

UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA

DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE

E AZIENDALI "M. FANNO"



CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA E MANAGEMENT

PROVA FINALE

REGIME DI CAMBIO CINESE: UNA PANORAMICA STORICA E

L'INTERZIONALIZZAZIONE DEL RENMINBI

RELATORE:

PROF. CAGGIANO GIOVANNI

LAUREANDO: ZHANG SHANGU

MATRICOLA N.1065208

ANNO ACCADEMICO 2015 – 2016

Indice

1. Introduzione	2
2. Lo sviluppo del sistema monetario cinese	5
3. Il sistema attuale	8
4. Come il regime di cambio influenza l'economia reale e il commercio del Paese	11
5. Rallentamento della crescita dell'economia cinese e il processo d'internazionalizzazione del RMB	16
5.1 L' internazionalizzazione del RMB	22
5.2 Potenzialità e prerequisiti	28
6. Conclusione	34
7. Riferimenti bibliografici	35

Introduzione

Sebbene negli ultimi anni la crescita economica della Cina sia rallentata rispetto al decennio precedente, tuttavia la crescita del PIL della Repubblica Popolare è ancora ben superiore alla media globale. Probabilmente, l'economia cinese continuerà a svilupparsi rapidamente per un altro decennio, pur con ritmo più contenuto. Eppure, sotto la veste elegante del rapido sviluppo economico sono nascosti dei grossi problemi.

Il 1° gennaio 2016 è stata abbandonata ufficialmente la famigerata politica del figlio unico, sostituita dalla cosiddetta politica dei due figli, ovvero ogni coppia può avere due figli senza altre condizioni pregresse. Il motivo per cui viene effettuato tale cambiamento è meramente di tipo socio-economico. Negli anni Settanta, il Governo cinese iniziò ad attuare la politica delle nascite programmate per limitare la crescita della popolazione. Tuttavia negli ultimi vent'anni, la struttura della popolazione è divenuta sempre più squilibrata, infatti, il censimento generale della popolazione del 2010 ha mostrato che il tasso di fecondità totale della Cina è 1,18, notevolmente inferiore alla media mondiale di 2,50. Già nel 2012 la forza di lavoro ha cominciato a calare. Il Rapporto sullo sviluppo urbano della Cina (2015) prevede che nel 2050 la popolazione in età anziana raggiunge 483 milioni, il 34,1% dell'intera popolazione. Le nuove generazioni dei giovani lavoratori cinesi dovranno affrontare un pesante carico composto da un numero enorme di anziani pensionati. Inoltre, la diminuzione della forza lavoro può generare un aumento del costo del lavoro, per cui le piccole imprese manifatturiere che producono prodotti standard, sono costretti a spostarsi nei settori con contenuto tecnologico più alto. In effetti, molti economisti stanno parlando della scomparsa del dividendo demografico di cui la Cina godeva sin dall'inizio della Riforma economica. L'invecchiamento della popolazione può essere un duro colpo per la crescita dell'economia cinese. Molti studiosi avvertono che la Cina potrebbe cadere nella cosiddetta "trappola del reddito medio", ovvero in seguito all'aumento dello stipendio dei lavoratori, le imprese manifatturiere non riescono più a competere con le imprese degli altri paesi con stipendi medi dei lavoratori più bassi. Raggiunto un certo livello di sviluppo sociale, il paese "intrappolato" fatica a crescere ancora e dovrà subire un lungo periodo di stagnazione.

Inoltre, è pure preoccupante la situazione nella quale il peso del debito della Cina comincia a diventare sempre più pesante. I dati mostrano che il carico del debito è incrementato dal 170% del PIL nel 2008 al 237,5% del PIL nel 2014. Standard & Poor ha recentemente tagliato le prospettive per il rating della Cina da stabile a negativo, sostenendo che il riequilibrio economico rischia di procedere più lentamente di quanto la società di rating si aspettava. L'agenzia Moody's Investors Service in precedenza ha fatto una revisione simile, mettendo in evidenza il debito in aumento e mettendo in discussione la capacità del governo di attuare le riforme. Tuttavia, alcuni economisti sono ben più pessimisti su questo aspetto. Anderson, direttore di consulenza dell'economia dell'Emerging Advisors Group, afferma che se le Autorità cinesi rinunciassero a risolvere il problema a spirale del debito, entro il 2020 scoppierebbe una crisi finanziaria e l'economia cinese andrebbe probabilmente in recessione.

La situazione economica della Cina odierna assomiglia in molti aspetti a quella del Giappone prima dello scoppio della bolla speculativa del 1991.

Per paura dei potenziali rischi dell'economia, il capitale ha già cominciato ad uscire massicciamente dalla frontiera cinese. Soltanto nel 2015, questa fuoriuscita del capitale ha raggiunto la somma impressionante di 674 miliardi di dollari. Per assicurare il mercato e mantenere stabile il tasso di cambio del RMB, le Autorità cinesi possono contare su di enorme riserva valutaria vendendo le attività in dollari. Tuttavia, se la situazione peggiorasse ancora, il Governo cinese sarebbe costretto ad adottare misure più estreme. E il processo della liberalizzazione e internazionalizzazione del RMB che è ancora in fase embrionale, rischia di troncarsi prematuramente.

La politica monetaria gioca un ruolo centrale nello stimolare la crescita dell'economia e può essere uno strumento molto utile per il Governo cinese per affrontare le difficoltà presenti. Sin dal 1994, il Governo cinese ha mantenuto il tasso di cambio del RMB basso, inferiore al suo valore reale, per stimolare l'esportazione e aumentare la competitività delle imprese cinesi. Dopo la Crisi finanziaria del 2008, le esportazioni sono calate bruscamente ed il Governo cinese ha lanciato un programma di ristrutturazione di quattro trilioni di RMB per stimolare la crescita economica e produzione interna. Da allora il RMB ha iniziato ad apprezzarsi rispetto

al dollaro statunitense. L'obiettivo del Governo cinese è rendere RMB una valuta convertibile, liberamente utilizzabile.

In questa tesi è stata presa in esame innanzitutto il cambiamento e lo sviluppo del regime del tasso di cambio del RMB, facendo un'analisi più accurata sul regime di cambio attuale, ovvero l'ancoraggio del RMB ad un paniere di valute estere. In seguito, nel capitolo 3, il focus è spostato su come il sistema monetario cinese stia influenzando l'economia reale e il commercio del Paese, introducendo la teoria della Condizione di Marshall-Lerner e le ricerche empiriche di alcuni studiosi. Nel capitolo 4 sono sintetizzati i motivi del rallentamento dell'economia cinese, e le possibili soluzioni per limitare la fuoriuscita del capitale. Nel capitolo successivo, viene analizzata la prospettiva dell'internazionalizzazione del RMB, elencando i vantaggi e gli svantaggi. Successivamente segue la conclusione della tesi.

Capitolo 1

Lo sviluppo del sistema monetario cinese

Il RMB (Renminbi) è una moneta emessa per prima volta dalla Banca Popolare della Cina il 1 dicembre 1948, e diventò la valuta ufficiale dopo la costituzione della Repubblica Popolare Cinese. Il RMB significa letteralmente “la moneta del popolo”.

Dopo la fondazione della “Nuova Cina”, il sistema economico della neonata Repubblica subì una serie di cambiamenti continuativi e drammatici.

Il regime di cambio della Cina cominciò inizialmente con il sistema di pianificazione altamente controllato, poi si trasformò in sistema combinato tra mercato e pianificazione, basato sulla riserva monetaria estera. Più specificamente, la storia del regime di cambio del RMB può essere suddiviso in quattro periodi in conformità alle politiche di cambio annunciate dalla Banca Popolare della Cina. (Sun et al., 2008; Qin, 2009).

- **Periodo dell'economia di recupero nazionale:** Dal 1949 al 1952. In questo periodo, il Governo cinese provò innanzitutto ad incoraggiare le esportazioni e limitare le importazioni. Poi regolò la sua politica, cercando di mantenere l'equilibrio tra esportazioni e importazioni. Pertanto, in questo periodo, il tasso di cambio del RMB fu caratterizzato dalle fluttuazioni frequenti e importanti.
- **Periodo dell'economia di comando:** Ci sono due fasi in questo periodo. Dal 1953 al 1972, il Governo cinese adottò un regime di cambio relativamente fisso. Pertanto, il regime di cambio di RMB fu mantenuto stabile, tuttavia come uno strumento economico, era inefficace a promuovere lo sviluppo economico della Cina. Poi, dal 1973 al 1980, il RMB era ancorata ad un paniere di valute estere. In questa fase, il tasso di cambio del RMB fluttuò frequentemente ed era molto sopravvalutata.
- **Periodo dell'economia in transizione:** Dal 1981 al 1984, c'erano un duplice regime di cambio. Infatti, esisteranno contemporaneamente due tassi di cambio: il tasso di cambio ufficiale e il tasso di regolamento interno (ISR). Dal 1985 al 1993, l'Autorità cinese cancellò ISR, tuttavia, di fatto implementò un regime di duplice tasso di cambio di nuovo.

In questo periodo, il cambio di tasso era regolato frequentemente e deprezzato bruscamente.

- **Periodo dell'economia di mercato:** Nel 1994, il tasso di cambio ufficiale del RMB deprezzò bruscamente in tutt'un colpo, poi il Governo cinese ha introdotto un regime di cambio fluttuante e lanciato un sistema dei cambi che richiedeva alle aziende di vendere le proprie ricevute di valute estere alle banche e comprare le valute estere dalle banche (foreign exchange surrender system). Tuttavia, *de facto* il RMB era tuttora ancorata ai dollari statunitensi dalla Crisi finanziaria Asiatica fino al 2005. Dal 2006 al 2013, il Governo cinese ha gestito un regime di cambio fluttuante basato sull'offerta e domanda del mercato in riferimento a un paniere di valute, poi il RMB cominciava ad apprezzarsi gradualmente.

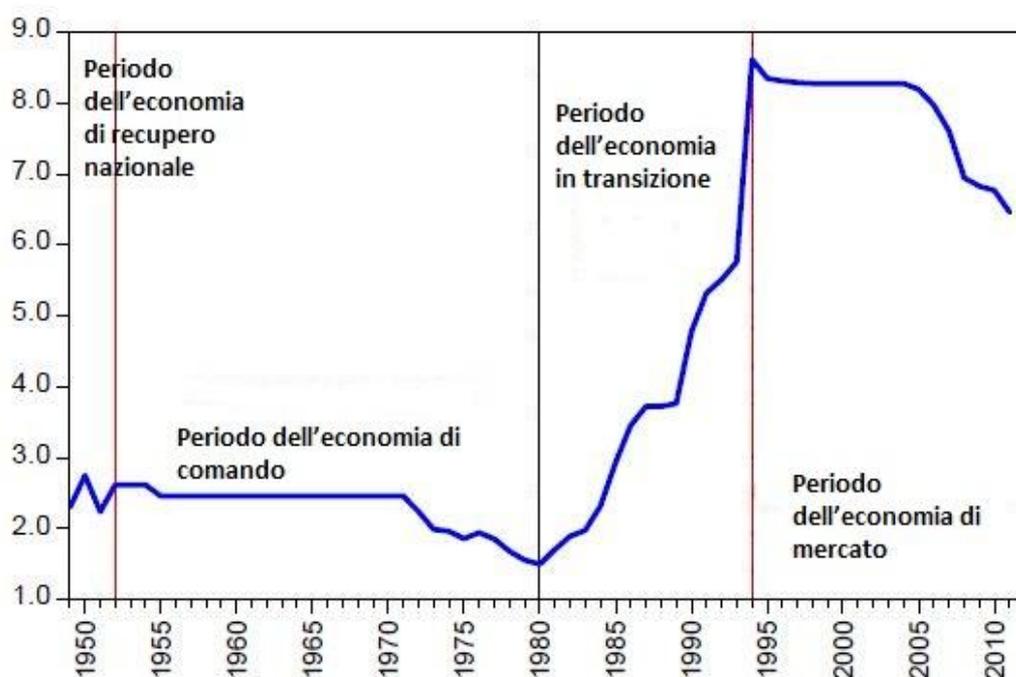


Figura 1: il tasso di cambio ufficiale fra RMB e dollari statunitensi, 1949-2012

Fonte: China Statistics Yearbooks (1995–2012).

Cui (2014) ha osservato che la banda di oscillazione giornaliera del tasso di cambio del RMB nel mercato dei cambi interbancario è stata fissata a $\pm 0,3$ percento nel tasso di cambio bilaterale tra il RMB e il dollaro statunitense, la quale è stata allargata a $\pm 0,5$ percento nel 21 maggio 2007 e $\pm 1,0$ percento nel 14 aprile del 2012. Questo era un segno positivo che

implica che la Cina ha compreso l'importanza della riforma del regime di cambio del RMB e avrebbe voluto accelerato questo processo. In effetti, come uno strumento di politica monetaria, il regime di cambio del RMB ha sempre giocato ruoli molto importanti nello sviluppo economico della Cina. Da allora, le Autorità cinesi ha accelerato gradualmente il processo della riforma del regime di cambio.

Tuttavia, la Crisi finanziaria globale del 2008 interruppe la riforma. La Cina ritornò ad ancorare il RMB al dollaro statunitense nel mezzo della crisi finanziaria (Cui, 2014). Nel 19 Giugno 2010, La Banca Popolare Cinese (PBoC) annunciò che la Cina avrebbe proceduto a riformare il regime di cambio del RMB e a rafforzare la flessibilità del tasso di cambio. Dal giugno del 2010, il RMB ricominciò ad essere apprezzata gradualmente. Il RMB in termini nominali apprezzò del 3-4 per cento del tasso annuo a partire dal 2005. Nel frattempo, il tasso di cambio reale effettivo (REER) del RMB aumentò notevolmente del 29 per cento entro la fine del 2012, anche se era sceso nel 2009.

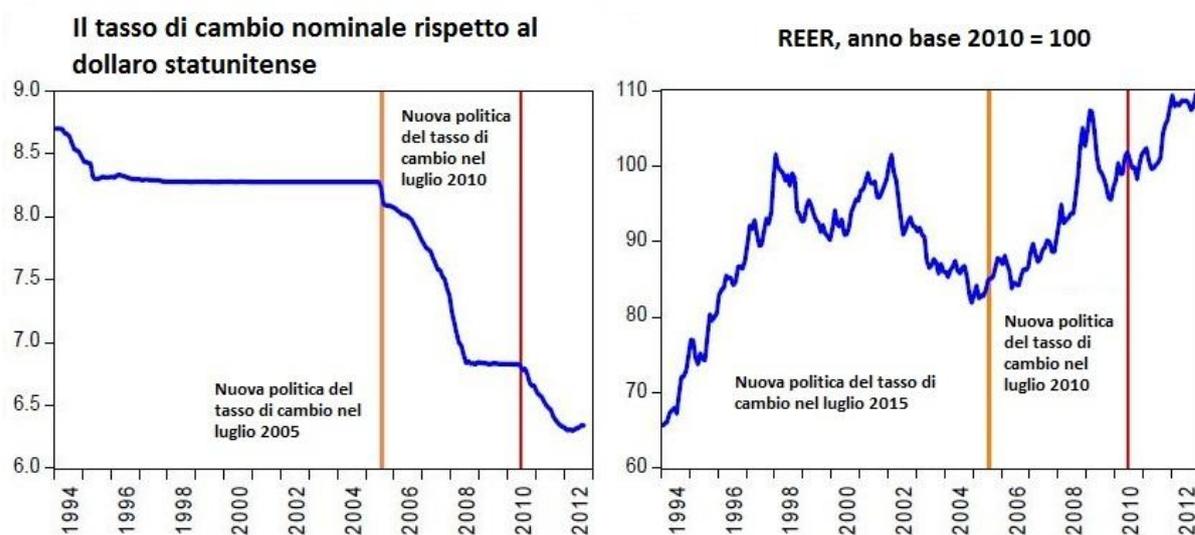


Figura 2: il tasso di cambio nominale del RMB e il REER, 1994-2012

Fonti: PBoC e BIS.

Capitolo 2

Il sistema attuale

In generale, la Cina ha gestito con successo la politica del tasso di cambio del RMB che ha contribuito alla crescita economica della Cina in modo significativo. In particolare, a partire dal 2005 quando la Cina è passata dall'ancoraggio alla singola valuta in un ancoraggio ad un paniere di valute estere, le esportazioni e la crescita economica hanno continuato a crescere senza danneggiare la competitività internazionale della Cina. Come parte integrante della riforma del sistema finanziario cinese, l'obiettivo della riforma del regime di cambio del RMB è quello di ottenere un regime fluttuante di libero scambio. Nel frattempo, la grande pressione esterna sul valore del RMB e l'approfondimento della riforma del sistema globale finanziario nell'ambito del quadro del G20 spingono l'autorità cinese a continuare la riforma del regime di cambio. Come spingere gradualmente RMB a procedere la riforma del regime di cambio è ancora un compito impegnativo per l'autorità della Cina (Obstfeld, 2007).

Dal momento che la PBoC ha annunciato ufficialmente di adottare il regime fluttuante di cambio ancorando ad un paniere di valute, piuttosto che ancorare al dollaro statunitense nel luglio 2005, non ha mai rivelato ufficialmente le informazioni sulla composizione del paniere di RMB e il peso di ciascuna di valute. Tuttavia Zhou Xiaochuan, presidente della PBoC, ha rivelato un po' di informazioni sul paniere di valute del RMB nel 2005. Secondo Zhou, il principio della selezione di valute candidate si basa ai pesi delle valute di scambi con l'estero che sono stati spesso utilizzati negli commerci esteri della Cina. Sulla base di questo principio, le principali valute nel paniere RMB sono il dollaro statunitense, l'euro, lo yen giapponese, e lo won coreano. Inoltre, il dollaro di Singapore, la sterlina britannica, il ringgit malese, il dollaro australiano, il dollaro canadese, il rublo russo e i baht thailandesi sono anche importanti valute di riferimento nel paniere del RMB. Ma i pesi di ciascuna moneta componente nel paniere del RMB e la frequenza di regolazione dei pesi sono rimasti poco chiari. La tabella 1 mostra valute componenti che possono essere inclusi nel paniere del RMB

in base a quanto annunciato da Zhou (2005).

Infatti, il presidente della PBoc, Zhou ha annunciato: “... Il paniere dovrebbe essere composto da valute dei paesi con cui la Cina ha un rapporto di primo piano in termini di commercio estero, il debito estero (rimborso interessi) e gli investimenti diretti esteri (dividendo). E i pesi rispettivamente assegnati a queste valute dovrebbero essere coerenti con l'importanza proporzionale di questi paesi nel settore esterno della Cina.”

“I principali partner commerciali della Cina sono gli Stati Uniti, l'Eurozona, il Giappone, la Corea, ecc., e naturalmente, il dollaro, l'euro, lo yen giapponese e lo won coreano hanno un peso non indifferente nel paniere del RMB. Inoltre, la Cina commercia anche in modo significativo con Singapore, Regno Unito, Malesia, Russia, Australia, Thailandia, e Canada, le valute di questi paesi sono anche importanti nel determinare il tasso di cambio del RMB. In generale, non è trascurabile nell'assegnazione del peso se annuale volume degli scambi bilaterali di una determinata valuta supera il valore di oltre 10 miliardi di dollari statunitensi, mentre quella superiore a 5 miliardi di dollari dovrebbe anche essere considerato come un fattore significativo nella decisione dei pesi delle valute.”

Tabella 1: Le valute componenti nel paniere del RMB

	Nome	Simbolo
Le principali valute	Dollaro statunitense	USD
	Euro	EUR
	Yen giapponese	JPY
	Won coreano	KRW
	Dollaro di Singapore	SGD
	Sterlina britannica	GBP
Le valute minori	Ringgit malaysiano	MYR
	Dollaro australiano	AUD
	Dollaro canadese	CAD
	Rublo russo	RUB
	Baht thailandese	THB

Fonte: Ricavato dal discorso del Presidente della PBoc il 9 agosto 2005

Cui (2014) attraverso una ricerca sulla composizione dei pesi delle varie valute, ha affermato: “La politica del cambio di tasso *de facto* è spesso diversa dalla politica *de jure*

annunciata dalle autorità monetarie. Gli studi precedenti hanno trovato poche evidenze che il RMB sia perfettamente ancorato al suo paniere di valute. I nostri studi hanno riconfermato questo. Tuttavia i nostri risultati dimostrano anche che il RMB si sta spostando dall'ancoraggio esclusivo al dollaro statunitense all'ancoraggio a un paniere di valute estere tranne il periodo della Crisi finanziaria. Il peso del dollaro è ancora il più grande nel paniere di valute di RMB, ma la sua importanza si sta diminuendo costantemente. I pesi di alcune valute nel paniere RMB stanno aumentando gradualmente, ma non in modo molto significativo. Sorprendentemente, le due principali valute: l'euro e lo yen giapponese non sono stati allocati come i grandi pesi nel paniere del RMB. Al contrario, il peso del dollaro di Singapore è aumentato in alcuni periodi. ”

La politica dell'ancoraggio del RMB ad un paniere di valute estere può rafforzare la stabilità e la flessibilità del tasso di cambio del RMB, riducendo anche la pressione esterna sull'apprezzamento del valore del RMB. Inoltre questa politica è un passo significativo del processo dell'internazionalizzazione del RMB.

Capitolo 3

Come il regime di cambio influenza l'economia reale e il commercio del Paese

Il regime di cambio influenza vari aspetti economici di un paese, soprattutto può modificare in modo determinante la bilancia commerciale.

Per capire in che modo il regime di cambio influenza l'economia reale e il commercio del Paese, bisogna innanzitutto introdurre il concetto della condizione di Marshall-Lerner.

La condizione di Marshall-Lerner riferisce alla condizione che dato un certo livello di produzione, un deprezzamento reale provoca un aumento delle esportazioni nette.

Il tasso di cambio reale ε è dato da:

$$\varepsilon \equiv \frac{EP}{P^*}$$

Ovvero il tasso di cambio reale, ε (il prezzo relativo dei beni nazionali in termini dei beni esteri), è determinato dal prodotto fra il tasso di cambio nominale E (il prezzo relativo della valuta nazionale in termini di valuta estera) e il livello dei prezzi interni, P , diviso poi per il livello dei prezzi esteri, P^* .

E la definizione di esportazioni nette è la seguente:

$$NX \equiv X - \frac{IM}{\varepsilon}$$

Inoltre, l'equazione delle importazioni possono essere scritte come: $IM \equiv IM(Y_+, \varepsilon_+)$.

Ovvero:

- Un aumento del reddito nazionale Y provoca un aumento delle importazioni.
- Le importazioni dipendono positivamente anche dal tasso di cambio reale ε .

E l'equazione delle esportazioni possono essere scritte come: $X \equiv X(Y^*_+, \varepsilon_-)$. Ovvero:

- Un aumento della produzione estera, Y^* , provoca un incremento delle esportazioni;

- Un aumento del tasso di cambio reale, ε , provoca una riduzione delle esportazioni.

Sostituendo le equazioni delle importazioni e delle esportazioni nell'equazione delle esportazioni nette, si ottiene:

$$NX \equiv X(Y^*, \varepsilon) - \frac{IM(Y, \varepsilon)}{\varepsilon}$$

Si può notare che il tasso di cambio ε compare nell'espressione ben tre volte, perciò il deprezzamento reale, ovvero una riduzione di ε , influenza la bilancia commerciale attraverso tre modi:

1. Le esportazioni, X , aumentano. Le esportazioni nazionali sono aumentate grazie ad un deprezzamento reale che rende i beni nazionali meno costosi all'estero provocando un aumento della domanda estera di beni nazionali.
2. Le importazioni, IM , diminuiscono. Simmetricamente il deprezzamento reale rende i beni esteri relativamente più costosi nel mercato nazionale. Di conseguenza, la domanda interna di beni nazionali aumenta causando una riduzione delle importazioni.
3. Il prezzo relativo dei beni esteri in termini di beni nazionali, $1/\varepsilon$, aumenta. Ovvero il valore delle importazioni, IM/ε , tende ad aumentare. La stessa quantità di importazioni, infatti, adesso costa di più in termini di beni nazionali.

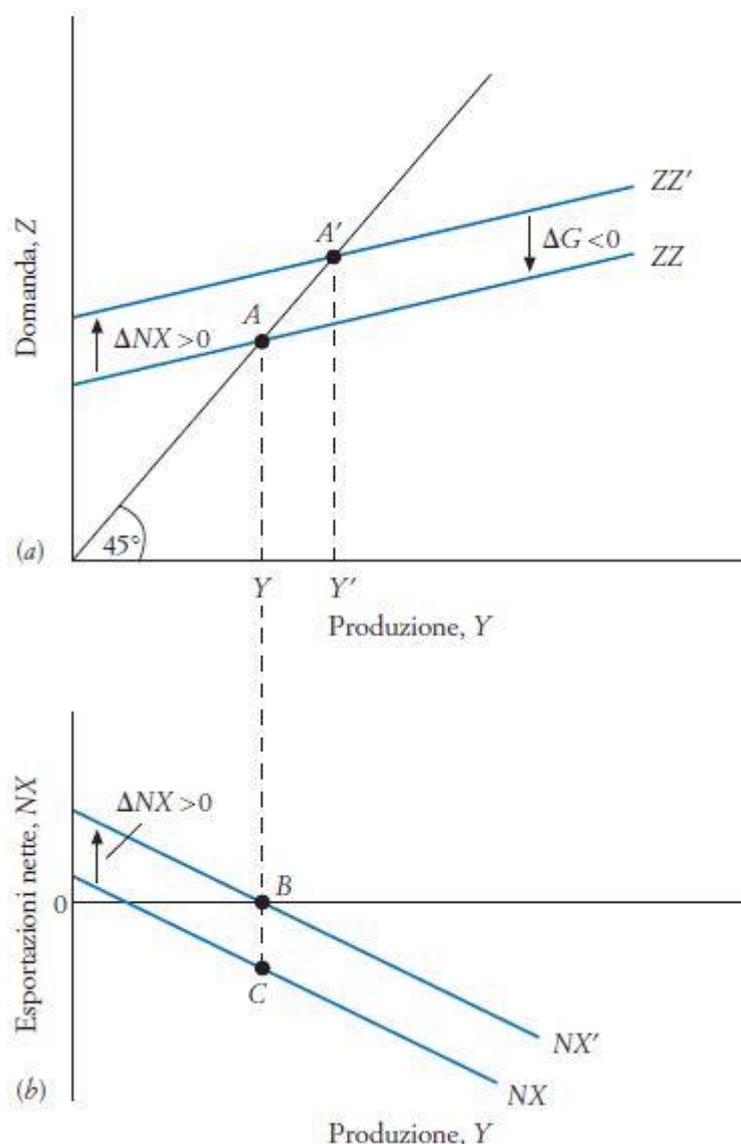


Figura 3: Ridurre il divanzo commerciale

Così affinché la bilancia commerciale migliori a seguito di un deprezzamento reale, le esportazioni devono aumentare in misura sufficiente e le importazioni devono diminuire

abbastanza da compensare l'aumento del prezzo dei beni importati. La condizione di Marshall-Lerner stabilisce che il deprezzamento provoca una variazione della domanda, sia estera sia interna, a favore dei beni nazionali. Questo genera a sua volta un aumento della produzione interna e un miglioramento della bilancia commerciale.

Empiricamente, si scopre che il commercio delle merci tende ad essere anelastico in breve termine, perché ci vuole tempo per cambiare i comportamenti di consumo e i contratti commerciali. Pertanto, la condizione di Marshall-Lerner non è soddisfatta, e il deprezzamento è destinato a peggiorare la bilancia commerciale inizialmente. A lungo termine, i consumatori si adatteranno ai nuovi prezzi e la bilancia commerciale migliorerà. Questo effetto è chiamato curva J.

Inizialmente, nei primi mesi dopo il deprezzamento, l'effetto probabilmente si rifletterà più sui prezzi che sulle quantità. Il prezzo delle importazioni estere aumenta, mentre il prezzo delle esportazioni diminuisce. Ma le quantità di esportazioni e di importazioni si aggiusteranno lentamente. È quindi possibile che un deprezzamento causi un peggioramento iniziale della bilancia commerciale; ϵ diminuisce, ma né X e IM si aggiustano in misura significativa, generando così una riduzione delle esportazioni nette, $X - IM/\epsilon$. Col passare del tempo, gli effetti di una variazione dei prezzi relativi, sia delle esportazioni sia delle importazioni, si rafforzano. Quando i beni nazionali diventano meno costosi, i consumatori e le imprese nazionali ridurranno la propria domanda di beni stranieri. E simmetricamente, i beni nazionali diventano meno costosi all'estero, i consumatori e le imprese straniere ne aumenteranno la domanda. Quindi le esportazioni aumentano, le importazioni diminuiscono. Se la condizione di Marshall-Lerner è soddisfatta, la variazione delle esportazioni e delle importazioni diventa più forte dell'effetto negativo sui prezzi, e l'effetto finale del deprezzamento sarà un miglioramento della bilancia commerciale.

Analiticamente il saldo commerciale varia al variare del tasso di cambio reale:

- all'inizio: (X, IM) invariate $\epsilon \downarrow \rightarrow (X - IM/\epsilon) \downarrow$
- alla fine: $(X \uparrow, IM \downarrow, \epsilon \downarrow) \rightarrow (X - IM/\epsilon) \uparrow$

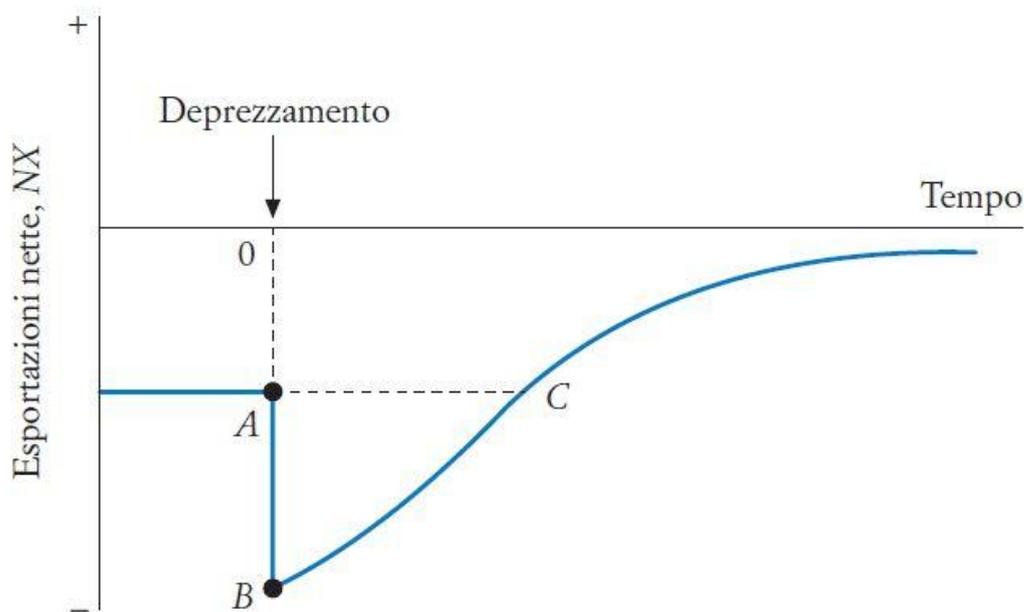


Figura 4: La curva J

La condizione di Marshall-Lerner è uno dei più importanti fondamenti delle politiche macroeconomiche. È istruttivo riesaminare la condizione di Marshall-Lerner per le banche centrali che costituiscono la politica dei tassi di cambio. Lu e Dai (2005) hanno esaminato empiricamente la relazione di lungo periodo tra i flussi commerciali internazionali cinesi e il tasso di cambio reale effettivo del RMB ponderato con le valute del mondo 1994-2003. Il risultato empirico è che il tasso di cambio reale del RMB ha influenzato particolarmente l'importazione e l'esportazione cinese, la condizione di Marshall-Lerner è soddisfatta ed esiste l'effetto della curva J in Cina.

Infatti, a livello macroeconomico, l'influenza del cambiamento del tasso di cambio reale del RMB è evidente. Wei (2006) ha costruito un modello di equilibrio generale computabile (Computable General Equilibrium, CGE), che è usato per valutare quantitativamente l'impatto della rivalutazione del RMB sull'economia cinese. Egli ha affermato: “Il risultato indica che l'effetto dell'apprezzamento del RMB sul tasso di crescita reale del PIL non è lineare, ma aumenta seguendo una forma riconducibile al grafico di una funzione esponenziale. Il risultato della simulazione dell'impatto sulle esportazioni e importazioni cinesi è coerente con

il semplice giudizio intuitivo: ha un effetto negativo sull'occupazione e la diminuzione del tasso d'occupazione va di pari passo con l'apprezzamento della valuta; l'impatto sul consumo delle famiglie urbane e su quelle rurali è molto diverso ed aumenterà il divario del consumo tra i due tipi di famiglie; Questo studio è servito a dimostrare che un significativo apprezzamento del RMB causa effetti molto negativi sulla macroeconomia della Cina, al contrario, un esiguo apprezzamento è accettabile poiché causa effetti trascurabili sull'aspetto socio-economico. Di conseguenza, sarebbe saggio ampliare l'intervallo di fluttuazione del tasso di cambio RMB, al fine di diminuire la pressione politico-economica dei paesi esteri richiedenti l'apprezzamento del RMB.

La fluttuazione del tasso di cambio influenza anche il tasso di occupazione: secondo la ricerca di Wan e Xu (2004), il tasso di cambio influenza il prezzo delle merci esportate, e quindi modifica il livello di produzione delle imprese nazionali. In seguito, la decisione di investimento delle imprese porterà a sua volta al cambiamento della domanda di lavoro. Nel caso in cui l'esportazione svolga un ruolo importante per l'economia, l'aggiustamento del tasso di cambio influenzerà il tasso di occupazione. Il risultato della loro ricerca mostra che l'apprezzamento del RMB peggiora l'occupazione.

Capitolo 4

Rallentamento della crescita dell'economia cinese e il processo d'internazionalizzazione del RMB

Il dato ufficiale dell'Ufficio nazionale di statistica della Cina mostra che la crescita del PIL del 2015 rispetto all'anno precedente è 6.9%, la crescita più bassa dal 1990, quando Pechino crebbe solo del 3,8% in seguito alle sanzioni per il tumulto di Piazza Tiananmen. Il dato annuale è lievemente più basso rispetto all'obiettivo del 7% fissato dalle Autorità della Repubblica Popolare.



Figura 5: il tasso di crescita annua del PIL cinese dal 1990 al 2015

Fonte: www.tradingeconomics.com

L'andamento della crescita del PIL degli ultimi anni, la crescita dell'economia sta rallentando gradualmente.



Figura 6: la tendenza del tasso di crescita del PIL cinese

Fonte: www.tradingeconomics.com

Secondo Chen e Yao (2012), i principali motivi del rallentamento della crescita del PIL cinese sono:

1. **Le esportazioni sono diminuite notevolmente dopo la Crisi finanziaria globale del 2008.** Il tasso di crescita delle esportazioni è 24.8% tra 2000 e 2007, ed è calato fino al 6.5% tra 2008 e 2010, è diminuito del 18.3%. Il tasso medio di contribuzione delle esportazioni nette alla crescita del PIL è calato dal 10.5% al -6.9%, è diminuito del 17.4%. La diminuzione delle esportazioni può essere attribuita alle seguenti cause:
 - a) Il rallentamento dello sviluppo tecnologico globale abbassa la potenzialità della crescita economica globale, tra l'altro reprime la domanda del mercato estero della Cina.
 - b) Molti paesi sviluppati hanno grandi debiti pubblici e ciò causa una diminuzione della domanda di prodotti cinesi. L'UE e gli Stati Uniti sono i principali partner commerciali della Cina, ed essendo fortemente indebitati cercano di decrementare le proprie importazioni dalla Cina.
 - c) Nel 2010, la Cina ha ufficialmente superato il Giappone diventando il secondo Stato

con PIL nominale più alto dopo gli Stati Uniti. L'enorme dimensione economica della Cina rende difficile che l'esportazione possa crescere ancora agli stessi alti ritmi dei decenni precedenti.

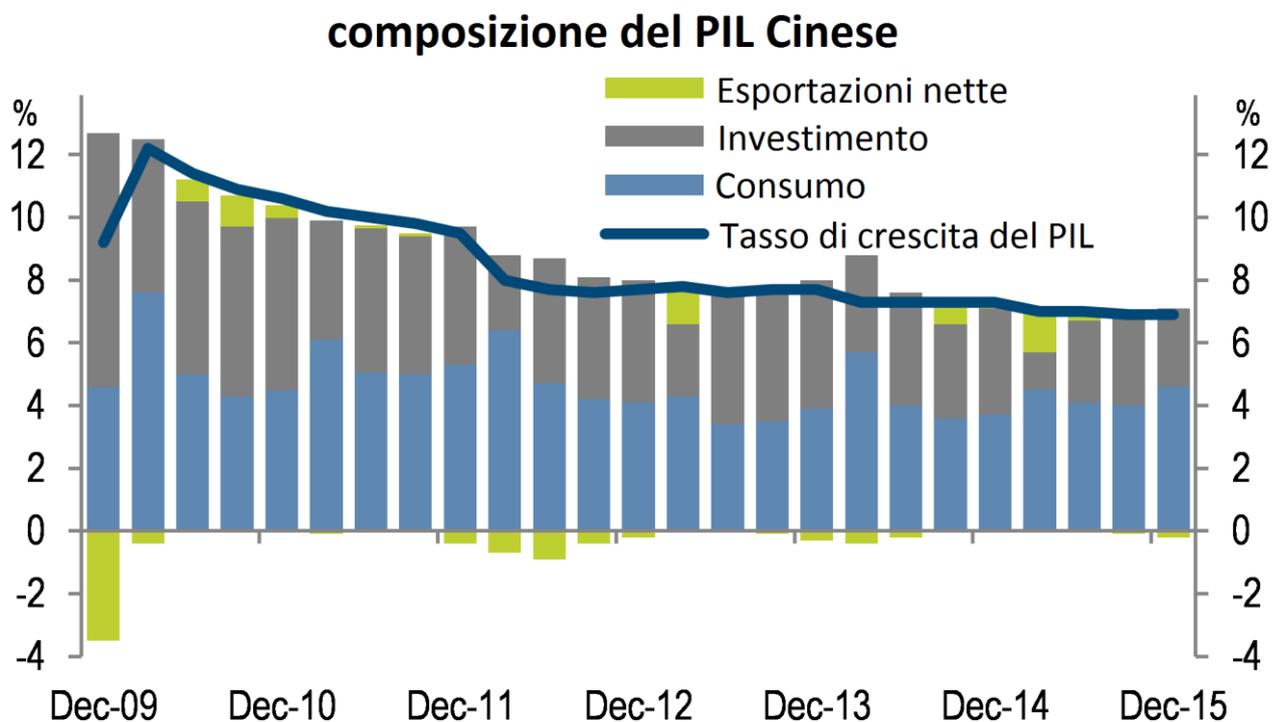


Figura 7: La composizione del PIL cinese

Fonti: Ufficio nazionale di statistica della Cina

2. Il vantaggio del basso costo di produzione sta scomparendo a causa dell'invecchiamento della popolazione, diminuzione del tasso di risparmio e inquinamento.

- a) Il costo di lavoro sta crescendo in modo significativo a causa dell'invecchiamento della popolazione. La politica del figlio unico ha reso la natalità della Cina molto bassa. Il censimento generale della popolazione del 2010 mostra che il tasso di fecondità totale della Cina è 1.18, notevolmente inferiore alla media mondiale (2.5). A causa dello sviluppo economico e della diminuzione della forza lavoro, il costo del lavoro in Cina sta crescendo molto velocemente. Da una relazione di ricerca del Gruppo Korn Ferry Hay viene indicato che l'aumento medio degli stipendi dei dipendenti cinesi arriva all'8%, ben superiore alla media mondiale.

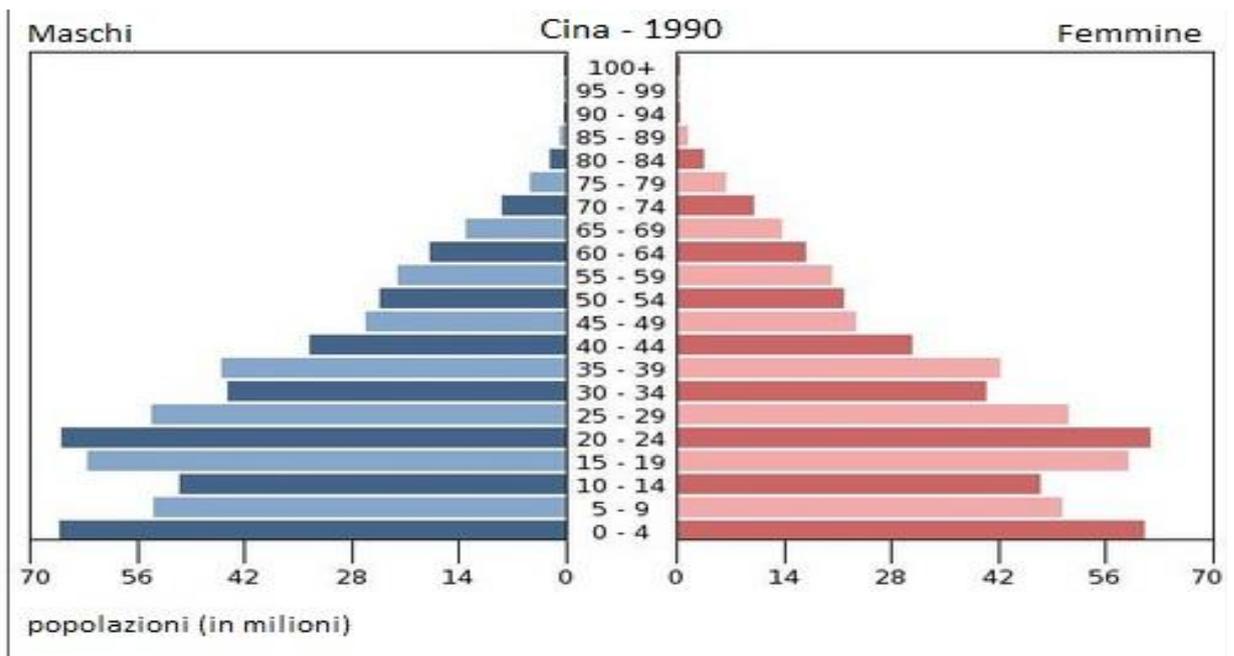


Figura 8: La piramide demografica della Cina nel 1990

Fonte: Age group

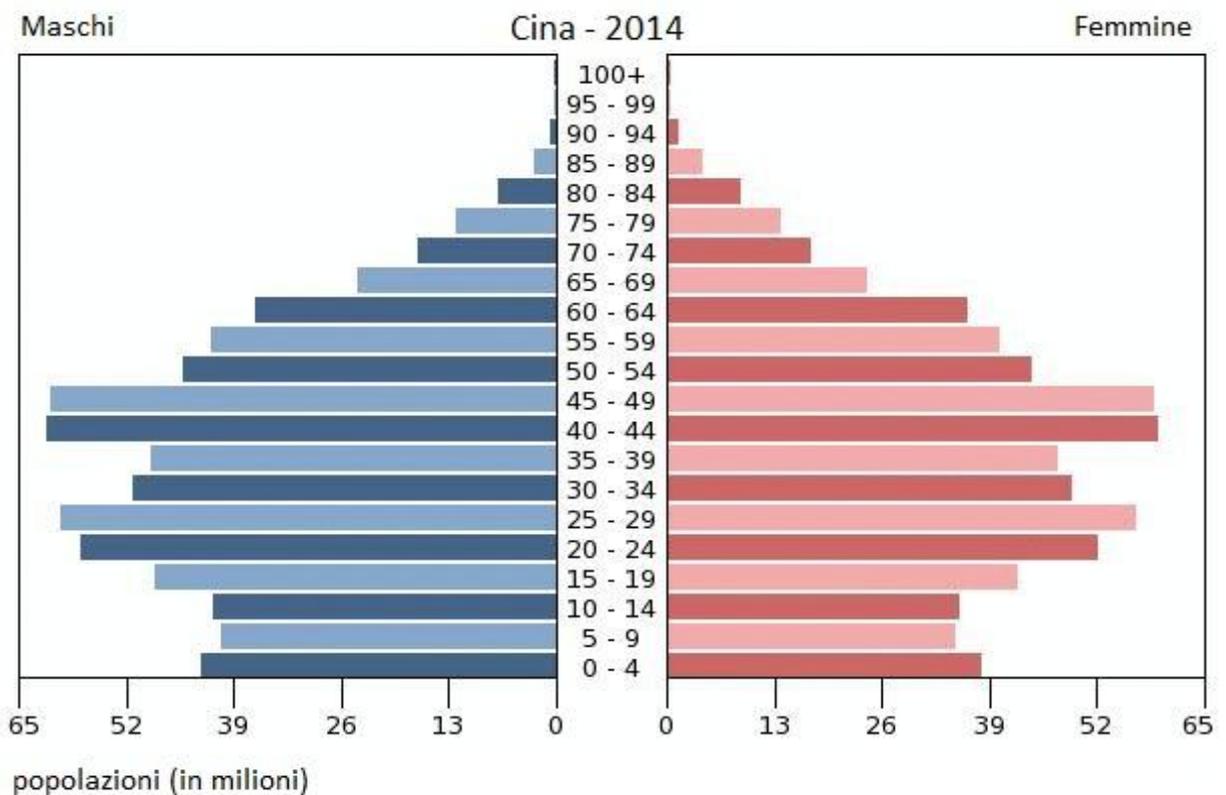


Figura 9: La piramide demografica della Cina nel 2014

Fonte: Age group

- b) Il costo ambientale comincia ad essere evidente. Dopo tanti anni di sviluppo economico sregolato, il problema dell'inquinamento comincia ad influenzare negativamente la vita di molti cittadini. Il deterioramento ambientale può causare l'aumento del costo di produzione aziendale principalmente in due modi: i) il governo può imporre una tassa sulle emissioni inquinanti; ii) il governo può richiedere alle aziende di installare attrezzature per la depurazione degli scarichi industriali.

Diversamente dalle altre economie emergenti, le perdite sul cambio valute sono diventate sempre frequenti in Cina e ciò riflette la continua diminuzione del ROA (return on assets) delle imprese operanti nella Repubblica Popolare.

A causa del rallentamento della crescita economica, gli investitori internazionali hanno ritirato 674 miliardi di dollari di capitale dalla Cina nel 2015. L'Istituto di finanza internazionale (IIF) prevede che questa fuoriuscita di capitale sarà di 538 miliardi di dollari nel 2016, diminuendo di circa un quinto. Tuttavia, l'IIF avverte che il processo di "fuga" del capitale potrebbe accelerare qualora il RMB si deprezzasse bruscamente.

Con 3 mila miliardi di dollari di riserve, la Cina può affrontare questa situazione ancora per parecchi anni. Infatti, il sito ufficiale del Governo cinese ha pubblicato un articolo nel luglio 2016, cercando di calmare le preoccupazioni del mercato affermando: "una serie di dati del primo semestre mostra che il deflusso di capitale della Cina verso nuovi Paesi sta gradualmente rallentando ed il mercato si aspetta anche di stabilizzare il tasso di cambio del RMB, tenendo conto dei principali aspetti economici della Cina e del sostegno delle ampie riserve di valute estere. La preoccupazione degli investitori ed enti esterni è una reazione eccessiva, sicché i flussi transfrontalieri di capitale rimarranno sostanzialmente immutati."

Nonostante il messaggio rassicurante lanciato dal Governo cinese, gli economisti sono scettici sugli effetti dell'attuale politica monetaria. Eichengreen ha proposto quattro soluzioni in un suo articolo e secondo lui le Autorità cinesi possono effettuare i seguenti provvedimenti:

1. Le autorità potrebbero continuare con l'attuale strategia di ancoraggio del renminbi al paniere delle valute estere e procedere con il programma di ristrutturazione e

ribilanciamento dell'economia.

2. La Banca Centrale della Cina può permettere alla valuta di deprezzarsi contro il paniere di riferimento, ad esempio, dell'1% al mese, allo scopo di rilanciare la competitività dell'export cinese e affrontare i timori di una sopravvalutazione monetaria. Tuttavia, un'azione del genere può accelerare la fuga del capitale.
3. Una terza opzione sarebbe una svalutazione "una tantum", ad esempio, del 25%. Ciò rilancerebbe la competitività dell'export in un colpo solo. Considerando l'enorme debito in valute estere, posseduto dalle imprese e enti statali, un'azione del genere rende ancora più difficile rimborso dei debiti.
4. L'opzione più appetibile sembrerebbe quello di rafforzare i controlli sui flussi di capitale. Tuttavia, I controlli sui capitali comprometterebbero gli sforzi della Cina fatti per internazionalizzare il renminbi e metterebbero in imbarazzo il Fondo monetario internazionale, che ha recentemente aggiunto questa valuta nel paniere delle quattro maggiori valute che determina il valore dei Diritti Speciali di Prelievo (DSP).

La State Administration of Foreign Exchange della Repubblica popolare cinese (SAFE) ha cercato di limitare il trasferimento di ingenti somme di denaro all'estero, anche vietando, ad esempio, l'uso della carta di credito emessa in Cina per acquistare polizze assicurative costose all'estero.

Un altro caso di tentativo di riduzione della fuoriuscita di capitale è costituito dal fatto che la Cina consentiva alle persone di scambiare fino a 50.000 dollari all'anno in valuta estera, tuttavia a febbraio la SAFE ha imposto una limitazione più restrittiva, infatti ora tutte le carte di credito emesse dalla China UnionPay hanno un limite massimo di 5000 dollari per ogni transazione. Nonostante ciò un provvedimento del genere, non ha impedito ai clienti della China UnionPay di utilizzare più volte le carte di credito per sfondare il limite di 5000 dollari, aggirando il limite legale imposto.

L' internazionalizzazione del RMB

In base all' autorità di quanto annunciato dal Tredicesimo Piano quinquennale per lo Sviluppo economico e sociale, le Autorità cinesi continueranno ad espandere l' apertura del settore finanziario.

Nel Testo si è sottolineato che si vuole raggiungere l' obiettivo della convertibilità del conto capitale del RMB, e promuovere il RMB ad aderire al SDR (Special Drawing Right, Diritti speciali di prelievo), facendola diventare una valuta convertibile, liberamente utilizzabile; Allentare le restrizioni sugli investimenti esteri e sulle richieste della gestione delle riserve valutarie personali ed aziendali; Rafforzare il monitoraggio della Bilancia dei pagamenti e mantenerla equilibrata sostanzialmente; Promuovere l' apertura del mercato capitale nei doppi sensi (afflusso e deflusso), migliorare ed eliminare gradualmente le limitazioni sull' ammontare degli investimenti esteri.

Da una parte, la Cina ha partecipato attivamente nelle riforme e nelle cooperazioni monetarie e finanziarie dell' Asia orientale, e nel frattempo ha accelerato anche il processo dell' internazionalizzazione del RMB. Negli ultimi dieci anni, con l' intensificazione del commercio nelle aree dintorni, il RMB ha gradualmente cominciato ad essere in circolazione ed usato nei paesi e regioni confinanti.

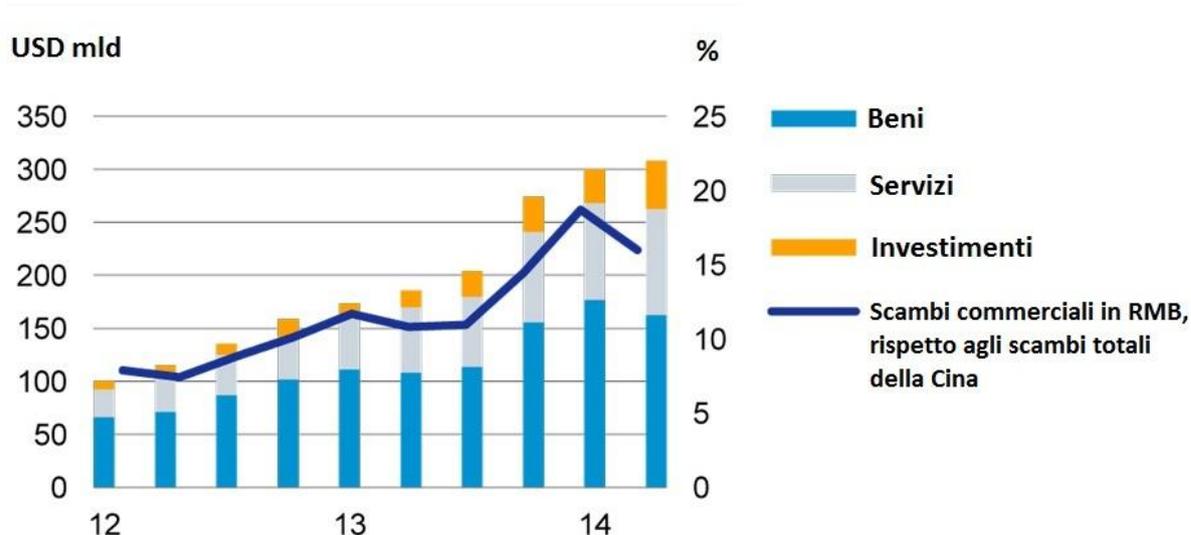


Figura 10: La progressiva crescita degli scambi commerciali in RMB

Fonte: CEIC

Il processo dell'internazionalizzazione del RMB pertanto sarà gradualmente accelerato. Favorendo l'internazionalizzazione del tasso di cambio del RMB aiuta a ridurre il rischio e promuove lo sviluppo del commercio e degli investimenti, ma aiuta anche ad evitare il rischio della contrazione del valore delle immense riserve valutarie estere tenute dalla Cina.

Dall'altro canto, l'internazionalizzazione del RMB renderà le Autorità cinesi ad affrontare più sfide nel controllo del capitale, politica monetaria ecc..

Le caratteristiche di una valuta internazionale:

Una valuta internazionale è quella che viene utilizzata nella fatturazione del commercio, come mezzo di pagamento per l'importazioni e l'exportazioni. Inoltre viene utilizzata anche come unità di misura per prodotti finanziari negoziati a livello internazionale. Lungo ciascuna di queste dimensioni, la valuta cinese, il renminbi (RMB), sembra che stia progredendo verso lo status internazionale. Negli ultimi anni sono state annunciate e attuate molte riforme politiche volte ad aumentare l'uso di RMB nelle esportazioni, importazioni, e negli swap di valute delle banche centrali. È un processo guidato sia dalle forze politiche, ma anche dalle forze di mercato. Anche se l'internazionalizzazione del RMB è ancora nella sua fase iniziale, questo processo potrebbe essere accelerato molto presto. (Ito, 2011)

I ruoli di una moneta internazionale sono solitamente definiti come analoghi a quelli di una moneta nazionale: l'unità di conto (per la denominazione), il mezzo di scambio (per la liquidazione), e la riserva di valore (per il risparmio). La tabella 2 riassume le funzioni di una moneta internazionale.

	Settore pubblico	Settore privato
Mezzo di scambio	Circolazione monetaria all'estero; Transazioni finanziari pubblici; swap nelle banche centrali;	transazioni commerciali e finanziari
Riserva del valore	Riserve valutarie (per altri paesi)	Depositi transfrontalieri; titoli finanziari transfrontalieri
Unità di conto	Essere ancorata dalle altre valute	moneta di fatturazione; Unità di conto dei prodotti finanziari

Fonti: Kenen (1983)

Quando una valuta internazionale è usata come il mezzo di scambio e l'unità di conto, esiste una regola detta la regola di Grassman, ovvero negli scambi commerciali tra due Paesi, comunemente la valuta del paese esportatore è usata come il mezzo di scambio e l'unità di conto e questa regola viene chiamata anche "Producer Currency Pricing". Page (1977) sostiene che la percentuale del costo delle importazioni nel costo totale delle aziende importatrici di solito è minore rispetto alla percentuale del costo delle esportazioni nel costo totale delle aziende esportatrici, ciò significa che le aziende esportatrici sono più facili a subire danni dovuti alla fluttuazione del tasso di cambio. Krugman (1984) indica che, quando il tasso di cambio tende a fluttuare, le aziende importatrici possono ridurre le perdite regolando i prezzi nel mercato nazionale, tuttavia il costo delle aziende esportatrici (principalmente il costo del lavoro) è piuttosto rigido, quindi difficile da regolare in breve periodo. Tavlas (1996) afferma che, più aumenta il livello di differenziazione delle merci esportate, più aumenta il vantaggio delle aziende esportatrici, quindi si tende ad adottare la regola del "Producer Currency Pricing". Grassman (1976), attraverso la ricerca empirica ed utilizzando i dati della Svezia, ha scoperto che nel commercio internazionale si ha la tendenza ad utilizzare la regola del "Producer Currency Pricing". Tuttavia, la premessa del "Producer Currency Pricing" è la parità di importanza delle varie valute nazionali, ma nell'attuale sistema monetario internazionale, il dollaro statunitense occupa un peso dominante come moneta di liquidazione nei quasi tutti i paesi (si veda la tabella 3). Ad esempio, anche se lo Yen giapponese è una valuta internazionale importante, nelle importazioni ed esportazioni giapponesi la percentuale dei casi in cui si utilizza il dollaro statunitense raggiunge rispettivamente il 69.4% e 51.2%; inoltre lo Yen è raramente utilizzato nei commerci bilaterali con gli altri paesi. Anche nei paesi dell'Eurozona come Germania e Francia, l'utilizzo del dollaro statunitense come mezzo di scambio raggiunge circa 30% nelle esportazioni, e questa percentuale è ancora più alta nelle importazioni. Il motivo del diffuso utilizzo del dollaro statunitense è dovuto soprattutto a:

- i) la valuta internazionale ha una sorta di natura di monopolio naturale, più persone utilizzano una determinata valuta internazionale, più si realizza la convenienza di questa valuta come un mezzo di scambio, e quindi è più alto il costo d'uscita dall'utilizzo di questa moneta;
- ii) siccome il dollaro statunitense è il più attivo nel mercato dei cambi esteri, allora utilizzando il dollaro come l'unità di conto aiuta le parti del commercio ad effettuare le operazioni di

copertura nel mercato dei cambi.

Tabella 3: Il percentuale di ogni tipologia di valuta nelle esportazioni (%)

	Germania	Francia	Regno Unito	Giappone	Australia	Sudafrica	Canada	Corea del Sud
Euro	57.7	49.5	21	8.5	0.9	17		4.9
Dollaro	26.6	37.9	27.8	51.2	67.4	52	70	85.9
Valuta propria	57.7	49.5	49	36.3	28.8	25	23	9.2

Fonte: Kamps (2006)

Tabella 4: Il percentuale di ogni tipologia di valuta nelle importazioni (%)

	USA	Germania	Francia	Regno Unito	Giappone	Australia	Pakistan	Corea del Sud
Euro	2	52	42	22	3.6	8.5	6.5	4.4
Dollaro	90.3	34.8	48.7	34.8	69.4	49.7	83.9	80.4
Valuta propria	90.3	52	42	38.8	24.1	30.2	9.6	30.2

Fonte: Kamps (2006)

Nelle riserve valutarie internazionali, le attività in dollari sono in assoluta superiorità. La figura 10 presenta la variazione e la composizione delle riserve valutarie internazionali tra il 1965 e il 2010. Questo grafico mostra che il percentuale delle attività in dollari si è stabilizzato tra 60% e 70%, e le attività in euro varia sul 20%. Le attività in queste due tipologie di moneta occupano oltre 90% delle riserve valutarie globali. Le altre valute internazionali, come la sterlina britannica, lo yen giapponese e il franco svizzero raggiungono rispettivamente il 4.08%, 3.27%, 0.13% di esse. Tutte le altre valute raggiungono a malapena il 2%. Dal punto di vista del volume totale, nel 2008 le riserve valutarie globali raggiungono 6713 miliardi di dollari, tra cui le attività in dollari arrivano a 4213 miliardi. Allora le riserve estere tenute dalla Cina sono circa 1900 miliardi di dollari, il 28.3% delle riserve valutarie globali, tra cui la maggior parte sono le attività in dollari. Il motivo per cui il dollaro

statunitense è in vantaggio assoluto nelle riserve valutarie globali è dovuto al fatto che la dimensione e la profondità del mercato dei titoli nazionali statunitense sono ben superiori rispetto ad altri competitori come Europa, Giappone ecc..

Inoltre, dal punto di vista della composizione delle riserve valutarie estere, tenere i titoli statunitensi è un'opzione più sicura, a quanto pare, per le banche centrali dei vari paesi.

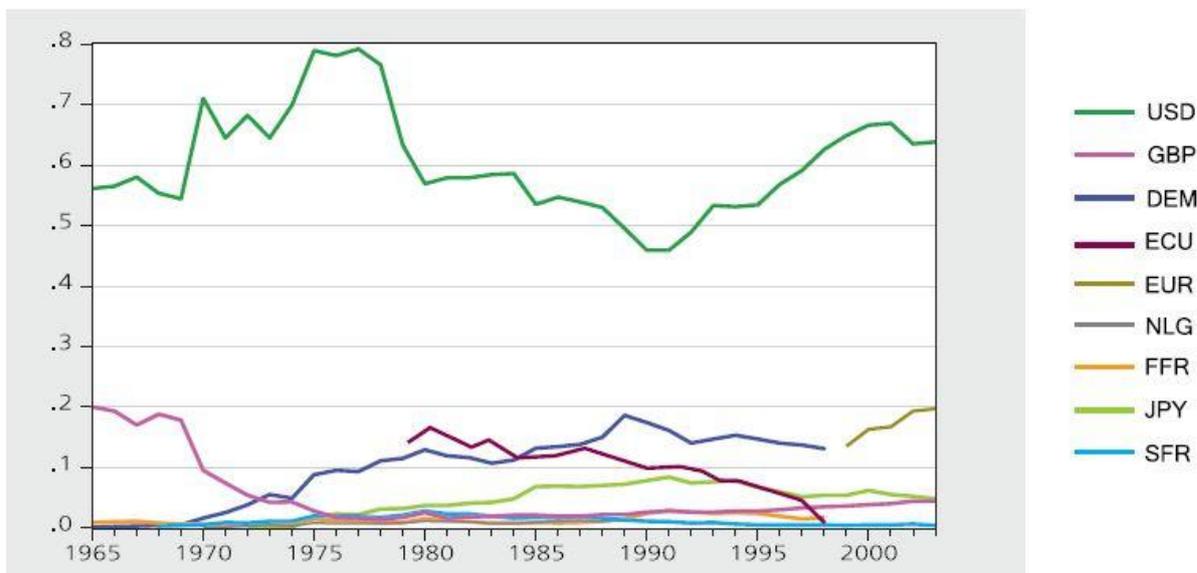


Figura 11: Il percentuale delle principali valute nelle riserve valutarie globali, 1965-2010

Fonti: IMF, Relazioni Annuali

Vantaggi di avere una valuta internazionale

Possedere una valuta domestica che sia usata anche a livello internazionale comporta una serie di vantaggi:

- *Convenienza per i residenti del paese.* È sicuramente più conveniente per gli esportatori, gli importatori, i mutuari e i mutuanti del paese utilizzare la propria moneta rispetto alle altre monete. In questo modo, è possibile ridurre i costi di transazione e il rischio legato ai tassi di cambi. Ad esempio, l'utilizzo globale del dollaro, così come la lingua inglese, è un grosso vantaggio per tutti gli uomini d'affari americani;
- *Più business per le banche e gli istituti finanziari di un paese.* Le banche nazionali possono trattare attività bancarie in valute diverse dalla propria e una valuta che si è diffusa anche all'estero verrà usata con maggior frequenza, generando maggiori operazioni. Tuttavia, risulta facile capire che ciascuna banca ottiene maggiori benefici a

trattare attività nella propria valuta e quindi le banche statunitensi hanno un vantaggio comparato nel trattare in dollari, le banche britanniche in sterline, le banche cinesi in RMB, e così via.

- *Signoraggio.* Questo potrebbe essere il motivo più conosciuto. Il signoraggio è l'insieme del flusso di risorse reali che un governo guadagna quando stampa moneta che spende in beni e servizi (Krugman e Obstfeld, 2009). Secondo i calcoli di Chen (et al. 2005), i benefici misurabili ottenuti dall'internazionalizzazione del dollaro statunitense, accumulati fino al momento del suo studio, avrebbero raggiunto i 953 miliardi di dollari. A sua volta, se il RMB avesse realizzato l'internazionalizzazione nella regione dell'Asia Pacifica entro il 2010, si stima che la Cina avrebbe guadagnato 750 miliardi di yuan nei successivi dieci anni.
- *Prestigio e potere politico.* Gli Stati Uniti d'America sono riusciti a diventare una potenza egemone economica globale grazie all'ascesa del dollaro. Possedere una valuta internazionale è un simbolo della forza complessiva di un paese.

Svantaggi di avere una valuta internazionale

Oltre i vantaggi già menzionati, possedere una valuta internazionale può portare anche alcuni svantaggi. Questi rappresentano i principali motivi per cui, in passato, Germania e Giappone sono stati riluttanti ad avere le proprie monete tenute e usate ampiamente dagli altri paesi, e per cui, ad oggi, la Cina è particolarmente prudente ad accelerare il processo d'internazionalizzazione del RMB.

- *Fluttuazione maggiore della domanda monetaria.* Non è detto che avere una valuta detenuta da una grande varietà di Paesi in tutto il mondo si possa tradurre in una maggiore variabilità della domanda, tuttavia un aumento della mobilità dei capitali in molti casi può generare instabilità della domanda monetaria. I due elementi sono infatti correlati: le banche centrali sono preoccupate dal fatto che l'internazionalizzazione della valuta può far diventare più difficile da controllare lo stock di moneta.
- *Aumento della domanda media monetaria.* Questo è l'aspetto contrario del signoraggio. Tra gli anni Settanta e Ottanta, il governo tedesco e giapponese erano particolarmente

preoccupati della possibilità che le attività moneta propria fossero resi disponibili anche per agli investitori stranieri, infatti un afflusso di capitale dall'estero poteva causare l'apprezzamento della propria valuta rendendo le proprie aziende esportatrici meno competitive sul mercato mondiale. Questo è anche il problema della Cina.

- *Maggiore carico di responsabilità* L'autorità monetaria del paese che possiede una valuta internazionale può essere chiamata a prendere in considerazione gli effetti delle loro azioni sui mercati mondiali, piuttosto che essere libera di dedicare le politiche monetarie esclusivamente agli obiettivi interni.

Se il RMB diventerà una valuta internazionale, il Governo cinese dovrà fronteggiare una parte della responsabilità di stabilizzare l'economia mondiale. In futuro, se uno dei principali partner commerciali della Cina subisse una recessione economica, allora le Autorità cinesi dovrebbe prendere in considerazione le situazioni economiche degli altri paesi nel momento della formulazione delle politiche monetarie. Per esempio, attraverso l'aumento dell'interesse del RMB o la riduzione dell'offerta del RMB, in modo da far deprezzare le valute degli altri paesi, aumentando la competitività delle aziende straniere. Infatti, quando certi paesi in via di sviluppo propongono di abbandonare la propria valuta e di adottare unicamente il dollaro statunitense, la Riserva Federale (Fed) li avverte che le loro situazioni economiche non verrebbero prese in considerazione e i loro rappresentanti non verrebbero invitati alla riunione quando la Fed deve formulare la propria politica monetaria.

L' internazionalizzazione del RMB: potenzialità e prerequisiti

Il processo di internazionalizzazione del RMB è già iniziato con la crescita rapida del suo uso per le operazioni commerciali con i Paesi confinanti e come mezzi di pagamenti per gli investimenti. Ad esempio, le operazioni commerciali transfrontaliere in RMB sono quadruplicate da meno di 50 milioni nell'agosto 2010 a quasi 200 miliardi nel settembre 2011. I depositi in RMB a Hong kong sono aumentati velocemente e si attestano ad oltre 600 miliardi nell'ottobre 2011. Inoltre, la Banca centrale cinese (PBoC) sta costituendo accordi di collaborazione con le banche centrali di molti altri paesi, compresi Corea del Sud e Giappone,

che hanno annunciato di aggiungere il RMB tra loro riserve valutarie estere.

In linea generale, il RMB soddisfa già i prerequisiti per l'uso degli scambi internazionali in termini della potenziale domanda per la valuta: la domanda internazionale per il RMB esiste per via del ruolo centrale della Cina all'interno della catena di approvvigionamento asiatica e al suo ruolo come secondo più grande esportatore del mondo. La domanda della valuta è anche sostenuta da una economia prospera e una forte crescita. Tuttavia, vi è ancora spazio per compiere significativi progressi sul lato dell'offerta monetaria per lasciar accedere anche agli stranieri l'uso del RMB, sia per le attività in RMB, sia come beni di rifugio. Per soddisfare quest'ultimo requisito, bisogna programmare delle azioni politiche con lo scopo di riformare il regime di cambio e regime del tasso di interesse, ponendo le basi per lo sviluppo del settore finanziario e incrementare l'apertura del mercato dei cambi. Pertanto, l'espansione del ruolo del RMB sarà guidata dal mercato e si evolverà gradualmente dall'uso come unità di conto fino a diventare una valuta di rifugio nel settore privato, e alla fine usata come valuta di riserva. Per raggiungere lo status di valuta internazionale, bisogna tenere da conto delle varie dimensioni del paese, tra cui la dimensione economica e stabilità economica, rete commerciale, sviluppo finanziario e sostegno politico per l'internazionalizzazione della valuta.

La dimensione economica e il commercio: La Cina è diventata la seconda più grande economia dopo gli Stati Uniti e il secondo più grande esportatore dopo l'Eurozona con una rete di scambi commerciali molto ampia e variegata. Infatti, al giorno d'oggi, la Cina svolge un ruolo centrale nell'economia mondiale, e ciò sostiene la domanda del RMB per essere usato come mezzo di pagamento per il commercio estero.

Le operazioni commerciali transfrontaliere in RMB erano ufficialmente ammesse con i paesi confinanti con la Cina dal 1997. Nel Luglio 2009, era stato lanciato un progetto pilota per espandere l'uso del RMB nei commerci transfrontalieri. Tale progetto prevedeva che si potesse utilizzare il RMB come mezzo di pagamento nelle cinque città cinesi che commerciavano con Hong Kong, Macao e altri paesi della ASEAN. Nel 2010, tale progetto si era espanso a 20 province e città, coprendo oltre il 90% delle esportazioni nazionali ed era aperto a tutti i paesi. Alla fine del dicembre 2011, i governi giapponese e cinese hanno

annunciato insieme un'iniziativa per incoraggiare l'uso del RMB nei commerci tra due paesi (Maziad e Kang, 2012).

La stabilità economica: Dal 2000 al 2010, il tasso di crescita del PIL cinese superava mediamente il 10% annuale, con un'inflazione bassa e stabile, paragonabile a quella di un'economia avanzata. Inoltre, l'ottima performance economica e la stabilità macroeconomica si prevede sino destinati a continuare nel medio periodo. I forti fondamentali macroeconomici si riflettono anche nell'investment grade rating sovrano della Cina, attualmente a AA-.

L'apertura del mercato finanziario: Nonostante i propri progressi, rispetto ai mercati avanzati, il mercato finanziario cinese resta meno sviluppato secondo le misure tradizionali di profondità finanziaria. La profondità finanziaria cattura il settore finanziario relativo all'economia. È una dimensione che confronta la performance economica e il mercato finanziario di un paese. L'indice mostra che le economie avanzate (Stati Uniti, Eurozona, Giappone e Regno Unito) contribuiscono maggiormente alla "Profondità finanziaria globale", seguita subito dopo dalla Cina (Goyal et al., 2011). Tuttavia, questa misura tiene da conto i titoli finanziari totali, tralasciando numerosi altri aspetti e deve perciò essere integrata con l'aggiunta di informazioni riguardanti, ad esempio, l'apertura del conto capitale e la negoziabilità internazionale. Su questo fronte, il conto capitale della Cina rimane in gran parte chiuso rispetto ad altri paesi, nonostante siano stati compiuti diversi passi in avanti che vi consentono un accesso limitato (all'interno di quote stabilite). Sin dall'inizio dell'internazionalizzazione del RMB, gli investitori stranieri possono commerciare con una ampia gamma di strumenti finanziari in RMB a Hong Kong, una regione amministrativa speciale della Cina. Da allora, Hong Kong è diventato il primo centro per gli investimenti offshore in RMB.

Tabella 5: I primi cinque contribuenti alla Profondità finanziaria globale

In percentuale alla Profondità finanziaria globale ponderato per PIL

	1989		2009
Paesi Avanzati	92.8	Paesi Avanzati	82.4
Stati Uniti	32.5	Stati Uniti	29.4
Giappone	28.3	Giappone	13.2
Regno Unito	5.7	Regno Unito	7.8
Germania	5.3	Germania	6.1
Francia	4.5	Francia	5.4
Mercati Emergenti	7.2	Mercati Emergenti	17.6
Brasile	1.9	Cina	7.2
Cina	0.9	Brasile	1.6
Hong Kong SAR	0.7	Hong Kong SAR	1.6
Corea del Sud	0.7	Corea del Sud	1.2
India	0.5	India	1.1

Fonte: Goyal et al. (2011)

Supporto politico e credibilità L'emergere di valute internazionali è prevalentemente determinato dal mercato. Questo processo è graduale e dipende dall'interazione tra il libero accesso alla valuta, lo sviluppo del mercato dei capitali domestico, e la possibilità di riserva dei beni di valore, così come la volontà (e la capacità) degli agenti stranieri di tenere e commerciare attivamente le attività denominate in tale valuta. Tuttavia, le autorità e le politiche monetarie potrebbero dare un impulso e fornire la credibilità al processo dell'internazionalizzazione della valuta. In particolare, sono cruciali le politiche che supportano le riforme e la liberalizzazione del settore finanziario, e la volontà di investire nelle infrastrutture necessarie per l'utilizzazione e la commercializzazione della valuta. Inoltre, la volontà di impostare la banca centrale come prestatore globale di ultima istanza nei momenti di stress finanziario, svolge un ruolo importante nel consolidare lo status della valuta internazionale. In questa prospettiva, l'iniziativa delle autorità cinesi di incoraggiare l'uso transfrontaliero del RMB è chiaramente favorevole per raggiungere lo status di valuta internazionale non solo come mezzo di scambio, ma anche come riserva di valore, consentendo il libero scambio alle attività in RMB. Tuttavia, la costruzione della credibilità del RMB come valuta internazionale sarà un processo di lungo periodo. Un costante

progresso nella riforma e nello sviluppo del settore finanziario e la liberalizzazione graduale del conto capitale saranno infatti necessari per completare il processo dell'internazionalizzazione del RMB.

Potenziali rischi: il rapido sviluppo del mercato offshore del RMB comporta una serie di rischi, specialmente nel momento della trasformazione del sistema finanziario cinese. A grandi linee, i rischi potenziali possono essere suddivisi in due tipi: lo sviluppo del mercato e i rischi legati alla stabilità finanziaria.

- *Dinamica del mercato:* Il rapido sviluppo del business del RMB a Hong Kong suggerisce un forte interesse nello stoccare la valuta e investire in essa. Una parte dell'interesse degli investitori è quindi guidata da aspettative di apprezzamento di RMB. Perciò, in assenza di un'offerta sufficiente di attività in RMB, vi è il rischio che lo sviluppo del mercato possa perdere forza o stagnare quando l'aspettativa dell'apprezzamento è stata raggiunta.
- *Mercato obbligazionario e flussi di RMB:* Per mantenere l'incentivo per lo sviluppo del mercato al di là delle aspettative di apprezzamento, le autorità possono espandere i canali di investimento nei fondi in RMB onshore (scambiati e commercializzati in Cina), ed espandere il rimpatrio dei proventi dei titoli comprati offshore (scambiati e commercializzati al di fuori della Cina). Tuttavia, è necessaria un'autorizzazione per il rimpatrio dei proventi delle obbligazioni, pertanto l'emissione dei titoli in RMB è ancora di piccole dimensioni. Anche la presenza di flussi monetari a due sensi (in e out) favoriscono il buon funzionamento del mercato delle obbligazioni del RMB offshore. Di fondamentale importanza per il successo dell'internazionalizzazione del RMB, è pure facilitare lo sviluppo finanziario onshore ed assorbire la domanda estera di investimenti in RMB.
- *Rischio della stabilità:* In generale, la stabilità finanziaria è minacciata a causa dello sviluppo del mercato offshore che sarebbe limitato dalla ridotta dimensione del mercato offshore (circa il 10 per cento della base monetaria onshore), e dall'efficacia dei controlli sul flusso di capitali onshore. Tuttavia, andando avanti il processo di internazionalizzazione del RMB e la forte domanda delle attività in RMB amplieranno i

canali di trading e l'arbitraggio tra i mercati onshore e offshore. In particolare, siccome le imprese della Cina continentale hanno un maggiore accesso al credito attraverso le società controllate delle banche cinesi o attraverso l'emissione delle obbligazioni in RMB offshore, una parte dell'efficacia del razionamento del credito onshore potrebbe venire compromessa. Sin da ora, tale rischio rimane contenuto perché il rimpatrio dei proventi emessi dalle obbligazioni offshore rimane soggetta a quote stabilite e approvato dalle autorità cinesi. Nel lungo periodo, questo potrebbe portare alla divergenza delle grandi imprese cinesi dal sistema bancario onshore, perché preferiscono stringere legami con le banche offshore o prendere in prestito direttamente nel mercato obbligazionario offshore.

Conclusion

Sin dall'inizio della Riforma economica cinese, il regime di cambio ha svolto un ruolo determinante nello stimolare la crescita economica. Il tasso di cambio ha determinato soprattutto in modo significativo l'esportazione e il livello di occupazione. Anche la politica monetaria ha seguito la linea della Riforma economica, cioè il tasso di cambio che era fissato e regolato dal Governo si è diretto verso un tasso regolato dal mercato, nel contempo diventando una moneta convertibile e liberamente utilizzabile.

Puntando a questo obiettivo, il Governo cinese ha attuato una serie di riforme pianificate. Nella presente tesi sono state esaminate le potenzialità, i prerequisiti e i rischi del RMB nel diventare una valuta internazionale. L'internazionalizzazione del RMB comporta grossi vantaggi per i cittadini cinesi ed è un grande stimolo per la continua crescita dell'economia cinese. In conclusione, il RMB ha buone possibilità di sostituire il dollaro statunitense, diventando la prossima valuta internazionale dominante. Tuttavia, questo processo sarà lungo, difficoltoso e pieno di sfide. Il recente rallentamento della crescita economica ha suscitato le preoccupazioni da parte dei molti economisti e investitori internazionali. Soltanto nel 2015, la fuoriuscita del capitale dalla confine cinese ha raggiunto 674 miliardi di dollari ed il Governo cinese ha dovuto effettuare i provvedimenti più severi sul controllo del capitale. Nonostante questo inconveniente, il processo dell'internazionalizzazione del RMB sarà continuato e sostenuto dal Governo cinese.

Riferimenti Bibliografici

Blanchard,O., Amighini,A., &Giavazzi,F. 2014. Macroeconomia – Una prospettiva europea, Nuova edizione, Il mulino, 480-484.

Chen, Y. et al. 2005. Currency Internationalization as a National Competitive Strategy: US Dollar's Empirical Evidence And a Study on the Issue of Renminbi, Renmin University of China.

Chen,Y. e Yao, Y. 2012. China's Economic Growth Rate Slowdown: Reasons, Challenges, and Policy Suggestions, Renmin University of China.

Cui,Y. 2014. Revisiting China's Exchange Rate Regime and RMB Basket: A Recent Empirical Study, Waseda University.

Eichengreen,B. 2016. China's Exchange-Rate Trap, [online]. Project Syndicate, Disponibile su <<https://www.project-syndicate.org/commentary/china-renminbi-crisis-capital-controls-by-barry-eichengreen-2016-02>> [Data di accesso: 16/07/2016].

Goyal et. al, 2011. Financial Deepening and International Monetary Stability, IMF Staff Discussion Note, SDN/11/16.

Grassman, Sven. 1976. Currency distribution and forward cover in foreign trade: Sweden revisited, 1973. Journal of International Economics, Vol6(2):215-221.

Lu,X. e Dai,G. 2005. The influence of fluctuation of real rmb exchange rate to chinese import and export : 1994 —2003, Shanghai University of Finance and Economics.

Kamps, Annette, 2006. “The Euro as Invoicing Currency in International Trade”, PP.43-50, ECB Working Paper Series, No.665, August.

Krugman, Paul R. 1984. “Import Protection as Export Promotion: International Competition in the Presence of Oligopoly and Economies of Scale.” In Monopolistic Competition and International Trade. edited by Henryk Kierzkowski. Oxford University Press.

Krugman, Paul R. e Obstfeld,M. 2009. International Economics: Theory and Policy, Addison Wesley, (Part IV, International Macroeconomic Policy, chapter 22, Developing Countries: Growth, Crisis, and Reform, pag. 626).

Maziad, S. e Kang, J. 2012. RMB Internationalization: Onshore/Offshore Links. IMF working paper, Monetary and Capital Markets Department, WP/12/133.

Obstfeld, M. 2007. The renminbi's dollar peg at the crossroads. Monetary and Economic Studies.

Page, S. 1977. Currency of invoicing in Merchandise trade. National Institute Economic Review, 81(1):77-81.

Qin, F. 2009. The evolution of renminbi exchange rate regime and its policy implications. China Review.

Sun, L., Qin, P., & Zhou, Y. 2008. Thirty-year history of RMB exchange rate reform and challenge. World Economic Outlook, 9, 9–20.

Tavlas, George S. 1996. The international use of currencies: the Deutsche market. in Functioning of the International Monetary System, edited by Jeffrey A. Frankel and Morris Goldstein, Vol.2 Washington: International Monetary Fund.

Wan, J. e Xu, T. 2004. Exchange Rate Adjustment and its Impact on Employment in China, Soochow University.

Wei, W. 2006. Effects of RMB Appreciation on the Chinese Macroeconomy, Xiamen University.

Ringraziamenti

In primo luogo desidero ringraziare i miei familiari, soprattutto la zia Xiaomei e lo zio Weijun, che mi hanno sempre supportato e sopportato.

Un vivo ringraziamento al Professor Giovanni Caggiano per avermi indirizzato al completamento della tesi.

Vorrei dedicare un ringraziamento speciale a Nicolò Talamini, oltre ad essere un grande amico e un talentuoso giocatore di basket, ha dovuto anche sacrificare le proprie giornate per correggere la mia tesi.

Un grande ringraziamento va anche alla Suor Carmelita della Casa Mater Dei, che mi ha sempre aiutato e guidato spiritualmente.

Alla fine vorrei ringraziare tutti i miei amici che avete lasciato tanta gioia nella mia vita.