



**UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA**  
**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE E AZIENDALI**  
**"MARCO FANNO"**

**CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA INTERNAZIONALE**  
*L-33 Classe delle lauree in SCIENZE ECONOMICHE*

Tesi di laurea

**L'INTERNAZIONALIZZAZIONE DEL RENMINBI**  
***THE INTERNATIONALIZATION OF THE RENMINBI***

Relatore:  
Prof. TUSSET GIANFRANCO

Laureando:  
RABACCHIN ALESSANDRO

Anno Accademico 2015-2016



## Contenuti

<b>1. Introduzione.....</b>	<b>5</b>
<b>2. Una panoramica generale sul processo d'internazionalizzazione.....</b>	<b>7</b>
<b>2.1 Prerequisiti e condizione per una moneta internazionale.....</b>	<b>7</b>
<b>2.2 Benefici e costi dell'internazionalizzazione.....</b>	<b>8</b>
<b>2.2.1 I benefici dell'internazionalizzazione.....</b>	<b>8</b>
<b>2.2.2 I costi dell'internazionalizzazione.....</b>	<b>8</b>
<b>3. Perché e come l'internazionalizzazione del renminbi è stata portata nell'agenda di governo della politica cinese.....</b>	<b>11</b>
<b>4. La liberalizzazione del conto capitale.....</b>	<b>15</b>
<b>4.1 Cosa comporta la chiusura del conto capitale.....</b>	<b>15</b>
<b>4.2 Prerequisiti per una completa liberalizzazione del conto capitale.....</b>	<b>15</b>
<b>4.3 L'impatto della liberalizzazione del conto corrente sull'economia nazionale.....</b>	<b>16</b>
<b>5. Un processo d'internazionalizzazione alternativo, i mercati valutari offshore in renminbi.....</b>	<b>17</b>
<b>5.1 Informazioni di base di un mercato offshore.....</b>	<b>17</b>
<b>5.2 Mercati valutari offshore in renminbi: il caso Hong Kong.....</b>	<b>17</b>
<b>5.3 Altri protagonisti nello scenario globale.....</b>	<b>23</b>
<b>6. Il renminbi acquisisce un nuovo status.....</b>	<b>25</b>
<b>7. Conclusioni.....</b>	<b>27</b>
<b>8. Bibliografia.....</b>	<b>29</b>



## **1. Introduzione**

Dall'avvio del primo mercato offshore di renminbi situato a Hong Kong, l'internazionalizzazione della valuta cinese ha fatto notevoli passi avanti e il successo dimostrato ha attirato altre economie. Mercati offshore come Taipei, Singapore e alcuni paesi europei, hanno iniziato a dimostrare interesse per un'apertura a questo business. I risultati sul mercato offshore di Hong Kong sono stati soddisfacenti, ciò è dimostrato infatti dalla grande crescita di depositi in renminbi da parte di operatori esteri a Hong Kong.

Per quanto riguarda l'aspetto più importante del processo d'internazionalizzazione, e cioè la liberalizzazione del conto capitale, la Cina presenta un effettivo ritardo anche se parte delle restrizioni sono state rimosse.

Sostanzialmente, il modello di sviluppo d'internazionalizzazione che la Cina ha voluto promuovere con maggiori sforzi è stato quello relativo ai mercati offshore, mentre per quanto riguarda la liberalizzazione del conto capitale ha preferito un approccio più prudente, vista la maggior possibilità di destabilizzare la sua economia.

Nel prossimo paragrafo saranno visti alcuni aspetti generali dell'internazionalizzazione e quali possano essere i benefici e i costi che essa comporta. Nel terzo paragrafo saranno ripercorsi i principali momenti nel percorso d'internazionalizzazione della moneta cinese. Nel quarto paragrafo troveremo perché la liberalizzazione del conto capitale è necessaria e cosa comporterà. Nel quinto paragrafo, dopo un'introduzione sui mercati offshore, sarà mostrato il caso del mercato offshore di Hong Kong e come abbia esso svolto un ruolo di primaria importanza nel processo d'internazionalizzazione, infine il riconoscimento del renminbi da parte del Fondo Monetario Internazionale dello status di moneta avente diritti speciali di prelievo.



## 2. Una panoramica generale sul processo d'internazionalizzazione

### 2.1 Prerequisiti e condizione per una moneta internazionale

Una valuta per essere definita internazionale, deve poter essere libera di circolare anche al di fuori dei confini nazionali in cui è emessa. Deve poter essere quindi utilizzata come mezzo di pagamento in operazioni di compravendita import/export di beni e servizi, nonché atta ad effettuare operazioni finanziarie nei mercati globali.

Ciò detto, non è sufficiente che una moneta sia quindi convertibile per essere considerata internazionale.

Le funzioni della moneta sono sostanzialmente tre: mezzo di scambio, riserva di valore e unità di conto. Queste tre funzioni in buona parte dei casi vengono limitate ai confini del paese emittente, una moneta internazionalizzata invece le può svolgere anche al di fuori dei confini nazionali, in particolare modo la funzione di mezzo di scambio; questo è infatti un requisito molto importante, in quanto maggiore è il volume di scambi di beni, servizi e attività finanziarie, maggiore sarà il potere di contrattazione per l'utilizzo della propria valuta. A tale fine è necessario dunque che non vi siano restrizioni di accesso ai mercati finanziari interni così da facilitarne l'utilizzo della propria moneta per il regolamento di transazioni internazionali.

L'importanza di un alto volume di scambi, ci suggerisce quindi che i paesi con un'economia ben sviluppata hanno una maggiore possibilità d'internazionalizzare la propria valuta, in quanto possono contare su una più ampia differenziazione di beni prodotti, dando un maggior potere di mercato ai propri produttori. Inoltre, tutto ciò deve essere però supportato da un buono sviluppo di strumenti finanziari atti alla copertura del rischio.

Altra caratteristica che possiamo determinare di una valuta internazionale è il suo grado di detenzione come riserva valutaria. La tabella rappresentante la composizione valutaria delle riserve internazionali ufficiali, mostra infatti che le due principali monete internazionali, quindi il Dollaro statunitense e l'Euro risultano essere nel 2014 circa l'85% delle riserve valutarie mondiali, confermando quindi in questo senso il loro primato.

Composizione valutaria delle riserve internazionali ufficiali (in %)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
USD	71.0	70.5	70.7	66.5	65.8	66.0	66.4	65.7	64.1	64.1	62.1	61.8	62.3	61.1	61.0	62.9
EUR	17.9	18.8	19.8	24.2	25.3	24.9	24.3	25.2	26.3	26.4	27.6	26.0	24.7	24.3	24.4	22.2
GBP	2.9	2.8	2.7	2.9	2.6	3.2	3.6	4.2	4.7	4.0	4.3	3.9	3.8	4.0	4.0	3.8
JPY	6.4	6.3	5.2	4.5	4.1	3.8	3.7	3.2	2.9	3.1	2.9	3.7	3.6	4.1	3.8	4.0
CAD	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.5	1.8	1.9
AUD	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.5	1.8	1.8
CHF	0.2	0.3	0.3	0.4	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.3	0.3	0.3
altri	1.6	1.4	1.2	1.4	1.9	1.9	1.9	1.5	1.8	2.2	3.1	4.4	5.4	3.3	2.9	3.1

Fonte: Fondo monetario internazionale

Una condizione molto importante risulta essere la liberalizzazione del conto capitale. Il conto capitale rappresenta trasferimenti di ricchezza, pubblici o privati, da e verso il paese. Quindi, attraverso un maggiore o minore controllo di esso, si possono porre più o meno limiti alla circolazione dei capitali dall'interno verso l'estero e vice versa. Dunque, se non liberalizzato a sufficienza, rischia di limitare l'utilizzo della moneta all'estero.

Infine, una valuta internazionale deve essere in grado di conquistare e mantenere la fiducia degli altri paesi, a questo proposito le autorità competenti devono essere quindi in grado di comunicare correttamente con i mercati finanziari e di mantenere il più possibile stabile il livello d'inflazione.

## **2.2 Benefici e costi dell'internazionalizzazione**

Questi prerequisiti portano a constatare che l'internazionalizzazione monetaria non sia facilmente alla portata di tutti e dunque non può sembrare strano che questo non sia un obiettivo comune a tutti i paesi. Ciò nonostante vi è chi è disposto a sopportare i costi delle riforme strutturali necessari per poter raggiungere questo fine e dunque beneficiarne.

### **2.2.1 I benefici dell'internazionalizzazione**

Il primo vantaggio nell'internazionalizzare la propria valuta, sta nel fatto che, gli operatori nazionali impegnati nel commercio con l'estero, possono essere in grado di ridurre il rischio di cambio connesso all'utilizzo di una moneta estera nella misura in cui riescono a regolamentare le importazioni e le esportazioni con la propria moneta.

Un altro vantaggio riguarda lo sviluppo delle istituzioni finanziarie nazionali. Infatti, una volta che un certo volume di attività finanziarie denominate nella propria valuta vengono emesse e liberamente scambiate per valuta estera, più opportunità di intermediazione finanziaria globale si apriranno per le istituzioni finanziarie nazionali.

Infine, alcune economie emergenti possono trovare necessario internazionalizzare le proprie valute per poter istituire un centro finanziario regionale nel proprio territorio. È anche vero però che non è strettamente necessaria la creazione di un centro finanziario all'interno dei confini nazionali del paese, ad esempio, nel caso dell'Euro, possiamo notare come Londra sia nota per il suo importante centro finanziario che effettua transazioni transfrontaliere in Euro, pur non essendo la sua moneta.

### **2.2.2 I costi dell'internazionalizzazione**

Prima di tutto, c'è il bisogno di eliminare le restrizioni sulle transazioni in conto capitale e anche di deregolamentare il sistema finanziario nazionale. Bisogna infatti considerare che le economie avanzate hanno un conto capitale completamente liberalizzato, dunque è un passaggio obbligato che può essere gestito in modo graduale nel corso del tempo.



In secondo luogo, poiché l'internazionalizzazione di una valuta comporta la comparsa di mercati valutari off-shore, si potrebbe assistere a un aumento della volatilità dei cambi. Ad esempio, il tasso di cambio potrebbe variare in risposta a un improvviso mutamento della domanda estera di valuta nazionale, questo dovuto da shock stranieri non associati alle condizioni economiche interne.

In terzo luogo, il fatto che gli investitori stranieri detengano ampiamente strumenti finanziari in valuta domestica potrebbe rendere il paese più vulnerabile a crisi valutarie. Infatti, ad esempio, se gli investitori stranieri fossero colpiti da una carenza di liquidità, essi potrebbero decidere di vendere le attività in valuta nazionale, mettendo così pressione sul tasso di cambio e comportando un deprezzamento. Dal momento che il deprezzamento del tasso di cambio abbassa il valore delle attività domestiche, rafforza l'incentivo ad altri detentori di tali attività di venderle ulteriormente, contribuendo ad un ulteriore deprezzamento.

Infine, un'ulteriore richiesta di domanda di moneta da parte di operatori stranieri può complicare la gestione della politica monetaria delle autorità. Ad esempio, se le autorità monetarie variano l'offerta di moneta senza prendere in considerazione la domanda esterna, non possono essere in grado di impostare il livello di offerta ottimale per l'economia interna.



### **3. Perché e come l'internazionalizzazione del renminbi è stata portata nell'agenda di governo della politica cinese**

La repubblica popolare cinese (PRC) ha intrapreso il suo cammino verso l'internazionalizzazione della sua moneta, il renminbi, a partire dal 2009. Seguiamo dunque quali sono i passaggi che hanno portato quest'obiettivo nella politica nazionale cinese.

Nel 1990 il governo cinese rese il processo d'integrazione dell'economia del paese con l'economia globale, una politica nazionale. Questa si è basata su due punti. Primo, il miglioramento delle riforme economiche interne attraverso l'apertura al commercio mondiale, da qui l'entrata nell'Organizzazione mondiale del commercio (WTO). Secondo, quello di partecipare al sistema finanziario globale. Nel 1996, la repubblica popolare cinese ha intrapreso la liberalizzazione del conto capitale, accettando quindi le direttive del fondo monetario internazionale (FMI) e ha impostato dunque una tabella di marcia per conseguirlo nel più breve tempo possibile. Tuttavia, la crisi finanziaria asiatica ha portato il processo di liberalizzazione del conto capitale a fermarsi bruscamente. Per fronteggiare questa situazione, il renminbi è stato agganciato al dollaro statunitense ed è stato rafforzato il controllo sui capitali, così facendo nel 2001 la Cina è riuscita a uscire dalla crisi finanziaria.

Negli anni 2000, il mantenimento di un tasso di crescita annuo superiore dell'8% è diventato il più importante obiettivo politico del governo cinese; per la realizzazione di questa misura ha avuto un ruolo essenziale la politica monetaria, che è riuscita a mantenere un tasso di cambio competitivo, sostenendo in tal modo le esportazioni. Di fronte però alle forti pressioni di apprezzamento sul renminbi che si sono create a causa di ampi avanzi nel conto delle partite correnti, l'autorità monetaria cinese ha adottato una politica di stretto controllo sugli afflussi di capitale e invece di allentamento dei controlli sul deflusso dei capitali. Ciononostante, a causa delle forti aspettative sull'apprezzamento del renminbi, il flusso in entrata di capitali era ben maggiore rispetto a quello in uscita, ciò rese le pressioni di apprezzamento ancora più forti. In risposta a queste pressioni, la banca centrale cinese decise di intervenire ampiamente nel mercato dei cambi, comportando così un rapido accumulo di riserve valutarie estere.

Nel 2008-2009, le più grandi preoccupazioni della Cina erano costituite dalla possibile perdita di valore delle sue riserve in valuta estera a causa della svalutazione del dollaro e dell'inflazione. Le istituzioni finanziarie cinesi erano infatti esposte verso gli Stati Uniti su prodotti finanziari, quali obbligazioni o prodotti derivati, che, a causa di importanti perdite dovute dall'instabilità del mercato finanziario americano, intaccarono in maniera preoccupante le loro riserve di valuta estera. Per riuscire a stabilizzare il mercato finanziario americano intervenne la Federal Reserve attraverso il quantitative easing; questo però fu un ulteriore danno per la Cina, in quanto l'utilizzo di questo strumento avrebbe portato a una

svalutazione del dollaro e a possibile inflazione futura. Tutto questo per la Cina si sarebbe quindi tradotto in un ulteriore impoverimento delle sue riserve in valuta estera.

Un'importante opportunità per promuovere l'internazionalizzazione del renminbi, la Cina lo ha avuto con la crisi di liquidità causata dal fallimento della Lehman Brothers (2008), infatti il suo ruolo è stato quello di alleviare la carenza di liquidità globale. Dopo il crollo di Lehman Brothers, la Corea aveva subito una forte carenza di liquidità e chiese dunque aiuto alla Cina, che poteva disporre di ingenti riserve di valuta estera. Ciò che fece la Cina, fu acquistare delle obbligazioni emesse dalla Corea pagandole con la propria moneta, in questo modo la Corea poteva successivamente utilizzare i renminbi presi a prestito per acquistare dollari dalla Cina. Con questa operazione la Corea ottenne la liquidità di cui aveva bisogno e la Cina mosse un passo a favore dell'internazionalizzazione della propria moneta.

Il 13 marzo 2009, durante il congresso nazionale del popolo, il premier della repubblica popolare cinese espresse preoccupazioni per la sicurezza delle attività finanziarie nazionali negli Stati Uniti. Per far fronte a questa preoccupazione la Cina aveva diversificato rispetto ai titoli di stato americani, ma non in modo sostanziale, in quanto c'è da sottolineare che avendo una grande entità di riserve in dollari, se la Cina avesse inteso ridurle in modo significativo inevitabilmente avrebbe condotto il dollaro a un deprezzamento, svalutando così le sue riserve.

Pochi giorni dopo il congresso nazionale del popolo, il governatore della banca centrale cinese pubblicò un saggio in cui poneva la questione della necessità di una valuta di riserva internazionale in grado assicurare la stabilità finanziaria globale e la crescita economica mondiale. Attraverso quindi una riforma del sistema monetario internazionale, l'obiettivo sarebbe stato quello di creare una valuta di riserva internazionale che fosse scollegata dalle singole valute nazionali e che rimanesse stabile nel tempo. L'idea era quindi quella di una valuta sovranazionale sulla base dei diritti speciali di prelievo con la facoltà di partecipare attivamente nel commercio internazionale, quindi ad esempio utilizzandola come mezzo di scambio e come riserva di valore; ciò per la Cina si sarebbe tradotto in una riduzione dei rischi per le sue riserve di valuta estera denominate in dollari. Tuttavia la proposta di riforma del sistema monetario internazionale non ebbe luogo.

L'interesse per l'internazionalizzazione del renminbi è salito improvvisamente nel 2009.

Prima di tutto, dopo il fallito tentativo di riformare il sistema monetario internazionale con l'introduzione di una valuta sovranazionale, una valida alternativa per la Cina sembrava proprio essere quella di promuovere l'utilizzo della propria valuta. Inoltre, a causa della carenza di liquidità e a crisi del credito, dovute alla crisi finanziaria globale, l'accettabilità internazionale del renminbi è aumentato notevolmente. L'esperienza fatta con la Corea è stata

infatti replicata anche con altri soggetti, quali: le autorità monetarie di Hong Kong, la banca di Russia, la banca Indonesiana e la banca Argentina.

Il lancio dell'internazionalizzazione del renminbi si poteva dunque considerare iniziato.



## **4. La liberalizzazione del conto capitale**

### **4.1 Cosa comporta la chiusura del conto capitale**

La chiusura del conto capitale è stata per molto tempo un freno per la Cina, che ha comportato un limite per i flussi di capitale e una ridotta capacità di accumulo di attività estere. Di fatto al suo potere economico in costante crescita si contrapponeva una contenuta influenza nei mercati finanziari globali. Con l'avvio del processo d'internazionalizzazione del renminbi, la Cina ha conosciuto una maggiore integrazione economica e finanziaria.

Tuttavia, in alcuni importanti settori i flussi di capitale sono ancora soggetti a rigorosi controlli e in alcune operazioni il renminbi non è convertibile o la sua convertibilità è limitata. Primo, i residenti non possono direttamente investire all'estero, possono farlo solo tramite degli intermediari certificati chiamati, investitori istituzionali nazionali qualificati e in ogni caso l'acquisto di valuta estera è limitato. Secondo, l'indebitamento all'estero da parte di società domestiche finanziarie e non, è soggetto a restrizioni. Terzo, sono soggetti a restrizioni anche gli investimenti stranieri nel mercato azionario. Gli investitori stranieri possono investire in uno speciale mercato in cui le azioni sono denominate in valuta estera, non gli è permesso l'accesso alle azioni denominate in renminbi, a meno che non investano tramite un investitore istituzionale straniero qualificato. Infine, sono soggetti a restrizioni anche gli investimenti stranieri nel mercato immobiliare interno.

Prima del lancio dell'internazionalizzazione del renminbi, la moneta era scambiata anche con metodi illegali attraverso il mercato nero; ma da quando essa è iniziata, la situazione è cambiata, adesso infatti grandi quantità di renminbi possono legalmente attraversare le frontiere attraverso ad esempio il mercato offshore di Hong Kong.

Ecco brevemente il processo con cui viene aggirato il divieto di investire da parte degli stranieri in Cina. Come prima cosa, i renminbi confluiscono a Hong Kong attraverso transazioni tra le imprese e le loro filiali a Hong Kong, poi attraverso un meccanismo di riciclaggio viene permesso di investire in attività denominate in renminbi nella Repubblica popolare cinese. In questo modo gli investitori internazionali sono in grado di oltrepassare il controllo dei capitali della Cina e di investire in attività che altrimenti, se fatto direttamente, sarebbero proibite o soggette a limitazioni. C'è da dire però che i renminbi che vengono spostati tra la Cina e Hong Kong, lo fanno attraverso un sistema regolamentato e gestito dalla Banca di Cina, inoltre vi sono comunque restrizioni inerenti la quantità di valuta investibile.

### **4.2 Prerequisiti per una completa liberalizzazione del conto capitale**

Per liberalizzare a pieno il conto capitale, alcuni prerequisiti devono essere soddisfatti e inoltre il governo deve risolvere alcuni problemi in merito al controllo dei flussi di capitale.

Primo, deve essere raggiunta la stabilità macroeconomica. Se l'economia soffre di alta inflazione e di gravi bolle speculative, la liberalizzazione dei flussi di capitale a breve termine creerà grande volatilità, che a sua volta destabilizzerà l'economia.

Secondo, devono essere rafforzate le istituzioni finanziarie. Con un alto rapporto di crediti in sofferenza, il sistema finanziario diventerà vulnerabile alla variazione dei flussi di capitale, che a loro volta lo renderanno i flussi di capitale più volatile. Per ridurre al minimo i rischi sui flussi di capitale, la Cina dovrà anche coordinare le riforme, progettare regole finanziarie per gli scambi con l'estero e come consigliato dal FMI, mantenere anche dopo la liberalizzazione un certo controllo sui flussi di capitale.

Terzo, il tasso di cambio deve essere libero di variare in base al mercato. Il tasso di cambio è soggetto a frequenti interventi da parte della banca centrale cinese. Con un tasso di cambio e un tasso d'interesse così poco flessibile, si possono creare le condizioni per operazioni di arbitraggio.

Infine, le riforme economiche della Cina risultano ancora incomplete, come ad esempio per quanto riguarda i diritti di proprietà. Questo, unito alla diffusa corruzione, in caso di libero flusso dei capitali potrebbe facilitare il riciclaggio di denaro e altre pratiche illegali, creando così tensioni sociali.

#### **4.3 L'impatto della liberalizzazione del conto corrente sull'economia nazionale**

Con la liberalizzazione del conto capitale aumenteranno i prestiti bancari internazionali e dunque maggiori possibilità di investimenti esteri, il sistema bancario cinese si potrà aprire alla concorrenza e le banche locali intraprenderanno attività all'estero. Inoltre, con un tasso di cambio più flessibile, non ci sarà più bisogno per la Cina di mantenere abbondanti riserve valutarie.

L'integrazione dei mercati finanziari della Cina con il resto del mondo, renderanno il sistema finanziario globale più equilibrato e stabile, con una maggiore ripartizione del rischio e un aumento della liquidità del mercato. Tuttavia, in futuro, questo aumento dell'incidenza della Cina potrebbe implicare una maggiore rilevanza dei suoi shock verso il resto del mondo.

Un conto capitale più libero porterebbe alla Cina il miglioramento della sua struttura di mercato, aumenterebbe i canali di finanziamento per la domanda interna e consentirebbe la diversificazione del portafoglio da parte d'investitori interni ed esteri. Dal punto di vista delle famiglie, una prospettiva di maggiori possibilità di credito, comporterebbero una diminuzione del risparmio, quindi a un conseguente aumento dei consumi e a un migliore sviluppo di un mercato interno.



## **5. Un processo d'internazionalizzazione alternativo, i mercati valutari offshore in renminbi**

### **5.1 Informazioni di base di un mercato offshore**

Un mercato di valuta offshore è un mercato che è specializzato nel facilitare operazioni finanziarie di prodotti denominati in valute anche diverse da quella in cui è situato tale mercato. Esso però non si limita a rivolgere i suoi servizi agli operatori interni, ma per la maggior parte si rivolge a un pubblico globale. Solitamente, un mercato offshore è stabilito in un paese che ha una buona reputazione per il suo stato di diritto, con solide strutture dei mercati finanziari e favorevoli politiche fiscali sulle transazioni estere.

Questi tipi di mercati devono essere in grado di compiere transazioni gestite mediante network perfettamente connesse e funzionali e devono inoltre disporre di una buona scelta di fondi e prodotti su cui investire; inoltre, la loro attrattività deriva anche dalla capacità di aggirare le norme e i regolamenti dei mercati onshore, che possono invece porre delle limitazioni.

Una preoccupazione riguardante il mercato offshore, è che se scarsamente regolato, potrebbe indurre a instabilità monetaria e finanziaria in quanto aumenta il rischio di mercato e compromette la capacità delle autorità competenti di condurre la politica monetaria interna e la gestione dei flussi di capitale.

Importanti esempi di mercati offshore sono Londra, New York e Tokyo, essi offrono vari prodotti finanziari denominati in valute estere.

La valuta maggiormente utilizzata nei mercati offshore è il dollaro statunitense, essa costituisce il più grande segmento del mercato finanziario globale, ciò è dovuto alla sua preminenza tra le monete internazionali e alla sua “ramificazione” che nel corso del tempo è riuscito a creare nei mercati offshore.

### **5.2 Mercati valutari offshore in renminbi: il caso Hong Kong**

Il mercato offshore situato a Hong Kong, è un esempio degli sforzi fatti dalla Cina per avviare lo sviluppo di un mercato valutario concentrato sul renminbi e che mira a guidare il suo processo d'introduzione nella scena mondiale.

Hong Kong è il primo banco di prova per la Cina nel processo d'internazionalizzazione del renminbi e a partire dal 2004 è passato dall'essere un semplice deposito bancario per la Cina, a un sofisticato punto di riferimento per operazioni di scambio di prodotti denominati in renminbi. Altri centri offshore stanno facendo passi avanti per competere con Hong Kong, ma esso mantiene ancora la maggior parte dei volumi di pagamento in renminbi a livello mondiale.

La scelta di Hong Kong da parte della Cina è stata strettamente collegata alla sua condizione politica ed economica. Anche prima della modifica di sovranità avvenuta nel 1997, Hong Kong era un rinomato centro finanziario internazionale, con infrastrutture di mercati finanziari di livello mondiale e con forti legami economici con la Repubblica popolare cinese. Dopo il 1997, come regione amministrativa speciale della Cina, ha mantenuto intatta la struttura giuridica e il sistema finanziario, infatti detiene una propria valuta, il dollaro di Hong Kong, e non impone alcun controllo sui capitali.

Le differenze tra i sistemi giuridici e finanziari non sono di ostacolo alla Cina per regolamentare le transazioni transfrontaliere di renminbi con Hong Kong, anche se, gli operatori di mercato vedono i renminbi transitati a Hong Kong in maniera diversa di quelli negoziati in Cina; quelli transitati da Hong Kong vengono indicati con la sigla CNH, quelli direttamente della Cina CNY.

In conformità con il suo consueto approccio di riforme graduali, la Cina ha seguito una strategia che mira a sperimentare e studiare le transazioni offshore del renminbi con l'estero. Ciò però senza rinunciare completamente al controllo sui capitali, così, oltre alla creazione di sistemi di compensazione e regolamento della liquidità del mercato, le autorità hanno lavorato sulla questione della cooperazione normativa. Ciò ha permesso alla Cina di dettare il passo e il modo attraverso il cui i capitali offshore in renminbi vengano reimmessi di nuovo nel mercato interno, e quindi valutare l'efficacia delle misure di controllo sui capitali e la sua capacità di gestione dell'economia.

Da quando quindi Hong Kong è diventata una regione amministrativa speciale della Repubblica popolare cinese, quest'ultima ha la facoltà di decidere la crescita e l'evoluzione del mercato offshore tramite la legislazione. In questi termini, attraverso la cooperazione normativa, Hong Kong risulta avere un grande vantaggio rispetto altri centri finanziari, ampliando così la sua offerta di prodotti in renminbi.

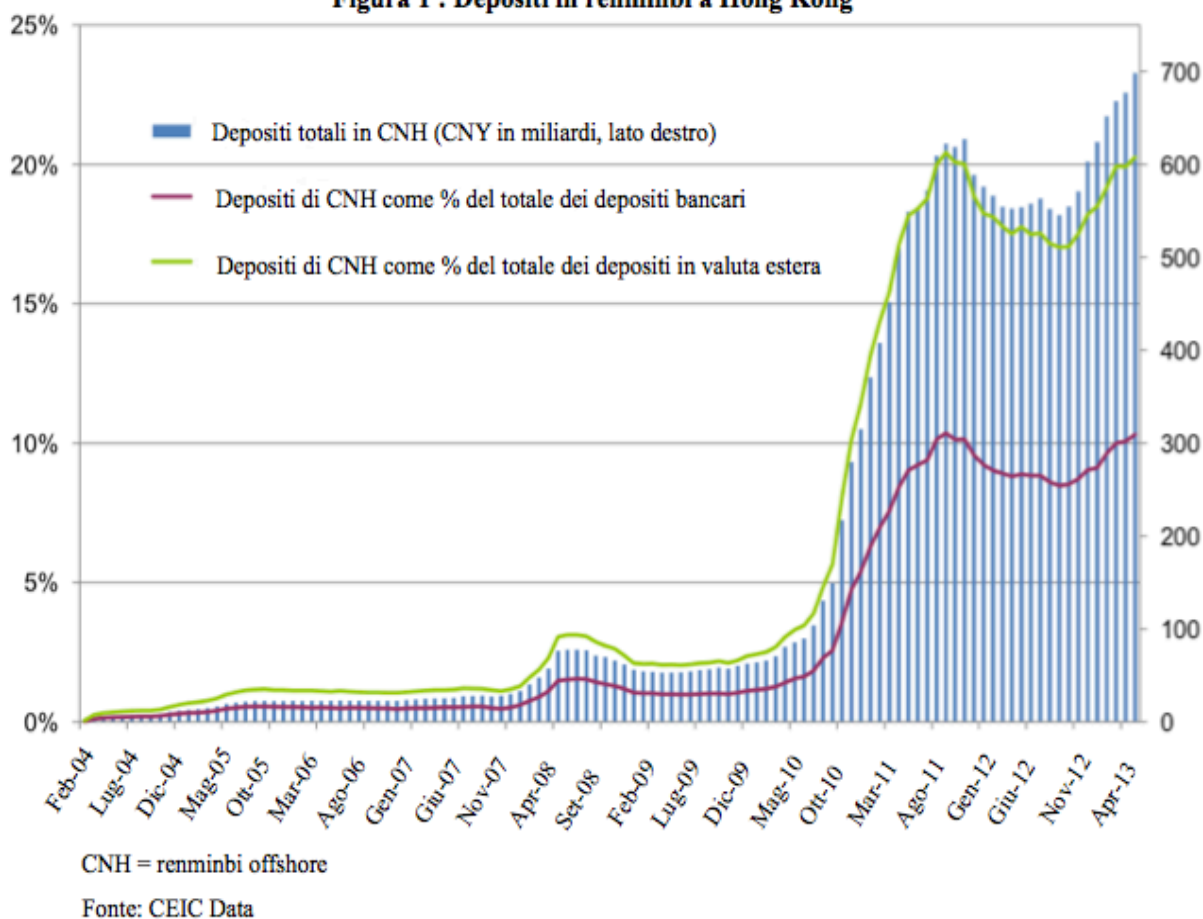
Per impostare la fase di avvio delle attività del renminbi all'estero, nel 2003 la Cina ha designato Hong Kong come la prima banca per le transazioni al di fuori del suolo nazionale.

L'Hong Kong Interbank Clearing Limited (HKICL) fornisce in tempo reale il sistema di regolamento del renminbi, essa è un importante infrastruttura che effettua i servizi di compensazione del renminbi a Hong Kong e facilita le transazioni in altri centri finanziari esteri.

Ecco un esempio di come sia influente il ruolo della Cina nello sviluppo della sua moneta nel mercato offshore. La Figura 1 rappresenta i depositi di renminbi a Hong Kong. Come possiamo notare abbiamo un trend in crescita, ciò infatti rispecchia l'accelerazione dell'impegno da parte della Cina per promuovere l'uso internazionale della sua moneta. Il

volume dei depositi è salito rapidamente a partire da luglio 2010, quando la Cina ha ampliato il sistema di scambi transfrontalieri di renminbi e ha sottoscritto un accordo di cooperazione supplementare tra l'autorità monetaria di Hong Kong e la Banca centrale cinese. Tra luglio 2010 e novembre 2011, i depositi sono passati da 100 miliardi a circa 610. Questa rapida crescita ha reso il renminbi la seconda valuta straniera più popolare dopo il dollaro statunitense nel mercato di Hong Kong.

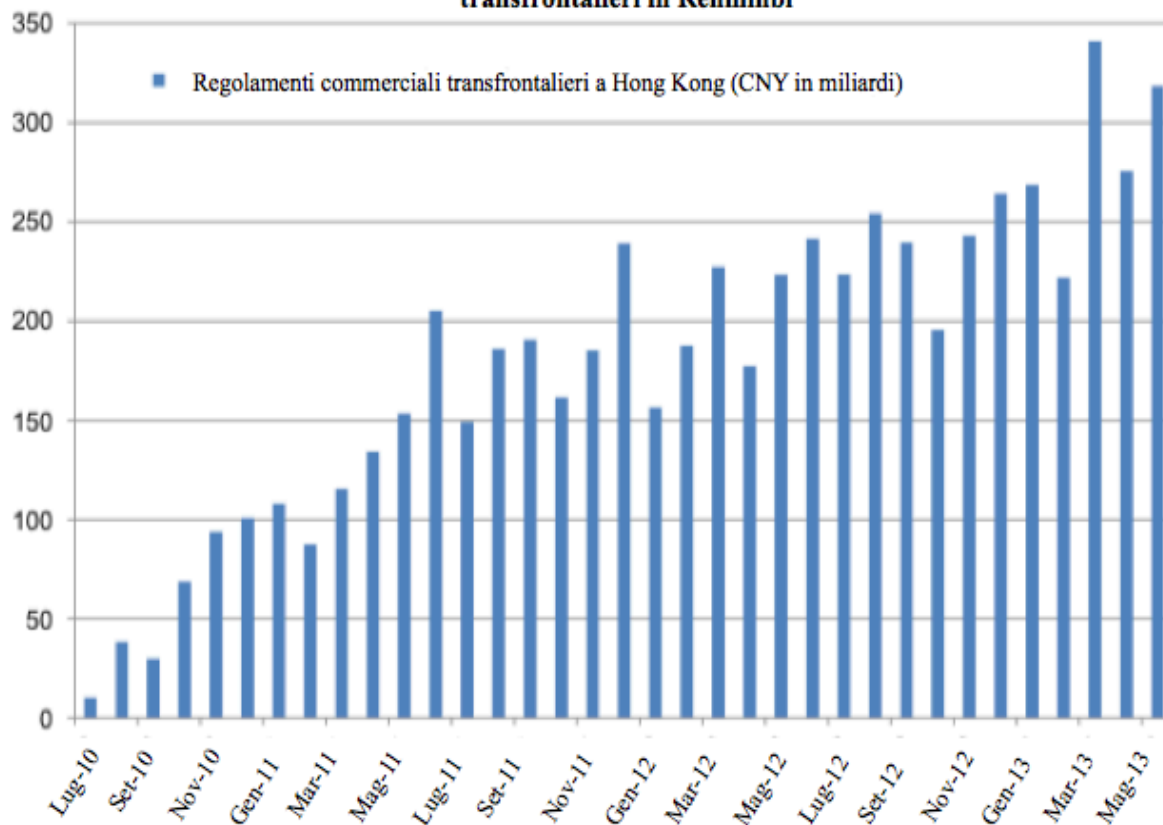
**Figura 1 : Depositi in renminbi a Hong Kong**



La riduzione dei depositi nel primo semestre del 2012 ha innescato preoccupazioni per le prospettive del mercato offshore, ma queste preoccupazioni si sono dissolte a metà 2012, quanto la Cina ha ribadito il ruolo centrale di Hong Kong e il volume dei depositi è nuovamente salito.

La Figura 2 mostra il volume degli scambi denominati in renminbi condotti da Hong Kong. Come detto sopra, il consiglio di stato della Repubblica popolare cinese ha approvato un progetto per il regolamento di scambi transfrontalieri in renminbi; è infatti vero che già dal 2003 il renminbi veniva utilizzato per il regolamento degli scambi commerciali, ma era principalmente utilizzato dalle province cinesi confinanti con i paesi esteri. In questo modo fu allargato questo sistema anche al resto della Cina.

**Figura 2: Volume mensile di regolamenti commerciali transfrontalieri in Renminbi**



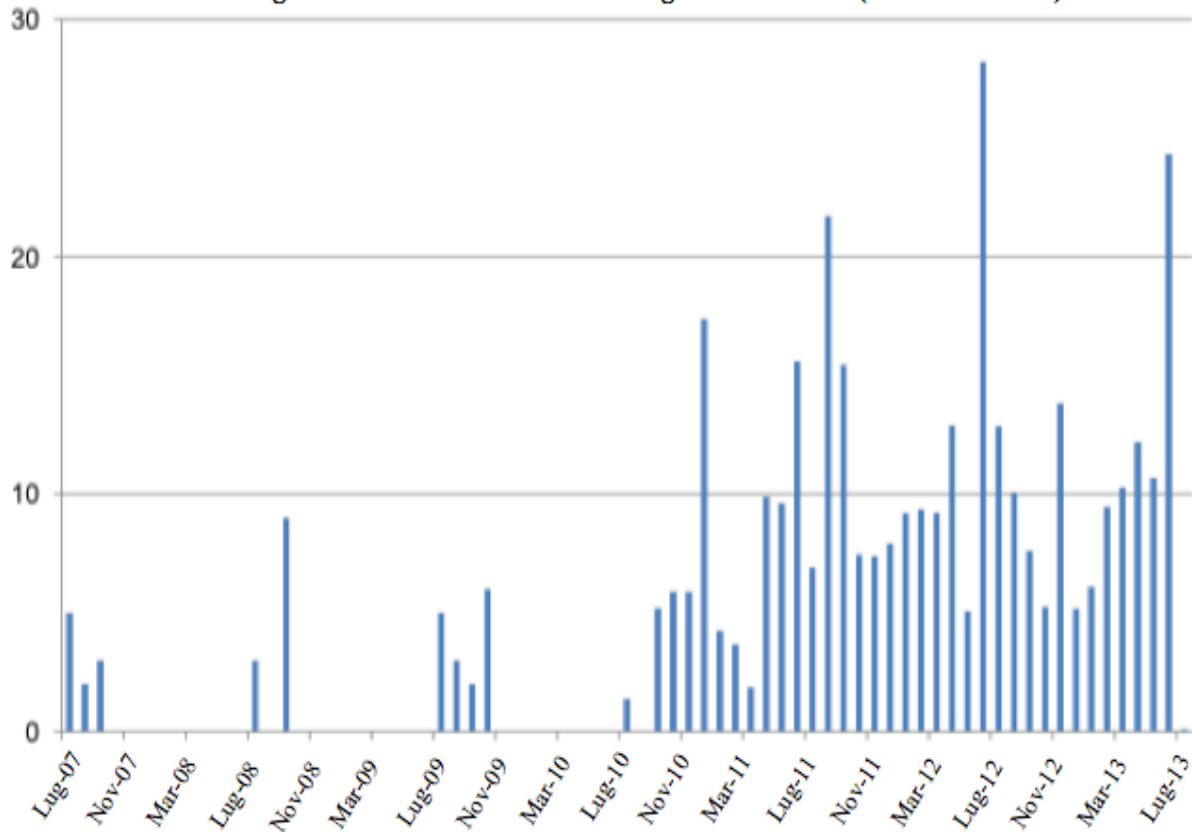
Fonte: Hong Kong Monetary Authority (HKMA)

Ciò diede un grande impulso e il valore degli scambi in renminbi crebbe dal 2010 salendo da circa 10 miliardi nel luglio 2010 a circa 320 nel maggio 2013.

Un altro impegno da parte della Cina è stato quello di creare un mercato obbligazionario offshore in renminbi a Hong Kong. La prima emissione di obbligazioni chiamate “dim sum”, obbligazioni denominate in renminbi, è stata effettuata a Hong Kong nel 2007. Le emissioni di questi titoli sono riportati nella Figura 3. Dopo i primi anni notiamo che il flusso di offerta al mercato obbligazionario è diventato costante, inoltre possiamo notare che mediamente le emissioni sono state inferiori ai 10 miliardi.

Nel frattempo, a partire dal 2009, il ministero delle finanze della Cina ha anch'esso emesso obbligazioni sovrane a Hong Kong, obbligazioni con un arco temporale fino a 30 anni. La principale differenza tra i due titoli risiede nel fatto che sono governati da sistemi giuridici differenti. Le obbligazioni “dim sum” sono sotto la giurisdizione dalle leggi di Hong Kong, mentre le altre sono sottoposte direttamente a quelle cinesi. Ciò induce gli investitori esteri a preferire quelle del mercato offshore, in cui la presenza di vincoli è minore.

**Figura 3: Emissioni mensili di obbligazioni dim sum (CNY in miliardi)**



Fonte: Bloomberg

Il maggior sviluppo del mercato offshore del renminbi si è avuto a seguito della crisi finanziaria globale del 2008. Da allora, una varietà di prodotti finanziari denominati in renminbi sono stati introdotti a Hong Kong, attraverso i settori bancari e assicurativi. Alcuni esempi sono: certificati di deposito, opzioni su cambi, azioni e piani assicurativi.

Il mercato offshore fornisce alla Cina una piattaforma per valutare le implicazioni sull'utilizzo del renminbi come intermediario nelle transazioni internazionali, inoltre da la possibilità agli operatori esteri di prendere confidenza con la moneta tramite le attività produttive.

Il settore finanziario interno della Cina è ancora poco sviluppato e non ha molta esperienza con le transazioni finanziarie moderne, ma le autorità cinesi attraverso l'attività dei mercati offshore, potrebbero valutare la possibilità di aprire al resto del mondo la convertibilità e la flessibilità del cambio della propria moneta. Allo stesso modo, le società e le istituzioni finanziarie possono acquisire esperienza pratica conducendo attività con partner esteri, ciò grazie all'utilizzo del renminbi in un contesto giuridico riconosciuto internazionalmente, che, al contrario di quello della Cina, non causa preoccupazioni e dubbi ai partner commerciali.

Il successo dei mercati offshore in renminbi è anche dovuto al grande interesse degli operatori esteri nel mercato interno cinese. Cercare di investire direttamente nel mercato locale cinese potrebbe risultare difficile e costoso, in quanto si tratta di un territorio di non facile accesso, i mercati offshore risultano essere dunque una valida alternativa. Grazie all'assenza di controlli

sui capitali, Hong Kong permette di spostare fondi al suo interno o al suo esterno offrendo così anche la possibilità di valutare i costi e i vantaggi nel lavorare con il renminbi. Le società che ritengono d'interesse questa valuta, possono utilizzare il mercato offshore come banco di prova per ottimizzare gli aspetti pratici nell'inserire il renminbi come valuta operativa. Gli investitori invece potrebbero imparare i dettagli riguardanti la negoziazione e la regolamentazione per movimentare i capitali dentro e fuori dal mercato.

Nonostante lo sviluppo di questi anni, il mercato offshore del renminbi è ancora lontano dall'essere un vero e proprio mercato offshore come quello dell'eurodollaro. Ad esempio, risulta privo di alcune funzionalità di base, tra cui il rating di credito dei titoli dim sum, che si sono rapidamente espansi al discapito della qualità dell'emittente. La presenza di emittenti di bassa qualità solleva preoccupazioni nelle obbligazioni dim sum, poiché risultano carenti di clausole esplicite a protezione degli investitori. Ovviamente, una volta messi a disposizione dei rating di credito oggettivi e migliorata la salvaguardia degli investitori, vi sarà una crescita più sostenuta del mercato obbligazionario dim sum.

Ci sono però delle osservazioni da fare per quanto riguarda il mercato obbligazionario dim sum. Prima di tutto, sia il valore di emissione mensile che l'elevato volume di queste obbligazioni, sono comunque minori rispetto al mercato obbligazionario della Cina, fermo restando che comunque le obbligazioni dim sum non sono presenti nel mercato offshore da molto tempo. Tuttavia, risulta che la maggior parte delle emissioni sono effettuate dal Ministero delle Finanze cinese e dal sistema bancario interno. Inoltre, nonostante l'intenzione politica di promuovere le attività del mercato offshore e nonostante il costo minore per finanziarsi rispetto al mercato onshore, non è permesso a molte imprese di emettere obbligazioni dim sum. Per emettere tali obbligazioni, le aziende devono ottenere delle approvazioni ufficiali e delle garanzie finanziarie. Tali procedure servono per ridurre il rischio d'inadempienza e per gestire l'afflusso di capitali. Infine, la scarsità di emittenti esteri indebolisce le obbligazioni dim sum quali strumento internazionale e limita le sue opportunità di finanziamento e investimento. Questo è dovuto a scelte politiche della Cina. Ad esempio, gli emittenti esteri hanno modi limitati per utilizzare il capitale raccolto tramite l'emissione di obbligazioni dim sum. Le opportunità d'investimento in mercati offshore sono soggette a limitazioni a causa dei ristretti prodotti denominati in renminbi e i prodotti onshore sono invece ostacolati da norme amministrative che limitano l'accesso ai soggetti esteri.

### **5.3 Altri protagonisti nello scenario globale**

Dato il grande potenziale del mercato offshore in renminbi, altri centri finanziari in tutto il mondo hanno suscitato interesse a competere per una fetta di questo mercato. Tra quelli più importanti troviamo Londra, Singapore e Taipei.

Hong Kong ha mantenuto il suo vantaggio competitivo nei flussi di pagamenti in renminbi grazie all'appoggio dato della politica cinese. È però d'interesse per la Cina che anche altri centri finanziari sviluppino dei mercati per la sua moneta. Una misura intrapresa in questo senso è stata ad esempio, dare la possibilità da metà 2013 a Taipei e Singapore di ospitare delle banche autorizzate a svolgere servizi di compensazione e regolamento della liquidità del renminbi. Queste strutture erano infatti presenti solo a Hong Kong prima del 2013.

C'è poi da dire che Taipei è sostenuta dalla Repubblica popolare cinese per via del suo speciale rapporto politico ed economico, Singapore invece è un operatore importante nel sud-est dell'Asia, con strutture finanziarie consolidate e relazioni con i paesi vicini. Dunque, con la possibilità datagli dalla Cina di ospitare delle banche di compensazioni locali, hanno visto crescere rapidamente le loro attività in renminbi, risultando quindi avere le carte in regola per competere in questo mercato.

Per quanto riguarda Londra, in virtù di affermato centro finanziario ha un grande potenziale per diventare un punto di riferimento in occidente anche senza la presenza di una banca di compensazione di renminbi; essa ha infatti firmato con la Cina un contratto swap a 3 anni per un totale di 200 miliardi di renminbi nel 2013 e nello stesso anno ha registrato più di metà delle operazioni denominate in renminbi nel continente europeo.

Possiamo quindi constatare che il mercato offshore del renminbi gradualmente si sta radicando in altri centri finanziari e questo contribuirà a sviluppare il suo livello di accettazione a livello internazionale.





## **6. Il renminbi acquisisce un nuovo status**

Un importante riconoscimento verso l'impegno svolto dalla Cina nell'internazionalizzare la sua moneta è stato dimostrato dal Fondo Monetario Internazionale che nel novembre 2015 ha deciso di includere il renminbi tra le monete aventi diritti speciali di prelievo (DSP), l'entrata effettiva in questo paniere si è avuta però nell'ottobre 2016.

I diritti speciali di prelievo sono uno strumento finanziario internazionale istituito nel 1969 come attività di riserva internazionale creata e gestita dal Fondo Monetario Internazionale, la sua funzione è di aumentare la liquidità internazionale e finanziare l'espansione del commercio mondiale e lo sviluppo economico. Le valute che attualmente beneficiano di tale status sono: il dollaro statunitense, l'euro, la sterlina britannica, lo yen giapponese e il renminbi. I diritti speciali di prelievo sono assegnati ai membri aventi diritto in base alle loro quote di partecipazione al FMI (USD 41,73%, EUR 30,93%, GBP 8,09%, JPY 8,33% CNY 10,92%). Ogni Paese paga un interesse sulla quota ricevuta e percepisce un interesse per la parte tenuta presso il FMI, dunque, finché il paese non ne modifica la propria assegnazione non riceve e non corrisponde nessun interesse. Le banche centrali possono utilizzare tali attività per scambiarle con freely usable currencies (lett: moneta liberamente utilizzabile) al valore del giorno, così facendo ne possederanno una quantità inferiore di quanti loro assegnati e dunque pagheranno l'interesse sulla differenza. Al contrario, le banche centrali dei paesi che le hanno acquisite, cedendo la propria valuta riceveranno un tasso d'interesse. Questo rappresenta una possibilità in più da parte del paese che ne beneficia, poiché esso in caso di necessità può attingervi liberamente.

Per spiegare questa recente svolta da parte dell'FMI, dobbiamo tornare nell'agosto 2015, quando la Cina ha eseguito una serie di svalutazioni. Alcuni critici hanno sostenuto che queste manovre fossero puramente delle svalutazioni competitive, in modo da aiutare la propria economia che mostrava segni di rallentamento. Le autorità cinesi hanno invece sostenuto che questi interventi servivano a rendere il renminbi più reattivo alle oscillazioni dei mercati internazionali, cosa che inoltre era già stata richiesta anche dallo stesso FMI, che dunque ha voluto riconoscerle questo status.

Infine, le motivazioni ufficialmente rilasciate per l'entrata del renminbi nel paniere dei diritti speciali di prelievo, sono state sostanzialmente di apprezzamento per il ruolo che essa ha guadagnato a livello internazionale quale strumento di pagamento per le transazioni e in quanto ampiamente trattata nei principali mercati dei cambi.



## **7. Conclusioni**

Il lancio del renminbi nel mercato offshore di Hong Kong nel 2004 è stato l'inizio di un esperimento che ha comprovato le potenzialità nell'utilizzo dei mercati offshore quali strumento per promuovere l'uso extraterritoriale della moneta. Nel caso a esame abbiamo potuto constatare i grandi progressi e benefici apportati dal mercato offshore di Hong Kong e di come la Cina abbia quindi deciso di proseguire in tale direzione coinvolgendo anche altri importanti centri finanziari in questo progetto.

L'utilizzo del renminbi per il regolamento delle transazioni internazionali, se paragonato alle principali valute quale il dollaro statunitense e l'euro, risulta per il momento essere insufficiente; per il futuro però ci si aspetta una costante crescita del suo utilizzo, con l'aspettativa tuttavia che la Cina prosegua con le riforme intraprese.

Quello che possiamo constatare alla fine è che il renminbi non si può dire che sia del tutto internazionalizzato, in quanto, seppur il mercato cinese sia già stato oggetto di riforme e nonostante il fatto che grazie alle strette relazioni con i mercati offshore il renminbi sia utilizzato nel mercato globale, ciò non è ancora sufficiente in quanto il conto capitale non è stato completamente liberalizzato.

La Cina dovrà dunque continuare il processo di liberalizzazione del conto capitale in quanto risulta essere un passaggio obbligato per la sua internazionalizzazione, se non accetterà di aprire l'accesso del proprio mercato agli operatori esteri, il rischio sarà di una globale perdita di fiducia negli sforzi fatti sin ora e quindi nel fallimento di questo progetto.



## **Bibliografia**

- Aidan Yao, Cina: implicazioni della liberalizzazione del conto capitale,  
<http://www.finanzaoperativa.com/cina-implicazioni-della-liberalizzazione-del-conto-capitale/>
- Astarita Claudia, Perché Pechino ha svalutato lo yuan, La moneta è stata deprezzata tre volte in 72 ore. Il fine? Rilanciare la crescita e fare passi avanti verso le riforme e la trasparenza, <http://www.panorama.it/economia/perche-pechino-ha-svalutato-lo-yuan/>
- IMF, Chinese Currency Added to SDR Basket,  
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/ar/2016/eng/sdr.htm>
- Liqing Zhang, Kunyu Tao, (2014), “The Benefits and Costs of Renminbi Internationalization”, Asian Development Bank Institute Working Paper no. 481, Tokyo, Japan
- Yin-Wong Cheung, (2014), “The Role of Offshore Financial Centers in the Process of Renminbi Internationalization”, Asian Development Bank Institute Working Paper no. 472, Tokyo, Japan
- Yu Yongding, (2014), “How Far Can Renminbi Internationalization Go?”, Asian Development Bank Institute Working Paper no. 461, Tokyo, Japan
- Yung Chul Park, Kwanho Shin, (2009), “Internationalisation of currency in East Asia: implications for regional monetary and financial cooperation”, Seoul, Korea