verità anche durante gli anni di governo della Repubblica di Cina nonché nei primi decenni di vita della RPC) l'apparato fiscale cinese si è consolidato principalmente attorno a quattro tipi di imposte: le tasse sull'agricoltura, le tasse sull'industria e sul commercio, i dazi doganali e le tasse sul sale.

È solo nel 1979 che, sulla scia delle politiche di liberalizzazione, si è cominciato a pensare ad un sistema fiscale che si potesse adattare al bisogno dell'apertura del Paese all'estero: è così che è nato un meccanismo per il quale le imprese straniere erano sì invitate ad investire in Cina, ma allo stesso tempo dovevano contribuire alle finanze

¹⁰³ Qui si è utilizzata la suddivisione descritta nell'articolo *Gli indici della Borsa cinese*, "Sotto la lente", pubblicato sul sito di Borsa Italiana il 24 Aprile 2008.

¹⁰⁴ Status assegnato dalla *China Securities Regulatory Commission*, istituto controllato direttamente dal Consiglio di Stato.

¹⁰⁵ Tale imposta, peraltro, non sarebbe configurabile oggi, in quanto in Cina i terreni sono di proprietà esclusiva dello Stato, e dunque non possono essere acquistati dai cittadini, ma solo ceduti con indicazione della destinazione d'uso.

¹⁰⁶ Costa (2003).

pubbliche cinesi, pagando le imposte in base ad un regime fiscale differenziato (e favorevole) rispetto alle aziende domestiche. Le riforme degli anni Ottanta introducono, oltre alle prime imposte sulle joint venture sino-estere e sugli altri istituti stranieri, un'imposta sui redditi delle persone fisiche e sulle imprese estere collocate in determinate aree. Nel 1983, in particolare, è stato poi completamente rovesciato il punto di vista fiscale preesistente, con la riforma delle imprese statali rinominata «tassazione al posto della trattenuta sui profitti»¹⁰⁷, in base alla quale è stata sostanzialmente ridefinita sotto forma di prelievo fiscale la preesistente consueta ripartizione delle risorse tra Stato e imprese controllate da esso.

Nel 1994 viene attuata la riforma fiscale di maggior rilevanza nella storia cinese, in quanto portatrice di una sorta di federalismo fiscale, una «ricentralizzazione selettiva»¹⁰⁸ di cui si era fatto portavoce il già citato Primo Ministro Zhu Rongji. In pratica, le imposte vengono suddivise in centrali, locali e condivise, dove riscossione ed amministrazione delle stesse sono affidate ad un sistema a doppio binario di agenzie centrali e locali; questo va così a sostituire completamente il vecchio sistema, basato sulla negoziazione annuale delle risorse fiscali tra Governo centrale e autorità locali. L'ultima riforma fiscale di grande portata è stata effettuata nel 2003, come una delle dirette conseguenze derivanti dall'ingresso del Paese nella WTO: questa infatti pone sullo stesso piano le imprese domestiche e quelle estere, assoggettando tutte ad un'unica aliquota reale del 25%¹⁰⁹. Le agevolazioni di cui godevano le seconde non hanno quindi più né forma di esenzione né di riduzione d'imposta: questo regime, tuttavia, non ha affatto scoraggiato gli investimenti esteri, visto che la Cina è rimasta una delle mete di investimento preferite dagli investitori mondiali.

In conclusione, è possibile affermare che, così come per quanto era accaduto a livello economico, anche a livello finanziario in Cina la vecchia pianificazione centralizzata è stata gradualmente sostituita da un sistema più decentrato e più vicino alle esigenze territoriali dell'economia. I cambiamenti sono stati attuati mediante una modernizzazione degli assetti di governance, in particolare rendendo il sistema di amministrazione e controllo maggiormente orientato al perseguimento degli obiettivi

¹⁰⁷ Luo (2001), p. 129.

¹⁰⁸ Zheng (2002).

¹⁰⁹ Calcolata in base all'anno di contribuzione, che corrisponde all'anno solare.

di trasparenza ed efficienza della gestione. L'adesione alla WTO d'altro canto ha reso inevitabile tale transizione, ma un serio processo di riforme si sarebbe reso comunque necessario a prescindere da tale evento, a meno che il Governo non avesse deciso di far permanere il Paese in uno stato di arretratezza¹¹⁰.

È anche vero che, nonostante le riforme intraprese e gli obiettivi di modernizzazione dichiarati, nel suo complesso il sistema finanziario cinese presenta ancora sensibili elementi di differenza rispetto non solo ai modelli organizzativi dei Paesi occidentali ma anche a quelli dei Paesi emergenti. La sua configurazione attuale rappresenterebbe quindi, sulla scorta del socialismo di libero mercato, «la via finanziaria dello sviluppo dell'economia cinese»¹¹¹. E difatti, pur con tutte le criticità legate agli interventi riformatori di ampia portata, il sistema bancario e finanziario cinese è cresciuto in termini di ampiezza, apertura, modernizzazione, fidelizzazione dei clienti, realizzazione degli utili e, non ultimo, di osservanza dai criteri di adeguatezza patrimoniale stabiliti dagli Accordi di Basilea.

Ciò dimostra che l'operato del Governo in questo campo ha dato degli importanti risultati, a riprova del fatto che lo sviluppo del settore finanziario è ritenuto essenziale per lo sviluppo economico del Paese.

¹¹⁰ Xu e Lin (2007) mostrano analiticamente che in mancanza di cambiamenti sulla normativa vigente le banche cinesi sarebbero state surclassate sul mercato dalle banche estere.

¹¹¹ Pizzirusso (2013), p. 9.

2.4. I poteri della People's Bank of China e la vigilanza sul sistema bancario e finanziario cinese in un'ottica comparatistica con le altre Banche centrali

La PBC è l'istituzione posta a capo dell'ordinamento bancario cinese: essa svolge le funzioni di Banca centrale ed è uno degli enti costitutivi del Consiglio di Stato. Con asset totali per un ammontare pari a 4.500 miliardi di dollari, essa ha rimpiazzato la *Federal Reserve* come più grande Banca centrale del mondo.

La PBC è nata a Pechino il 1° Dicembre del 1948 dalla fusione di tre preesistenti banche commerciali nazionalizzate, la *Huabei Bank*, la *Beihai Bank* e la *Xibei Farmer Bank*, ed è stata da subito qualificata come interamente partecipata dallo Stato. Durante tutto il periodo dell'economia pianificata essa ha agito sia da Banca centrale che da banca commerciale, ed è stata quindi sia responsabile dell'emissione del renminbi, la valuta nazionale, sia attiva nelle tipiche attività bancarie di raccolta del risparmio e di erogazione del credito. Per la verità, come si è detto in precedenza, l'emissione di moneta avveniva sotto il diretto controllo del Governo centrale e sulla base di una politica monetaria funzionale alle esigenze dell'economia nazionale; d'altro canto, l'ammontare di risparmio privato affidato alla PBC era di dimensioni molto modeste, così come l'erogazione del credito del credito ai privati, essendo quest'ultima riservata in via quasi esclusiva al finanziamento delle imprese statali, attrici protagoniste dei programmi pianificati dello Stato.

Le pluricite politiche denghiste, intraprese a partire dagli anni Settanta, modificando l'apparato economico cinese ad ogni suo livello vanno ad intaccare anche lo status della PBC: tra il 1979 e il 1983 questa cessa di svolgere le attività di raccolta ed erogazione del credito, consolidando al contempo la sua natura di organo statale titolare dei poteri di supervisione e vigilanza dell'intero sistema bancario e finanziario.

È solo nel 1995 che, contemporaneamente all'approvazione della *Law on CB*, viene emanata la legge fondamentale sulla Banca centrale, la *Law of the People's Republic of China on the People's Bank of China* (d'ora in avanti *Law on PBC*), poi modificata nel 2003. Tale legge rappresenta per la Banca centrale, al pari della *Law on CB* per le banche commerciali, un passaggio chiave nella determinazione dell'assetto e della regolamentazione del settore bancario e finanziario cinese.

I primi tre articoli della *Law on PBC* sono atti a qualificare la PBC quale Banca centrale della PRC, con capitale sociale interamente detenuto dallo Stato (che esercita quindi un pieno e diretto controllo su di essa) e con obiettivi generali da perseguire identificati nella stabilità della moneta nazionale e nella crescita economica del Paese, assicurando all'uopo la stabilità del sistema bancario e finanziario sotto il diretto controllo del Governo centrale.

Il fulcro della *Law on PBC* è rappresentato dall'art. 4, poiché questo elenca in modo specifico tutte le funzioni attribuite alla PBC. Queste, come se vedrà, sono in parte limitate rispetto alle “normali” competenze di una Banca centrale, ed evidenziano in che modo la PBC sia effettivamente pensata come istituzione sì di vertice ma subordinata. Data l'enorme rilevanza che riveste tale argomento nel prosieguo della trattazione, si ritiene qui utile riportare nel dettaglio le suddette funzioni¹¹²:

- a) emanare ed applicare ordini e regolamenti;
- b) indirizzare ed applicare la politica monetaria in osservanza degli obiettivi previsti dalla legge;
- c) emettere la moneta nazionale in renminbi e controllare la sua circolazione;
- d) vigilare e supervisionare l'andamento dei prestiti interbancari ed il mercato obbligazionario interbancario;
- e) gestire l'andamento delle valute estere e supervisionare il mercato interbancario delle valute estere;
- f) supervisionare il mercato dell'oro;
- g) gestire, mantenere e controllare le riserve in valuta estera e le riserve auree;
- h) gestire la Tesoreria di Stato;
- i) assicurare il normale funzionamento dei sistemi di pagamenti ed il regolamento dei conti statali;
- j) disporre e gestire le misure in tema di antiriciclaggio, con responsabilità sulle misure adottate;
- k) effettuare statistiche, indagini, analisi e previsioni nel settore finanziario;
- l) gestire le più rilevanti operazioni bancarie internazionali in qualità di Banca centrale dello Stato;
- m) svolgere le altre funzioni assegnate dal Governo centrale.

¹¹² Qui si è rielaborata la traduzione di Pizzirusso (2013), pp. 113-114.

È evidente come il complesso di tali funzioni sia molto articolato e diverso da quello che generalmente compete alle Banche centrali dei Paesi sviluppati. Soprattutto, a differenza di esse la PBC ha l'obbligo di riferire al Governo centrale qualsiasi decisione, e l'approvazione di quest'ultimo è vincolante ai fini dell'emanazione e dell'applicazione delle decisioni stesse. In questo senso, quindi, la Banca centrale espleta di fatto le proprie funzioni di supervisione e vigilanza a sua volta sotto la supervisione e vigilanza del Governo centrale¹¹³. E non a caso è proprio il Presidente del Governo centrale che sceglie il Governatore e i Vice Governatori della PBC.

Sulla scorta dell'ideologia cinese di stampo autoritario, in base alla quale è efficace accentrare plurimi poteri nelle mani di poche persone, la figura del Governatore della PBC è di centrale importanza nel sistema finanziario. Egli ha infatti ampi poteri direttivi e di responsabilità nell'esercizio delle proprie funzioni, mentre i Vice Governatori hanno semplicemente il compito ufficiale di prestargli assistenza nell'adempimento dei suoi doveri. In ogni caso, sia per l'incarico del Governatore che per quello dei Vice Governatori, non sono formalmente previsti termini di durata, così come non è istituito ufficialmente un sistema che possa portare alla revoca della carica¹¹⁴. In realtà, a livello fattuale, quello che vale per la nomina vale anche per la revoca, e dunque è sempre il Presidente del Governo centrale ad avere tale potere. È poi evidente che, in caso di condanna penale di tali soggetti, la revoca della carica scatti in modo automatico ed immediato.

La *Law on PBC* ha avviato anche un processo di ristrutturazione della struttura organizzativa, che è stato completato tra il 1998 e il 2000. In effetti, in precedenza l'organizzazione della PBC era predisposta in modo simile alla struttura territoriale dello Stato, nel senso che in ogni provincia, circoscrizione e distretto vi era una filiale, una sub-filiale ed un'agenzia della Banca centrale. Non sorprende dunque che un apparato così configurato comportava inevitabilmente delle forti interferenze da parte dei poteri politici locali, con gravi conseguenze sull'efficienza nell'operatività delle filiali. Sono state così create, per tutto il territorio nazionale, nove filiali regionali, le quali evidentemente non corrispondono alle suddivisioni regionali del Paese; ancora

¹¹³ L'art. 7 della *Law on PBC* specifica proprio che la vigilanza del Governo centrale deve escludere qualsiasi altro tipo di influenza da parte dei governi locali o di altri enti pubblici statali.

¹¹⁴ Fanno ovviamente eccezione le dimissioni volontarie e la morte.

più importante, la corruzione e le inferenze sono molto attenuate dal fatto che tali filiali sono sostanzialmente prive di qualsiasi autonomia operativa o di vigilanza sul territorio, essendo assoggettate al controllo della sede centrale.

Per ciò che concerne le limitazioni operative di cui sopra, esse sussistono specialmente in virtù del fatto che la PBC è interamente di proprietà statale, e di conseguenza è sottoposta ad un regime di autonomia finanziaria molto limitata. Ad esempio, pur essendo la Banca centrale del Paese, non può fornire prestiti o rilasciare garanzie ai Governi locali, ai dipartimenti governativi, agli enti non bancari e ai privati¹¹⁵, e non può altresì sottoscrivere direttamente i titoli di Stato, nemmeno quelli cinesi. Inoltre, a livello prettamente contabile, il bilancio finanziario della PBC viene incluso nel bilancio statale¹¹⁶ solo previa esaminazione e verifica da parte degli uffici finanziari del Governo, sebbene la stessa Banca centrale cinese eserciti già un'accurata verifica e un controllo diretto su di esso.

Quello che emerge dunque da questa prima analisi, al di là delle funzioni attribuite alla PBC, è che il profilo maggiormente meritevole di attenzione riguarda l'autonomia e l'indipendenza della Banca centrale dal potere politico. Da menzionare in questa direzione l'ottimo lavoro del già citato Pizzirusso (2013), che analizza tale tematica sia in termini generali che in un'ottica comparatistica.

In ogni caso, il tema dell'indipendenza della Banca centrale è da lungo tempo fonte di grandi dibattiti economici in ambito internazionale (quasi di pari passo con il tema sul grado di trasparenza che dovrebbe essere adottato da una Banca centrale, e che tanto è stato vivo in sede di redazione dello statuto della Banca Centrale Europea); in particolare si vuole qui citare il lavoro di Lybek e Morris¹¹⁷ del 2004 per conto del FMI. Essi sostengono che nella letteratura economica che si occupa delle funzioni delle Banche centrali, il valore dell'autonomia viene molto spesso preferito a quello dell'indipendenza; laddove il primo infatti esprime solo la libertà di esercizio nel perseguimento degli obiettivi macroeconomici, nel secondo è insita la mancanza di

¹¹⁵ Può invece fornire prestiti alle banche commerciali, determinando nello specifico i tassi e i termini di rimborso delle operazioni, con un tempo massimo di restituzione non superiore ad un anno.

¹¹⁶ In caso di utili netti annuali, questi vengono trasferiti direttamente alla Tesoreria di Stato, ad eccezione di una quota trattenuta dalla PBC a titolo di riserva; in caso di perdite, queste vengono direttamente poste a carico del bilancio dello Stato.

¹¹⁷ Fondo Monetario Internazionale (2004).

qualunque legame istituzionale. È evidente, però, che in qualsiasi Paese del mondo la Banca centrale, pur se indipendente dal potere politico, ha comunque un vincolo più o meno forte nel perseguire la stabilità dei prezzi e nell'avallare le politiche monetarie stabilite dall'autorità governativa. Detto questo, appare chiaro che in Cina la Banca centrale non ha né autonomia né indipendenza nella determinazione della politica monetaria del Paese¹¹⁸; non solo questo si evince proprio dalla *Law on PBC*, ma la stessa *monetary policy committee* della PBC (che peraltro ha compiti meramente consultivi) ha al suo interno una preminente rappresentanza di funzionari statali. È lampante in questo ambito la differenza con le altre maggiori Banche centrali mondiali, le quali invece possiedono una propria autonomia ed indipendenza dal potere politico, caratteristiche che peraltro sono rinvenibili in molti statuti di esse.

Sotto altro profilo, gli esponenti aziendali delle suddette Banche centrali sono generalmente scelti previa verifica del possesso di determinati requisiti, che possono essere sintetizzati nelle caratteristiche di onorabilità¹¹⁹ e professionalità¹²⁰, fondamentali per garantire l'indipendenza di tali esponenti. Al contrario, nella disciplina della PBC non è presente alcuna previsione di questo tipo, ma solo un generale principio concernente il dovere di agire con diligenza ed evitando i conflitti d'interesse. Solo i membri della *monetary policy committee* della PBC sono obbligati a dimostrare il possesso di simili requisiti, denominati *qualification requirements*¹²¹. Un ulteriore aspetto da esaminare riguarda l'autonomia finanziaria dell'istituto. In questo ambito ci si può solo limitare a rilevare quanto accennato in precedenza, ossia che, poiché il capitale sociale della PBC è sottoscritto e detenuto dallo Stato, allora anche la determinazione delle risorse finanziarie necessarie è compito dello Stato, in questo caso del Ministero delle Finanze. Anche sotto questo profilo la PBC manifesta una totale dipendenza dalla volontà del potere governativo, visto che non solo è controllata dallo Stato, ma trae anche esclusivamente da esso le risorse finanziarie.

¹¹⁸ Zhou e Li (2006) e Pizzirusso (2013) argomentano delle affermazioni simili sostenendo che le espressioni «*leadership of the State Council*» (art. 2 della *Law on PBC*) e «*approval of the State Council*» (art. 5 della *Law on PBC*) rappresentino in realtà dei meri giri di parole, che denotano ancora più inequivocabilmente che il potere è in mano al Governo centrale.

¹¹⁹ Con essa si intende generalmente la mancanza di condanne penali.

¹²⁰ Con essa si intende generalmente la comprovata esperienza in materie economiche e finanziarie.

¹²¹ Pizzirusso (2013) nota che poiché il Governatore e i Vice Governatori sono membri di diritto della *monetary policy committee*, allora se ne deve dedurre, in modo indiretto, che tali requisiti debbano comunque sussistere in sede di nomina di tali soggetti.

Come accennato nel *Paragrafo 2.3*, le funzioni di vigilanza e di supervisione sul sistema bancario e finanziario cinese sono svolte dalla CBRC, un'agenzia governativa istituita nel 2003 con l'emanazione della *Law on banking regulation and supervision* (d'ora in avanti *Law on BRS*). Questa, in particolare, ha devoluto alla CBRC le funzioni di supervisione e vigilanza che fino a quel momento erano invece attribuite alla PBC. Lo scopo principale della *Law on BRS* è quello di migliorare la regolamentazione della vigilanza bancaria, promuovendo la sicurezza e la solidità delle banche, garantendo la corretta competitività tra le istituzioni bancarie e mantenendo la fiducia del pubblico nel sistema bancario. Per rendere questo possibile, nel testo della legge vengono specificate le funzioni attribuite alla CBRC¹²²:

- a) formulazione di regole di vigilanza e di regolamentazione nei confronti di tutti gli istituti bancari;
- b) autorizzazione per la costituzione, per la modifica e per la cessazione dell'attività degli istituti bancari;
- c) esercizio dell'attività di sorveglianza sugli istituti bancari, adottando ogni misura per sanzionare eventuali condotte inosservanti delle norme statali;
- d) valutazione del comportamento del personale dirigente degli istituti bancari;
- e) compilazione e pubblicazione delle statistiche e delle relazioni concernenti il settore bancario e finanziario;
- f) creazione di proposte atte alla soluzione di problemi legati ai depositi bancari.

L'attività di vigilanza si estrinseca in base al duplice criterio della territorialità e della costituzione, nel senso che ad essa sono assoggettati sia gli enti finanziari che operano nella RPC, sia quelli costituiti all'interno del territorio della RPC ma operanti al di fuori di esso. La *Law on BRS*, ricalcando puntualmente le previsioni viste nella *Law on PBC*, specifica inoltre che la CBRC è indipendente dai Governi locali o da qualsiasi altro ente pubblico ed è tenuta all'osservanza dei principi generali di trasparenza, equità ed efficienza. Di fondamentale importanza è il meccanismo volto al coordinamento tra la CBRC e la PBC, dovendo la prima rispondere alle proposte della seconda in merito alla supervisione su determinati enti bancari. Per di più, in caso di situazioni di criticità che possono portare a crisi bancarie sistemiche, la CBRC è tenuta ad informare immediatamente la PBC.

¹²² Qui si è rielaborata la traduzione di Pizzirusso (2013), p. 148.

Un'ulteriore precisazione concerne il fatto che la *Law on BRS* ha sì devoluto alla CBRC le competenze di vigilanza sulle società di gestione del patrimonio finanziario delle banche, sulle società fiduciarie e sugli altri istituti finanziari di deposito, ma la PBC ha mantenuto la vigilanza sul mercato interbancario dei depositi e dei prestiti, sul mercato interbancario delle obbligazioni, sul mercato interbancario delle valute estere e sul mercato nazionale dell'oro. Su questi quattro mercati quindi la PBC si riserva il diritto di definire molti dei regolamenti concernenti la vigilanza e la supervisione, col fine principale di armonizzare le transazioni all'interno di essi.

Sin dalla sua costituzione nel 2003, le attività di vigilanza svolte dalla CBRC sono state particolarmente intense, soprattutto perché l'agenzia ha dovuto affrontare le storiche criticità del sistema bancario cinese, venute ancora di più alla luce negli ultimi anni: l'elevato ammontare dei *non performing loans*, l'inefficienza degli assetti di corporate governance, la difficoltà nell'allineamento ai parametri internazionali in tema di adeguatezza patrimoniale. Le innovazioni più rilevanti sono però avvenute in relazione all'implementazione di un nuovo sistema di controllo sulle banche, basato su un duplice meccanismo: da un lato si è proceduto alla creazione di un sistema informativo di sorveglianza *off-site*, ossia un sistema di allerta preventiva per i rischi bancari che genera indicatori di avvertimento atti a distinguere tra banche a basso potenziale di rischio e banche ad alto potenziale di rischio; dall'altro si è provveduto al rafforzamento della sorveglianza *on-site* sulle banche, mediante l'utilizzo di un moderno approccio basato sull'esposizione al rischio. L'integrazione tra il sistema di sorveglianza *off-site* e *on-site* è utile, secondo la stessa CBRC¹²³, a realizzare un'efficiente attività di supervisione del sistema bancario e finanziario, sia in ottica prudenziale che di controllo in sede ispettiva.

Sebbene quindi nel campo della vigilanza bancaria in Cina siano stati fatti degli importanti passi in avanti, molto resta ancora da fare. È indubbio, comunque, che la portentosa crescita economica cinese deve essere accompagnata dalla presenza di un'autorità di controllo che operi in modo efficace e che assicuri la stabilità e l'efficienza dell'ordinamento bancario.

¹²³ *China Banking Regulatory Commission* (2010).

Capitolo 3

I Fondi sovrani cinesi e il nuovo equilibrio macroeconomico mondiale

Capitolo 3

I Fondi sovrani cinesi e il nuovo equilibrio macroeconomico mondiale

3.1. *Il China Investment Corporation*

I prodromi della nascita del *China Investment Corporation* (CIC)¹ sono da ravvisarsi prevalentemente nell'ingente accumulo di riserve ufficiali in valuta estera realizzato dalla Cina a partire dalla fine degli anni Novanta, e che nell'Ottobre del 2006 ha permesso allo stock complessivo di queste di superare per la prima volta la soglia dei mille miliardi di dollari. Una crescita di tale portata non può rappresentare certo un evento ciclico, ma deve essere considerato un vero e proprio fenomeno strutturale dell'economia cinese: in particolare, ciò è legato principalmente a due circostanze.

Innanzitutto, l'aumento delle riserve ufficiali è stato da un lato provocato da un'esponentiale crescita delle esportazioni nel periodo susseguente all'ingresso della Cina nella WTO, dall'altro integrato dal continuo incremento dell'indebitamento estero degli Stati Uniti, che si sono configurati di conseguenza come terreno molto fertile per gli investimenti asiatici.

In secondo luogo, nell'analisi delle determinanti del surplus di bilancia commerciale cinese, non è da sottovalutare la componente psicologica ascrivibile all'impatto che la crisi asiatica del 1997 ha avuto sulla popolazione, la maggior parte della quale ora vede nel risparmio e nell'accumulo di ricchezze la principale garanzia per il futuro.

Si ricordi che, tirando le somme di quanto visto in tutto il *Capitolo 2*, ci si trova in un Paese nel quale sotto l'espressione "socialismo di libero mercato" è stato creato un colosso economico di rilevanza mondiale², nel quale l'ammodernamento del sistema bancario e finanziario è stato corrisposto da una grande mole di ricchezza interna e di riserve estere; tutto questo poggia però su una precaria base di consenso interno, sempre più erosa dall'enorme disparità nella distribuzione della ricchezza.

¹ Quale più importante e maggiore Fondo sovrano cinese per patrimonio, al CIC sarà dedicato l'intero *Paragrafo 3.1*: degli altri quattro principali Fondi sovrani cinesi si parlerà invece più diffusamente nel *Paragrafo 3.2*.

² Occorre però precisare che, mentre fino al 2007 il socialismo di mercato mostrava una continua tendenza ad adeguarsi ad una forma più aderente al capitalismo occidentale, la crisi finanziaria esplosa quell'anno ha ritardato e forse compromesso irrimediabilmente questa integrazione.

In particolare, nella prima metà degli anni Duemila le autorità cinesi si sono rese conto della necessità di creare un nuovo veicolo di investimento che fosse adeguato a gestire l'eccesso delle riserve valutarie accumulate, così da non trovarsi costrette a reinvestirle esclusivamente nei titoli di Stato dei Paesi occidentali. In effetti, mentre nel biennio 2004-2005 il ritorno medio sugli investimenti generato dalle Borse di Shanghai e Shenzhen si attestava intorno al 130% annuo, gli investitori cinesi vedevano un inutile spreco di risorse in un ritorno del 4% annuo sui Buoni del Tesoro statunitensi. Nel contempo era opinione diffusa tra gli economisti cinesi, nonché supportata dalla regola di Greenspan e Guidotti³, che lo Stato cinese necessitasse di non più di 800 miliardi di dollari di riserve ufficiali per essere al sicuro da shock economici esogeni.

Tra l'altro, vi era (e vi è tuttora) un aspro conflitto per il controllo e la gestione di queste riserve tra la PBC e il Ministero delle Finanze, argomento che verrà trattato in modo approfondito nel *Paragrafo 3.3*. Ad ogni modo, dell'assenso di Pechino sulla creazione di un Fondo sovrano per una migliore gestione delle riserve ha beneficiato il Ministero delle Finanze. L'uomo chiave di questa "vittoria" del Ministero delle Finanze è stato Lou Jiwei, designato in seguito primo Direttore Generale del CIC.

Lou è uno dei più importanti economisti cinesi: laureato in informatica e specializzato in econometria, dopo una carriera caratterizzata da importanti incarichi all'interno del Consiglio di Stato, nel 1998 viene nominato Vice Ministro delle Finanze, carica che ricopre fino al 2007. Il suo operato si distingue sia per la capacità di riscontrare frodi fiscali ed irregolarità nei libri contabili delle imprese statali, sia per la perizia nell'ovviare alle mancanze dell'amministrazione pubblica.

Quando nel 2006 il Governo centrale decide che la creazione del più importante Fondo sovrano cinese sarebbe stata possibile solo potenziando un preesistente veicolo di investimento, la *Central Huijin Investment Corporation* (d'ora in avanti solo *Central Huijin*, creata nel 2003 per la ricapitalizzazione di alcune società statali e banche commerciali strategiche), Lou capisce che l'unico modo per sottrarre il nascente Fondo al controllo della PBC è assumere il controllo sulla *Central Huijin* stessa. Nel Febbraio 2007, quindi, lascia la posizione di Vice Ministro delle Finanze per assumere la carica di Vice Segretario Generale del Consiglio di Stato, una mossa decisiva che gli consente

³ Di questa tesi si è parlato nel *Paragrafo 1.1*.

di rafforzare i propri appoggi a Pechino. Appoggi che gli consentiranno di avere dalle autorità centrali il compito di seguire il lavoro di creazione del nuovo Fondo sovrano. Dopo un travagliato iter burocratico, il 29 Settembre 2007 nasce ufficialmente il CIC, con una dotazione iniziale di capitale di 200 miliardi di dollari, finanziati attraverso l'emissione graduale di obbligazioni speciali approvate dal Consiglio di Stato. Come detto, Lou viene nominato primo Direttore Generale del nuovo Fondo.

Nonostante il CIC non sia certo il primo attore statale cinese nel panorama degli investimenti internazionali, la sua istituzione ha suscitato un enorme scalpore, sia nell'ambiente finanziario che nei mass media⁴; più testate hanno manifestato timori sul potere potenziale a cui questo potesse assurgere, tanto che nel 2008 Lou è stato ricompreso dal *Times* tra i 100 uomini più potenti del mondo⁵. Tutta la pubblicità negativa di cui inizialmente il Fondo è stato oggetto ha certamente contribuito ad ostacolare i complessi piani di sviluppo del Direttore Generale.

Conscio della preoccupazione che avrebbe suscitato un intervento dello Stato cinese sui mercati della portata di 200 miliardi di dollari, a tutte le conferenze cui ha partecipato Lou ha specificato che la mission esclusiva del gruppo era quella di sviluppare programmi di investimento a lungo termine, volti alla massimizzazione dei risultati finanziari per i propri azionisti in base alla quantità di rischio accettabile. Questo concetto, non molto diverso da quegli obiettivi di investimento analizzati nel *Capitolo 1* e dichiarati da molti Fondi sovrani (ad esempio da quello norvegese e da quelli del Medio Oriente), è anche ripetuto molteplici volte sul sito internet del CIC. In particolare, sia per non suscitare paure di acquisizioni ostili da parte di Pechino e sia per diversificare efficacemente gli investimenti (ovvero senza dover impiegare infruttuosamente del personale per controllare ogni azienda partecipata), viene individuata nel 10% la quota massima per definire una partecipazione "ideale".

I valori fondamentali del gruppo sono responsabilità, sinergia (lavoro di squadra), professionalità e aspirazione all'eccellenza. Per questo il CIC, pur essendo formalmente indipendente dall'influenza governativa, agisce nel rispetto delle leggi

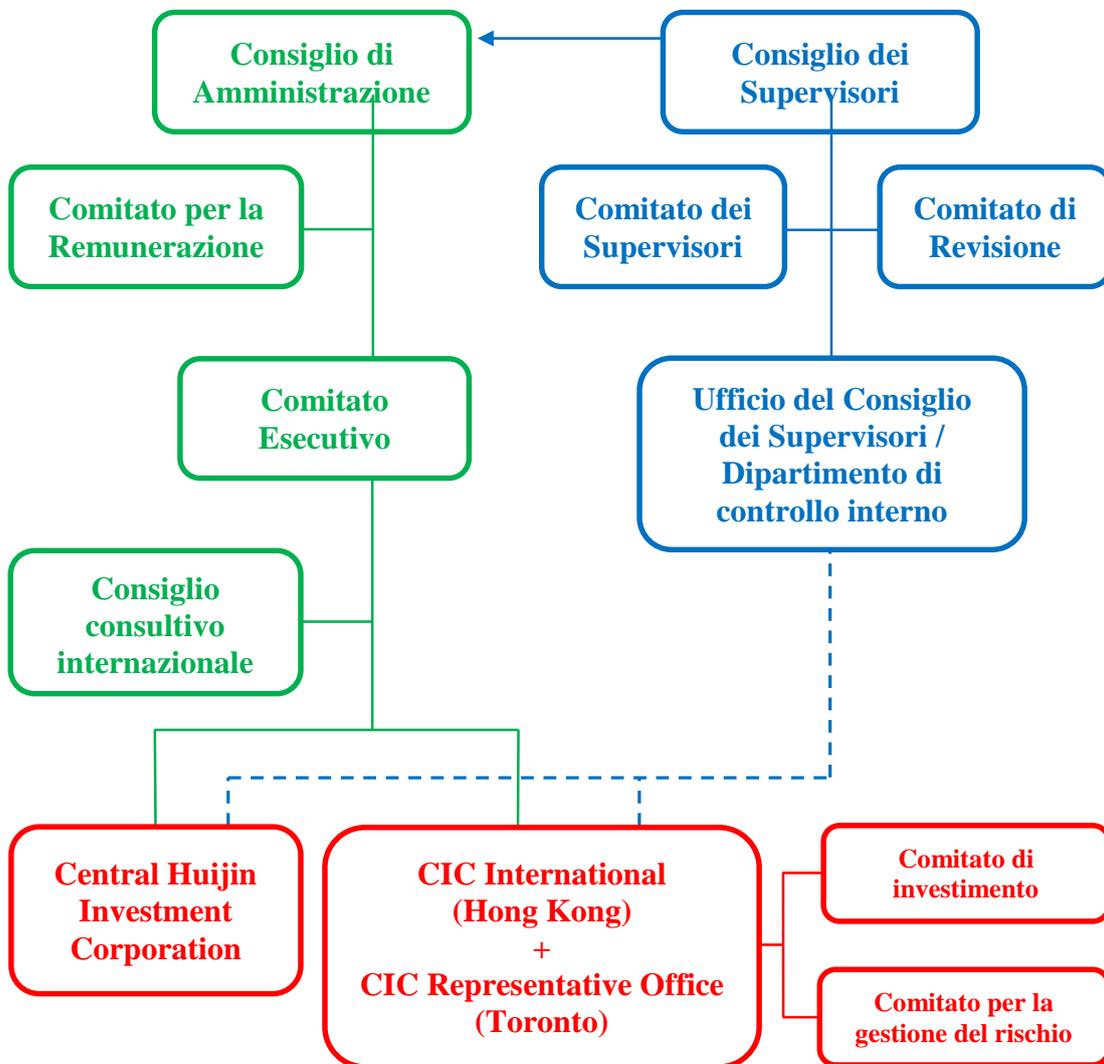
⁴ Si ricordi che nel *Paragrafo 1.2* è stato citato uno studio di Fabio Bertoni su Lossani *et al.* (2010), elaborato su dati *Google Trends*, il quale riportava che nella seconda metà del 2007, in concomitanza con l'istituzione del CIC, si era verificata un'esorbitante crescita della ricerca del termine "*Sovereign Wealth Fund*" sul motore di ricerca *Google*.

⁵ Roach (2009b).

della RPC, ed i suoi dipendenti operano in base al codice di condotta presente a livello statutario, particolarmente severo in merito agli abusi di mercato (*insider trading* e *market manipulation*) e ai conflitti d'interesse. Sempre sul sito internet del CIC viene inoltre specificato che i *Santiago Principles* sono stati implementati dal gruppo (nel 2008) come dimostrazione di “buona fede” dello stesso Fondo.

Per ciò che concerne la struttura di governance aziendale del CIC, questa si basa su un sistema di controlli incrociati a tre livelli: il Consiglio di Amministrazione, il Comitato Esecutivo e il Consiglio dei Supervisor (Figura 3.1).

Figura 3.1. La struttura di governance del CIC



Fonte: nostra elaborazione su dati del CIC

Il Consiglio di Amministrazione supervisiona le operazioni del gruppo, valuta la sua performance complessiva e prende le decisioni più importanti, quali l'approvazione delle strategie di investimento e la scelta delle informazioni da riportare agli shareholder. Il Comitato per la Remunerazione, invece, assiste il Consiglio di Amministrazione nell'approvazione delle strategie concernenti la gestione delle risorse umane e i meccanismi di remunerazione.

Il Comitato Esecutivo traduce le linee guida del Consiglio di Amministrazione in strategie dettagliate, ed ha all'uopo l'autorità di prendere le decisioni operative essenziali previste dallo statuto, che ricomprendono quelle concernenti la definizione delle regole di base, la regolazione statutaria, la determinazione dei meccanismi operativi, la valutazione delle prestazioni e la remunerazione del personale.

Il Consiglio dei Supervisor è responsabile sia sul controllo del comportamento etico dei Direttori e degli Amministratori sia sulla verifica delle procedure di supervisione interne al gruppo, e relaziona direttamente agli shareholder. All'interno del Consiglio, mentre il Comitato dei Supervisor si occupa proprio delle questioni comportamentali, il Comitato di Revisione monitora e revisiona le procedure contabili, le operazioni finanziarie e i rendiconti finanziari del gruppo.

Si osserva, sempre nella *Figura 3.1*, che oltre alla già citata *Central Huijin*, che è ormai una sussidiaria interamente posseduta dal CIC e che ha continuato a perseguire le sue politiche di investimento nelle imprese statali e di ricapitalizzazione delle banche, nell'organigramma societario è presente anche una divisione denominata *CIC International*⁶. Quest'ultima, istituita a Pechino nel Settembre del 2011 con il mandato di investire e gestire gli asset esteri, svolge un ruolo fondamentale per il gruppo. Ha infatti una sede a Hong Kong e un ufficio di rappresentanza a Toronto, impegnati entrambi in comunicazioni frequenti con i Governi e con le imprese dei Paesi beneficiari; questo avviene con il fine non solo di elevare la qualità della trasparenza del Fondo, ma anche di ampliare i canali e le piattaforme per gli investimenti esteri, nonché di esplorare congiuntamente le più redditizie opportunità di investimento.

⁶ Il sito del CIC precisa che entrambe le sussidiarie sono state incorporate separatamente e funzionano come due entità distinte. Un'ulteriore precisazione riguarda il genere (maschile o femminile) che è stato scelto in questo elaborato per la denominazione dell'organigramma del CIC stesso: mentre per il CIC si è scelto il genere maschile, ormai attribuitogli universalmente anche se a nostro avviso impropriamente (il termine *Corporation* in italiano ha solitamente genere femminile), per le due divisioni del Fondo si è optato per il più corretto genere femminile.

La *CIC International* ha inoltre istituito delle specifiche regole interne sulla gestione degli investimenti, della finanza e delle risorse umane, nonché sul controllo interno dei rischi, della contabilità e delle questioni amministrative. Approfittando anche della sua posizione ad Hong Kong, la divisione ha costruito la propria capacità di ricerca sulla base di ampie consultazioni con esperti cinesi e stranieri, che hanno funto da supporto al gruppo di ricerca stabilito presso la sede centrale. L'ufficio di rappresentanza a Toronto, invece, vista la grande rilevanza degli investimenti del CIC in America settentrionale, mantiene uno stretto contatto con Governi, istituzioni ed imprese locali, nonché con il pubblico in generale, usando la sua posizione vantaggiosa per offrire nuove prospettive di investimento e supportare la sede centrale nella ricerca della configurazione di governance più efficiente.

Il CIC, come si è detto, ha da sempre reso nota la sua volontà di apparire il più possibile trasparente all'esterno, aprendo linee di dialogo preferenziali con i Fondi sovrani, con le autorità bancarie e con i Governi dei Paesi che ricevono gli investimenti. Ed è anche grazie all'operato della divisione *CIC International* in questa direzione che nel 2013 il CIC ha totalizzato un punteggio di 7 in base al *Linaburg-Maduell Transparency Index*⁷ ed un punteggio di 64 in base al *Truman-Dowson Scoreboard*⁸. Tali risultati non sono eccezionali, ma è evidente che il processo decisionale-informativo del CIC deve essere letto in un'ottica interpretativa differente rispetto a quella utilizzata per i Fondi del Medio Oriente o dei Paesi occidentali.

In effetti, nell'analisi dell'operato del CIC si palesa un netto contrasto tra le dichiarazioni di Lou sulla massima trasparenza del Fondo e tra le imposizioni del Consiglio di Stato in termini di sicurezza nazionale. D'altro canto, però, la segretezza dei movimenti economici costituisce un vincolo chiave dell'operato e un elemento intrinseco della natura dei Fondi sovrani in generale.

Per ciò che concerne le modalità di finanziamento, il CIC rientra nella categoria dei *Non-commodity Funds*. Tuttavia esso non ha libero accesso alle riserve in valuta estera della RPC, ed infatti è nato mediante l'emissione di obbligazioni preferenziali⁹. Nel

⁷ Dato del *Sovereign Wealth Fund Institute*.

⁸ Bagnall e Truman (2013).

⁹ Da un punto di vista strettamente teorico, tale anomalia sarebbe sufficiente ad escludere il CIC dalla definizione di Fondi sovrani così come è stata presentata nel *Capitolo 1*: esso infatti dovrebbe derivare le proprie risorse da eccessi di riserve valutarie determinati da un surplus di bilancia commerciale.

dettaglio, queste devono garantire ai sottoscrittori un interesse annuo tra il 4,30% e il 4,70% (a seconda della trince nella quale sono state sottoscritte): tale «difetto di nascita»¹⁰ implica che ai cospicui ritorni sull'investimento pretesi dal CIC vada aggiunto anche il costo generato dal pagamento degli interessi delle obbligazioni. Ed infatti, a detta dello stesso Lou¹¹, solo per coprire i costi operativi il CIC deve garantire un ritorno sui propri investimenti pari almeno al 10%.

Riguardo invece agli obiettivi ed alle finalità degli investimenti, richiamando le cinque categorie di Fondi presentate nel *Capitolo 1*, è possibile considerare il CIC come un ibrido tra un *Development Fund* e uno *Strategic Fund*, visto che mira sia a promuovere lo sviluppo interno del Paese che a trarre profitti dagli investimenti finanziari¹².

Nelle numerose conferenze tenute da Lou durante i primi due anni di vita del Fondo¹³ è stato specificato innumerevoli volte che il CIC deve essere tenuto assolutamente distinto da altre tipologie di fondi privati (quali gli *hedge funds*), poiché mentre questi ultimi hanno portafogli di investimenti privati ad alto rischio con evidenti obiettivi di investimento a breve termine, il CIC ha generalmente investimenti meno rischiosi e con orizzonti temporali di lungo periodo. Vengono all'uopo specificati i quattro principi alla base dell'attività di investimento del CIC¹⁴:

1. «Noi investiamo su base commerciale. Il nostro obiettivo è quello di cercare il massimo rendimento per i nostri azionisti in conformità con una soglia di rischio accettabile»;
2. «Noi siamo un investitore finanziario e non miriamo al controllo delle aziende detenute nel nostro portafoglio»;
3. «Noi siamo un investitore responsabile, e rispettiamo le leggi e i regolamenti sia della Cina che dei Paesi beneficiari, adempiendo in modo coscienzioso alle nostre responsabilità sociali»;
4. «Noi effettuiamo investimenti solo dopo approfondite ricerche, basate sui nostri obiettivi di *asset allocation*, mirati a garantire un processo decisionale prudente e disciplinato».

¹⁰ Arduino (2009), p. 68.

¹¹ Adaman International (2008).

¹² In genere il CIC viene classificato esclusivamente come *Strategic Fund*. Tuttavia in questo elaborato si ritiene che la *Central Huijin* abbia un'operatività volta anche allo sviluppo nazionale.

¹³ Conoscibili mediante le trascrizioni sul sito del CIC.

¹⁴ Nostra traduzione dal sito del CIC.

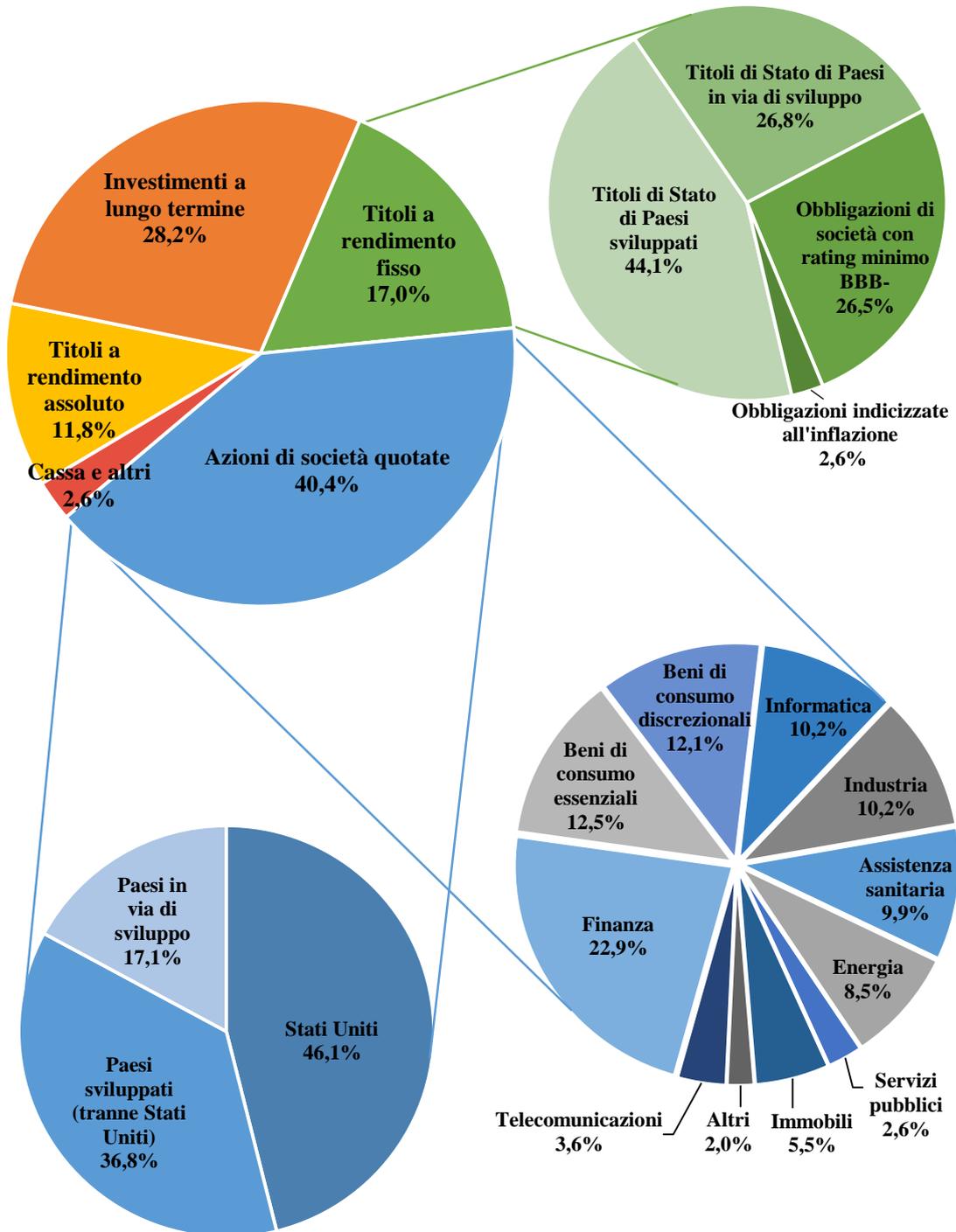
Per quanto riguarda invece il meccanismo che concorre alla scelta delle tipologie di investimento, questo ha inizio con la creazione di un portafoglio di investimento definito in relazione alle priorità stabilite dal Consiglio di Amministrazione. La composizione del portafoglio gode comunque di ampia flessibilità, giacché deve essere in grado adeguarsi alle mutevoli esigenze e ai cambiamenti imposti dalle fluttuazioni del mercato. Occorre però tener presente che, dati gli alti costi di gestione del Fondo, il CIC ha la necessità di selezionare investimenti aggressivi con maggiori possibilità di profitto, ma caratterizzati anche da maggiori rischi. Per fare ciò, il Fondo si è dotato fin da subito di un ampio team di esperti analisti ed econometrici, in grado di modellizzare i trend dei rendimenti azionari e prevedere l'andamento del mercato. Come si vedrà, però, l'esplosione delle crisi finanziaria, quasi contingente ai primi investimenti del CIC, ha portato il Fondo a sperimentare comunque delle perdite molto ingenti: «Non risulta pertanto difficile supporre [...] che le perdite subite abbiano presentato il Fondo agli occhi del pubblico più come un'accollita di giocatori d'azzardo che come un gruppo di economisti ed esperti di finanza mondiale»¹⁵.

Appare evidente come le modalità di investimento del CIC, per ora analizzate solo a livello teorico, in generale non si discostino molto da quelle degli altri Fondi sovrani o dei fondi pensionistici nazionali. Lou ha sempre sostenuto che i Fondi sovrani rappresentano l'inevitabile evoluzione del sistema finanziario internazionale, e che il loro ruolo deve essere analizzato in una prospettiva molto ampia, la quale deve considerare il passaggio per i Paesi emergenti da passivi ricettori di investimenti ad investitori attivi a livello mondiale.

In effetti, intervenendo sul più classico dei dibattiti relativi all'utilità dei Fondi sovrani, ossia quello che si domanda se essi siano fonte di squilibri macroeconomici oppure agiscano come forze stabilizzatrici in un mercato divenuto pericolosamente volatile, Lou si schiera decisamente a favore di questa seconda ipotesi. Egli sostiene, inoltre, che i Fondi sovrani non solo concorrono a stabilizzare l'economia nazionale, ma anche i mercati internazionali, nei quali il dollaro, pur se indebolito e rappresentativo dello spropositato deficit della bilancia commerciale degli Stati Uniti, rimane con grande distacco la valuta di riferimento.

¹⁵ Arduino (2009), p. 87.

Figura 3.2. Distribuzione del portafoglio di investimento globale del CIC (2013), con focus su: diversificazione (regionale e settoriale) dei titoli a rendimento fisso e delle azioni di società quotate



Fonte: nostra elaborazione su dati del CIC

Con riguardo specificamente agli investimenti effettuati dal CIC durante i suoi primi sette anni di operatività, la *Figura 3.2* mostra la distribuzione del portafoglio di investimento globale del Fondo. Come considerazione preliminare si precisa che, delle attività del portafoglio, solo il 33% di esse è qualificato come *internally managed assets*, mentre il restante 67% è indicato come *externally managed assets*.

La prima circostanza da evidenziare riguarda certamente la forbice tra la percentuale dei titoli a rendimento a fisso (17%) e la percentuale degli investimenti a lungo termine, maggiore di questa di più di dieci punti (28,2%). Tale condizione supporta quindi le dichiarazioni delle autorità del Fondo in merito agli obiettivi di diversificazione degli investimenti, non focalizzati esclusivamente (come nella gestione delle altre riserve ufficiali) su titoli del debito pubblico a basso rendimento, ma diretti anche verso collocamenti più rischiosi e a lungo termine. Questi ultimi, in particolare, ricomprendono gli investimenti diretti in *private equity*¹⁶, immobili, materie prime e infrastrutture. È pur vero, poi, che nella composizione interna dei titoli a rendimento fisso, la predominanza spetta comunque ai più sicuri ma meno redditizi titoli di Stato dei Paesi sviluppati, che ne concorrono per quasi la metà del totale (44,1%). La parte restante è suddivisa equamente tra i titoli di Stato dei Paesi in via di sviluppo (26,8%) e le obbligazioni societarie (26,5%), oltre ad una percentuale molto piccola di pertinenza delle obbligazioni indicizzate all'inflazione (2,6%).

Nel portafoglio del CIC sono ricompresi in quote minori anche i titoli a rendimento assoluto¹⁷ (11,8%) e le risorse detenute sotto forma di liquidità, depositi overnight e buoni del Tesoro degli Stati Uniti (2,6%); la tipologia di titoli che, però, stacca di gran lunga tutti gli altri, è quella delle azioni delle società quotate in mercati regolamentati (40,4%). È chiaro che una tale predominanza deriva dalla necessità di ottenere delle alte performance per coprire i costi di finanziamento: la gestione operativa del Fondo è quindi fortemente orientata all'acquisizione dei più volatili e potenzialmente redditizi titoli azionari.

La ripartizione regionale delle azioni di società quotate mostra un'assoluta predilezione del CIC per le aziende statunitensi, che rappresentano ben il 46,1% del portafoglio azionario del Fondo. Un'altra quota rilevante, pari al 36,8%, è

¹⁶ Questi in particolare raggruppano un ampio spettro di operazioni, concernenti le acquisizioni di partecipazioni in società non quotate sui mercati regolamentati.

¹⁷ Rappresentati principalmente da *hedge funds*.

rappresentata dai titoli delle aziende degli altri Paesi sviluppati (in particolare Italia e Regno Unito), mentre una quota inferiore, pari al 17,1%, è riservata alle imprese dei Paesi in via di sviluppo. Una simile distribuzione ricalca molto da vicino quella appena vista dei titoli a rendimento fisso, e fornisce quindi un'ulteriore prova della scarsa propensione del CIC all'investimento in mercati emergenti, contestuale ad una generalizzata fiducia in mercati sviluppati quali quello statunitense e quello britannico. In effetti, comparando i suddetti dati con quelli analizzati nel *Capitolo 1* relativi agli investimenti della totalità dei Fondi sovrani (*Figura 1.7*), è immediato riscontrare subito questa evidenza: il CIC si differenzia dagli altri Fondi, tra le altre cose, per una maggiore attitudine all'investimento negli Stati Uniti e nel Regno Unito. Ma questo, d'altra parte, non è un dato che sorprende più di tanto, considerata la storica e consolidata tradizione dell'economia cinese all'investimento in tali mercati.

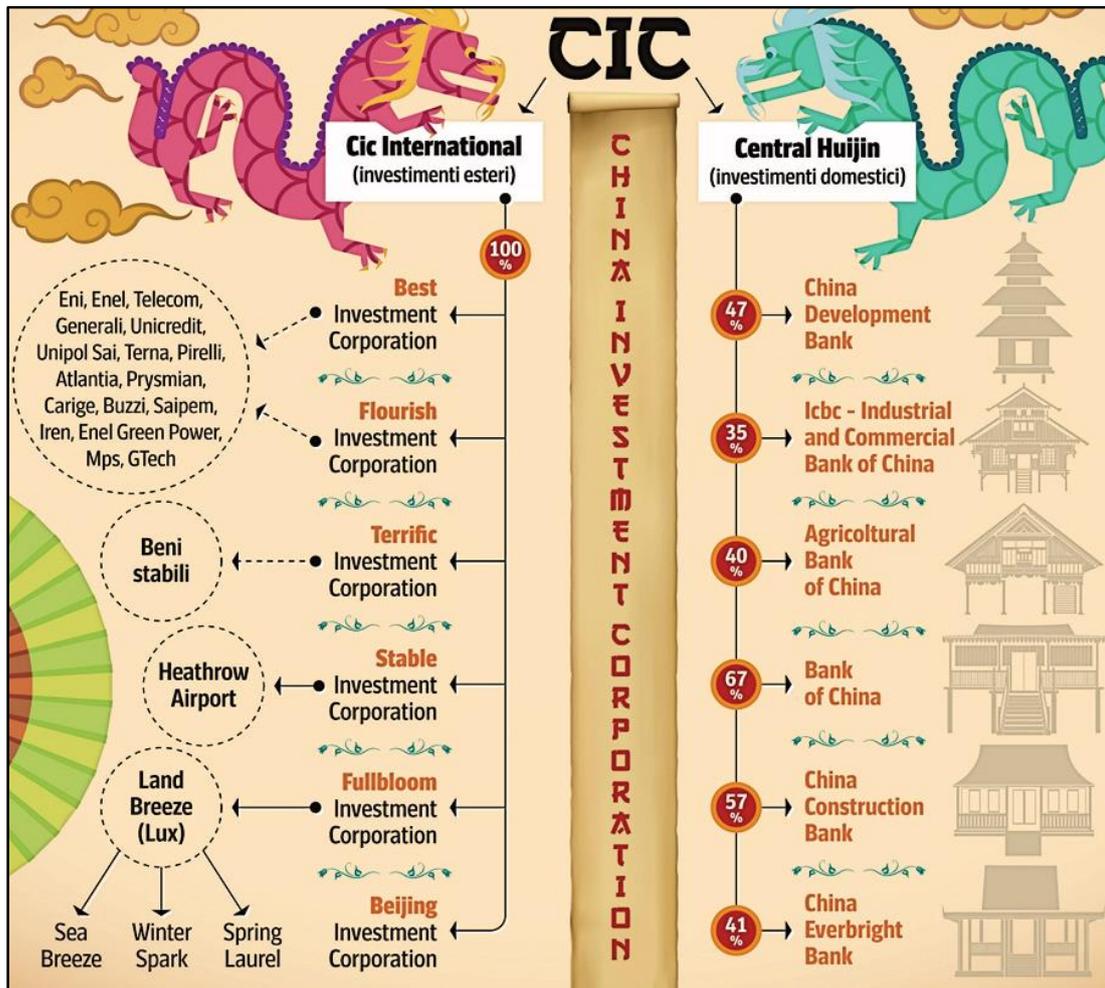
Invece, nell'analisi della ripartizione settoriale, sempre in un'ottica comparatistica (in questo caso tra la *Figura 1.8* e la *Figura 3.2*)¹⁸, è possibile notare che l'evidenza più grande è rappresentata dalle diverse consistenze degli investimenti nei settori finanziario e immobiliare, la somma dei quali nei portafogli complessivi dei Fondi sovrani incide per il 53%, mentre nel portafoglio del CIC solo per il 28,4% (il settore finanziario con il 22,9% risulta comunque essere il preferito dal CIC). In quest'ultimo, infatti, assumono una maggiore importanza gli investimenti in una serie di altri settori, tutti con valori che oscillano attorno ai dieci punti percentuali: beni di consumo essenziali (12,5%), beni di consumo discrezionali (12,1%), industria (10,2%), informatica (10,2%), sanità (9,9%) ed energia (8,5%). Con percentuali molto basse, completano il quadro i settori delle telecomunicazioni (3,6%) e dei servizi pubblici (2,6%), oltre al settore classificato come "altro"¹⁹ (2,0%).

In definitiva, è possibile notare che la strategia del CIC è fortemente ispirata ai modelli degli antecedenti Fondi sovrani di Singapore, il *Government of Singapore Investment Corporation* e il *Temasek Holdings*, i quali nel corso degli anni hanno sviluppato portafogli di investimenti ad ampio raggio legati ai servizi finanziari e all'alta tecnologia, e non esclusivamente ai mercati obbligazionari.

¹⁸ Si specifica che in realtà le due figure non sono perfettamente comparabili, in quanto mentre nella *Figura 1.8* i dati sono basati sulla ripartizione settoriale a 12 settori ideata da Fama e French (1997), nella *Figura 3.2* i dati derivano dalla suddivisione in 11 settori operata dagli analisti del CIC. Tuttavia è evidente che la quasi totalità dei settori sono i medesimi in entrambe le analisi.

¹⁹ Rappresentativo di miniere, costruzioni, trasporti, alberghi e altri servizi.

Figura 3.3. Organigramma partecipativo del CIC



Fonte: elaborazione Corriere Economia in Gerevini (2014)

A questo punto, l'analisi si sposta su una prospettiva empirica, andando ad analizzare le principali acquisizioni di partecipazioni operate dal CIC dalla sua costituzione ad oggi. La *Figura 3.3* mostra l'organigramma partecipativo del CIC nelle sue due divisioni primarie, la *Central Huijin* e la *CIC International*, la quale per esigenze operative è ulteriormente frazionata in divisioni direttamente dipendenti da essa.

Come si è detto, la *Central Huijin* è attiva esclusivamente all'interno del Paese nella ricapitalizzazione di imprese e banche statali, ed infatti ha partecipazioni molto rilevanti (quando non di controllo) in tutte le banche cinesi di primo livello, ossia le *Big Four* e le *policy banks* analizzate nel *Capitolo 2*. Si precisa, inoltre, che in tali

banche gran parte delle quote residue fa capo comunque al Ministero delle Finanze; in effetti, la spartizione di tali istituzioni tra i diversi organismi dello Stato appare come un semplice artificio contabile interno, e dunque la presente analisi non si soffermerà ulteriormente su questa prima sussidiaria.

La *CIC International*, invece, operando all'estero, è la divisione che dà al CIC la qualifica di Fondo sovrano. Il primo grande investimento estero effettuato dal CIC è datato Maggio 2007²⁰, e consiste nell'acquisto, per un corrispettivo di circa 3 miliardi di dollari, del 9,40% del *Blackstone Group*, uno dei più allettanti fondi di *private equity* statunitensi, che con l'OPA di quell'anno prometteva una crescita esponenziale. Sotto l'influsso della crisi finanziaria, nel giro di pochi mesi la partecipazione cinese si svaluta del 70%. Il Direttore Lou reagisce aumentando al 12,40% la quota investita in *Blackstone*, generando non poche critiche da parte della classe politica sia statunitense che cinese²¹, soprattutto perché il titolo continua nella sua caduta, generando una perdita in conto capitale enorme per il CIC. Negli anni successivi le cose lentamente migliorano, e vengono concluse altre importanti operazioni tra il CIC e *Blackstone*, come ad esempio l'acquisto nel 2014 per un corrispettivo di 780 milioni di sterline dell'enorme complesso di *Chiswick Park* situato a Londra²². Inoltre, *Blackstone*, con l'acquisto per 600 milioni di dollari del 20% del colosso chimico cinese *Blue Star*, ha reso possibile una maggiore apertura del mercato americano ai prodotti chimici cinesi, che avevano già una posizione dominante in Europa.

In generale, comunque, il primo investimento estero del CIC si è rivelato essere un fallimento: è chiaro che la scelta di *Blackstone* da parte di Lou e della sua squadra di analisti altamente qualificati non è stata guidata solo dalla constatazione che tale fondo in precedenza aveva riportato ottimi risultati, ma anche dal fatto che il CIC, tramite la *Central Huijin*, aveva già investito ingenti capitali in imprese cinesi e nel mercato immobiliare nazionale, e dunque doveva necessariamente guardare all'estero.

²⁰ In realtà, come si ricorda da quanto detto poco sopra, il CIC nasce solo nel Settembre 2007: tale operazione quindi è stata concretamente effettuata dalla *Central Huijin* tramite un fondo denominato *State Investment Company*, che è a tutti gli effetti il predecessore del CIC.

²¹ Lo sconfinamento dal limite del 10% non è stato tuttavia sufficiente per l'avvio della procedura di controllo da parte del CFIUS, poiché, come si è detto nel *Paragrafo 1.4*, questa interviene solo nel caso di partecipazioni di controllo e potenzialmente minacciose per la sicurezza nazionale.

²² Dati riportati nell'articolo di Paul Norman *CIC completes £780m Chiswick Park buy*, apparso sul sito di *CoStar* del 7 Gennaio 2014.

Il secondo grande investimento operato dal CIC è datato Dicembre 2007, e consiste nell'acquisizione del 9,90% del colosso bancario statunitense *Morgan Stanley* per una cifra pari a 5,6 miliardi di dollari: questo rappresenta ancora oggi il più grande importo pagato per una singola operazione di investimento da parte di un'entità cinese nei confronti di un'entità statunitense²³. Nonostante in poco tempo il titolo registri una perdita "virtuale" del 60%, il CIC tenta di acquisire la maggioranza del gruppo, operazione che sfuma a causa dell'intervento di una cordata giapponese capeggiata dal *Mitsubishi UFJ Financial Group*. Il Fondo sovrano cinese riesce comunque ad incrementare la propria quota, investendo altri 1,2 miliardi di dollari per un ulteriore 1% della società, ma è il gruppo giapponese che alla fine acquisisce il controllo della *Morgan Stanley*. Tuttavia, è proprio l'iniezione di liquidità (circa 9 miliardi di dollari) operata da quest'ultimo ai fini dell'acquisizione, che consente al CIC, all'inizio del 2009, di sperimentare un parziale recupero sul valore del titolo.

Durante tutto il 2008 e la prima metà del 2009 il CIC continua a perseguire la propria strategia di investimento nel settore finanziario americano, poiché la governance del Fondo è guidata dalla convinzione che la crisi finanziaria ha portato ad una forte sottovalutazione di molti istituti finanziari, i titoli dei quali, di conseguenza, possono essere acquistati a prezzi convenienti. Inoltre, Lou vuole dimostrare e dare rilevanza empirica alle proprie dichiarazioni, relative al ruolo di stabilizzazione esercitato dai Fondi sovrani e alla loro qualifica di *strong hand* dei mercati finanziari internazionali: il CIC investe così più di 700 milioni di dollari per il 3,50% di *Blackrock*, la più grande società di investimento al mondo, e 100 milioni di dollari per lo 0,50% di Visa.

Una tale politica, almeno nel breve termine, non porta i frutti sperati, e viste le grandi perdite registrate nel settore finanziario e le conseguenti pesanti critiche subite in patria, a partire dalla seconda metà del 2009 il Fondo sovrano cinese cambia la propria strategia di investimento, virando verso settori meno legati alla crisi finanziaria, quali energia e materie prime. Il settore finanziario, tranne qualche operazione minore, viene completamente ignorato dal CIC, il quale quindi si orienta verso investimenti più interconnessi con l'economia reale, in linea peraltro con una strategia di lungo termine da grande potenza. Le più grandi operazioni del CIC nei suoi primi sette anni di operatività sono sintetizzate nella seguente *Tabella 3.1*.

²³ Fonte: *Dealogic*.

Tabella 3.1. I principali investimenti del CIC

Impresa	Paese	Settore	Data	Prezzo (mln\$)	Capitale
<i>Blackstone</i>	Stati Uniti	Finanza	05/2007 + 10/2008	3.030 + 200	9,40% + 3%
<i>Morgan Stanley</i>	Stati Uniti	Finanza	12/2007 + 06/2009	5.600 + 1.210	9,90% + 1%
<i>Visa</i>	Stati Uniti	Finanza	03/2008	100	0,50%
<i>Blackrock</i>	Stati Uniti	Finanza	06/2009	714	3,50%
<i>Teck Resources</i>	Canada	Minerario	07/2009	1.500	17,20%
<i>Songbird Estates</i>	Regno Unito	Immobiliare	08/2009	450	19%
<i>Goodman Group</i>	Australia	Immobiliare	08/2009	1.090	6,90%
<i>JSC KazMunaiGas E&P</i>	Kazakistan	Energia	09/2009	940	10,60%
<i>PT Bumi Resources</i>	Indonesia	Energia	09/2009	1.900	31,60%
<i>Noble Group Limited</i>	Hong Kong	Agricoltura	09/2009	858	14,90%
<i>Nobel Oil Group LTD</i>	Russia	Energia	10/2009	270	45%
<i>AES</i>	Stati Uniti	Energia	11/2009	1.580	15%
<i>Poly Energy</i>	Hong Kong	Energia	11/2009	717	20,10%
<i>General Growth Properties</i>	Stati Uniti	Immobiliare	11/2010	1.030	7,4%
<i>GDF Suez</i>	Francia	Energia	08/2011	3.150	30%
<i>Horizon Roads</i>	Australia	Trasporti	10/2011	300	13,80%

<i>Atlantic LNG Company</i>	Trinidad & Tobago	Energia	11/2011	850	10%
<i>Global Logistic Properties</i>	Giappone	Immobiliare	12/2011	800	50%
<i>Shanduka Group</i>	Sudafrica	Finanza	12/2011	243	25,10%
<i>Thames Water</i>	Regno Unito	Agricoltura	01/2012	920	8,70%
<i>Polyus Gold</i>	Russia	Minerario	05/2012	425	5%
<i>Eutelsat Communications</i>	Francia	Tecnologia	06/2012	490	7%
<i>Cheniere Energy</i>	Stati Uniti	Energia	08/2012	500	10%
<i>Heathrow Airport Holdings Ltd</i>	Regno Unito	Trasporti	10/2012	730	10%
<i>Brookfield Asset Management</i>	Canada	Agricoltura	11/2012	110	13%
<i>Uralkali</i>	Russia	Minerario	09/2013	2.000	12,50%

Fonte: nostra elaborazione su dati di Koch-Weser e Haacke (2013) e del CIC

Il 2009 è l'anno in cui si manifesta la decisa quanto repentina inversione di tendenza delle tipologie di aziende target degli investimenti, con una serie di importanti acquisizioni nel settore immobiliare e nel settore dell'energia: 1,5 miliardi di dollari per il 17,20% della canadese *Teck Resources*, poco più di 1 miliardo di dollari per il 6,90% dell'australiana *Goodman Group*, poco meno di 1 miliardo di dollari per il 10,60% della kazaka *JSC KazMunaiGas E&P*, 1,9 miliardi di dollari per il 31,60% dell'indonesiana *PT Bumi Resources*, 1,6 miliardi di dollari per il 15% della statunitense *AES*, 270 milioni di dollari per il 45% della russa *Nobel Oil Group LTD*. Tra il 2010 e il 2011 è stato invece apposto un freno all'attività di investimento del CIC, anche perché il Governo centrale, con il perdurare della recessione globale, ha optato per una politica fiscale volta privilegiare l'economia domestica rispetto agli investimenti esteri: nel giro di appena due anni sono stati infatti stanziati 600 miliardi

di dollari²⁴ per far fronte alla crisi finanziaria interna al Paese, trascurando in parte i finanziamenti ai Fondi sovrani per gli investimenti esteri. In generale, in questi anni vi è comunque una moderata difficoltà nel tracciare le operazioni del CIC, nonostante questo incrementi gradualmente il suo grado di trasparenza. Tra gli investimenti principali si ricordano: 3 miliardi di dollari per il 30% della francese *GDF Suez*, 1 miliardo di dollari per il 7,40% della statunitense *General Growth Properties*, 800 milioni di dollari per il 50% della nipponica *Global Logistic Properties*.

Nel 2012 vi è una forte ripresa delle acquisizioni estere da parte del Fondo, ed in particolare verso le mete storicamente predilette dagli istituti cinesi, quali Stati Uniti, Regno Unito e Russia. Nel novero degli investimenti noti è opportuno menzionare quelli strategicamente più rilevanti: 920 milioni di dollari per l'8,70% della britannica *Thames Water*, 425 milioni di dollari per il 5% della russa *Polyus Gold*, 490 milioni di dollari per il 7% della francese *Eutelsat Communications*, 500 milioni di dollari per il 10% dell'americana *Cheniere Energy*, 730 milioni di dollari per il 10% per la britannica *Heathrow Airport Holdings Ltd*. È evidente, ancora di più, lo spostamento da un'ottica di investimento orientata prevalentemente al comparto finanziario ad una che privilegia i settori delle infrastrutture, delle telecomunicazioni e dell'energia.

Un'ulteriore importante operazione è quella avente ad oggetto *Uralkali*, una multinazionale russa operante nei settori chimico e farmaceutico. Questa, in particolare, a Luglio 2013 aveva spezzato il preesistente oligopolio del potassio²⁵, mettendo in crisi i produttori di tutto il mondo e innescando addirittura una crisi diplomatica tra la Russia e la Bielorussia. Ebbene, il CIC nel Settembre del 2013 acquisisce per un corrispettivo di 2 miliardi di dollari il 12,50% di *Uralkali*, divenendo il secondo azionista del gruppo, preceduto solo dal magnate russo Suleiman Kerimov (che ha una quota del 21,75%).

A livello di governance, il 2013 rappresenta un anno di transizione per il CIC. Infatti lo storico Direttore Lou nel Marzo di quell'anno viene promosso Ministro delle Finanze della RPC; ad egli subentra come Direttore del Fondo Ding Xuedong, già Vice Segretario del Consiglio di Stato e Vice Ministro delle Finanze tra il 2008 e il 2010.

²⁴ Mina (2014).

²⁵ Mediante una serie di mirate *joint venture*, *Uralkali* era arrivata a controllare il 40% del mercato mondiale del potassio.

Secondo molti analisti finanziari²⁶ questa scelta è volutamente di basso profilo, poiché Ding, a differenza di Lou, ha alle spalle una carriera priva di esperienza internazionale. Quindi, almeno in base a questa corrente di pensiero, il Governo di Pechino, tramite lo stesso Lou, è intenzionato a mantenere una presa salda sul CIC, in una fase di cambiamento dei mercati e di grande aumento della concorrenza interna.

In tutti i casi, per il nuovo Direttore si prospetta una duplice sfida: da un lato rendere più remunerativi gli investimenti esteri; dall'altro trovare nuovi capitali che possano essere reinvestiti produttivamente e mediante l'adozione di adeguati metodi di selezione da parte della governance e del personale del Fondo.

I casi *Blackstone* e *Morgan Stanley*, insieme alle altre posizioni detenute dal CIC in istituzioni finanziarie americane in forte perdita, hanno messo in luce come per la scelta di queste tipologie di investimento vi sia l'assoluta necessità di personale altamente qualificato o di consulenti esterni di comprovata esperienza. La struttura del CIC, infatti, a differenza ad esempio dei Fondi sovrani di Singapore (ma anche degli altri importanti Fondi sovrani asiatici), risulta ancora troppo cristallizzata sui modelli manageriali del passato, e si avvale eccessivamente di personale interno, non abbastanza esperto per affrontare le sfide che presenta un mercato così complesso e volatile come quello statunitense.

In generale, il tema del personale all'interno del CIC presenta aspetti non troppo diversi dalle problematiche relative alla gestione del personale in tutte le altre istituzioni cinesi di proprietà statale. In questo ambito il CIC propone infatti una forma d'impostazione ibrida della struttura societaria, nella quale non vi è la garanzia dell'impiego a vita, tipica delle altre aziende statali, ma nemmeno vi sono i premi di produzione così elevati come quelli erogati, ad esempio, dalle imprese statunitensi.

Pertanto, il maggiore Fondo sovrano cinese, pur non ricalcando la classica struttura aziendale cinese, ancora non possiede la necessaria attrattività che generalmente le multinazionali offrono al personale qualificato proveniente dall'estero. È facile intuire, quindi, come sia complicato per il CIC sviluppare un'adeguata politica del personale, che affronti i problemi del reclutamento e della crescita professionale con strumenti tra loro coordinati. Tali problemi, in particolare, non risultano difficili solo con

²⁶ Visetti (2013).

riguardo ai professionisti esteri, ma anche in riferimento a quelli cinesi, spesso contesi dalle più ambite imprese straniere operanti nel mercato nazionale. In questo contesto appare evidente come in futuro una delle necessità primarie del CIC, oltre alla ricerca di elevati rendimenti, dovrà essere lo sviluppo organico della propria struttura societaria e del personale.

In sostanza, negli ultimi cinque anni il CIC ha perseguito un complesso programma, fatto di acquisizioni, fusioni e incorporazioni, ma sempre con una certa opacità nel rivelare l'ammontare e gli obiettivi delle acquisizioni, e talvolta anche nel dichiarare l'esistenza delle operazioni stesse.

In effetti tutti i dati sopra riportati sono raramente divulgati in modo completo dal CIC, e molto più frequentemente resi conoscibili dalle dichiarazioni delle stesse aziende target e da alcuni studi effettuati da giornalisti dei principali quotidiani economici internazionali. Si vuole qui riportare un breve pezzo estratto da un recente articolo di Mario Gerevini, economista e giornalista del *Sole 24 Ore* e del *Corriere della Sera*, che si ritiene molto utile in questo senso.

«Il grande fondo sovrano, *China Investment Corporation*. [...] Una macchina gigantesca, controllata dallo Stato, che muove le sue leve nel mondo, sposta centinaia di miliardi di euro e compra, compra, compra. Spesso senza farsi notare. [...] Proviamo a “mappare” il polmone finanziario della Repubblica Popolare che, tra molto altro, controlla anche le principali banche del Paese, che poi sono tra le più grandi del mondo. Da Pechino si dipana una ragnatela che abbraccia il pianeta. Ma non esiste un organigramma dettagliato delle partecipazioni. Il bilancio del fondo sovrano CIC è un bel volume ricco di foto di sorridenti dirigenti e con un sacco di tabelle riassuntive: praticamente una brochure. Non è facile rintracciare i “figli” del CIC, ovvero quel sistema di holding e *hub* societari che sono direttamente sul business. [...] Sui listini di Borsa i manager del CIC mandano avanti società satelliti, quelle semiconosciute. Ecco allora che in Piazza Affari spuntano *Best Investment Corporation* e *Flourish*. Comprano Eni, Enel, Generali, Unicredit e altro ancora. Su altre Borse sono attive la *Terrific* e la *Stable Investment* o la *Beijing Wonderful Investment*. Nessuna di loro è nel bilancio del CIC»²⁷.

²⁷ Gerevini (2014).

Per concludere il *Paragrafo 3.1* ed andare a verificare se effettivamente, in questi primi anni di operatività, il CIC ha raggiunto i prefissati obiettivi di massimizzazione dei rendimenti in un'ottica di diversificazione degli investimenti dai canonici Buoni del Tesoro statunitensi, è necessario analizzare le performance registrate dal portafoglio complessivo del Fondo. Difatti, solo mediante un'analisi quantitativa e qualitativa in questo ambito è possibile cercare non solo di interpretare i risultati conseguiti nella gestione del Fondo, ma anche di capire se le finalità dichiarate (perseguire i massimi profitti da partecipazioni che non mirano in nessun caso a controllare le società target) coincidono con la realtà dei fatti.

Tabella 3.2. Rendimenti del portafoglio di investimento del CIC

Anno	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Rendimento annuale	-2,10%	11,70%	11,70%	-4,30%	10,60%	9,33%
Rendimento cumulato annualizzato	-2,10%	4,10%	6,40%	3,80%	5,02%	5,70%

Fonte: CIC

Sul sito del CIC e sui vari report annuali del Fondo, relativi agli anni 2008-2013, è possibile trovare i rendimenti del portafoglio di investimento, i quali sono stati riportati nella *Tabella 3.2*. Nella prima riga viene presentato il rendimento medio annuale, mentre nella seconda il rendimento cumulato annualizzato, dato dalla media ponderata dei rendimenti registrati negli anni precedenti²⁸.

Prima di commentare le evidenze empiriche riportate nella *Tabella 3.2* è però opportuno fare alcune precisazioni. Prima di tutto, come si può notare, i dati relativi all'anno 2007 sono mancanti, con il "pretesto" che il Fondo non è stato operativo durante l'intero anno. A onore del vero, il sito del CIC specifica che il rendimento

²⁸ Nel 2011 il Consiglio di Amministrazione del CIC ha esteso l'orizzonte d'investimento a 10 anni e ha adottato il rendimento cumulato annualizzato come punto di riferimento significativo per valutare le prestazioni del Fondo.

annuale del 2008 (e di conseguenza anche il rendimento cumulato annualizzato) è stato calcolato tenendo in considerazione anche i tre mesi di operatività del 2007. Quest'ultima specificazione, però, alla luce del valore di -2,10% riportato, porta a fare due ordini di considerazioni.

La prima è che nel suddetto valore deve essere stato implicitamente escluso il computo della performance del titolo *Blackstone*, acquisito in Maggio, poiché come si è detto questo si era svalutato in pochi mesi di quasi il 70%.

La seconda è che, sempre nel calcolo di questo valore, deve essere stato escluso altresì il computo della performance di *Morgan Stanley*, giacché anche questo aveva registrato una grave perdita, circa del 60%. Oppure entrambe le svalutazioni sono state considerate contingenti e non strutturali, e, tenute nell'ottica di investimenti di lungo periodo, non sono state valutate al *fair value* nella quantificazione della performance. Infatti, sommando i valori delle due partecipazioni si giungerebbe ad un valore di 8,6 miliardi di dollari, rappresentativo quindi di poco più del 4% dell'allora patrimonio del Fondo (pari a 200 miliardi di dollari); pertanto, già solo considerando le perdite dei due titoli si riscontrerebbe una perdita in portafoglio almeno di due o tre punti percentuali. Per tali motivi è del tutto inverosimile pensare che, anche ipotizzando (come dichiarato) che nel 2008 il Fondo abbia investito meno di 5 miliardi di dollari sui mercati e abbia detenuto più dell'80% del capitale disponibile in strumenti monetari, proprio nel periodo più buio della crisi finanziaria tutti gli altri asset del CIC, ad eccezione di *Blackstone e Morgan Stanley*, abbiano concluso l'anno con rendimenti in pareggio o addirittura in positivo.

Si precisa che queste sono tutte supposizioni presentate in questa sede, poiché il CIC fornisce solo informazioni superficiali sui propri metodi di calcolo e del tutto incomplete sull'entità degli asset sui quali vengono calcolati i rendimenti dei titoli. Difatti ciascun report annuale del CIC, delle circa 60 pagine di cui è composto, utilizza: 50 pagine per ribadire i propri valori etici e culturali e i propri obiettivi teorici di investimento, nonché per presentare una serie di foto (con relativi curricula vitae) dei personaggi più importanti del gruppo; 8 pagine per mostrare sinteticamente i principali (e già ampiamente pubblicizzati dalla stampa internazionale) investimenti effettuati dal gruppo durante l'anno, corredati da una serie di grafici a torta; infine, in 2 pagine viene sintetizzato il rendiconto finanziario del Fondo, nel quale sono presenti solo i

dati consuntivi del bilancio consolidato. Non viene specificato né quali delle imprese satelliti sono incluse nei calcoli, né come è stato calcolato il *fair value* al quale sono contabilizzati gli asset, e nemmeno quale è il paniere dei titoli che compongono il portafoglio del Fondo²⁹.

Una seconda considerazione preliminare nella valutazione della *Tabella 3.2* concerne il fatto che nel 2009 il Ministero delle Finanze ha modificato i termini del prestito obbligazionario che aveva emesso per il finanziamento del CIC: questo non è più tenuto a remunerare dal 4,30% al 4,70% di interessi sui 200 miliardi di dotazione iniziale, poiché tale meccanismo è stato sostituito dal semplice pagamento al Governo centrale di contributi sotto forma di dividendi, un procedimento analogo a quello già operativo per le altre *State-Owned Enterprises* cinesi. In questo caso verrebbe quindi da chiedersi se nei valori riportati nella *Tabella 3.2* siano inclusi gli oneri derivanti da interessi fino al 2009 e poi i costi dei dividendi fino al 2013, o se siano inclusi solo i primi o solo i secondi, oppure se entrambi non vengano considerati ed i valori presentati mostrino solo i rendimenti di portafoglio esenti dalle opportune rettifiche. Non vi è infatti alcuna chiarezza nel termine *net return* presente nel sito del CIC, poiché sotto una tale denominazione possono sussistere molteplici metodi di calcolo. Nei report annuali del gruppo il profitto netto viene presentato come la differenza tra il profitto lordo e le spese amministrative, fiscali, finanziarie e di investimento, ma non vi è nessuna voce, tra quelle poste a detrazione del primo, che sia riconducibile al costo del finanziamento di cui sopra. Come già detto, inoltre, non vi è chiarezza sulle modalità di esecuzione delle procedure di *impairment test* per il calcolo del *fair value* degli asset detenuti.

In sostanza, per tutte le suddette motivazioni è estremamente difficile in queste sede fornire un commento ai rendimenti netti dichiarati dal CIC. Ammesso e non concesso che le percentuali riportate comprendano tutti gli asset di pertinenza del Fondo, se si volessero considerare i valori come già depurati dai costi di finanziamento, quali che essi siano, allora si potrebbe affermare che il CIC ha ottenuto buoni risultati e rispettato il perseguimento degli obiettivi dichiarati.

²⁹ Qui si intende una presentazione dettagliata del portafoglio, ovvero con indicazione di tutti i titoli in esso presenti, e non solo con la ripartizione percentuale per tipologie.

Invero al 2013 un rendimento cumulato annualizzato del 5,70%, considerato anche il periodo di turbolenze finanziarie nel quale è stato realizzato (in particolare tra il 2007 e il 2010), sarebbe significativo di un successo da parte della governance e della gestione operativa del CIC, benché i Buoni de Tesoro statunitensi durante tale periodo abbiano garantito mediamente un rendimento lordo del 4%.

Se invece i rendimenti della *Tabella 3.2* dovessero non essere già corretti per il costo del finanziamento, o finanche non fossero onnicomprensivi degli asset riconducibili al CIC (in tal caso chiaramente, per far trasparire all'esterno un punteggio migliore, sarebbero stati escluse le attività meno performanti), allora in tal caso il Fondo avrebbe certamente conseguito dei risultati piuttosto scarsi, con un rendimento cumulato annualizzato del 5,70% a fronte di un costo di finanziamento medio del 4,50%.

Pertanto, come detto, in questo momento storico e con le informazioni pubbliche a disposizione, non è possibile esprimere un'opinione definitiva su tale questione, ma si vuole essere fiduciosi sul fatto che in futuro, con una maggiore apertura e disponibilità da parte delle autorità cinesi a divulgare informazioni inerenti le proprie operazioni, ciò sia reso possibile agli studiosi della materia.

3.2. *Gli altri Fondi sovrani cinesi*

Questo paragrafo sarà dedicato all'analisi degli altri grandi Fondi sovrani cinesi e dei maggiori enti finanziari della Cina di cui non si è ancora parlato. In effetti, spesso ci si riferisce al CIC semplicemente come "il" Fondo sovrano cinese, ma tale qualifica trascura il fatto che la Cina tecnicamente possieda almeno altri quattro grandi Fondi sovrani, dotati di patrimoni sì inferiori a quello del CIC ma ugualmente di grande rilevanza economica. La *Tabella 3.3* mostra un sintetico elenco dei Fondi sovrani della Cina, con indicazione degli asset complessivi, degli anni di fondazione e dei punteggi totalizzati mediante il *Linaburg-Maduell Transparency Index*. La tipologia dei Fondi non è indicata in quanto sono tutti e cinque dei *Non-commodity Funds*.

Tabella 3.3. I Fondi sovrani cinesi (2014)

Nome	Asset (mld\$)	Anno	L-M
<i>China Investment Corporation</i>	653	2007	7
<i>SAFE Investment Company</i>	568	1997	4
<i>Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio</i>	400	1993	8
<i>National Social Security Fund</i>	202	2000	5
<i>China-Africa Development Fund</i>	5	2007	5

Fonte: Sovereign Wealth Fund Institute

La *State Administration of Foreign Exchange (SAFE)* è l'agenzia amministrativa della RPC che ha il compito di gestire le riserve ufficiali del Paese, nonché di redigere le norme e i regolamenti che disciplinano il mercato dei cambi. La SAFE è stata fondata a Pechino dal Governo cinese nel 1955, in qualità di sussidiaria della PBC: il suo ruolo e la sua esistenza stessa inizialmente sono stati mantenuti segreti, per poi venire allo scoperto con l'avvio del periodo riformista nel 1978. Da allora la SAFE ha creato innumerevoli sedi secondarie ed uffici distribuiti su tutto il territorio nazionale, dalle

province ai distretti autonomi. La crescita esponenziale delle riserve ufficiali detenute dalla Cina negli ultimi venti anni, ha poi avuto come conseguenza un grande aumento dell'importanza della SAFE, che ha stabilito ulteriori uffici nelle maggiori sedi finanziarie mondiali, tra cui Londra, New York e Singapore³⁰. In particolare, nel 1997 è stata fondata la sussidiaria di Hong Kong, denominata *SAFE Investment Company* (SAFEIC), che rappresenta appunto il Fondo sovrano che interessa più nello specifico la presente trattazione.

La SAFEIC, dunque, rappresentando un ramo della SAFE, pur essendo nominalmente una *private company* è di fatto una sussidiaria della PBC, ed ha come obiettivo principale quello di incrementare il valore delle riserve ufficiali del Paese mediante l'attuazione di investimenti esteri. Al 2014, tale Fondo ha un patrimonio stimato di 568 miliardi di dollari, inferiore quindi di quasi 100 miliardi rispetto a quello del CIC. Tuttavia tale valore deve essere considerato con cautela, poiché lo stesso *Sovereign Wealth Fund Institute* specifica che «*this number is a best guess estimation*». In effetti, è molto difficile stabilire con esattezza l'ammontare degli asset riconducibili alla SAFEIC, in quanto tale Fondo sovrano ha un livello di trasparenza di gran lunga minore rispetto a quello (già non ottimale) del CIC, ed è sintetizzato dal punteggio di 4 totalizzato in base al *Linaburg-Maduell Transparency Index*.

Di conseguenza è altrettanto problematico stabilire di preciso dove vengono allocate le risorse. Infatti, sebbene la SAFE pubblichi una relazione annuale, questa non fornisce alcuna informazione sulle attività della SAFEIC. Il *Financial Times* nel 2008 ha osservato che diversi rappresentanti del Fondo avessero confermato di essere a conoscenza delle quote detenute da questo, ma che non potessero confermare la natura e l'entità delle diverse partecipazioni³¹. Altri studi³² affermano che durante la crisi finanziaria globale la SAFEIC abbia investito dai 150 ai 200 miliardi di dollari in titoli azionari statunitensi, europei (in particolare britannici) ed australiani. Nonostante ciò, la SAFE dichiara che la maggior parte delle riserve nazionali consiste ancora di titoli di Stato, denaro e altre attività liquide, e nel 2013 ha annunciato l'intenzione di destinare solo il 5% delle riserve in attività più rischiose³³.

³⁰ Si pensi anche che è stata la SAFE, nel 2003, a fondare la *Central Huijin* come propria sussidiaria, prima di cederla interamente al CIC.

³¹ Stafford e Smith (2008).

³² Koch-Weser e Haacke (2013).

³³ McMahon e Wei (2013).

Pare, però, che l'ammontare di riserve detenute in azioni sia in larga parte superiore alla percentuale dichiarata, e che queste siano concentrate soprattutto nelle imprese del Regno Unito. In effetti, incrociando i dati stimati dai principali quotidiani economici mondiali³⁴, quali l'*Economist*, il *Financial Times* e il *Wall Street Journal*, si scopre che la SAFEIC possiede, tra le maggiori partecipazioni:

- 1.838 milioni di sterline in *BHP Billiton* (mineraria);
- 1.754 milioni di sterline in *Royal Dutch Shell* (petrolchimica);
- 1.136 milioni di sterline in *Rio Tinto Group* (mineraria);
- 1.120 milioni di sterline in *British Petroleum* (petrolchimica);
- 905 milioni di sterline in *Vodafone Group* (telecomunicazioni);
- 633 milioni di sterline in *BG Group* (petrolchimica);
- 620 milioni di sterline in *GlaxoSmithKline* (farmaceutica);
- 548 milioni di sterline in *Unilever* (beni di largo consumo);
- 543 milioni di sterline in *Anglo American Corporation* (mineraria);
- 359 milioni di sterline in *Barclays* (bancaria);
- 358 milioni di sterline in *Glencore* (mineraria);
- 324 milioni di sterline in *AstraZeneca* (farmaceutica);
- 311 milioni di sterline in *Tesco* (vendita al dettaglio e servizi finanziari).

Se ne evince quindi un'assoluta predilezione per il mercato britannico, in particolare nei settori minerario e petrolifero. Oltre ai sopraccitati investimenti, nei primi mesi del 2013 il *Wall Street Journal* ha riportato che la SAFEIC avrebbe usato un investitore terzo, *Ginko Tree*, per l'acquisto di immobili nel Regno Unito, per un valore complessivo di 1 miliardo di sterline. Si precisa, però, che tutte le suddette transazioni rappresentano solo un quadro parziale degli asset della SAFEIC, giacché questa non solo non fornisce alcuna forma di comunicazione in merito, ma molti altri acquisti azionari rimangono ignoti, probabilmente perché si trovano al di sotto delle soglie proprietarie da segnalare. Si pensi, ad esempio, che l'unico modo in cui gli autori di tale studio del *Wall Street Journal* hanno potuto rintracciare gli investimenti della SAFEIC, è stato la ricerca delle transazioni mobiliari ed immobiliari registrate e delle comunicazioni da parte delle imprese che hanno ricevuto gli investimenti³⁵.

³⁴ In questo elenco sono stati utilizzati i dati stimati dall'*Economist*, e nello specifico riportati nella pagina: http://media.economist.com/media/finance/SAFE_FTSE100.pdf.

³⁵ McMahon e Wei (2013).

Inoltre, la SAFE è riluttante a rivelare persino i dettagli che riguardano la sua organizzazione interna: in questo senso è emblematico il fatto che l'esistenza della stessa SAFEIC, creata come si è detto nel 1997, è stata confermata al pubblico solo nel 2007, in concomitanza con la fondazione del CIC.

Allo stesso modo la SAFE si è presa diversi mesi per rivelare l'esistenza di un altro braccio finanziario, il *SAFE Co-Financing*, fondato nel 2011 con lo scopo di sostenere, diversificare e monitorare gli investimenti esteri dell'istituto. In particolare, il *Sidney Morning Herald* ha analizzato in vari articoli l'operato di questa nuova divisione della SAFE, strettamente correlata con la SAFEIC, visto che l'Australia, già classificata come una delle mete più ambite per gli investimenti esteri cinesi, è stata uno dei principali beneficiari degli investimenti degli ultimi anni riconducibili all'operato del *SAFE Co-Financing*. Quest'ultimo si inserisce pienamente nella vasta strategia di diversificazione valutaria intrapresa dal Governo di Pechino, in quanto mira a rappresentare un nuovo veicolo in grado di garantire una gestione delle riserve più innovativa e un sostegno (mediante prestiti) alle istituzioni finanziarie cinesi che intendono investire all'estero³⁶. La SAFE ha però messo in chiaro che a tali istituzioni permette solo di effettuare investimenti molto sicuri, che non possano compromettere il valore delle riserve in valuta. Nel 2013, inoltre, Yi Gang, Direttore della SAFE nonché Vice Governatore della PBC, ha imposto alle imprese cinesi che investono all'estero di assoggettarsi ad un rigido regime finanziario, motivando tale intervento con la convinzione che il proliferare di progetti ad elevata leva finanziaria possa portare al collasso dell'intero sistema finanziario nazionale.

Da un primo confronto tra i due principali Fondi sovrani cinesi, CIC e SAFEIC, il primo sotto il controllo del Ministero delle Finanze mentre il secondo sotto quello della PBC, sembrerebbe quindi che vi sia una naturale suddivisione dei mandati di investimento: la SAFEIC (e più in generale la SAFE) con il compito di controllare la posizione complessiva delle riserve cinesi in valuta estera, il CIC con quello di investire le riserve in eccesso. In realtà tale linea di demarcazione è molto più sfumata, e verrà analizzata più approfonditamente nel prossimo *Paragrafo 3.3* relativo ai contrasti tra Ministero delle Finanze e Banca centrale.

³⁶ Cai (2013).

Il terzo Fondo sovrano cinese per dimensione del patrimonio è l'*Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio* (HKMA), fondato nel 1993 dalla fusione dei preesistenti *Office of the Exchange Fund* e *Office of the Commissioner of Banking*, ed attualmente in possesso di asset con un valore complessivo di 400 miliardi di dollari. Come si è detto, Hong Kong è una delle due regioni amministrative speciali della RPC, dotata di specifiche ed ampie libertà amministrative ed economiche, tra le quali il possesso di una propria valuta corrente, il dollaro di Hong Kong. In effetti, in base alla massima «un paese, due sistemi», attraverso la quale la Cina ha ripreso l'esercizio della sovranità su Hong Kong nel 1997, i sistemi monetari e finanziari di Hong Kong e della Cina continentale sono stati mantenuti tra loro indipendenti. La legge che definisce il sistema di governo di Hong Kong, oltre a vietare l'imposizione di controlli sui cambi, afferma infatti che il dollaro di Hong Kong continua ad essere una valuta separata e liberamente convertibile. Per tutti questi motivi l'HKMA non può essere considerato un Fondo sovrano di stretta competenza del Governo cinese, tuttavia, per rispondere ad una finalità di completezza d'indagine, è sembrato opportuno includerlo nella presente classificazione e fornirne una breve descrizione.

L'HKMA è l'autorità del Governo di Hong Kong responsabile del mantenimento della stabilità monetaria e bancaria della regione. Nel panorama dei Fondi sovrani cinesi tale Fondo risulta essere il più trasparente, giacché totalizza un punteggio di 8 in base al *Linaburg-Maduell Transparency Index*. In effetti, dal sito ufficiale del Fondo nonché dai report annuali pubblicati, è possibile estrapolare un gran numero di informazioni sulla composizione del portafoglio e sulla struttura della governance, in misura largamente maggiore rispetto a quelle reperibili sul CIC o sulla SAFEIC.

L'HKMA deriva le proprie risorse finanziarie dai surplus di bilancia commerciale della regione di Hong Kong, i quali vengono reinvestiti sia nell'economia interna che all'estero. Le tre funzioni principali del Fondo sono infatti³⁷:

- a) mantenere la stabilità monetaria nel quadro del sistema dei cambi e dei tassi;
- b) promuovere la stabilità e l'integrità del sistema bancario e finanziario;
- c) contribuire a mantenere lo status di Hong Kong quale centro finanziario internazionale, promuovendo lo sviluppo delle infrastrutture finanziarie e gestendo l'*Exchange Fund*.

³⁷ Nostra traduzione dal sito dell'HKMA.

Per ciò che concerne il primo obiettivo, la stabilità monetaria viene intesa come il tasso di cambio del dollaro di Hong Kong con il dollaro statunitense³⁸. In base al sistema *Currency Board*, la stabilità del tasso di cambio del dollaro di Hong Kong è mantenuta attraverso un meccanismo di adeguamento automatico dei tassi di interesse. Quando vi è una diminuzione della domanda di attività in dollari di Hong Kong, l'HKMA è pronto ad acquistare dollari di Hong Kong dalle banche, provocando così una contrazione della base monetaria. In questa maniera i tassi di interesse salgono, creando le condizioni monetarie favorevoli agli afflussi di capitale, in modo da mantenere la stabilità del tasso di cambio. Al contrario, se vi è un aumento della domanda di attività in dollari di Hong Kong, che porta ad un rafforzamento del tasso di cambio, l'HKMA è pronto a vendere dollari di Hong Kong alle banche. Di conseguenza la base monetaria si espande, esercitando una pressione al ribasso sui tassi di interesse e scoraggiando così i continui afflussi di capitali.

Il secondo punto riguarda invece il fatto che l'HKMA è responsabile della regolazione e della supervisione bancaria, nonché dell'attività di raccolta di depositi a Hong Kong. A tale scopo, il Fondo ha importanti compiti in merito all'autorizzazione delle banche, e allo stesso tempo una delle sue principali funzioni statutarie è quella di promuovere e incoraggiare gli adeguati standard di condotta e le pratiche commerciali sane e prudenti degli istituti autorizzati.

Si giunge così infine al terzo punto, che è quello che riguarda più da vicino la presente analisi, poiché serve a classificare l'HKMA come Fondo sovrano.

A sostegno delle politiche per il consolidamento e lo sviluppo di Hong Kong come centro finanziario internazionale, l'HKMA (in collaborazione con le altre autorità competenti) è responsabile da un lato della promozione della fiducia nei sistemi monetari e finanziari di Hong Kong attraverso la partecipazione attiva nei centri bancari e finanziari internazionali, dall'altro della manutenzione e dello sviluppo delle infrastrutture finanziarie della regione. In questo senso il Fondo ha aperto una serie di linee di dialogo preferenziali con le maggiori Banche centrali del mondo e all'interno dei principali forum internazionali, quali il FMI e la Banca Mondiale. Non solo, ma

³⁸ Attualmente: 1 USD = 7,78 HKD.

tenendo in considerazione il rapido sviluppo dei mercati finanziari nella regione asiatica e la crescente complessità delle questioni affrontate dalle banche in essi operanti, una più stretta collaborazione e un continuo scambio di opinioni con tali banche sono ritenuti essere requisiti essenziali. A tal fine l'HKMA ha creato una rete di accordi bilaterali pronti contro termine³⁹ sui Buoni del Tesoro statunitensi con le altre Banche centrali asiatiche. In particolare il Fondo ha stipulato accordi di riacquisto con Banche centrali o autorità monetarie provenienti da Australia, Corea del Sud, Filippine, Giappone, Indonesia, Malesia, Nuova Zelanda, Singapore e Thailandia.

In merito ai rapporti con la Banca centrale cinese, l'HKMA e la PBC nel 2009 hanno concordato un *currency swap agreement*, in base al quale, in caso di necessità, il supporto di liquidità a breve termine può essere fornito sia per le operazioni in Cina da parte delle banche di Hong Kong, sia per le operazioni in Hong Kong da parte delle banche cinesi. L'accordo contribuisce anche allo sviluppo delle transazioni commerciali denominate in renminbi fra Hong Kong e il resto della Cina. La Cina ha sostenuto tali impegni attraverso la cooperazione pratica con Hong Kong: negli ultimi quindici anni l'HKMA e la PBC hanno lavorato a stretto contatto su molti problemi di interesse comune, quali le discussioni sulle questioni monetarie e la creazione di nuovi collegamenti tra i sistemi di pagamento di Hong Kong e della Cina.

A tale proposito, nel 2004 Hong Kong è stato il primo mercato offshore a lanciare attività in renminbi. Le banche e gli altri istituti finanziari di Hong Kong si sono specializzate nel corso del tempo nell'offerta di una gamma completa di servizi in renminbi, per soddisfare le esigenze delle diverse aziende e degli investitori. Avente come punto di forza il suo status di centro finanziario internazionale e come vantaggio unico il suo stretto legame con la Cina continentale, Hong Kong è divenuto così in poco tempo il centro mondiale del commercio e dei servizi bancari in renminbi.

L'HKMA ha svolto un ruolo chiave nello sviluppo di un'infrastruttura finanziaria sicura ed efficiente, essenziale per la stabilità e l'integrità dei relativi sistemi monetari e finanziari. Grazie all'attento operato del suo Fondo sovrano, la regione di Hong Kong ha sperimentato lo sviluppo di una solida infrastruttura finanziaria, in grado di

³⁹ Un accordo di riacquisto bilaterale è un accordo che consente di acquisire titoli ad un importo concordato di denaro contante, e di rivendere gli stessi titoli in un determinato momento successivo per un determinato importo. Per ridurre al minimo i rischi di credito, i Buoni del Tesoro statunitensi, altamente liquidi, vengono utilizzati come strumenti in tutti gli accordi di riacquisto firmati tra l'HKMA e le altre Banche centrali asiatiche.

accelerare le transazioni economiche e l'intermediazione finanziaria nella regione, ora basata su una piattaforma multi-valutaria e multi-dimensionale: tale processo ha introdotto una serie di miglioramenti sia nel regolare i flussi di pagamento che nel permettere alle banche di utilizzare la liquidità in modo più efficiente. La suddetta piattaforma, che gestisce le transazioni in tempo reale tra le principali valute estere e il dollaro di Hong Kong, ha contribuito ancora di più a consolidare la posizione di Hong Kong come centro finanziario internazionale.

L'ultima funzione che resta da analizzare concerne la gestione dell'*Exchange Fund*, ossia quella componente che contribuisce ad attribuire all'HKMA la qualifica di Fondo sovrano di ricchezza. L'*Exchange Fund* è stato istituito nel 1935, ma solo nel 1976 il Governo di Hong Kong ha iniziato a trasferirvi le riserve valutarie. Tale disposizione è stata attuata con il doppio scopo di evitare alle riserve fiscali di dover sopportare i rischi di cambio derivanti dagli investimenti in attività in valuta estera e di centralizzare la gestione delle attività finanziarie del Governo. Attraverso questo trasferimento delle riserve fiscali, da quel momento la maggior parte delle attività finanziarie del Governo sono state gestite tramite l'*Exchange Fund*.

Prima del 1° aprile 1998 le riserve di bilancio erano collocate tramite l'*Exchange Fund* esclusivamente come depositi in dollari di Hong Kong, e ciò al fine di ridurre al minimo il rischio di mercato. Dal momento però che le riserve ufficiali erano cresciute notevolmente nel corso degli anni, si è deciso che le riserve fiscali collocate presso l'*Exchange Fund* dovessero essere gestite più attivamente, al fine di raggiungere dei maggiori rendimenti reali a lungo termine. In questa scelta si riscontra quindi una profonda analogia con quanto avverrà pochi anni dopo, con la creazione del CIC quale nuovo e più remunerativo veicolo di investimento.

Il ruolo statutario dell'*Exchange Fund* è principalmente quello di influenzare, direttamente o indirettamente, il tasso di cambio della valuta di Hong Kong. Le sue funzioni sono state estese nel 1992, con l'introduzione del ruolo secondario di mantenere la stabilità e l'integrità dei sistemi monetari e finanziari di Hong Kong, e con l'obiettivo di difendere lo status di Hong Kong quale centro finanziario internazionale. Finalità che quindi ricalcano da vicino quelle della controllante HKMA. Quest'ultima, oltre a garantire che l'*Exchange Fund* adempia ai propri

compiti statutari, si occupa di gestire attivamente il suo patrimonio. Questo è composto prevalentemente da strumenti del mercato monetario altamente negoziabili e da titoli azionari in valuta estera. Inoltre, per soddisfare le esigenze operative del Governo locale, una percentuale minore del patrimonio dell'*Exchange Fund* è composto anche da titoli denominati in dollari di Hong Kong.

L'HKMA sottopone regolarmente a verifica la propria strategia e le operazioni di investimento. In linea con le finalità statutarie per le quali l'*Exchange Fund* è stato creato e mantenuto, le strategie di investimento sono simili a quelle delle altre Banche centrali che svolgono il ruolo di autorità monetarie dei propri Paesi. Pertanto, per soddisfare l'obiettivo della salvaguardia del capitale, fornendo liquidità per mantenere la stabilità finanziaria e valutaria e generando un adeguato a lungo termine, l'*Exchange Fund* è ulteriormente suddiviso e gestito in tre portafogli distinti.

1. Il *Backing Portfolio* assicura che la base monetaria sia pienamente sostenuta da titoli denominati in dollari statunitensi altamente liquidi.
2. L'*Investment Portfolio*⁴⁰ preserva il valore del fondo per le future generazioni di cittadini di Hong Kong.
3. Lo *Strategic Portfolio*, istituito nel 2007, detiene azioni acquisite dal Governo di Hong Kong per scopi strategici⁴¹.

È possibile quindi concludere, in base a quanto appena detto, che l'HKMA si configura come un misto tra un *Pension reserve Fund* e uno *Strategic Fund*.

Inizialmente i conti dell'*Exchange Fund* erano confidenziali. In seguito, in linea con l'impegno per una maggiore trasparenza nella comunicazione, il Governo ha iniziato a pubblicare i conti del Fondo: dal 1992 con cadenza annuale, dal 1995 con cadenza semestrale. Dal 1997, invece, sono stati anche pubblicati mensilmente i dati principali riguardanti le riserve in valuta estera. Nel 2000 la trasparenza dell'HKMA è stata ulteriormente rafforzata dalla realizzazione di un modello di dati sulle riserve

⁴⁰ Come si può notare, esso completa il nome esteso comunemente attribuito al Fondo, ossia *Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio*. Tuttavia, in questa sede si è scelto di analizzare l'HKMA nel suo complesso e non esclusivamente in questo suo singolo comparto, poiché è evidente non solo che sussistono delle strette interrelazioni operative con le altre divisioni del Fondo, ma anche che un'analisi che non fosse stata onnicomprensiva avrebbe rischiato di tralasciare alcune importanti caratteristiche qualificanti di questo Fondo sovrano.

⁴¹ A causa della sua differente natura, quest'ultimo portafoglio non è incluso nella valutazione del rendimento complessivo degli investimenti dell'*Exchange Fund*.

internazionali e sulla liquidità in valuta estera, il quale fornisce oltretutto un ampio resoconto delle attività, garantendo così una comunicazione al pubblico di tali informazioni in maniera tempestiva e accurata. In quest'ultimo ambito è possibile notare una significativa differenza da tutti gli altri Fondi sovrani cinesi, non solo da quelli meno trasparenti, ma anche dallo stesso CIC: differenza che non è per nulla colta dal solo punto di differenza che si riscontra tra i due Fondi in base al *Linaburg-Maduell Transparency Index* (8 per l'HKMA, 7 per il CIC).

Il quarto Fondo sovrano cinese per dimensione è il *National Social Security Fund* (NSSF), fondato nel 2000 e con un patrimonio stimato di 202 miliardi di dollari. Tale Fondo è stato creato assieme al *National Council for Social Security Fund* (SSF), un organismo che si occupa di gestire e monitorare le attività del NSSF stesso.

Il NSSF, come si può intuire dal suo nome, è un *Pension reserve Fund*, ed ha una valenza molto particolare all'interno del sistema economico cinese: è infatti qualificato quale riserva strategica di sicurezza sociale atta a soddisfare le future esigenze pensionistiche della popolazione. Come si è detto più volte nel *Capitolo 2*, le pluridecennali politiche di controllo delle nascite porteranno tra non molto ad un picco nell'invecchiamento della popolazione cinese, e pertanto il Governo avrà necessità di fonti di finanziamento straordinarie per far fronte a tale problematica: il NSSF si configura proprio come una di queste fonti di finanziamento.

Il NSSF deriva le proprie risorse principalmente da introiti fiscali trasferiti dal Governo centrale, dal capitale derivante dal trasferimento di azioni di proprietà statale e dal capitale raccolto mediante altri metodi approvati dal Consiglio di Stato. Ed in effetti il SSF è un ente governativo posto direttamente sotto il controllo del Consiglio di Stato della RPC, ed in qualità di istituto giuridico indipendente responsabile per la gestione e per il funzionamento del NSSF ha le seguenti principali responsabilità⁴²:

- a) gestire il capitale allocato dal Governo centrale;
- b) formulare e attuare le strategie operative di investimento;
- c) monitorare le operazioni di investimento e di custodia dei beni;
- d) monitorare la gestione finanziaria e contabile ed elaborare i relativi rapporti;
- e) eseguire le altre funzioni assegnate dal Consiglio di Stato.

⁴² Nostra traduzione dal sito del NSSF

Per quanto concerne le modalità di investimento, il NSSF può o investire direttamente il patrimonio o nominare dei gestori autorizzati ad investire. Nel primo caso, però, può solo investire in depositi bancari o titoli di Stato: per tutti gli altri tipi di investimenti ha quindi bisogno di nominare dei gestori di fondi specializzati. Secondo le *Preliminary Rules* del NSSF, almeno il 50% del patrimonio complessivo deve essere investito in depositi bancari o titoli di Stato, mentre le azioni non possono costituirne una quota superiore al 40% e le obbligazioni una superiore al 10%. In tutti i modi, vi è comunque l'obbligo di sottostare al principio in base al quale l'apprezzamento del valore delle attività deve essere conseguito senza pregiudicare la sicurezza e la liquidità degli investimenti.

In conformità con una tale impostazione statutaria, fino al 2003 quasi tutti i fondi del NSSF erano autogestiti e mantenuti sotto forma di obbligazioni di cassa e di governo⁴³. Di conseguenza nei primi tre anni di vita il Fondo ha registrato rendimenti molto modesti, compresi tra il 2% e il 3%. Per ottenere miglioramenti in questo senso, alla fine del 2003 il NSSF ha nominato sei gestori di fondi per azioni e obbligazioni nazionali, affidando ad essi complessivamente il 24% degli asset del Fondo. Nel giro di altri due anni i gestori sono stati aumentati a dieci e il patrimonio ad essi affidato al 34%, ma i rendimenti sono ugualmente rimasti bassi.

La strategia di investimento si è quindi evoluta verso una forma più propensa all'acquisto di azioni, tanto che nel 2006 la quota di queste sul totale è stata portata al 37,20%, molto vicina dunque al limite del 40%. Ed è proprio in quest'anno che si è registrato un eccezionale aumento della performance del Fondo, che è passata dal 4,16% al 29,01%. Tale miglioramento è stato provocato da una delle mosse più innovative autorizzate in modo consapevole dal Governo cinese, ovvero l'esecuzione di investimenti pre-IPO strategici in grandi aziende cinesi, in particolare banche⁴⁴, a prezzi estremamente interessanti. Infatti, dato che i prezzi IPO tendono ad essere significativamente più alti rispetto ai prezzi pagati dagli investitori pre-IPO, questi investimenti hanno generato enormi profitti per il NSSF⁴⁵.

⁴³ Per analizzare empiricamente gli investimenti effettuati dal NSSF e i rendimenti realizzati ci si è avvalsi prevalentemente dei report annuali del Fondo e del lavoro di Leckie e Ning (2009).

⁴⁴ Uno dei primi investimenti di questo genere è avvenuto proprio con la già citata *Bank of Communications*, che come si è detto è stata più volte utilizzata come "cavia" per la realizzazione di nuove tipologie di operazioni.

⁴⁵ Profitti virtuali, nel senso che verranno realizzati solo quando le azioni saranno vendute.

A questo punto, la governance del NSSF ha cominciato ad esercitare pressioni sul Governo affinché quest'ultimo le concedesse la possibilità di investire all'estero, poiché il Fondo aveva accumulato notevoli quantità di capitali stranieri. Dopo un lungo iter procedurale, nel Marzo del 2006 il Governo ha concesso l'autorizzazione normativa in tal senso, e pertanto da questa data il NSSF è diventato ufficialmente un Fondo sovrano. Al 2011⁴⁶ si arrivavano a contare 18 gestori di investimenti nazionali e 22 gestori di investimenti all'estero, la totalità dei quali gestiva il 42% del patrimonio del Fondo. Il ritorno medio annualizzato delle attività si è attestato attorno all'8,30%.

Come si è detto, il NSSF vuole essere una soluzione al problema dell'invecchiamento della popolazione cinese e in futuro dovrebbe servire come fondo di riserva strategica atto a sostenere i fabbisogni straordinari della previdenza sociale. Al di là di questo ampio mandato ufficiale, però, non si sa nulla su come esattamente il NSSF si inserirà nel sistema pensionistico cinese. Ad esempio, non è chiaro se il NSSF coprirà tutti gli aspetti della sicurezza sociale (pensione, assicurazione medica, assicurazione contro la disoccupazione, compensazione dei lavoratori, sussidio di maternità e sussidio di riduzione della povertà) o se si concentrerà esclusivamente sulle pensioni. Come notano Leckie e Ning (2009), l'espressione «riserva strategica» sembra implicare che il Fondo verrà usato solo in situazioni di emergenza, come ad esempio il salvataggio del sistema pensionistico a livello provinciale, ma questa funzione di garanzia non è chiaramente specificata. Inoltre, non è ancora del tutto chiaro in quali forme saranno erogati i fondi del NSSF, se attraverso prestiti, sovvenzioni o sussidi.

Il pericolo principale che deriva da un tale stato di incertezza è che la mancanza di finalità e obiettivi chiaramente definiti possa generare false aspettative tra i vari gruppi sociali, nonché portare ad uso improprio dei fondi, soprattutto sotto l'influenza politica. Il Consiglio di Stato dovrà riflettere molto attentamente e definire manifestamente e quanto prima gli obiettivi e le finalità specifiche del NSSF.

Per ciò che concerne la struttura di governance del NSSF, questa è basata su un sistema di tre commissioni non permanenti, ovvero il Comitato di investimento, il Comitato per la gestione del rischio e il Comitato di valutazione.

⁴⁶ A tale data corrispondono gli ultimi dati ufficiali presenti sul sito del NSSF.

Il Comitato di investimento è l'organo decisionale, ed è composto da 17 membri, tra cui un Presidente e tre Vice Presidenti. Presidente e Vice Presidenti sono nominati direttamente dal Consiglio di Stato, mentre i restanti 13 consiglieri comprendono alti funzionari governativi. Attualmente nessun amministratore indipendente esterno è incluso nel Comitato. È evidente che una tale strutturazione rappresenta un limite per il NSSF, giacché a livello internazionale (ma anche a livello di altre società cinesi quotate) i fondi pensione statali hanno strutture di governance molto più trasparenti e democratiche. Infatti, l'inclusione di amministratori indipendenti nel Comitato, da un lato aiuterebbe il NSSF ad affrontare al meglio i potenziali problemi di agenzia, dall'altro contribuirebbe a renderlo più resistente alle influenze politiche in grado di compromettere le finalità del Fondo. Se poi nel board venissero inclusi anche esperti internazionali, il NSSF potrebbe trarre ulteriori benefici dalle loro conoscenze dei mercati e migliorare così il pensiero strategico globale e il processo decisionale.

La comunicazione e la trasparenza sulle operazioni e sugli investimenti del Fondo devono essere altresì migliorate: il NSSF totalizza un insufficiente punteggio di 5 nel *Linaburg-Maduell Transparency Index*. Ed in effetti i dati sulle operazioni e sui rendimenti degli investimenti vengono pubblicati solo mediante stringate relazioni annuali, nelle quali oltretutto sembra che i conti non siano certificati e che i valori riportati siano valutati in base al costo storico e non al *fair value*.

L'ultimo Fondo sovrano cinese che interessa il presente elaborato è il *China-Africa Development Fund (CADF)*, un "piccolo" istituto con patrimonio di 5 miliardi di dollari. Questo è stato istituito nel 2007 dalla *China Development Bank*, che come si ricorderà è una delle tre grandi *policy banks*, ed è da essa diretto e controllato; di conseguenza il suo capitale è interamente garantito dal Governo centrale della RPC. La creazione del CADF è stata annunciata dal presidente Hu Jintao⁴⁷ come una delle "otto misure" atte a rafforzare le relazioni sino-africane.

Infatti lo scopo primario del CADF è quello di attivare opportuni meccanismi di mercato di cooperazione commerciale, al fine sia di ridurre i rischi degli investimenti cinesi in Africa, sia di aiutare i più meritevoli progetti commerciali africani a trovare partner cinesi. In generale, il Fondo ha investito in progetti a basso rischio in grado di

⁴⁷ Il 4 Novembre 2006, a Pechino, durante il vertice sulla cooperazione Cina-Africa.

fornire con ragionevole sicurezza rendimenti buoni e costanti per un lungo periodo di tempo: ad esempio, sono state effettuate diverse acquisizioni in imprese operanti nei settori minerario e delle telecomunicazioni.

Vista la limitata rilevanza economica del Fondo, gli aspetti relativi alla governance e alle attività del CADF non verranno analizzati nel presente elaborato, ma ci si limiterà a dire che anch'esso riporta un livello di trasparenza molto basso, in quanto totalizza appena un punteggio di 5 nel *Linaburg-Maduell Transparency Index*.

Per concludere questo *Paragrafo 3.2* relativo ai Fondi sovrani che affiancano il CIC, si vuole parlare brevemente di un'entità finanziaria che, in quanto privata, non può essere considerata un Fondo sovrano, ma che ha una rilevanza talmente grande (all'interno della Cina ma anche all'estero) da non poter non essere menzionata: la *Ping An Insurance Group Company of China* (d'ora in avanti semplicemente *Ping An*). La *Ping An*, fondata a Shenzhen nel 1988, è stata la prima compagnia assicurativa cinese ad adottare la struttura a partecipazione azionaria e ad introdurre capitali stranieri, sviluppando di conseguenza una configurazione di governance solida, di matrice internazionale e specializzata nei processi gestionali. Ad oggi il Gruppo è in grado di offrire una gamma completa di servizi finanziari integrati relativi ai suoi tre *core business*, ovvero servizi bancari, assicurativi e di investimento. Risale al 2004 la quotazione sulla Borsa di Hong Kong e al 2007 quella sulla Borsa di Shanghai. Con una capitalizzazione di mercato di 66 miliardi di dollari, al 2014 la *Ping An* risulta essere la maggiore impresa cinese non statale per dimensioni.

3.3. I contrasti tra la People's Bank of China e il Ministero delle Finanze nella gestione delle riserve valutarie

All'interno della compagine politica e finanziaria di Pechino il maggiore conflitto per il controllo e per la gestione delle riserve valutarie è, fin dagli albori della RPC, quello tra il Ministero delle Finanze e la PBC. Apparentemente tale circostanza potrebbe sorprendere, visto che l'istituzione della Banca centrale cinese nel 1948 è avvenuta proprio per intervento del Ministero delle Finanze. Quest'ultimo riteneva infatti indispensabile avere sotto il proprio controllo un organo bancario e finanziario in grado di esercitare direttamente la politica monetaria. Ed in effetti per quasi trent'anni tale esercizio è avvenuto quasi congiuntamente tra i due organismi: le tensioni interne non sono mai mancate, però prevaleva il perseguimento di quella che potremmo definire una strategia governativa coordinata.

È negli anni Ottanta, in concomitanza con la forte crescita economica del Paese, che il rapporto tra le due agenzie governative comincia ad incrinarsi. Infatti, la crescita del potere e della ricerca di autonomia da parte della PBC si è sviluppata di pari passo con l'accumulo di riserve in valuta estera di cui essa è responsabile. È evidente, quindi, che ancora di più negli ultimi quindici anni lo sviluppo eccezionale del suddetto processo ha portato la Banca centrale e il Ministero delle Finanze ad una definitiva rottura, di tale portata che il Governo cinese non ha nemmeno più tentato di mascherarne l'esistenza, così come avveniva in precedenza.

Dall'inizio degli anni Duemila il Ministero delle Finanze ha cominciato a richiedere la creazione di un grande Fondo sovrano cinese (ovviamente gestito dal Ministero stesso) che potesse investire una parte delle riserve in titoli ad alto rendimento. Ogni richiesta è stata puntualmente corrisposta da una netta opposizione da parte della PBC, motivata da una pretesa di ricerca dell'equilibrio tra rischio e ritorno degli investimenti, garantita senza incognite (secondo la PBC) solo dai Buoni del Tesoro americani. Inoltre la governance della PBC, che come si è già detto attraverso la SAFE gestiva praticamente in esclusiva l'esercizio delle riserve valutarie, sosteneva che l'ammontare complessivo delle riserve in possesso della RPC non fosse ancora sufficiente a garantire la sicurezza del Paese nell'eventualità di crisi sistemiche.

Con il passare degli anni e con la crescita senza precedenti delle esportazioni, però, si è progressivamente ridotta la necessità di accumulare ulteriori riserve a scopo cautelativo, e la PBC non ha più potuto negare la disponibilità di ingenti fondi atti ad essere reinvestiti in progetti ad un maggiore tasso di rischio, sia a livello nazionale che internazionale. Pertanto, è la Banca centrale stessa che tra il 2003 e il 2007 ha utilizzato una buona parte di questi fondi per ristrutturare numerose società statali, soprattutto nel settore bancario e finanziario. È proprio tramite la *Central Huijin*, già analizzata nel *Paragrafo 3.1*, che la PBC ha investito oltre 5.000 miliardi di renminbi in decine di aziende statali (tra le quali anche alcune grandi banche commerciali come la *Bank of China*), garantendone altresì la quotazione sui mercati azionari (a seconda dei casi) di Hong Kong, Shanghai e Shenzhen⁴⁸.

Contemporaneamente la PBC crea anche una sussidiaria della *Central Huijin*, la *Jianyin Investment*, avente il compito specifico di ristrutturare le imprese finanziarie messe in crisi dagli scandali per corruzione e agiotaggio degli anni precedenti. Tutto questo processo porta naturalmente ad un sensibile incremento della sfera di influenza della PBC a scapito del Ministero delle Finanze.

Si giunge così ad un periodo nel quale diventano ancora più insistenti le richieste, da parte degli ambienti vicini al Ministero delle Finanze, sulla creazione di un Fondo sovrano, da porre sotto il controllo del Ministero stesso. Constatato il sostanziale clima di indifferenza dell'opinione pubblica al riguardo, al fine di pilotare la scelta politica a proprio favore, il Ministero delle Finanze decide di intraprendere una pericolosa strategia, mai sperimentata in precedenza da un'agenzia governativa del rigido sistema cinese: lo spostamento del dibattito dall'interno degli organi di Governo all'attenzione dei mass media, e quindi della popolazione. Durante il biennio 2005-2006 il Ministro delle Finanze, Jin Renqing, tiene varie conferenze e rilascia diverse interviste ai media accreditati, nelle quali evidenzia la necessità di gestire in modo più produttivo il grande eccesso di riserve valutarie della RPC. Egli si rende conto che per spostare l'ago della bilancia a proprio favore ha bisogno di una figura popolare, preparata e carismatica, che possa creare e guidare il nascente Fondo sovrano. È così che viene designato a ricoprire tale ruolo il Vice Ministro delle Finanze Lou Jiwei.

⁴⁸ Alcune imprese sono state quotate addirittura sul NYSE di New York.

Nel frattempo all'interno del Paese il Ministero delle Finanze tenta di riacquisire un certo grado di influenza sulle banche commerciali: per controbilanciare l'operato della PBC, si occupa della ristrutturazione dell'*Industrial and Commercial Bank of China* e della *China Construction Bank*. Il conflitto tra la Banca centrale e il Ministero delle Finanze si sposta gradualmente dal livello nazionale della ricapitalizzazione delle banche a quello internazionale della gestione delle riserve valutarie, nell'ambito del quale la scelta del Ministero di pubblicizzare così ampiamente la nascita del nuovo Fondo sovrano genera aspettative presso tutti i livelli politici e della popolazione. Durante tutto questo periodo ciascuna delle due agenzie governative sostiene di essere la più adatta per il controllo del nuovo Fondo sovrano cinese. Da un lato il Ministero delle Finanze attacca la PBC in merito alla direzione della SAFE, denunciando una scarsa e poco remunerativa gestione delle riserve estere del Paese. Dall'altro lato la PBC replica asserendo di essere l'unica istituzione dotata dell'esperienza necessaria nella gestione degli investimenti esteri.

Di fronte ad un tale clima di tensione interna, nel 2006 il Governo di Pechino acconsente, seppur con qualche remora, alla creazione di un Fondo sovrano, specificando però che questo debba eventualmente derivare le proprie disponibilità finanziarie dal potenziamento della già esistente *Central Huijin*. Il Ministero delle Finanze pensa bene di sfruttare a proprio vantaggio questa situazione, e mediante una sorta di colpo di mano anticipa la PBC sul controllo della *Central Huijin* (in realtà di fatto glielo sottrae), candidandosi così sostanzialmente a controllare il nascente Fondo. In effetti, la *Central Huijin* poco dopo viene posta sotto il controllo di un nuovo istituto nominato *State Investment Company*, successivamente rinominato per l'appunto *China Investment Corporation*. Anche gran parte del personale del Ministero delle Finanze viene assorbita all'interno del nuovo Fondo sovrano, eliminando così di fatto qualsiasi legame diretto con la PBC.

Per dare concreta attuazione al progetto del nuovo Fondo sovrano, il Governo ha dovuto mettere in atto una complessa operazione finanziaria, che è stata sommariamente descritta nel *Paragrafo 3.1*. La cosa particolarmente interessante da notare è che tra i suoi primi atti il CIC ha acquistato diverse attività bancarie domestiche direttamente dalla PBC: oltre alla *Central Huijin* e alla *Jianyin Investment*,

acquisite interamente, il Fondo è diventato azionista di maggioranza (ottenendone di conseguenza il controllo) della *China Construction Bank*, della *Bank of China*, della *Industrial and Commercial Bank of China* e della *China Everbright Bank*.

L'operato successivo del CIC è già stato presentato in modo approfondito sempre nel *Paragrafo 3.1*, e fondamentalmente si è sostanziato in diverse partecipazioni in grandi istituti finanziari occidentali. Quello che invece interessa ora la presente analisi è che, sul piano globale, la conquista del controllo sul CIC da parte del Ministero delle Finanze è stata subito coperta dalla PBC con una gestione più aggressiva delle riserve sui mercati esteri, effettuata mediante l'azione della SAFE⁴⁹. Come si è visto nel *Paragrafo 3.2*, la SAFE ha investito decine di miliardi di dollari in diverse aziende britanniche, australiane e statunitensi, ma molti altri acquisti azionari sono probabilmente rimasti ignoti perché al di sotto delle soglie proprietarie da segnalare. Si era anche detto, però, come a livello formale fosse stata stabilita dal Governo una naturale suddivisione dei mandati di investimento: la SAFE con il compito di controllare la posizione complessiva delle riserve cinesi in valuta estera, il CIC con quello di investire all'estero le riserve in eccesso. In realtà tale suddivisione non è stata affatto rispettata, perché la SAFE ha iniziato a investire in posizioni azionarie all'estero, mentre il Governo sembrava aver specificamente designato il CIC per questo compito. La creazione di quest'ultimo Fondo sovrano, quindi, anziché sanare i contrasti tra le due agenzie governative, li ha accentuati.

La SAFE, però, in relazione ai rapporti con il CIC, a quanto risulta non ha investito all'estero avendo di mira solamente obiettivi economici, ma anche tenendo un occhio (e forse due) ai risvolti politici. Può fungere da esempio in questo senso un momento particolare, registratosi tra la fine del 2007 e l'inizio del 2008, quando dopo dieci anni di attività è stata rivelata al pubblico l'esistenza della SAFEIC, la sussidiaria della SAFE di Hong Kong che come detto rappresenta nello specifico il suo Fondo sovrano. Ebbene, nel Settembre del 2008 il *Financial Times* ha rivelato che durante l'anno precedente un ignoto ammontare di denaro della SAFE era stato usato, tramite la SAFEIC, come parte di un pacchetto di incentivi per convincere la Costa Rica a

⁴⁹ Come scrive Arduino (2009, p. 70): «nel 2008, ad esempio, la SAFE decide di utilizzare le filiali registrate a Hong Kong per entrare nel capitale sociale di quattro delle maggiori banche australiane, il tutto senza informare il Ministero delle Finanze».

spostare il proprio riconoscimento diplomatico da Taiwan alla Cina. La SAFE aveva accettato infatti di acquistare titoli di Stato della Costa Rica ad un basso tasso di interesse, e questo nonostante le precedenti promesse del Governo di Pechino (in merito al fatto che gli investimenti dei Fondi sovrani non sarebbero stati utilizzati per promuovere i propri obiettivi politici). La mossa ha puntualmente sortito gli effetti sperati, e il 7 Giugno del 2007 la Costa Rica ha definitivamente rotto i legami diplomatici con la Repubblica di Cina a favore della RPC⁵⁰.

Alla luce di quanto appena detto dovrebbe essere in parte riesaminato il rapporto tra la PBC e il Ministero delle Finanze, poiché non è chiaro se la SAFE abbia veramente creato un proprio Fondo sovrano per gareggiare con il CIC in una “segreta” (almeno all’inizio) guerra burocratica, oppure se la SAFEIC rappresenti solo un mascheramento per sfuggire all’opinione pubblica, mentre questa si concentra in via esclusiva sul CIC. Allora sotto quest’ultima ipotesi il conflitto tra le due agenzie governative potrebbe addirittura essere una gigantesca farsa, architettata nel più sapiente dei modi dalle autorità cinesi, che hanno mostrato dapprima di voler nascondere tale rivalità, e poi di essere costrette a confessarla al pubblico.

È evidente che queste sono tutte supposizioni, giacché con la pochezza degli elementi conoscibili è molto difficile interpretare la realtà, tuttavia si ritiene che una via di mezzo tra le due ipotesi potrebbe rappresentare l’interpretazione più corretta.

Inoltre, il fatto che ad avere tali conflitti sia una potenza economica mondiale solleva una questione più ampia: se gli investimenti esteri in Cina sono formalmente controllati dal CIC, dalla SAFE e dalle banche di proprietà dello Stato, allora questi guideranno certamente l’espansione all’estero delle imprese statali cinesi, che come si è detto hanno strutturalmente il ruolo di protagoniste nell’economia del Paese. Ciò implica naturalmente un rilevante cambiamento di strategia economica, poiché il Governo permetterà agli ingenti capitali in possesso delle imprese nazionali di lasciare la Cina attraverso investimenti di portafoglio all’estero. L’attuazione e l’impatto di questo cambiamento portano alla necessità di operare un’ulteriore riflessione.

⁵⁰ Attualmente sono rimasti solo 23 Paesi al mondo che intrattengono relazioni diplomatiche formali con Taiwan: Belize, Burkina Faso, Città del Vaticano, El Salvador, Gambia, Guatemala, Haiti, Honduras, Kiribati, Isole Marshall, Nauru, Nicaragua, Palau, Panamá, Paraguay, Repubblica Dominicana, Saint Kitts e Nevis, Santa Lucia, Saint Vincent e Grenadine, São Tomé e Príncipe, Isole Salomone, Swaziland, Tuvalu.

Permettendo alle aziende di investire parte delle loro entrate in valuta straniera all'estero si può ridurre la pressione sul renminbi, perché l'afflusso di valuta estera può chiaramente mitigare l'apprezzamento della valuta nazionale. Secondo la SAFE si è resa quindi necessaria la codifica di nuove regole atte a semplificare le abilitazioni per le aziende cinesi che intendono investire all'estero. In questo modo il Governo, ovviamente tramite la stessa agenzia di gestione delle riserve, otterrà un maggiore controllo sui suddetti flussi di denaro, che saranno quindi in un certo modo "camuffati" come proventi da esportazione. Questo consentirà inoltre alle autorità di controllare in modo più accurato i saldi commerciali, per stanare eventuali investimenti speculativi. La SAFE (e quindi a monte la PBC) in questo quadro avrà il compito di monitorare e supervisionare le operazioni delle banche, per assicurarsi che queste rispettino le nuove regole di gestione dei cambi, rimpiazzando di fatto i parziali poteri che in questo campo sono di competenza del Ministero delle Finanze. All'autorità di vigilanza dovrà anche essere concessa la facoltà di ampliare i requisiti di segnalazione per le istituzioni finanziarie, e ciò sempre al fine di aumentare il monitoraggio degli afflussi di capitali illegali, un problema che da sempre affligge il Paese in modo grave.

Wright (2008) ha analizzato in modo approfondito le cause che hanno spinto la SAFE a sconfinare nel campo di investimenti di competenza del CIC. In gran parte, infatti, oltre alla creazione di nuove regole evidentemente a favore della SAFE, in questo "gioco burocratico" tra Banca centrale e Ministero delle Finanze, la prima si porta dal passato altri evidenti vantaggi.

In primo luogo, gli investimenti iniziali del CIC hanno subito forti perdite, e di conseguenza sono stati pesantemente criticati a livello nazionale, rafforzando la tesi della Banca centrale sul fatto che la SAFE fosse l'istituzione più esperta nella gestione degli investimenti esteri. Sempre secondo la PBC, se il Consiglio di Stato intendesse compensare adeguatamente il rischio di deprezzamento del dollaro diversificando le riserve della Cina, questo obiettivo potrebbe essere raggiunto in modo più sicuro e redditizio utilizzando come strumento la SAFE piuttosto che il CIC.

In secondo luogo, vi è una diversa attenzione nel monitoraggio dei due Fondi, sia a livello nazionale che internazionale. Il CIC è stato oggetto di una enorme copertura mediatica speculativa sin dalla sua creazione, con i mercati internazionali che hanno

seguito il Fondo in ogni sua mossa rintracciabile. Di riflesso il CIC ha fatto numerose promesse a livello internazionale riguardo il mantenimento di una certa trasparenza concernente la propria strategia di investimento. I rendimenti delle partecipazioni del CIC sono infatti resi noti e possono essere esaminati da una moltitudine di osservatori, sia all'esterno che all'interno del Governo cinese (nonostante ciò il grado effettivo di trasparenza è stato sempre piuttosto basso)⁵¹.

Al contrario, la SAFE è attiva sui mercati internazionali da diversi anni, e le sue partecipazioni rimangono quasi del tutto opache, anche all'interno degli alti esponenti della burocrazia cinese. I rendimenti sulle partecipazioni della SAFE sono noti, infatti, solo a pochi individui chiave all'interno della stessa Banca centrale e del Consiglio di Stato. Inoltre, la struttura gestionale del CIC, rispetto alla quale la SAFE ha poteri di supervisione, fornisce alla seconda delle importanti informazioni sulle strategie di investimento del primo; all'opposto, nessun membro del CIC è a conoscenza delle attività della SAFE. In un Governo, come quello cinese, con una forte propensione per la segretezza, questa circostanza determina per la SAFE non indifferenti vantaggi burocratici nei confronti del CIC.

In terzo luogo, la SAFE al 2007 aveva già un vantaggio strutturale rispetto al CIC, rappresentato dal possesso di un discreto numero di manager già operanti sui mercati internazionali, i quali avevano accumulato esperienza negli anni di vertiginosa crescita delle riserve valutarie del Paese. Il CIC, al contrario, si trovava appena al debutto della propria operatività sui mercati, e ha dovuto reclutare personale qualificato in modo frettoloso e con strategie "aggressive". È evidente però che tali metodi non sono affatto sufficienti a garantire una buona gestione, poiché la creazione di un efficace sistema di controllo degli investimenti richiede molto tempo. Nel *Paragrafo 3.1* si è già visto come la politica del personale rappresenta una delle sfide più pressanti per il CIC.

Tra le due gestioni delle riserve da parte del Ministero delle Finanze e della PBC vi è inoltre una differenza sostanziale, che è già stata accennata nel *Paragrafo 3.1* e nel *Paragrafo 3.2*, ma che è opportuno approfondire: le differenti modalità di finanziamento dei due Fondi sovrani da essi gestiti.

⁵¹ Nonostante ciò, come si è detto nell'analisi del *Paragrafo 2.1*, si ritiene che i rendimenti dichiarati ufficialmente dal CIC non siano del tutto veritieri.

La PBC nella gestione della SAFEIC non deve né pagare alcun interesse sul finanziamento, in quanto si avvale della gestione delle riserve valutarie ad un costo minore del denaro, né sottostare al giudizio del pubblico e dei media, poiché ha l'obbligo di rendere conto dei propri investimenti e dei relativi risultati solo ad una ristretta cerchia di esponenti del Governo centrale.

Il Ministero delle Finanze, al contrario, nella gestione del CIC deve sia sopportare degli alti costi di gestione⁵², sia fronteggiare le pressioni e le grandi aspettative dell'opinione pubblica; speranze che evidentemente la contingente crisi economica e finanziaria internazionale ha reso molto difficili da realizzare, soprattutto in seguito ai grandi investimenti in istituti finanziari occidentali.

Per tutte le suddette motivazioni, si ritiene molto più probabile che l'incursione della SAFE nel campo delle partecipazioni di competenza del CIC non sia altro che la naturale conseguenza delle ostilità burocratiche che intercorrono tra la Banca centrale e il Ministero delle Finanze, piuttosto che la risultante di una strategia coordinata del Governo atta a dividere le responsabilità di investimento tra le due agenzie governative. Il lato positivo, se si vuole, delle azioni sovversive tra di esse, può essere trovato nel fatto che quantomeno tali conflitti sono venuti alla luce e sono stati resi conoscibili all'opinione pubblica.

Come detto, infatti, il conflitto burocratico tra il Ministero delle Finanze e la PBC durava da diversi anni, almeno fin dalla seconda metà degli anni Ottanta. Sebbene il Ministero delle Finanze possa aver ottenuto una vittoria temporanea con la creazione del CIC, l'operatività in investimenti esteri della SAFE palesa il fatto che la PBC non intende abbandonare la sua convinzione di essere l'istituzione più adatta ed efficace per gestire le riserve valutarie della Cina. È importante, pertanto, non limitare l'analisi del conflitto tra Ministero delle Finanze e Banca centrale a quello tra CIC e SAFE, poiché questi due istituti rappresentano solo due parti di una complessa rete di banche, imprese e fondi pensione di proprietà statale, enti che sono tutti assoggettati al controllo dello Stato, ma che a seconda dei casi subiscono l'influenza o del Ministero delle Finanze o della Banca centrale.

⁵² Si ricordi, infatti, che il Fondo è nato mediante l'emissione di obbligazioni preferenziali, le quali dovevano garantire ai sottoscrittori un interesse annuo tra il 4,3% e il 4,7%: nel 2009 il Ministero delle Finanze ha poi modificato i termini del prestito obbligazionario, sostituendo il pagamento degli interessi ai sottoscrittori delle obbligazioni preferenziali con il semplice pagamento di contributi sotto forma di dividendi al Governo centrale.

In definitiva, è possibile constatare come sia presente una dura concorrenza tra le diverse agenzie governative sull'efficienza della gestione delle riserve, gli effetti della quale sollevano non pochi interrogativi, sia sulla politicizzazione della strategia macroeconomica globale della Cina che sul ruolo generale dei Fondi sovrani cinesi. Schena (2012) sostiene che spesso i diversi Fondi sovrani cinesi hanno agito non per il conseguimento dei propri rispettivi obiettivi ma per danneggiarsi a vicenda. Eaton e Zhang (2010) definiscono addirittura questo tipo di competizione «*China's SWF tournament*», una rivalità, quindi, che includerebbe non solo il CIC e la SAFE, ma anche il NSSF e potenzialmente il CADF.

Nel caso del CIC, il cui mandato comprende la diversificazione delle attività mediante un'accurata valutazione complessiva dei rischi, le pressioni generate dalla strategia aggressiva della SAFE hanno causato di riflesso una strategia parimenti aggressiva, quantomeno nei primi anni. In effetti, proprio nel 2007, l'anno di istituzione del CIC, la SAFE è stata autorizzata dal Consiglio di Stato ad investire il 5% del proprio patrimonio in titoli in valuta estera a rendimento non fisso⁵³. In quel momento il 5% delle riserve della Cina equivaleva in pratica ad un potenziale bacino partecipativo di 90 miliardi di dollari, poco meno della metà del patrimonio iniziale del CIC (200 miliardi di dollari). Così, seppure una parte sostanziale del capitale iniziale del CIC è stata impiegata a livello nazionale per sostenere la stabilità e la liquidità del sistema bancario e finanziario cinese, un'altra buona parte delle attività, che (anche per concorrere a livello di rendimenti con la SAFE) è stata impiegata in progetti finanziari ad alto rischio, ha registrato ingenti perdite, portando il rendimento complessivo del Fondo ad un risultato negativo.

È chiaro, dunque, che l'efficienza di un approccio d'investimento che favorisca la concorrenza tra le agenzie governative in futuro dovrà essere giudicata sulla base sia dei rendimenti delle attività detenute sia del contributo al profilo di rischio complessivo del portafoglio delle riserve ufficiali: sarà poi necessario includere questi aspetti in una più ampia revisione della politica di gestione delle riserve.

⁵³ Data la forte opacità del sistema politico cinese, è impossibile verificare la veridicità di tale affermazione, tuttavia ci sono ragioni ed evidenze empiriche che sembrano avvalorarla. Tale notizia è anche apparsa sul giornale cinese *Caijing* del 28 Aprile 2008, ed è stata riportata da Wright (2008).

Come ha anche osservato Wang Jianxi⁵⁴ (Vice Presidente esecutivo e Chief Risk Officer del CIC⁵⁵) in un'intervista al *Wall Street Journal*, se com'è ovvio l'obiettivo del CIC sarà quello di continuare ad espandersi, allora il Consiglio di Stato dovrà obbligatoriamente risolvere il problema delle diverse fonti di finanziamento del CIC rispetto a quelle della SAFEIC. Wang propone anche una serie di possibili soluzioni, tra le quali un ritorno all'emissione di titoli di Stato speciali, oppure la definizione di una partecipazione diretta della PBC nel CIC, o addirittura l'esternalizzazione alla SAFE della gestione di una parte delle attività del CIC.

Nel 2012 il CIC ha ricevuto un'ambigua infusione di capitale dallo Stato, per un importo pari a 30 miliardi di dollari. Ebbene, alcuni report hanno suggerito che tale finanziamento rappresenti una partecipazione della PBC nel CIC, e che in quanto tale possa avere delle conseguenze all'interno della governance del CIC. Naturalmente potrebbe anche essere parte della più ampia soluzione al problema del finanziamento del CIC suggerita da Wang. In entrambi i casi si dovrà pervenire ad una precisa distinzione dei ruoli del CIC e della SAFE e ad una nuova soluzione per il passaggio sistematico delle riserve, al fine di migliorare la capacità di entrambe le organizzazioni di funzionare efficacemente.

⁵⁴ Wei (2012).

⁵⁵ Egli è anche membro del Comitato nazionale della Conferenza politica consultiva del Popolo cinese.

3.4. Il futuro ruolo del renminbi nei mercati finanziari internazionali e i rapporti politici e commerciali tra Cina e Stati Uniti alla luce della teoria della stabilità egemonica di Gilpin

Il renminbi⁵⁶ è la moneta avente corso legale nella RPC⁵⁷ emessa dalla PBC. Anche se l'abbreviazione ufficiale adottata dagli standard internazionali è CNY, quella più comunemente utilizzata è RMB. L'unità base del renminbi è lo *yuan*⁵⁸, il quale a sua volta è suddiviso in 10 *jiao*. Un *jiao* è suddiviso poi in 10 *fen*. In sintesi, il renminbi è suddiviso in tre unità base: *yuan*, *jiao* e *fen*, rispettivamente 1/1, 1/10 e 1/100.

Il renminbi è entrato ufficialmente in circolazione nel 1948, l'anno precedente alla proclamazione della RPC. Durante i primi decenni del Governo comunista il renminbi ha sperimentato forti pressioni inflazionistiche, così le autorità monetarie cinesi hanno ritenuto opportuno stabilire tassi di cambio fissi con le monete straniere e rigide regole di scambio. Per gran parte di quel periodo la moneta cinese è rimasta ancorata al tasso di 2,46 renminbi per dollaro. Solamente dopo il crollo del sistema di Bretton Woods nel 1971, con la sospensione della convertibilità del dollaro in oro, il tasso di cambio è stato rivalutato fino a 1,50 renminbi per dollaro. Con l'avvio del processo di apertura dell'economia cinese nei confronti dell'estero, il Governo ha creato un sistema a doppia valuta che consentiva l'uso del renminbi solo per le transazioni domestiche, mentre per le transazioni estere era necessario disporre di appositi certificati di cambio. Le autorità monetarie del Paese hanno deciso quindi di svalutare progressivamente la valuta nazionale, al fine di favorire la competitività delle esportazioni cinesi, ed il tasso di cambio dal minimo storico di 1,50 renminbi per dollaro del 1980 è giunto al massimo storico di 8,62 renminbi per dollaro del 1994. Dal 1997 al 2005 il renminbi è stato ancorato al dollaro ad un tasso di cambio pari a 8,27 renminbi per dollaro, finché il 21 luglio del 2005 la PBC ha deciso di slegare in via definitiva il renminbi dal dollaro: la valuta nazionale è stata ancorata ad un paniere di monete internazionali,

⁵⁶ In cinese renminbi significa letteralmente "moneta del popolo".

⁵⁷ In tutto il territorio del Paese ad eccezione delle regioni amministrative speciali: a Hong Kong c'è il dollaro di Hong Kong e a Macao la pataca di Macao.

⁵⁸ In cinese *yuan* significa letteralmente "moneta rotonda", ed in effetti con tale termine in Cina si chiama comunemente la moneta in generale (anche i dollari). Invece nel resto del mondo si tende ad identificare o a sostituire il termine renminbi con il termine *yuan*, anche se concettualmente le due parole rappresentano due cose differenti, essendo il renminbi la divisa vera e propria mentre lo *yuan* la sua unità di misura.

ed è stato istituito di conseguenza un regime di cambio a fluttuazione controllata, il quale permette al tasso di cambio di fluttuare entro un margine dello 0,3% rispetto al valore di riferimento.

Com'è facile intuire, il tasso di cambio parzialmente flessibile del renminbi è fonte di discussione tra le maggiori autorità finanziarie mondiali, con accese proteste specie da parte di quella statunitense. Da anni il Governo statunitense chiede al Governo cinese di rivalutare la propria divisa, visto che praticamente tutti gli studi basati sulla teoria della parità dei poteri di acquisto stimano che il renminbi sia fortemente sottovalutato, e che questo sia causa di importanti squilibri macroeconomici. Lipman (2011) stima che il renminbi sia sottovalutato del 37,5%, e che quindi il tasso di cambio di equilibrio sia approssimativamente di 4 renminbi per dollaro. Della stessa opinione sono gli esperti del FMI, visto che nel database presente sul sito dell'istituto i tassi di cambi reali stimati nell'ultimo decennio si aggirano attorno a tale valore (*Tabella 3.4*).

Tabella 3.4. Tassi di cambio RMB/USD con parità dei poteri di acquisto

2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
3,462	3,621	3,798	3,872	3,922	3,946	3,952	3,944	3,937

Fonte: FMI

Si pensi che a Gennaio 2015 il tasso di cambio è pari a 6,20 renminbi per dollaro. Come si è già detto nel *Capitolo 1*, una moneta artificialmente sottovalutata favorisce le esportazioni e allo stesso tempo limita le importazioni. È dunque anche per questo motivo che la bilancia commerciale della Cina evidenzia annualmente dei forti surplus, che nel giro di circa venti anni hanno portato il Paese ad accumulare quello che è di gran lunga il più ingente stock di riserve ufficiali del mondo.

D'altro canto le autorità cinesi sostengono che l'abbandono dell'attuale sistema di cambio avrebbe conseguenze fortemente negative sul Paese e ne limiterebbe la crescita economica. Tuttavia, sia per non incrinare i rapporti commerciali che per necessità economiche interne, nel Giugno del 2010 il Governo cinese ha dichiarato che il renminbi avrebbe sperimentato un graduale apprezzamento, mentre la fascia di fluttuazione è stata spostata dallo 0,3% allo 0,5%. Allo stesso tempo, però, le

esportazioni non sono diminuite, perché una tale politica è stata integrata da accordi con vari Paesi che condizionavano l'acquisto di importazioni al pagamento in renminbi. Tra questi, il free-trade asiatico con l'*Association of South-East Asian Nations* (ASEAN⁵⁹), e i trattati commerciali con Argentina, Australia, Brasile, Giappone e Russia. Chiaramente questa enorme massa di renminbi non era commerciabile sul mercato, e pertanto è stata riutilizzata dai Paesi partner esclusivamente per comprare prodotti cinesi.

Molti analisti hanno notato che queste operazioni sono equiparabili ad una vera e propria forma di baratto. A differenza del baratto, però, i suddetti accordi commerciali racchiudono implicitamente un'intermediazione in moneta, dalla quale, a parità di massa monetaria, deriva un apprezzamento del renminbi. Effetto, quest'ultimo, che da un lato è controllabile dalla PBC, essendo delimitato all'interno di una banda di fluttuazione relativamente ristretta, dall'altro non penalizza eccessivamente le esportazioni, grazie alla non convertibilità. Pertanto, il cambiamento principale rispetto al passato è che, mentre storicamente la politica monetaria cinese si sostanzialmente in interventi tesi a tenere basso il valore del renminbi, ora le autorità stanno attuando politiche volte all'internazionalizzazione progressiva della valuta nazionale, con conseguente aumento della domanda di renminbi.

Secondo le rilevazioni della *Worldwide Interbank Financial Telecommunication*⁶⁰, nel 2013 il renminbi ha sorpassato l'euro per volume di transazioni nell'attività di *trade finance*⁶¹, diventando così la seconda moneta dopo il dollaro. Qu Hongbin, capo economista per l'Asia di *HSBC Holdings plc*, ha dichiarato: «Di questo passo, entro il 2015, un terzo delle transazioni commerciali di Pechino sarà effettuato in *yuan*: ciò significa che per allora la moneta cinese diventerà la terza valuta di regolamento internazionale per volume»⁶².

⁵⁹ Associazione che annovera dieci Stati in qualità di membri (Birmania, Brunei, Cambogia, Filippine, Indonesia, Laos, Malesia, Singapore, Thailandia e Vietnam) e uno Stato in qualità di osservatore (Papua Nuova Guinea).

⁶⁰ Studio riportato sull'articolo *Trade finance, lo yuan scalza l'euro: è la seconda valuta del mondo*, apparso sull'edizione online di *Repubblica* del 3 Dicembre 2013.

⁶¹ Questa rappresenta l'insieme delle operazioni, dalle lettere di credito alla presentazione di documentazione, che l'esportatore trasmette all'importatore in relazione all'effettiva esportazione di beni; in senso più ampio, sono tutti quei processi di tipo finanziario ed assicurativo che servono alle imprese operanti all'estero per offrire garanzie sui pagamenti e la circolazione delle merci.

⁶² Scipioni (2013).

Come ha correttamente notato Briscoe (2014), la svalutazione del renminbi operata dalla autorità cinesi all'inizio del 2014 ha preoccupato non pochi investitori, convinti che la divisa cinese avrebbe mantenuto una rivalutazione costante e a lungo termine. In effetti, il renminbi si era rafforzato rispetto alla valuta statunitense per nove anni, e la sua traiettoria era stata coerente con l'obiettivo dichiarato dalle autorità cinesi di internazionalizzazione della valuta. Considerando anche che il tasso di cambio reale tra renminbi e dollaro dovrebbe essere molto più basso di quanto è attualmente (secondo il FMI dovrebbe essere pari a 4 e non a 6,2), si ritiene che la svalutazione del 2014 sia del tutto contingente, e che nel 2015 la valuta cinese continui a proseguire in modo spedito nel suo percorso di apprezzamento.

Osservato quindi brevemente il percorso storico del renminbi e la sua rilevanza attuale nei mercati finanziari internazionali, per introdurre l'analisi del rapporto tra Cina e Stati Uniti si ritiene indispensabile citare una delle tesi politico-economiche più famose del XX secolo, ossia la "Teoria della stabilità egemonica", contenuta nel saggio *Guerra e mutamento nella politica internazionale* di Robert Gilpin⁶³, politologo statunitense e professore di *International Affairs* all'Università di Princeton. In modo sintetico, gli assunti base della teoria di Gilpin sono cinque.

1. Il sistema internazionale è stabile se nessuno Stato ritiene vantaggioso un mutamento del sistema.
2. Uno Stato tenta di mutare il sistema internazionale se i benefici che si attende dal mutamento superano i costi.
3. Uno Stato cerca di cambiare il sistema internazionale attraverso l'espansione territoriale, politica ed economica fino a quando i costi marginali di un ulteriore cambiamento non eguagliano o superano i benefici marginali.
4. Una volta raggiunto un equilibrio tra costi e benefici relativi, i costi economici nel mantenimento dello status quo tendono a crescere più rapidamente della capacità economica di sostenere lo status quo.
5. Se non si risolve lo squilibrio del sistema internazionale, il sistema viene modificato e si stabilisce un nuovo equilibrio, che riflette una nuova redistribuzione del potere.

⁶³ Gilpin (1989).

Gilpin percepisce la storia delle relazioni internazionali come un susseguirsi di potenze che impongono la propria egemonia sul sistema internazionale, garantendone per un periodo di tempo una certa stabilità. Mettendo insieme i contributi di studiosi ed economisti del calibro di Carlo Maria Cipolla, Karl Marx e Douglas North, Gilpin afferma che le relazioni che si creano tra gli attori della politica internazionale riflettono interessi politici ed economici sulla base del potere relativo, e di conseguenza i mutamenti del sistema avvengono per soddisfare gli interessi fondati sulla redistribuzione del potere relativo stesso.

La tesi centrale di Gilpin è, quindi, che poiché il cambiamento è intrinseco nel sistema nessuna egemonia dura per sempre: «Il vero paradosso di un sistema egemonico si trova proprio qui: le politiche che il paese egemone promuove (liberi commerci e stabilità politica) finiranno, alla lunga, per destabilizzare il sistema stesso. Il distacco tra il paese egemone e gli altri tenderà infatti a ridursi per via della convergenza condizionale (ossia la tendenza dei paesi meno sviluppati a crescere a tassi superiori a quelli dei paesi sviluppati). Ciò è dovuto a fattori economici (ritorni di scala decrescenti), tecnologici (diffusione delle tecniche), e sociali (maggiori incentivi al lavoro e all'investimento produttivo nei paesi meno sviluppati)»⁶⁴.

Tutto ciò si manifesta, secondo Gilpin, nella tendenza crescente ad allocare sempre più risorse verso il consumo e la spesa militare, e sempre meno risorse verso gli investimenti produttivi. Per ciò che concerne il consumo, questo aumenta a causa di quella che Carlo Maria Cipolla chiama “Legge delle tre generazioni”: la prima generazione crea la ricchezza, la seconda generazione la mantiene, la terza generazione la sperpera. Per quanto riguarda invece la spesa militare, uno Stato egemone, garantendo la sicurezza degli alleati, elimina per questi ultimi ogni incentivo a spendere in difesa, ed è costretto così a sostenere anche le “loro” spese militari. Inoltre, per mantenere la propria superiorità militare mentre gli altri Stati non alleati sperimentano maggiori tassi di crescita, il Paese egemone sarà costretto ad accrescere, in termini relativi, la spesa in armamenti.

Gilpin sostiene che tutto ciò porta gradualmente il sistema verso una posizione di parità tra due Paesi, l'egemone e lo sfidante. Una volta stabilizzatesi le rispettive posizioni di egemone e sfidante, questa situazione di equilibrio può evolversi in diversi modi.

⁶⁴ Gilli (2010).

Posto che il Paese sfidante cercherà indubbiamente di modificare il sistema internazionale a proprio vantaggio, così da creare istituzioni internazionali che riflettano i suoi interessi, il Paese egemone può rispondere in tre maniere: cambiando l'allocazione interna delle risorse, diminuendo gli impegni internazionali, oppure, nei casi più estremi, dichiarando una guerra preventiva. Gilpin la chiama "guerra egemonica", poiché essa porta ad una ridefinizione della distribuzione di potere tra gli Stati, ed è il tipo di guerra che storicamente ha comportato cambiamenti internazionali.

È evidente come in tale teoria il ruolo di Paese egemone sia da attribuire senz'altro agli Stati Uniti, i quali da quasi un secolo esercitano un predominio politico, economico, militare e sociale di portata mondiale. Almeno tre Stati si sono alternati invece nel ruolo di sfidante: la Germania (seppure con una connotazione un po' diversa) durante i due conflitti mondiali, l'Unione Sovietica durante la Guerra Fredda, la Cina nell'ultimo ventennio.

La politica estera americana, perlomeno dal secondo dopoguerra ad oggi, può essere letta molto bene sotto la prospettiva di Gilpin. Durante tutto questo periodo, infatti, la difesa e il mantenimento della *US primacy* sono stati gli obiettivi primari dichiarati esplicitamente dagli Stati Uniti, giustificati proprio dalla necessità di garantire la stabilità del sistema internazionale. In maniera analoga è spiegato l'interventismo statunitense, sia a livello finanziario che a livello militare: gli Stati Uniti asseriscono che, garantendo dei beni pubblici internazionali, quali la sicurezza militare degli alleati e la stabilità economica del mercato dei dollari, essi svolgono sostanzialmente quel "lavoro sporco" che nessun Stato ha la possibilità di svolgere, ma senza il quale l'intero sistema internazionale finirebbe nel caos.

È proprio per questo motivo che la crescita della Cina desta non poche preoccupazioni a Washington. Se la teoria di Gilpin fosse corretta, ovvero se gli Stati Uniti fossero destinati ad un relativo declino per via di forze sia strutturali (crescita di altri Stati) sia domestiche (maggiori consumi e minori investimenti produttivi), la crescita economica cinese porterebbe ad una maggiore instabilità globale. Solo con il tempo sarà possibile sapere se l'opera di Gilpin, oltre ad aver spiegato la fine della Guerra Fredda, riuscirà a prevedere anche l'altro più importante cambiamento degli ultimi vent'anni, ossia lo sviluppo della Cina e i suoi effetti sul sistema internazionale.

Per concludere il *Capitolo 3* si vuole offrire una panoramica generale del nuovo equilibrio macroeconomico mondiale: poiché è impossibile disquisire in modo dettagliato di tutte le relazioni che sussistono tra i principali Paesi del mondo, si è scelto di presentare tale equilibrio per l'appunto come l'insieme dei rapporti che intercorrono solamente tra le due maggiori economie, Stati Uniti e Cina, Paese egemone e Paese sfidante. Per farlo ci si è avvalsi, tra le altre fonti, degli accurati (anche se "di parte") report annuali dell'organizzazione statunitense competente in materia, la *U.S.-China Economic and Security Review Commission (USCC)*.

Nello specifico, la USCC è una commissione governativa del Congresso degli Stati Uniti, creata nell'Ottobre del 2000 in vista dell'ingresso cinese nella WTO, ed avente competenze specifiche in termini di monitoraggio e di indagine sulla sicurezza e sulle questioni commerciali tra gli Stati Uniti e la RPC. Tra i compiti principali della USCC si ricorda: tenere regolarmente riunioni e conferenze, produrre una relazione annuale delle principali evidenze, fornire raccomandazioni al Congresso sulle azioni legislative da intraprendere in merito ai rapporti con la Cina.

Nel 2014, il Governo cinese guidato dal Presidente Xi Jinping ha focalizzato il proprio operato sulla stimolazione dell'economia finalizzata al raggiungimento del tasso di crescita dichiarato (7,5%), piuttosto che sull'attuazione delle necessarie riforme economiche. Per questo sono state varate misure proprie delle politiche fiscali espansive, quali i sovvenzionamenti per le esportazioni, l'allentamento del credito e gli incentivi fiscali alle imprese. Provvedimenti che hanno permesso alla Cina di andare molto vicino al suo tasso obiettivo ufficiale, ma non di risolvere alcuni dei problemi strutturali che affliggono il Paese (e di cui si è parlato nel *Capitolo 2*), quali l'eccesso di offerta, la sovrapproduzione, i debiti dei Governi locali, l'inquinamento ambientale e le bolle speculative.

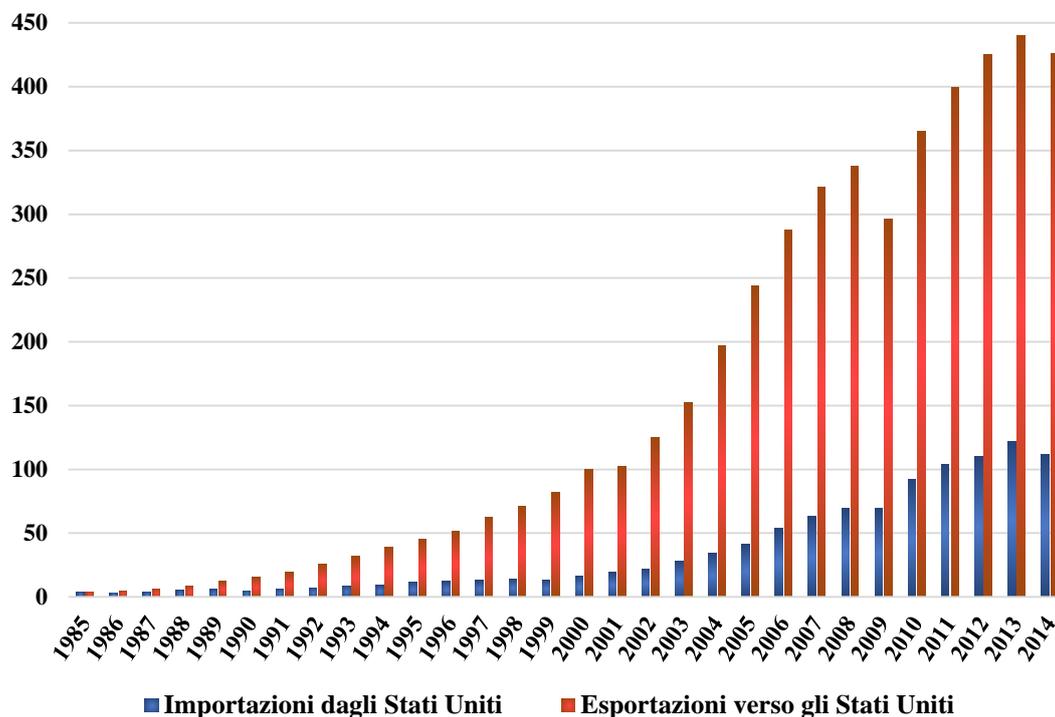
A dire il vero nel 2013, in occasione del Terzo Plenum del XVIII Congresso del PCC, Xi aveva annunciato un ampio programma di riforme, che spaziava da un nuovo sistema di revisione fiscale alla liberalizzazione finanziaria, fino ad un ridimensionamento delle restrizioni sulle importazioni e sugli investimenti diretti esteri in entrata. Tutte riforme che, però, almeno fino ad oggi, o sono state attuate in misura irrilevante o non hanno proprio visto luce.

La USCC lamenta esattamente questa mancanza di riforme strutturali, sostenendo che nel frattempo gli squilibri economici interni ed esterni provocati dalla Cina continuano a gravare sull'economia statunitense e sulle altre economie globali. Si ritiene opportuno ricordare che, in base a quanto visto più volte nel presente elaborato, la situazione è molto più complessa di così, e che anche gli Stati Uniti vivono al di sopra delle proprie possibilità, finanziando i disavanzi strutturali della propria bilancia dei pagamenti con i risparmi degli altri Paesi.

Comunque, nonostante il progressivo rallentamento economico della Cina, le esportazioni del Paese continuano a crescere. Sul fronte interno, il fallimento del Governo nello spostare l'economia verso un modello di crescita basato più sui consumi ha mantenuto inalterata l'eccessiva dipendenza dell'economia cinese dalle sue esportazioni, e ciò chiaramente ha limitato anche le esportazioni statunitensi verso la Cina: nel 2014, per la prima volta, i flussi di investimenti diretti esteri cinesi verso gli Stati Uniti hanno superato quelli statunitensi in Cina. Questo è dovuto anche al crescente clima di ostilità nei confronti degli investimenti esteri: negli ultimi anni, in Cina, si sta facendo un grande uso della *Anti-Monopoly Law* contro le imprese straniere, in un modo che, dato che sembrano esservi differenze applicative, appare discriminante e atto a creare condizioni di mercato favorevoli per i concorrenti cinesi⁶⁵. In effetti, da quando la Cina ha aderito alla WTO nel 2001, il commercio bilaterale tra Stati Uniti e Cina è cresciuto in modo esponenziale, ma il rapporto di scambio è diventato sempre più squilibrato. Nell'ultimo anno, la Cina ha spedito negli Stati Uniti beni con un controvalore di quattro dollari per ogni dollaro di merci importate dagli Stati Uniti. Il conseguente deficit commerciale degli Stati Uniti con la Cina ha stabilito un nuovo record per il quarto anno consecutivo, aumentando del 4,1%, e giungendo ad un totale di 216 miliardi di dollari. Questo deficit, inesistente appena trent'anni fa, rappresenta ora il più grande deficit bilaterale nel mondo, pari a tre volte la dimensione del secondo più grande deficit, quello degli stessi Stati Uniti con il Giappone.

⁶⁵ Tra l'altro, le tensioni commerciali sono aumentate nel 2014, quando il Dipartimento di Giustizia statunitense ha denunciato cinque soldati dell'Esercito Popolare di Liberazione cinese, rei di essersi appropriati indebitamente e mediante avanzate tecniche informatiche di una serie di beni commerciali, tra cui parti di automobili, pannelli solari e terre rare (gruppo di 17 elementi chimici della tavola periodica), in un'operazione che potrebbe essere stata "sponsorizzata" dal Governo cinese. In questo caso la WTO ha dato ragione agli Stati Uniti, certificando inoltre che la Cina stava imponendo restrizioni illegittime e dazi compensativi provvisori sulle importazioni di quegli stessi beni di origine statunitense.

Figura 3.4. I flussi commerciali della Cina con gli Stati Uniti (mld\$)



Fonte: nostra elaborazione su dati U.S. Census Bureau

La Figura 3.4 mostra l'andamento delle determinanti del saldo commerciale bilaterale tra Cina e Stati Uniti da 1985 ad oggi. Non è difficile intuire come la crescita esponenziale del deficit commerciale bilaterale con la Cina sia fonte perenne di preoccupazione negli Stati Uniti, soprattutto perché a questa vengono associate altre problematiche, come il declino della competitività delle imprese statunitensi, la perdita di posti di lavoro in alcuni settori tradizionali e la diffusione di pratiche commerciali sleali da parte delle imprese cinesi.

Eppure, la maggior parte delle teorie economiche sostengono l'opposto, ossia che il commercio internazionale complessivamente crei nuovi posti di lavoro nei settori in cui le diverse nazioni si specializzano, poiché in questi godono di un vantaggio economico. Secondo la teoria economica classica di David Ricardo, anche in assenza di un reale vantaggio può sussistere comunque un vantaggio comparato per la nazione che è in grado di specializzarsi nella produzione di un determinato bene. L'OCSE, ad esempio, sostiene che il commercio liberalizzato a livello mondiale è il principale motore per la creazione di nuovi posti di lavoro in tutti i Paesi. Anche la *United States*

International Trade Administration, sulla base di attendibili rilevazioni statistiche, afferma che le esportazioni hanno favorito la creazione di 1,6 milioni di nuovi posti di lavoro tra il 2009 e il 2013.

Questa prospettiva “ottimista” sul commercio, tuttavia, presuppone: che gli Stati seguano regole commerciali internazionali generalmente accettate; che le economie siano *market oriented* e non dominate da imprese di proprietà statale; che non siano previsti ingenti sussidi governativi per le imprese commerciali; che i Governi non proteggano le imprese locali dalle importazioni con dazi e tariffe ad hoc.

È piuttosto evidente come questo non sia il caso della Cina, in quanto la RPC non rispetta nessuno dei suddetti requisiti. Tuttavia, i fautori degli accordi commerciali con la Cina ribattono che l’economia cinese è una fonte di beni a prezzi accessibili per i consumatori americani, i quali quindi sperimentano un aumento del loro potere d’acquisto. Viene anche fatta notare la crescente importanza della Cina come mercato di esportazione per le merci americane, e le opportunità per le aziende di investire nel mercato cinese: solo nel 2013, le imprese statunitensi hanno investito 3,4 miliardi di dollari in Cina.

Gli impatti negativi su alcuni segmenti della forza lavoro degli Stati Uniti hanno persistito, in parte, a causa dell’inadeguata gestione statunitense delle relazioni bilaterali. La politica degli Stati Uniti, infatti, si basa molto sul dialogo, volto a spingere la Cina a rispettare i suoi impegni commerciali internazionali, quali l’ulteriore apertura dei mercati e la garanzia di un trattamento equo delle imprese statunitensi. Sotto l’amministrazione Obama gli sforzi in questa direzione sono raddoppiati, ma gli strumenti applicativi sono risultati il più delle volte inefficaci. Vi è comunque un generale clima di ottimismo sul fatto che la crescita degli investimenti diretti esteri della Cina negli Stati Uniti diventerà una fonte abbondante di nuovi posti di lavoro: un recente studio di *Forbes Magazine* ha rivelato che entro il 2020 gli investimenti cinesi negli Stati Uniti potrebbero raggiungere i 300 miliardi dollari e creare 1 milione di offerte di lavoro⁶⁶. Ad oggi, però, l’esperienza cinese di investimenti diretti negli Stati Uniti resta piuttosto limitata; la maggior parte di questi investimenti è infatti avvenuta sotto forma di operazioni di fusione e acquisizione, e non sotto quella di investimenti *greenfield*, che tendono molto di più a creare nuovi posti di lavoro.

⁶⁶ Lin (2014).

Tabella 3.5. I maggiori flussi commerciali Stati Uniti-Cina (2014)

Tipo di prodotti	Controvalore (mld\$)	Variatione dal 2013
Mezzi di trasporto	12,2	+21,6%
Computer e prodotti elettronici	7,8	-0,7%
Prodotti agricoli	7,3	+10,2%
Prodotti chimici	6,9	+6,0%
Macchinari (non elettrici)	4,9	-3,2%

Fonte: nostra elaborazione su dati U.S. Census Bureau

Tabella 3.6. I maggiori flussi commerciali Cina-Stati Uniti (2014)

Tipo di prodotti	Controvalore (mld\$)	Variatione dal 2013
Computer e prodotti elettronici	74,6	-0,3%
Elettrodomestici e componenti	17,7	+17,0%
Prodotti manifatturieri vari	15,2	+4,9%
Macchinari (non elettrici)	15,1	+26,1%
Abbigliamento e accessori	13,7	+0,4%

Fonte: nostra elaborazione su dati U.S. Census Bureau

La *Tabella 3.5* e la *Tabella 3.6* mostrano sinteticamente la ripartizione settoriale dei prodotti che determinano il saldo di scambio bilaterale Cina-Stati Uniti. È possibile notare come la Cina importi per la maggior parte mezzi di trasporto (in particolare automobili: il settore automobilistico è storicamente il settore trainante delle esportazioni statunitensi, ed è tuttora in forte crescita), ed a seguire prodotti elettronici, agricoli e chimici. Gli Stati Uniti, invece, importano una mole immensa di computer e prodotti elettronici, per un controvalore di quasi 75 miliardi di dollari. Seguono gli elettrodomestici e i macchinari non elettrici, in forte crescita, insieme ai prodotti manifatturieri e ai capi di abbigliamento.

È smentito, dunque, il luogo comune in base al quale nei rapporti commerciali tra Cina e Stati Uniti, il primo Paese esporti prevalentemente prodotti riconducibili ai settori

della manifattura e dell'abbigliamento (visto che il bassissimo costo della manodopera locale non qualificata favorisce la loro crescita), mentre il secondo Paese esporti soprattutto prodotti ad alto tasso tecnologico: ancora una volta, la realtà è molto più variegata di quanto si possa pensare.

Secondo l'*U.S. Bureau of Labor Statistics*, da quando la Cina è entrata nella WTO gli Stati Uniti hanno perso il 29% dei posti di lavoro nel settore manifatturiero, e chiaramente gli economisti statunitensi hanno cominciato a stabilire correlazioni tra questa perdita di posti di lavoro e il commercio con la Cina. Non solo, ma essi sostengono che il grande squilibrio commerciale bilaterale sia causato in larga parte non dalle caratteristiche strutturali delle due economie ma dalla politica mercantilistica della Cina nonché dalle altre politiche statali dirette.

Il Governo degli Stati Uniti utilizza una combinazione di diplomazia e di strumenti di politica economica per cercare di affrontare le pratiche sleali della Cina, ma nonostante questi sforzi le violazioni continuano e la relazione commerciale bilaterale cresce in modo sempre più squilibrato. È anche per questa motivazione che negli ultimi anni l'amministrazione Obama ha notevolmente intensificato i casi di applicazione commerciale contro la Cina. Una sfida ancora più grande in questa direzione avrà inizio nel Dicembre del 2016, quando verrà meno una clausola del protocollo di adesione della Cina alla WTO che consente agli altri Paesi di trattare la Cina come un'economia non di mercato. La scadenza di questa disposizione della WTO renderà molto più difficile per gli Stati Uniti imporre penalità tariffarie contro la Cina; tuttavia, questo non significa che gli Stati Uniti dovranno necessariamente trattare la Cina al pari delle altre economie di mercato, anche perché avranno comunque come garanzia la possibilità di presentare ulteriori reclami alla WTO.

Esaminato in maniera sintetica l'equilibrio economico tra le due maggiori potenze mondiali, si vuole ora spostare l'analisi su una prospettiva più strettamente politica. Le preoccupazioni statunitensi, infatti, non si fermano al comportamento economico della RPC, ma anche a quello militare.

Negli ultimi anni la Cina ha tenuto un atteggiamento militare particolarmente aggressivo, finalizzato soprattutto ad ampliare la propria sfera d'influenza in Asia

orientale: ciò ha portato a tensioni e scontri sia con i Paesi direttamente interessati che con gli Stati Uniti, aumentando la concorrenza con essi. Questo perché la caratteristica principale del disegno politico di Pechino è da ricercarsi nell'intenzione di costringere gli Stati Uniti a scegliere; da un lato vi è l'abbandonare i propri alleati dell'Asia orientale per placare la Cina, dall'altro vi è il fronteggiare un potenziale conflitto con la Cina per proteggere i propri alleati dal rischio costante di invasione.

Dopo aver consolidato rapidamente il proprio potere, il Presidente cinese Xi Jinping sembra aver raggiunto grado di controllo sulla sicurezza nazionale del Paese e sulla politica estera molto più elevato del suo predecessore Hu Jintao, ed infatti sta portando avanti un ruolo considerevolmente più attivo negli affari regionali e internazionali. Le proposte del nuovo Presidente, tra le quali la *Silk Road Economic Belt*, la *21st Century Maritime Silk Road* e il Corridoio Economico Bangladesh-Cina-India-Birmania, sono progettate per proiettare un'immagine della Cina positiva e responsabile, per sviluppare nuove rotte commerciali e per ottenere l'accesso alle immense risorse naturali del sud-est asiatico. Queste iniziative sono state sempre espresse in termini di cooperazione e di amicizia, ma vengono puntualmente smentite dagli sforzi della Cina per intimidire i suoi vicini.

Uno dei focolai più pericolosi della regione rimane la disputa territoriale della Cina con il Giappone per alcune acque contese nel Mar Cinese Orientale, ma negli ultimi anni vi sono anche state anche azioni cinesi unilaterali e destabilizzanti ai danni di Filippine⁶⁷ e Vietnam⁶⁸. Azioni che, tra l'altro, violano l'accordo stipulato dalla Cina nel 2002 con l'ASEAN, nel quale era specificato che tutti i firmatari avrebbero dovuto esercitare l'autocontrollo nello svolgimento di attività in grado di complicare o intensificare le dispute, e di compromettere quindi la pace e la stabilità della zona.

Chiaramente, la straordinaria crescita ha guidato la RPC ad emergere come una grande potenza sia a livello politico che economico, e ciò ha contestualmente aumentato la fiducia del Governo cinese nel proprio modello di sviluppo. A questo punto la principale sfida che gli Stati Uniti si trovano a fronteggiare riguarda due aspetti. Da un

⁶⁷ A Marzo 2014 l'Esercito Popolare di Liberazione ha tentato di bloccare l'accesso ad un avamposto militare filippino nel Mar Cinese Meridionale.

⁶⁸ A Maggio 2014 la Cina ha stabilito una piattaforma petrolifera in una zona economica a fruizione esclusiva del Vietnam.

lato è necessario convincere le autorità cinesi ad accettare tre circostanze: che la Cina ha un ruolo principe nelle relazioni commerciali internazionali; che gli stessi Stati Uniti sono in gran parte responsabili della crescita economica cinese; che il Governo cinese dovrebbe assumere un ruolo di leadership più attivo nel sostenere il sistema finanziario internazionale. Dall'altro lato le autorità cinesi devono essere indotte a comprendere che ulteriori riforme economiche e commerciali sono il modo più sicuro per permettere alla Cina di crescere e di modernizzare la propria economia.

Ad esempio, aumentando la spesa interna e consentendo al renminbi di apprezzarsi, la Cina avrebbe importato più beni dall'estero, circostanza che avrebbe sì velocizzato la ripresa economica di altri Paesi ma anche promosso una crescita economica più stabile ed equilibrata in Cina, nonché probabilmente indotto a ridurre le pressioni protezionistiche che ancora sussistono in molti altri Stati. L'abbassamento delle barriere commerciali sulle importazioni, inoltre, aumenterebbe la concorrenza interna al Paese, conducendo quindi naturalmente ad un aumento dell'efficienza economica delle imprese e ad una diminuzione dei costi per i consumatori.

Molti economisti statunitensi sono però preoccupati del fatto che gli sforzi della Cina per aumentare lo sviluppo dell'innovazione e della tecnologia potrebbero tradursi in maggiori interventi invasivi da parte dello Stato (quali le sovvenzioni, le barriere all'investimento e le politiche discriminatorie), che a loro volta potrebbero influire negativamente sulle aziende statunitensi operanti nell'alta tecnologia. D'altro canto, la mancata adozione da parte della Cina di misure significative atte a riequilibrare la propria economia potrebbe aumentare le tensioni con i partner commerciali, specialmente se, come ampiamente prevedibile, la quota della Cina sulle esportazioni mondiali dovesse continuare a crescere rapidamente, e se questo aumento fosse visto come il risultato delle politiche non di mercato che attribuiscono alle esportazioni cinesi un ingiusto vantaggio competitivo.

Altri economisti sostengono che in Cina negli ultimi anni sembra aver avuto luogo un certo riequilibrio economico, notando che il surplus della bilancia dei pagamenti come percentuale del PIL nazionale è sceso da un massimo storico del 10,1% nel 2007 al 2,1% nel 2013. Inoltre, i consumi privati come percentuale del PIL nazionale sono aumentati ogni anno dal 2011 al 2013. Tuttavia, gran parte della riduzione percentuale del surplus sul PIL nazionale potrebbe essere la risultante di un ristagno della domanda

globale per i prodotti cinesi, piuttosto che di un significativo cambiamento nelle politiche economiche cinesi. Nel 2012 il FMI ha dichiarato che, anche se la caduta del surplus della Cina è stata vista con favore, il riequilibrio esterno è stato raggiunto a costo di crescenti squilibri interni, quali un elevato tasso di spesa per gli investimenti molto difficile da sostenere nel lungo periodo⁶⁹. Inoltre, gli investimenti fissi lordi come percentuale del PIL sono cresciuti ogni anno dal 2011 al 2013, e continuano comunque ad essere la fonte principale di crescita del PIL della Cina.

In conclusione, quindi, vi è grande divergenza di opinioni tra economisti e politologi sul modo più efficace di trattare con la Cina i principali problemi macroeconomici⁷⁰. Alcuni propendono per una politica del dialogo, mediante l'utilizzo di vari forum, come lo *U.S.-China Strategic and Economic Dialogue*, il quale organizza dibattiti a livello governativo sulle principali questioni economiche a lungo termine. Altri, invece, sostengono che si debba usare una politica improntata al dialogo solo quando possibile, mentre in altre circostanze (per affrontare, ad esempio, le politiche commerciali sleali della Cina) dovrebbe essere attuato un uso più aggressivo della WTO mediante la richiesta delle procedure di risoluzione delle controversie. Altri ancora, che vedono la Cina come una minaccia crescente non solo per l'economia degli Stati Uniti ma per tutto il sistema commerciale mondiale, promuovono una politica volta esclusivamente a contenere il potere economico della Cina, attuata, in caso di necessità, mediante l'utilizzo di misure punitive.

Il crescente potere economico della Cina ha reso questo Paese un attore molto influente sulla scena globale, specialmente su una serie di questioni importanti per gli interessi degli Stati Uniti, come la cooperazione economica globale, i cambiamenti climatici, la proliferazione nucleare e l'aggressione della Corea del Nord. La Cina ha raggiunto una dimensione tale da essere in grado sia di favorire gli interessi degli Stati Uniti che di vanificare i loro sforzi. Le autorità politiche degli Stati Uniti, e non solo, dovranno affrontare una serie di complesse sfide su come affrontare tutti questi problemi.

⁶⁹ Fondo Monetario Internazionale (2012).

⁷⁰ Morrison (2014).

Conclusioni

Conclusioni

Il presente lavoro, in definitiva, cerca di analizzare sistematicamente e compiutamente gli aspetti che sono alla base della gestione delle riserve valutarie internazionali e del governo dei Fondi sovrani di ricchezza, dapprima a livello generale (nel *Capitolo 1*) e successivamente esaminando l'economia cinese (nel *Capitolo 2* e nel *Capitolo 3*). Si tenta, in poche parole, sia di raccogliere e di rielaborare in un corpo unico tutta la principale letteratura economica esistente sull'argomento, sia di fornire un contributo originale sull'interpretazione di molteplici fatti e circostanze, che nella congiuntura macroeconomica attuale risultano molto poco chiari.

Nel *Capitolo 1* si evidenzia come alla base della straordinaria crescita del volume delle riserve internazionali, sperimentata negli ultimi decenni, vi sia principalmente la volontà, da parte dei Paesi emergenti, di prevenire gli impatti negativi di eventuali crisi sistemiche sulle proprie economie. È chiaro, però, che qualsiasi sia la motivazione che spinge un Paese ad accumularne in grande quantità, poiché la detenzione di riserve ufficiali in generale comporta molteplici costi, queste non devono superare eccessivamente il loro valore ottimale, ossia quello tale da garantire una copertura del 100% sul debito estero a breve (regola di Greenspan e Guidotti).

Tale contingenza è fondamentale per comprendere la situazione attuale del quadro macroeconomico globale: l'ingente accumulo di riserve ufficiali da parte di Paesi con saldo di bilancia commerciale stabilmente positivo ha permesso il finanziamento dei Paesi con saldo di bilancia commerciale perennemente negativo; di conseguenza, i Paesi con avanzi correnti hanno optato per avere un regime di cambio a fluttuazione controllata, avviando l'accumulo di riserve e permettendo così di mantenere in vita gli squilibri nelle loro e altrui bilance commerciali. Perciò, se la Cina dimostra un predominio mondiale di proporzioni esorbitanti in termini di surplus commerciale, gli Stati Uniti registrano di gran lunga il più ampio deficit. Emerge qui quel paradosso che è stato definito "equilibrio del terrore finanziario": il disavanzo americano è agevolmente finanziato dal risparmio cinese, alla luce dell'immensa perdita in conto capitale altrimenti sofferta dalla Banca centrale cinese in caso di un deprezzamento del

dollaro. È questo il meccanismo che permette agli Stati Uniti di vivere al di sopra delle proprie risorse, attingendo risparmio dal resto del mondo (soprattutto dalla Cina), e che contestualmente consente alla Cina di registrare elevati tassi di crescita reale. La dimensione enorme che ha raggiunto lo stock di attività in dollari detenuto dalle autorità cinesi, costringe quelle stesse autorità a proseguire nei finanziamenti: è una situazione di mutua interdipendenza tra potenze. Tale dinamica circolare che intercorre tra le due maggiori economie mondiali funge da stabilizzatrice (per entrambi i Paesi) dei valori delle monete, dei saldi commerciali, del potere d'acquisto dei consumatori e soprattutto dei cicli economici. Inoltre, in questo modo, il dollaro continua a rimanere con grande distacco la valuta di riferimento per eccellenza, andando a comporre per oltre il 60% l'ammontare complessivo dello stock di riserve ufficiali allocate.

Si rende così necessaria la creazione di veicoli che permettano il reinvestimento di dollari in aree diverse da quelle dove la moneta degli Stati Uniti è dominante: i Fondi sovrani di ricchezza. Presenti sulla scena economica fin dal 1953, ma saliti alla ribalta delle cronache solo nel 2007 con la creazione del *China Investment Corporation*, i Fondi sovrani rappresentano oggi i principali attori degli investimenti internazionali. Questi traggono le proprie risorse finanziarie o dall'esportazione di materie prime possedute dallo Stato (*Commodity Funds*) o dai saldi attivi di bilancia commerciale non energetica accumulati dallo Stato (*Non-commodity Funds*). Tra i primi si annoverano i Fondi dei Paesi del Medio Oriente e di Norvegia, Russia, Algeria e Libia; tra i secondi invece quelli di proprietà di Cina, Singapore, Australia, Kazakistan, Corea del Sud e Malesia. In totale sono classificati come Fondi sovrani di ricchezza ben 77 istituti, con un patrimonio complessivo stimabile in 6.840 miliardi di dollari: dato incredibile considerando che risulta superiore al totale delle riserve ufficiali allocate, circa 6.000 miliardi di dollari.

Si riscontrano essenzialmente due diverse tipologie di strategie di investimento dei Fondi sovrani: una prima, volta alla scelta ottimale degli investimenti, effettuata diversificando il proprio portafoglio in funzione delle prestazioni conseguibili rispetto agli indici di riferimento, senza nessun coinvolgimento con la governance delle società nelle quali si investe; una seconda, concretizzata invece da una gestione con finalità geopolitiche e geoeconomiche, indirizzata a influenzare gli apparati industriali e tecnologici dei Paesi riceventi. È chiaro, poi, che quest'ultima strategia acquisisce una

particolare rilevanza soprattutto alla luce dell'entità del Paese proprietario del Fondo: se questo è un ricco ma poco potente Stato, allora le preoccupazioni saranno considerevolmente limitate; se invece questo è la Cina o la Russia, allora si porrà in essere tutt'altra questione. Per ciò che riguarda l'allocazione geografica degli investimenti, l'evidenza maggiore è rappresentata dalla generale predilezione per l'investimento nelle economie avanzate (Unione Europea e Stati Uniti), le quali attraggono la metà degli investimenti esteri dei Fondi sovrani. Per quanto concerne invece la ripartizione settoriale, si nota un'assoluta predominanza dei settori finanziario e immobiliare, con oltre la metà degli investimenti indirizzati verso essi.

L'analisi che viene fatta sugli aspetti istituzionali ed operativi, sulla trasparenza e sulla regolamentazione (ci si riferisce, oltre alla normativa nazionale, ai *Santiago Principles*), porta a concludere che, sebbene nell'ambito della ricerca di trasparenza e dell'applicazione di regole strutturali e comportamentali comuni i Fondi sovrani dimostrino un trend crescente e positivo, essi rimangono caratterizzati da una grande varietà in termini di bontà della trasparenza e delle pratiche gestionali; parametri che, oltretutto, misurati mediante appositi indici, risultano mediamente insoddisfacenti.

Per quanto riguarda la successiva disamina sul livello di democraticità dei Paesi che detengono i Fondi sovrani, si riscontra come oltre l'80% del patrimonio dei Fondi sovrani sia nelle mani di Paesi con regimi autoritari. Tale condizione potrebbe in parte danneggiare la diffusione della democrazia nel mondo, in quanto a livello teorico le ingenti disponibilità economiche dei Fondi sovrani permetterebbero ai regimi autoritari di difendersi dalle crisi finanziarie in maniera più efficace di quanto possibile alle democrazie occidentali. Non solo, ma i regimi dei Paesi detentori di Fondi sovrani potrebbero essere visti come modelli alternativi più forti rispetto alle democrazie, inducendo Stati minori e bisognosi di finanziamenti a seguire tali modelli. Sui mercati finanziari, dunque, lo sviluppo dei Fondi sovrani è visto come un sintomo del progressivo ed inevitabile spostamento di parte del potere economico dai Paesi occidentali sviluppati verso i Paesi emergenti, o se si preferisce dalle democrazie liberali ai regimi autoritari.

L'analisi che concerne gli effetti dei Fondi sovrani sulle imprese acquisite rivela che generalmente nel breve periodo le acquisizioni hanno un impatto positivo sul rendimento delle aziende target; d'altro canto, però, i risultati dei diversi studi

concernenti le evidenze empiriche di medio-lungo periodo non sono univoci, ma la maggior parte di essi denotano degli extra-rendimenti negativi. Per quanto riguarda invece l'impatto sui Paesi interessati dall'operatività dei Fondi, si nota che i Fondi sovrani assumono una rilevanza fondamentale nel mercato dei capitali sia per i Paesi detentori che per quelli beneficiari degli investimenti, sterilizzando gli eccessi di liquidità dei primi e migliorando il saldo in conto capitale dei secondi.

Alla luce di quanto visto in tutto il *Capitolo 1*, non è dunque ancora possibile, in questo momento storico, rispondere alla questione principale che riguarda i Fondi sovrani, ossia se questi provochino ulteriori squilibri nei mercati finanziari internazionali oppure stabilizzino il sistema. È però possibile affermare con ragionevole certezza che, in generale, finché i Fondi sovrani continueranno ad essere guidati da motivazioni strettamente economiche, allora potranno essere considerati fattori di stabilizzazione sistemica. Nel momento in cui le motivazioni geopolitiche dovessero sopraffare quelle economiche, allora i Fondi sovrani potrebbero generare squilibri nei mercati finanziari e destare a ragion veduta preoccupazioni e timori. È evidente, poi, che in quest'ottica la carenza di trasparenza diventa particolarmente problematica nel momento in cui è connessa con una grande dimensione dei soggetti che investono. Il problema dei Fondi sovrani è che, nella maggior parte dei casi, non è possibile un effettivo monitoraggio della controparte, che rappresenta il principale incentivo affinché gli investitori-cittadini si assicurino che i gestori del loro patrimonio stiano agendo in modo profittevole e prudente.

Il *Capitolo 2* rappresenta la prima parte dell'analisi del caso cinese, cercando di offrire una trattazione quanto più completa possibile dell'evoluzione politica, economica e sociale della Cina. Si vede come, a differenza di altre nazioni o Paesi di più recente caratterizzazione, lo Stato cinese ha dei tratti distintivi che contraddistinguono la sua civiltà da oltre due millenni, come la presenza intrinseca dell'etica confuciana e la grande rilevanza e continuità storica dell'immenso apparato burocratico-amministrativo. Il tormentato percorso politico cinese acquisisce una connotazione definitiva nel 1949, con la proclamazione della Repubblica Popolare Cinese. Se dal punto di vista economico il Paese stenta a decollare nei primi decenni di vita, dal punto di vista politico si assiste ad una caratterizzazione peculiare dell'apparato statale

cinese, legato a doppio filo al Partito Comunista Cinese di Mao Tse-tung. La dottrina comunista cinese, pur condividendo una comune impostazione socialista, è profondamente divisa in due fazioni contrapposte: da un lato la fazione radicale (della quale Mao è fautore), più intransigente sull'ideologia di regime e sostenitrice del primato della politica sull'economia; dall'altro lato la fazione moderata, più attenta agli aspetti tecnici e propugnatrice di un approccio economico pragmatico. Questa divisione ha sempre contraddistinto e continua a dividere le due anime del Paese, ed evidenzia ancora di più la presenza di un forte sentimento di appartenenza nazionale accompagnato da profondi contrasti interni. Dietro alla facciata di unità e collaborazione, si nascondono discordie e rivalità persino in seno allo stesso Partito. Rivalità che non si fermano all'ideologia ma sfociano spesso in veri e propri conflitti di potere, dalle amministrazioni regionali fino al Governo centrale di Pechino.

Il miracolo cinese ha inizio concreto sul finire degli anni Settanta, con la svolta determinata dalla morte dello storico leader Mao e dall'ascesa al potere di Deng Xiaoping, capo della fazione moderata del Partito. Egli intraprende il colossale programma di modernizzazione economica noto come "nuovo corso", nel quale la teoria socialista non viene intaccata, poiché lo Stato mantiene il controllo dell'economia, ma all'economia pianificata viene affiancata quella di libero mercato, che rende il sistema complessivamente più efficiente. L'aumento esponenziale della produzione agricola e dei redditi dei contadini va di pari passo con la crescita dei consumi e del livello di vita nelle città; la riforma dell'agricoltura costituisce il punto di partenza per un più ampio disegno di ristrutturazione economica che investe anche il settore industriale ed il settore terziario, mediante l'attuazione del processo di liberalizzazione economica noto come "politica della porta aperta". I nuovi programmi di sviluppo economico non vogliono fissare in modo specifico quote e traguardi della futura crescita, bensì solo tratteggiare linee programmatiche e quadri di riferimento entro i quali delineare gli indirizzi futuri; il Paese è orientato verso un processo di crescita, industrializzazione, internalizzazione, urbanizzazione e raggiungimento progressivo dell'equità sociale. La grande crisi finanziaria asiatica del 1997 offre poi alla Cina l'occasione per rafforzare il proprio ruolo politico internazionale, dando al Paese la possibilità di proporsi come uno tra i principali centri economici mondiali emergenti dal grande disordine derivante dalla fine della Guerra Fredda.

La Cina si affaccia così al terzo millennio con il tasso di crescita più elevato al mondo (attorno all'8%), con il commercio estero che supera la soglia dei 600 miliardi di dollari, e occupando il secondo posto al mondo come ricettore di investimenti dopo gli Stati Uniti: nel 2001, il Paese è pronto per l'ingresso nella *World Trade Organization*. A questo punto la disamina sulla Cina si sposta da una prospettiva storica ad una più strettamente analitica, andando ad approfondire i diversi aspetti attuali della configurazione politica, economica e sociale del Paese. Rappresentando il terzo Stato al mondo per estensione del territorio e il primo per numerosità della popolazione, la Cina è assimilabile a tutti gli effetti ad un vero e proprio continente. L'analisi della ripartizione amministrativa attuale rileva la conservazione di molti elementi tipici della tradizione burocratica cinese, come la suddivisione territoriale e il modello di Stato unitario, non federativo ma improntato comunque al decentramento di alcune importanti funzioni agli organi periferici. Il Governo centrale ha in ogni caso una dimensione autoritaria e non democratica, integrata da un sistema politico monopartitico, nel quale però l'organigramma del rapporto Stato-Partito è rappresentato da una rete di interazioni tutt'altro che banale. Sebbene infatti l'apparato statale sia formalmente autonomo dal Partito comunista, di fatto la struttura di quest'ultimo affianca e controlla quella statale a tutti i livelli.

A livello economico, la crescita demografica, edilizia ed industriale delle città è certamente uno dei fenomeni più rilevanti che interessano il Paese da vari decenni, soprattutto con riguardo alle regioni orientali. Ad oggi la Cina può vantare un sistema industriale moderno e sviluppato, ai primi posti al mondo per capacità produttiva: la grande direttrice di sviluppo degli ultimi anni è rappresentata dall'industria informatica, la quale si sta imponendo come forza trainante della trasformazione economica e sociale. Nella Cina degli ultimi quindici anni ad uno spaventoso tasso di crescita industriale (reso possibile da un continuo aumento della produzione energetica nazionale) corrisponde un altrettanto alto tasso di crescita del PIL reale; questo è integrato dalla presenza di un continuo ed ingente flusso di investimenti diretti esteri, così come da una crescita esponenziale delle riserve estere (contestuale però ad una crescita del debito pubblico). Tuttavia, malgrado la fortissima industrializzazione e urbanizzazione di vaste regioni, la Cina rimane sostanzialmente un Paese rurale, nel quale tra l'altro vi sono evidenti disparità di privilegi tra gli abitanti delle città e gli

abitanti delle campagne: l'obiettivo delle autorità dovrebbe spostarsi quindi dalla creazione di maggiore ricchezza ad una distribuzione più equa della stessa. Il quadro generale sull'economia cinese è purtroppo completato dai gravissimi problemi di inquinamento: la Cina è, infatti, in assoluto e con grande distacco, il Paese più inquinato del mondo. In questo ambito vi è l'immediata necessità di attuare riforme strutturali volte alla riduzione degli agenti inquinanti: solo una seria politica di riforme potrebbe portare entro il 2030 l'inquinamento in Cina al livello definito "accettabile" dall'Organizzazione Mondiale della Sanità (OMS). Soprattutto, il Governo deve trovare la forza di trasformare il modello di sviluppo della Cina, passando dall'attuale sistema industriale intensivo, basato sull'ampliamento di scala e sull'elevato consumo di energia e materie prime, ad un modello di sviluppo sostenibile, che privilegi l'efficienza, la qualità e il rendimento.

Tra i fattori che concorrono a determinare la grande crescita economica cinese, oltre allo sviluppo industriale e alle riforme sociali e politiche, va certamente attribuito un ruolo di primissimo piano alla notevole trasformazione del settore bancario e finanziario, la quale non solo accompagna lo sviluppo economico del Paese ma è esattamente funzionale ad esso. Alla transizione dall'economia di pianificazione all'economia socialista di libero mercato è corrisposto infatti, nel campo bancario, il passaggio da un modello finanziario centralizzato e pianificato ad una forma più aperta ai meccanismi concorrenziali e alla presenza della proprietà privata. Lo stesso criterio ispiratore improntato alla modernizzazione è stato utilizzato nella creazione del mercato dei titoli cinese e nella riforma del sistema fiscale.

Così come per quanto accaduto a livello economico, anche a livello finanziario in Cina la vecchia pianificazione centralizzata è stata gradualmente sostituita da un sistema più decentrato e più vicino alle esigenze territoriali dell'economia. I cambiamenti sono stati attuati mediante una modernizzazione degli assetti di governance, in particolare rendendo il sistema di amministrazione e controllo maggiormente orientato al perseguimento degli obiettivi di trasparenza ed efficienza della gestione. L'adesione alla WTO, d'altro canto, ha reso inevitabile tale transizione, ma un serio processo di riforme si sarebbe reso comunque necessario a prescindere da tale evento, a meno che il Governo non avesse intenzione di far permanere il Paese in uno stato di arretratezza. Il sistema bancario e finanziario cinese è cresciuto in termini di ampiezza, apertura,

modernizzazione, fidelizzazione dei clienti, realizzazione degli utili e, non ultimo, di osservanza dai criteri di adeguatezza patrimoniale stabiliti dagli Accordi di Basilea, ma nonostante ciò nel suo complesso presenta ancora sensibili elementi di differenza rispetto non solo ai modelli organizzativi dei Paesi occidentali ma anche a quelli dei Paesi emergenti.

Basti pensare che al vertice del sistema bancario cinese è posta la *People's Bank of China*, la quale non possiede affatto i requisiti di autonomia, indipendenza e trasparenza propri delle altre grandi Banche centrali mondiali: infatti, non può né fornire prestiti o rilasciare garanzie ai Governi locali, ai dipartimenti governativi, agli enti non bancari e ai privati, né può sottoscrivere direttamente dei titoli di Stato, nemmeno cinesi; ha inoltre l'obbligo di riferire al Governo centrale qualsiasi decisione, e l'approvazione di quest'ultimo è vincolante ai fini dell'emanazione e dell'applicazione delle decisioni stesse. Sebbene in riferimento alla Banca centrale cinese siano stati fatti degli importanti passi in avanti con il programma di riforme economiche, del quale anch'essa è stata interessata (al pari delle altre autorità di vigilanza e di supervisione sul sistema bancario), molto resta ancora da fare. È indubbio, infatti, che la portentosa crescita economica cinese deve essere accompagnata dalla presenza di autorità bancarie e finanziarie che operino in modo efficace e che assicurino la stabilità e l'efficienza del sistema.

Esaminata nel complesso la situazione politica ed economica della Cina, si giunge nel *Capitolo 3* ad analizzare specificamente la gestione delle riserve valutarie internazionali, soprattutto in merito al diverso governo dei Fondi sovrani, ad opera da un lato del Ministero delle Finanze e dall'altro della Banca centrale.

Al primo è ricondotta la gestione del maggiore Fondo sovrano cinese, il *China Investment Corporation*, il quale fin dalla sua nascita (ufficialmente nel 2007) ha perseguito un complesso programma, fatto di acquisizioni, fusioni e incorporazioni, contraddistinto sempre da una certa opacità nel rivelare l'ammontare e gli obiettivi delle specifiche strategie di investimento, e talvolta anche nel dichiarare l'esistenza stessa delle operazioni. Il suo operato sembra comunque ispirarsi, in generale, a quello dei più "vecchi" Fondi sovrani asiatici (soprattutto quelli di Singapore), i quali nel corso degli anni hanno sviluppato portafogli di investimenti ad ampio raggio legati ai

servizi finanziari e all'alta tecnologia, e non esclusivamente ai mercati obbligazionari. Tuttavia, la strategia d'investimento del *China Investment Corporation*, nei primi anni di operatività, non ha certamente dato i risultati sperati; non solo, ma i pur modesti ritorni effettivi, dichiarati ufficialmente, risultano inconsistenti con una mirata verifica empirica. Inoltre, il maggiore Fondo sovrano cinese, pur non ricalcando la classica struttura aziendale cinese, ancora non possiede la necessaria attrattività che generalmente le multinazionali offrono al personale qualificato proveniente dall'estero. Circostanza che non si manifesta solo in relazione ai professionisti esteri, ma anche in riferimento a quelli cinesi, spesso contesi dalle più ambite imprese straniere operanti nel mercato nazionale. In questo contesto appare evidente come in futuro una delle necessità primarie del Fondo, oltre alla ricerca di elevati rendimenti, dovrà essere lo sviluppo organico della propria struttura societaria e del personale.

Accanto al *China Investment Corporation* si trovano altri quattro grandi Fondi sovrani cinesi, il più importante dei quali è certamente la *SAFE Investment Company*, non tanto per il suo ingente patrimonio, quanto per il fatto di essere gestito dall'altra agenzia governativa "rivale" del Ministero delle Finanze, la *People's Bank of China*. Quest'altro Fondo sovrano presenta gli stessi problemi di opacità rilevati per il primo Fondo, che ricomprendono però non solo le strategie di investimento ma anche le informazioni sull'organizzazione interna. Appare evidente, però, che la conquista del controllo sul *China Investment Corporation* da parte del Ministero delle Finanze è stata subito coperta dalla *People's Bank of China* con una gestione più aggressiva delle riserve sui mercati esteri, effettuata proprio mediante l'azione della *SAFE Investment Company*. In realtà, a livello formale, il Governo cinese ha stabilito una naturale suddivisione dei mandati di investimento: la *SAFE Investment Company* con il compito di controllare la posizione complessiva delle riserve cinesi in valuta estera, il *China Investment Corporation* con quello di investire all'estero le riserve in eccesso. Tale suddivisione non è stata rispettata da nessuna delle due agenzie che controllano i Fondi. È evidente, dunque, come dovrebbe essere in parte riesaminato il rapporto tra la Banca centrale e il Ministero delle Finanze, poiché non è chiaro se la prima abbia veramente creato un proprio Fondo sovrano per gareggiare con il secondo in una "segreta" guerra burocratica, oppure se la *SAFE Investment Company* rappresenti solo un mascheramento per sfuggire all'opinione pubblica, mentre questa è focalizzata in

via esclusiva sul *China Investment Corporation*. Allora, sotto quest'ultima ipotesi, il conflitto tra le due agenzie governative potrebbe addirittura essere una gigantesca farsa architettata nel più sapiente dei modi dalle autorità cinesi, che hanno mostrato dapprima di voler nascondere tale rivalità, e poi di essere costrette a confessarla al pubblico. Nel caso invece fosse vera la prima ipotesi, in futuro l'efficienza di un approccio d'investimento che favorisce la concorrenza tra le agenzie governative dovrà essere giudicata sulla base sia dei rendimenti delle attività detenute sia del contributo al profilo di rischio complessivo del portafoglio delle riserve ufficiali: sarà poi necessario includere questi aspetti in una più ampia revisione della politica di gestione delle riserve. In entrambi i casi, comunque, si dovrà pervenire ad una precisa distinzione dei ruoli del *China Investment Corporation* e della *SAFE Investment Company*, nonché ad una nuova soluzione per il passaggio sistematico delle riserve, al fine di migliorare la capacità di entrambe le organizzazioni di funzionare efficacemente.

L'ultima parte dell'elaborato, concernente il ruolo del renminbi nei mercati finanziari internazionali e i rapporti politici e commerciali tra Cina e Stati Uniti, spiega come una moneta artificialmente sottovalutata per decenni favorisca le esportazioni e allo stesso tempo limiti le importazioni: è principalmente per questo motivo che la bilancia commerciale della Cina evidenzia annualmente dei forti surplus, che nel giro di circa venti anni hanno portato il Paese ad accumulare quello che è di gran lunga il più ingente stock di riserve ufficiali del mondo. Tuttavia, sia per non incrinare i rapporti commerciali che per necessità economiche interne, nel Giugno del 2010 il Governo cinese ha dichiarato che il renminbi avrebbe sperimentato un graduale apprezzamento, mentre la fascia di fluttuazione del cambio è stata contestualmente ampliata. Pertanto, il cambiamento principale rispetto al passato è che mentre storicamente la politica monetaria cinese si sostanzialmente teneva a tenere basso il valore del renminbi, ora le autorità stanno attuando politiche volte all'internazionalizzazione progressiva della valuta nazionale, con conseguente aumento della domanda di renminbi.

Ciononostante, da quando la Cina ha aderito alla *World Trade Organization* nel 2001, il commercio bilaterale tra Stati Uniti e Cina è cresciuto in modo esponenziale, ma il rapporto di scambio è diventato sempre più squilibrato. In effetti, il fallimento del

Governo cinese nel tentativo di spostare l'economia verso un modello di crescita basato maggiormente sui consumi, mantiene inalterata l'eccessiva dipendenza dell'economia cinese dalle sue esportazioni, e questo chiaramente limita anche le esportazioni statunitensi verso la Cina. Di conseguenza, non è difficile intuire come la crescita esponenziale del deficit commerciale bilaterale con la Cina sia fonte perenne di preoccupazione negli Stati Uniti, soprattutto perché a tale circostanza vengono associate altre problematiche, come il declino della competitività delle imprese statunitensi, la perdita di posti di lavoro in alcuni settori tradizionali e la diffusione di pratiche commerciali sleali da parte delle imprese cinesi.

Chiaramente, la straordinaria crescita ha guidato la Cina ad emergere come una grande potenza, sia a livello politico che economico, e questo ha contestualmente aumentato la fiducia del Governo cinese nel proprio modello di sviluppo. A questo punto, la principale sfida che gli Stati Uniti si trovano a fronteggiare riguarda due aspetti. Da un lato, è necessario convincere le autorità cinesi ad accettare tre fatti ineccepibili: che la Cina ha un ruolo principe nelle relazioni commerciali internazionali; che gli Stati Uniti sono in gran parte responsabili della crescita economica cinese; che il Governo cinese dovrebbe assumere un ruolo di leadership più attivo nel sostenere il sistema finanziario internazionale. Dall'altro lato, le autorità cinesi devono essere indotte a comprendere che ulteriori riforme economiche e commerciali sono il modo più sicuro per permettere alla Cina di crescere e di modernizzare la propria economia.

Dopotutto, la Cina ha raggiunto una dimensione tale da essere in grado sia di favorire gli interessi degli Stati Uniti che di vanificare i loro sforzi. Le autorità politiche statunitensi, e in generale dei Paesi sviluppati, dovranno affrontare una serie di complesse sfide su come affrontare sapientemente la questione cinese.

Bibliografia

Bibliografia

- Accademia di Scienze Sociali di Shanghai**, *China smog makes capital “barely suitable” for life: report*, 12 Febbraio 2014.
- S. Alvaro, P. Ciccaglioni**, *I Fondi sovrani e la regolazione degli investimenti nei settori strategici*, Consob, Discussion Papers n. 3, Luglio 2012.
- Amadan International**, *The creation of China Investment Corporation*, Report, Washington DC, 30 Gennaio 2008.
- J. Anderlini**, *China calls for new reserve currency*, “Financial Times”, 23 Marzo 2009.
- J. Aizenman**, *Large hoarding of international reserves and the emerging global economic architecture*, NBER Working Paper, n. 13277, 2007.
- J. Aizenman, R. Glick**, *Sovereign Wealth Funds: stylized facts about their determinants and governance*, University of California and Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper Series n. 33, 2008.
- J. Aizenman, J. Lee**, *International reserves: precautionary versus mercantilist views, theory and evidence*, “Journal Open Economies Review”, vol. 18, n. 2, 2007.
- F. Allen et al.**, *China’s financial system: opportunities and challenges*, NBER Working Paper Series n. 17828, Febbraio 2012.
- A. Arduino**, *Il fondo sovrano cinese*, 0 barra 0 edizioni, Milano, 2010.
- A. Arduino, M. C. Bombelli**, *Le sfide di human resource management in Cina*, “Sviluppo & Organizzazione”, Maggio-Giugno 2006.gno 2006.
- A. E. Bagnall, E. M. Truman**, *Progress on Sovereign Wealth Fund transparency and accountability: an updated Sovereign Wealth Fund scoreboard*, Peterson Institute for International Economics, Policy Brief, Dicembre 2013.
- C. Balding**, *A portfolio analysis of Sovereign Wealth Funds*, HSBC School of Business, Working Paper Series, 6 Maggio 2008.

- E. Beccalli**, *La ristrutturazione del sistema bancario in Cina*, “Mondo Cinese”, n. 127, Aprile-Giugno 2006.
- R. Beck, M. Fidora**, *The impact of Sovereign Wealth Funds on global financial markets*, Banca Centrale Europea, Occasional Paper Series n.9, 2008.
- S. Bell, H. Feng**, *The rise of the People’s Bank of China. The politics of institutional change*, Harvard University Press, Giugno 2013.
- S. Bellomo**, *Pechino conquista il 12,5% di Uralkali, big russo del potassio*, “Il Sole 24 Ore”, 25 Settembre 2013.
- S. Bernstein et al.**, *The investment strategies of Sovereign Wealth Funds*, NBER Working Paper Series n. 9, 2009.
- R. Bertinelli**, *Sulla riforma del sistema economico cinese*, “Mondo Cinese”, n. 50, Giugno 1985.
- R. Bertinelli**, *Il ruolo della Banca Centrale nella Repubblica Popolare Cinese*, “Mondo Cinese”, n. 56, Dicembre 1986.
- R. Bertinelli**, *La Cina nel periodo post-riformista*, “Mondo Cinese”, n. 83/84, Settembre-Dicembre 1994.
- D. A. Bertozzi**, *Il Partito comunista cinese e i suoi numeri*, “Associazione Politico-Culturale Marx XXI”, 23 Maggio 2013.
- A. P. Blaustain**, *Fundamental legal documents of communist China*, Rothman & Co., South Hackensak, New Jersey, 1962.
- A. Blundell-Wignall et al.**, *Sovereign wealth and pension fund issues*, “Financial Market Trends”, n. 94, vol. 1, Giugno 2008.
- C. Borio et al.**, *FX reserve management: elements of a framework*, BIS Papers n. 38, 2008.
- B. Bortolotti et al.**, *Sovereign Wealth Fund investment patterns and performance*, Fondazione ENI Enrico Mattei, Nota di Lavoro n. 22, Aprile 2009.
- H. Briscoe**, *History and policy point to upcoming renminbi rally*, Institutional Investor, 16 Settembre 2014.

- M. Bussiere, C. Mulder**, *External vulnerability in emerging market economies: how high liquidity can offset weak fundamentals and the effects of contagion*, IMF Working Paper n. 99/88, 1999.
- P. Cai**, *China loosens purse strings for overseas investing*, "The Sydney Morning Herald", 15 Gennaio 2013.
- S. Capozzoli, C. De Bassa Scheresberg**, *La Cina ha un'arma per la conquista del mondo: la sua moneta*, "Linkiesta", 14 Gennaio 2012.
- S. Carrer**, *Tagliate le stime anche su PIL globale al 3,5%. Stagnazione e inflazione troppo bassa e spettro comune per Eurozona e Giappone*, "Il Sole 24 Ore", 20 Gennaio 2015.
- X. Cheng, H. Degryse**, *The impact of banks and non-bank financial institutions on local economic growth in China*, Institute for Economies in Transition, Bank of Finland, BOFIT Discussion Papers n. 22, 2007.
- S. Cheung**, *CIC says private equity to benefit from China's overseas M&A activity*, "The Wall Street Journal", 11 Novembre 2014.
- V. Chhaochharia, L. Laeven**, *Sovereign Wealth Funds: their investment strategies and performance*, CEPR Discussion Paper n. 6959, 2009.
- S. Chiarlone**, *Accumulazione di riserve e costituzione di Fondi sovrani*, "Osservatorio monetario", Università Cattolica, Milano, 2008.
- S. Chiarlone**, *Una valutazione dell'evoluzione del sistema bancario cinese*, "Mondo Cinese", n. 142, Giugno 2010.
- China Banking Regulatory Commission**, *NPLs of major commercial banks*, 31 Marzo 2004.
- China Banking Regulatory Commission**, *Annual Report*, 2010.
- China Banking Regulatory Commission**, *Annual Report*, 2013.
- China Investment Corporation**, *Annual Report*, 2008.
- China Investment Corporation**, *Annual Report*, 2009.
- China Investment Corporation**, *Annual Report*, 2010.

- China Investment Corporation**, *Annual Report*, 2011.
- China Investment Corporation**, *Annual Report*, 2012.
- China Investment Corporation**, *Annual Report*, 2013.
- G. Chow**, *China's economic transformation*, Blackwell, Oxford, 2002.
- A. Ciarlone, V. Miceli**, *Questioni di economia e finanza. Le strategie di portafoglio dei fondi di ricchezza sovrani e la crisi globale*, Banca d'Italia, Occasional Paper n. 156, Aprile 2013.
- Commissione europea**, *A common european approach to Sovereign Wealth Funds*, Comunicazione n.115, Febbraio 2008.
- P. Corradini**, *Riforme costituzionali*, "Mondo Cinese", n. 126, Gennaio-Marzo 2006.
- P. Corradini**, *Vent'anni di riforme*, "Mondo Cinese", n. 99, Settembre 1998.
- G. Costa**, *Il sistema fiscale cinese: caratteristiche e linee evolutive*, "Mondo Cinese", n. 116, Luglio-Settembre 2003.
- G. Crespi Reghizzi**, *Proprietà e diritti reali in Cina*, "Mondo Cinese", n. 91, Maggio-Agosto 1996.
- M. Dallapozza**, *Alcune considerazioni sulla rivalutazione dello yuan*, "Mondo Cinese", n. 124, Luglio-Settembre 2005.
- F. Demarchi, G. Melis (a cura di)**, *La Cina contemporanea*, Edizioni Paoline, Roma, 1979.
- K. L. Dewenter et al.**, *Firm values and Sovereign Wealth Fund investments*, "Journal of Financial Economics", n. 98, 2010.
- S. Denyer, R. Johnson**, *Worst air pollution in China and the U.S.*, "The Washington Post", 2 Febbraio 2014.
- G. Di Taranto (a cura di)**, *Lezioni dalla crisi. Dai sistemi economici alla globalizzazione sistemica*, Luiss University Press, Roma, 2007.
- G. Di Taranto**, *La Cina e l'internalizzazione della globalizzazione*, "Atlante Luiss 2008", Luiss University Press, Roma, 2008.
- G. Di Taranto et al.**, *Storia dell'economia mondiale*, Monduzzi, Bologna, 1995.

- S. Eaton, M. Zhang**, *A principal agent analysis of China's sovereign wealth system: Byzantine by design*, "Review of International Political Economy", Vol. 17, Issue 3, 17 Agosto 2010.
- E. F. Fama, K. R. French**, *Industry costs of equity*, "Journal of Financial Economics", 1997.
- J. Fan et al.**, *Rural China: economic and social change in the late twentieth century*, "The China Journal", The University of Chicago Press, n. 57, Gennaio 2007.
- R. Fatiguso**, *A Milano apre il primo sportello di ICBC, la banca cinese che vale quanto il PIL italiano*, "Il Sole 24 Ore", 22 Gennaio 2011.
- R. Fatiguso**, *La scommessa di Pechino sull'Italia*, "Il Sole 24 Ore", 22 Ottobre 2014.
- N. Fernandes**, *Sovereign Wealth Funds: investment choices and implications around the world*, "IMD International", Working Paper, Febbraio 2009.
- Fondo Monetario Internazionale**, *Monetary and exchange system reforms in China: an experiment in gradualism*, Occasional Paper n. 141, 26 Settembre 1996.
- Fondo Monetario Internazionale**, *Central Bank governance: a survey of boards and management*, Working Paper n. 04/226, Dicembre 2004.
- Fondo Monetario Internazionale**, *Sovereign Wealth Funds*, Global Financial Stability Report, Ottobre 2007.
- Fondo Monetario Internazionale**, *People's Republic of China: 2010 article IV consultation – Staff report for the 2012 article IV consultation*, 6 Luglio 2012.
- Fondo Monetario Internazionale**, *Sovereign Wealth Funds: aspects of governance structures and investment management*, Working Paper n. 13/231, Novembre 2013.
- V. Fotak et al.**, *The financial impact of Sovereign Wealth Fund investments in listed companies*, University of Oklahoma, 2008.
- J. Frankel**, *No single currency regime is right for all countries or at all times*, Princeton University, International Finance Section, Essays in International Finance n. 215, 1999.

- G. Gabellini**, *L'Italia mette in vendita le proprie riserve auree mentre la prospettiva del gold standard diventa sempre più credibile*, "Eurasia", 31 gennaio 2014.
- P. Garcia, A. Soto**, *Large hoardings of international reserves: are they worth it?*, Central Bank of Chile, Working Papers n. 299, 2004.
- M. Gerevini**, *CIC, potere e misteri del fondo cinese che compra il mondo*, "Corriere della Sera", 14 Ottobre 2014.
- M. Gilli**, *Il neorealismo (parte seconda). Capire le relazioni internazionali*, Epistemes Studi Economici e Politici, "Relazioni Internazionali", 29 Ottobre 2010.
- R. Gilpin**, *Guerra e mutamento nella politica internazionale*, Collana "Saggi", Il Mulino, Bologna, 1989.
- F. Grilli**, *Il Partito comunista cinese si dà ai social e apre un profilo su WeChat*, "Il Giornale", 27 Agosto 2014.
- D. Harper et al.**, *Cina*, Lonely Planet, Collana "Guide Paese", 2013.
- J. Hu**, *Segnali positivi e calde speranze: il socialismo democratico in Cina*, "Mondo Cinese", n. 132, Luglio-Settembre 2007.
- Institutional Investor's Sovereign Wealth Center**, *Annual report. Prisoners of fortune: Sovereign Wealth Fund investment trends*, 2013.
- International Forum of Sovereign Wealth Funds**, *Report on the International Forum of Sovereign Wealth Funds members' experiences in the application of the Santiago Principles*, 3 Ottobre 2013.
- International Working Group of Sovereign Wealth Funds**, *Sovereign Wealth Funds: current institutional and operational practices*, Settembre 2008 (2008a).
- International Working Group of Sovereign Wealth Funds**, *Sovereign Wealth Funds: Generally Accepted Principles and Practices "Santiago Principles"*, Ottobre 2008 (2008b).
- Istituto di Studi e Analisi Economica**, *Ruolo e prospettive dei fondi sovrani*, "Nota mensile", Novembre-Dicembre 2007.
- S. Jen**, *How big could Sovereign Wealth Funds be by 2015?*, Morgan Stanley Global Research, 4 Maggio 2007.

- S. Jen, S. Andreopoulos**, *Sovereign Wealth Funds: growth tempered – USD 10 trillion by 2015*, Morgan Stanley Global Research, Economics Report, 2008.
- O. Jeanne, R. Ranciere**, *The optimal level of international reserves for emerging market countries: formulas and applications*, International Monetary Fund, Working Paper n. 229, 2006.
- S. Johnson**, *The rise of Sovereign Wealth Funds*, International Monetary Fund, 2007.
- J. Kaiman**, *China's toxic air pollution resembles nuclear winter, say scientists*, "The Guardian", 25 Febbraio 2014.
- S. Kern**, *Sovereign Wealth Funds and foreign investment policies. An update*, Deutsche Bank Research, Ottobre 2008.
- A. Knill et al.**, *Sleeping with the enemy: Sovereign Wealth Fund investment and market instability*, Florida State University, Working Paper, 2009.
- A. Knill et al.**, *Sovereign Wealth Fund investment and the return-to-risk performance of target firms*, "Journal of Financial Intermediation", n. 21, 2012.
- I. N. Koch-Weser, O. D. Haacke**, *China Investment Corporation: recent developments in performance, strategy and governance*, U.S.-China Economic and Security Review Commission, 13 Giugno 2013.
- J. Kotter, U. LeI**, *Friends or Foes? The stock price impact of Sovereign Wealth Fund investments and the price of keeping secrets*, Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers, n. 940, Agosto 2008.
- J. Kotter, U. LeI**, *Friends or foes? Target selection decisions of Sovereign Wealth Funds and their consequences*, "Journal of Financial Economics", 27 Maggio 2010.
- P. R. Krugman, M. Obstfeld**, *International Economics: Theory and Policy*, Addison Wesley, 2009.
- A. Lavagnino**, *A proposito della riforma del sistema politico*, "Mondo Cinese", n. 104, Maggio-Agosto 2000.
- A. Lavagnino**, *La Cina si prepara alla globalizzazione*, "Mondo Cinese", n. 106, Gennaio-Marzo 2001.

- S. Leckie, P. Ning**, *A review of the National Security Fund in China*, “Pensions”, Paper n. 12, 2007, aggiornato nel 2009.
- R. Levine**, *Finance and growth: theory and evidence*, NBER Working Paper n. 10766, Settembre 2004.
- R. Li**, *Revisit to China’s financial reform*, EMEAP Review, Novembre 2001.
- Y. Li, R. Christie**, *U.S. to speed investment from China Banks*, State Fund, “Reuters”, 5 Dicembre 2008.
- J. Lin et al.**, *China’s international trade and air pollution in the United States*, Proceedings of the National Academy of Sciences of the United States of America, Vol. 111, n. 5, 4 Febbraio 2014.
- Y. Lin**, *Jobs from China? An estimated 1 million U.S. jobs supported by 2020*, “Forbes”, 16 Giugno 2014.
- J. K. Lipman**, *Law of yuan price: estimating equilibrium of renminbi*, “Michigan Journal of Business”, Issue n. 42, 23 Maggio 2011.
- T. Liu, K. Li**, *Impact of liberalization of financial resources in China’s economic growth: evidence from provinces*, “Journal of Asian Economics”, n. 12, 2001.
- M. Lossani et al.**, *Fondi sovrani. Economie emergenti e squilibri globali*, Brioschi, Milano, 2010.
- H. Luo (a cura di)**, *Cina. Le istituzioni, l’economia, la finanza*, Rubbettino, Soveria Mannelli, 2011.
- M. Mangano**, *I cinesi entrano in Mediobanca, People’s Bank of China è al 2%*, “Il Sole 24 Ore”, 22 Ottobre 2014.
- M. F. Martin**, *China’s Sovereign Wealth Fund: developments and policy implications*, Congressional Research Service, 23 Settembre 2010.
- M. R. Masci**, *Cinquant’anni di Partito al potere: le amare riflessioni di Li Shenzi, un intellettuale “contro”*, “Mondo Cinese”, n. 113, Ottobre-Dicembre 2002.
- A. Mattoo, A. Subramanian**, *Currency undervaluation and Sovereign Wealth Funds: a new role for the World Trade Organization*, Peterson Institute for International Economics, Working Paper Series n. 2, 2008.

- D. McMahon, L. Wei**, *China quietly invests reserves in U.K. properties*, “Wall Street Journal”, 24 Febbraio 2013.
- V. Miceli**, *Do Sovereign Wealth Funds herd in equity markets? Centre for Financial Analysis & Policy*, Working Paper n. 40, 2011.
- O. Mina**, *Fondi sovrani cinesi*, “Eurasia”, 15 Gennaio 2014.
- P. Minxin**, *La crisi occulta del debito cinese*, “L’Espresso”, 28 Luglio 2011.
- P. Minxin**, *In Cina si cambia ma tutto resta uguale*, “L’Espresso”, 13 Dicembre 2012.
- M. Miranda**, *Il nuovo programma del PCC per una maggiore equità sociale*, “Mondo Cinese”, n. 86, Maggio-Agosto 1994.
- M. Miranda**, *La situazione politica e sociale in Cina nel ‘99 secondo Liu Binyan*, “Mondo Cinese”, n. 99, Settembre 1998.
- M. Miranda**, *I “Documenti di Tian’anmen” e la successione a Jiang Zemin*, “Mondo Cinese”, n. 106, Gennaio 2001.
- M. Miranda**, *Il Partito Comunista Cinese da “Partito rivoluzionario” a “Partito di Governo”*, “Mondo Cinese”, n. 113, Ottobre-Dicembre 2002.
- M. Miranda**, *Il PCC discute di come migliorare la propria capacità di governo*, “Mondo Cinese”, n. 121, Ottobre-Dicembre 2004.
- M. Miranda**, *Lo sviluppo dell’economia di mercato in Cina*, “Mondo Cinese”, n. 125, Ottobre-Dicembre 2005.
- D. Moro**, *Bancor vs. Unitas: la contesa di Bretton Woods per una moneta mondiale e il contributo dell’UE all’affermazione di un nuovo ordine monetario mondiale*, “The Federalist”, Saggio n. 3, pag. 115, 2012.
- W. M. Morrison**, *China’s economic rise: history, trends, challenges and implications for the United States*, Congressional Research Service, 9 Ottobre 2014.
- S. Musso**, *Le relazioni tra la Cina e l’Unione Sovietica da Stalin a Yeltsin: dalle relazioni fraterne alla rottura e alla distensione*, “Mondo Cinese”, n. 89, Maggio-Agosto 1995.
- National Bureau of Statistics of China**, *China statistical yearbook*, 2001.

- National Bureau of Statistics of China**, *Statistical communiqué of the People's Republic of China on the 2009 national economic and social development*, 25 Febbraio 2010.
- National Bureau of Statistics of China**, *China statistical yearbook*, 2014.
- M. Obstfeld et al.**, *The trilemma in history: tradeoffs among exchange rates, monetary policies, and capital mobility*, "Review of Economics and Statistics", n. 87, 2005.
- M. Obstfeld et al.**, *Financial stability, the trilemma, and international reserves*, CEPR Discussion Paper Series n. 6693, 2008.
- A. Olivieri**, *La fine del piccolo mondo antico*, "Il Sole 24 Ore", 22 Ottobre 2014.
- Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico**, *Sovereign Wealth Funds and recipient country policies*, Investment Committee Report, 4 Aprile 2008.
- R. Orlandi**, *L'economia cinese nel 2001: un bilancio*, "Mondo Cinese", n. 109, Ottobre-Dicembre 2001.
- I. Parnanzone**, *Stati Uniti, Cina e Russia si contendono le zone di influenza in Asia Centrale*, "Mondo Cinese", n. 127, Aprile-Giugno 2006.
- R. Pasca di Magliano**, *Fondi di ricchezza sovrana*, LED Edizioni Universitarie, Milano, 2009.
- G. Pei, S. Shirai**, *The main problems of China's financial industry and asset management companies*, 5 Febbraio 2004.
- E. M. Pezzini**, *Il sistema finanziario cinese tra monopoli di Stato e riforme*, "Dailystorm", 17 maggio 2013.
- G. Pizzirusso**, *Il sistema bancario cinese*, Giappichelli, Torino, 2013.
- A. Pollio Salimbeni**, *Lo yuan e la sfida cinese*, "Mondo Cinese", n. 116, Luglio-Settembre 2003.
- G. Prigioni, L. Zanni**, *I fondi sovrani e il nuovo ordine economico finanziario*, Rubbettino, Soveria Mannelli, 2008.

- G. Prodi (a cura di)**, *I Fondi sovrani*, di A. Quadrio Curzio e V. Miceli, “Mondo Cinese”, n. 144, Dicembre 2010.
- R. Prodi, A. Quadrio Curzio**, *Euro Union Bond: i perché di un rilancio*, “Il Sole 24 Ore”, 23 Agosto 2012.
- A. Quadrio Curzio**, *Un Fondo sovrano con l’oro d’Europa*, “Il Sole 24 Ore”, 5 Febbraio 2008.
- A. Quadrio Curzio et al.**, *Il fondo sovrano CIC verso una strategia economico politica*, “Mondo Cinese”, n. 148, Giugno 2012.
- A. Quadrio Curzio, V. Miceli**, *I fondi sovrani. I nuovi attori della finanza mondiale: opportunità o rischi?*, Il Mulino, Bologna, 2009.
- A. Quadrio Curzio, V. Miceli**, *Sovereign Wealth Funds: a complete guide to State-owned investment funds*, “Harriman House”, UK, 2010.
- S. Rines**, *King of the world: why the almighty US dollar dominates*, “The National Interest”, 29 Settembre 2014.
- S. S. Roach**, *Crisis: lo peor está por venir. Una conmoción letal*, “Rebelión”, 4 Marzo 2009 (2009a).
- S. S. Roach**, *The 2008 Time 100: builders and titans, Lou Jiwei*, “Times”, 29 Aprile 2009 (2009b).
- J. Rogers**, *Adventure capitalist: the ultimate road trip*, Random House Trade Paperbacks, New York, 2004.
- A. Roncaglia**, *La ricchezza delle idee. Storia del pensiero economico*, Editori Laterza, Roma, 2003.
- I. Rosati**, *Il Partito è sempre più cosciente della necessità di rafforzare il controllo sull’esercito*, “Mondo Cinese”, n. 125, Ottobre-Dicembre 2005.
- A. Rozanov**, *Who hold the wealth of nations?*, “Central Banking Journal”, Vol. 5, n. 4, Maggio 2005.
- G. Russell, T. Torgeson**, *Are high foreign exchange reserves in emerging markets a blessing or a burden?*, Department of the Treasury, Office of International Affairs, Occasional Paper n.6, 2007.

- A. Salitki**, *The yuan's future role in the global financial system*, "Strategic Culture Foundation", 12 Dicembre 2010.
- G. Samarani**, *Governare la Cina: problemi e prospettive dopo il XVI Congresso del PCC*, "Mondo Cinese", n. 113, Ottobre-Dicembre 2002.
- G. Samarani**, *Zhao Ziyang e la "Primavera di Pechino". Nuovi documenti e testimonianze*, "Mondo Cinese", n. 128, Luglio-Settembre 2006.
- G. Santevecchi**, *La preoccupante crisi di liquidità in Cina*, "Corriere della Sera", 27 Dicembre 2013.
- P. Savona, P. Regola**, *Il ritorno dello Stato padrone. I fondi sovrani e il grande negoziato globale*, Rubbettino, Soveria Mannelli, 2009.
- P. J. Schena**, *The China Investment Corporation at 4 years: an evolving legacy of capitalization and control*, "The Sovereign Wealth Fund Initiative", The Fletcher School, Tufts University, Marzo 2012.
- C. Scipioni**, *Renminbi cinese*, "Finanzainside – Piccola Enciclopedia della Finanza", Borsainside, Giugno 2013.
- V. Shih**, *Tools of survival: Sovereign Wealth Funds in Singapore and China*, "Taylor & Francis online", 2009.
- S. Shirai**, *Assessment of China's financial reforms*, Paper presented at the "ESCAP ADB Joint Workshop", Bangkok, 2001.
- J. D. Spence**, *The search for modern China*, W. W. Norton, New York, 1991.
- P. Stafford, A. Smith**, *Paper trail leads to London's top stocks*, "Financial Times", 12 Settembre 2008.
- L. H. Summers**, *Reflections on global account imbalances and emerging markets reserve accumulation*, L.K. Jha Memorial Lecture, Reserve Bank of India, Mumbai, Marzo 2006.
- L. H. Summers**, *Funds that shake capitalist logic*, "Financial Times", 29 Luglio 2007.
- D. Taino**, *Asem, l'Europa gioca la carta asiatica*, "Corriere della Sera", 17 Ottobre 2014.

- L. Tamburrino**, *La politica estera cinese tra continuità e segnali di svolta*, “Mondo Cinese”, n. 115, Aprile-Giugno 2003.
- G. Trentin**, *La Cina: nuova potenza economica mondiale*, “Mondo Cinese”, n. 87, Settembre-Dicembre 1994.
- E. M. Truman**, *Sovereign Wealth Funds: the need for greater transparency and accountability*, Peterson Institute for International Economics, 2007 (2007a).
- E. M. Truman**, *Sovereign Wealth Fund acquisitions and other foreign government investments in the United States: assessing the economic and national security implications*, Testimony before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, United States Senate, Washington, 14 Novembre 2007, (2007b).
- E. M. Truman**, *A blueprint for Sovereign Wealth Fund best practices*, Peterson Institute for International Economics, Policy Brief, 2008 (2008a).
- E. M. Truman**, *The rise of Sovereign Wealth Funds: impact on United States foreign policy and economic interests*, Testimony before the Committee on Foreign Affairs, US House of Representatives, Washington, 21 Maggio 2008 (2008b).
- E. M. Truman**, *The management of China’s international reserves and its Sovereign Wealth Funds*, Paper prepared for the Chinese Academy of Social Sciences Conference “Marking the 30th Anniversary of the Reform and Opening-up”, Pechino, 17 Dicembre 2008 (2008c).
- E. M. Truman**, *Implementation of the Santiago Principles for Sovereign Wealth Funds: a progress report*, Peterson Institute for International Economics, Dicembre 2013.
- U.S.-China Economic and Security Review Commission**, *Report to Congress*, 2008.
- U.S.-China Economic and Security Review Commission**, *Report to Congress*, 2014.
- M. Valerio**, *Struttura e finanziamento del sistema bancario cinese*, “Mondo Cinese”, n. 91, Maggio-Agosto 1996.
- L. Vinciguerra**, *Il maxi fondo sovrano cinese punta su Eni, Enel e Generali*, “Il Sole 24 Ore”, 2 Febbraio 2010.

- G. Visetti**, *La riscossa del fondo CIC: opportunità per l'Europa*, "Repubblica", 8 Luglio 2013.
- J. Wang**, *Il sistema monetario cinese*, "Mondo Cinese", n. 148, Giugno 2012.
- M. Weber**, *Dalla Cina un nuovo modello di sviluppo: il socialismo di mercato*, "Politica Internazionale", n. 3, 1993.
- M. Weber**, *Vele verso la Cina*, Edizioni Olivares, Milano, 1996.
- M. Weber**, *Il miracolo cinese. Perché bisogna prendere la Cina sul serio*, Il Mulino Contemporanea, Bologna, 2003.
- L. Wei**, *Q&A: China Investment Corp.'s Wang Jianxi*, "The Wall Street Journal", 6 Marzo 2012.
- N. Wei**, *La Cina sta seguendo una propria strada verso la democrazia? Un'introduzione alle correnti del pensiero contemporaneo (prima parte)*, "Mondo Cinese", n. 135, Aprile-Giugno 2008.
- N. Wei**, *La Cina sta seguendo una propria strada verso la democrazia? Un'introduzione alle correnti del pensiero contemporaneo (seconda parte)*, "Mondo Cinese", n. 136, Luglio-Settembre 2008.
- K. Wenzel-Teuber, D. Streit**, *People's Republic of China: religions and churches statistical overview 2011*, "Religions & Christianity in Today's China", Vol. II, n. 3, 2012.
- World Bank**, *China 2030. Building a modern, harmonious and creative society*, Development Research Center of the State Council, the People's Republic of China, 2013.
- L. Wright**, *CIC and SAFE: coordination or bureaucratic conflict?*, "China Stakes", 24 Giugno 2008.
- L. Xu, C. Lin**, *Can chinese banks compete after accession to WTO?*, "Journal of Asian Economics", n. 12, 2007.
- L. Xuepeng**, *Market vs. Government in managing the Chinese economy*, "China Currents", China Research Center, Vol. 13, n. 2, 2014.
- Y. Yao**, *La Paralisi del Sistema Finanziario Cinese*, "Il Sole 24 Ore", 21 Ottobre 2011.

- Y. Zheng**, *Consolidamento politico: gli insegnamenti di vent'anni di riforme in Cina*, "Mondo Cinese", n. 113, Ottobre-Dicembre 2002.
- C. Zhu, D. Lin**, *China needs sovereign pension fund-government scholar*, "Reuters", 2008.
- X. Zhou**, *Reform the international monetary system*, People's Bank of China, 23 Marzo 2009.
- Z. Zhou, J. Li**, *Independence and accountability of the People's Bank of China: a legal perspective*, *European Business Law Review*, Vol. 17, Issue 5, 2006.

Sitografia

Sitografia

actuaries.org

affarinternazionali.it

atimes.com

borsainside.com

borsaitaliana.it

cadfund.com

cbrc.cn

cia.gov

census.gov

china-inv.cn

china-zentrum.de

chinacenter.net

chinadaily.com.cn

chinastakes.com

chinavitae.com

corriere.it

costar.co.uk

data.worldbank.org

dealogic.com

dirittoestoria.it

economist.com

en.ndrc.gov.cn

en.people.cn

english.caijing.com.cn

epistememes.org

espresso.repubblica.it

eurasia-rivista.org

ezilon.com

ft.com

greenreport.it

hkma.gov.hk

hsbc.co.uk

hsbc.com

icdc.com.cn

ifswf.org

ilsole24ore.com

imf.org

institutionalinvestor.com

ir.pingan.com

italian.ruvr.ru

italychina.org

laviadellaseta.altervista.org

linkiesta.it

marx21.it

mondocina.it

monetaproprieta.it

nationsonline.org

nytimes.com

panorama.it

psbc.com

rainews.it

reuters.com

safe.gov.cn

securities.com

smh.com.au

ssf.gov.cn

stats.gov.cn

swfinstitute.org

tandfonline.com

thetimes.co.uk

time.com

treccani.it

tuttocina.it

uscc.gov

washingtonpost.com

worldbank.org

wsj.com

