

Facoltà di Economia

Corso di Laurea in Economia e Management

La gestione del tasso di cambio in Cina: strumento
di politica economica e leva competitiva

Relatore:
Prof. Di Giorgio

Laureando:
Carlo Adamo

Matricola:
150841

Anno accademico: 2010/2011

INDICE

INTRODUZIONE	3
IL TASSO DI CAMBIO.....	5
1.1 Tassonomia	5
1.2 Bilancia dei pagamenti	9
1.3 I sistemi di cambio.....	19
CAPITOLO SECONDO.....	33
GLOBALIZZAZIONE ECONOMICA E SVILUPPO DELLA CINA	33
2.1 Globalizzazione economica.....	33
2.2 Sviluppo della Cina	38
2.2.1 Le tappe essenziali dello sviluppo economico cinese	40
2.2.2 Alcuni risultati raggiunti.....	46
CAPITOLO TERZO.....	51
LA GESTIONE DEL TASSO DI CAMBIO IN CINA	51
3.1 Le politiche valutarie a partire dal 1979.....	51
3.1.1 La riforma del 1979 e l'adozione del tasso interno di regolamento (ISR).....	53
3.1.2 Il nuovo ciclo di riforme e lo sviluppo dello swap market.....	56

3.1.3	<i>Unificazione del tasso di cambio e affermazione della convertibilità del conto corrente</i>	<i>59</i>
3.1.4	Effetti della crisi finanziaria asiatica	62
3.1.5	Ultime evoluzioni della politica valutaria cinese	63
3.2	Impatto della politica valutaria sulla produzione e sul commercio in Cina.....	66
3.2.1	Relazione tra tasso di cambio reale effettivo e saldo di conto corrente nell'economia cinese	68
3.2.2	Sottovalutazione del renminbi.....	72
3.2.3	Implicazioni della sottovalutazione del tasso di cambio del renminbi.....	79
3.3	Implicazioni sulla politica monetaria in Cina.....	88
3.4	Verso una rivalutazione del tasso di cambio ed uno sviluppo più equilibrato	94
BIBLIOGRAFIA		100
SITOGRAFIA		103

INTRODUZIONE

Con un Pil che cresce di almeno il 7% all'anno dal 1980, 66 miliardi di dollari investiti dagli operatori stranieri solo nel 2004, due milioni e mezzo di nuovi imprenditori, la Cina si presenta come una delle economie più dinamiche al mondo. Nel contesto attuale di globalizzazione mondiale il paese è stato abile nello sfruttare le proprie potenzialità, portando alla ribalta dell'economia e dell'attenzione sociale globale una nazione che fino a qualche decennio fa viveva in una situazione di forte arretratezza e d'isolamento internazionale. La Cina oggi si presenta come una delle maggiori potenze economiche mondiali con dei ritmi di sviluppo estremamente elevati che potrebbero portare il paese nel medio-lungo termine a sostituire gli Stati Uniti nel ruolo di leader dell'economia mondiale. L'emersione della Cina sulla scena economica mondiale non è il risultato di una combinazione fortuita di elementi, bensì la conseguenza di decisioni di politica economica che il governo nazionale cinese ha prima adottato e poi attuato con competenza e tenacia.

Questo studio si concentra sugli effetti di una delle principali politiche economiche attuate dalle autorità cinesi durante tale periodo: la politica valutaria. Codesta è al centro dei dibattiti attuali in quanto viene accusata da molte autorità estere, in particolar modo statunitensi, di aver spinto indebitamente la crescita e la produzione del paese a discapito di quella estera.

Nel primo capitolo viene definito il ruolo e le funzioni del tasso di cambio in una prospettiva macroeconomica, descrivendo in particolar modo l'influenza del tasso di cambio sul saldo della bilancia dei pagamenti e gli aspetti prevalenti di un regime di tasso di cambio fisso o flessibile.

In seguito nel secondo capitolo, prima di approfondire la gestione del tasso di cambio attuata dalle autorità cinesi, viene inquadrato lo sviluppo della Cina nell'attuale contesto di globalizzazione. Questa fase attuale di globalizzazione si differenzia molto dalle precedenti, in particolar modo per la partecipazione ai mercati globali di numerosi paesi in via di sviluppo. L'accresciuta partecipazione di tali paesi rappresenta un aspetto di un fenomeno più ampio: lo spostamento del baricentro dell'economia mondiale, reso evidente dalla diminuzione dei tassi di crescita dei paesi occidentali più avanzati contrapposta all'espansione dei paesi

cosiddetti emergenti, specie quelli collocati a Oriente. Una volta delineato il contesto nel quale emerge questa nuova grande potenza economica, si analizzano i presupposti politici interni e le tappe essenziali del rapido sviluppo economico che la Cina ha vissuto e che continua a vivere, e si evidenziano alcuni dei risultati che il paese ha raggiunto.

Infine, nel terzo capitolo, vengono primariamente delineate le politiche valutarie attuate dalle autorità cinesi, inserendole nel contesto più ampio di riforma del paese orientato verso l'apertura al commercio con l'estero, avviato nel 1979. Lo studio analizza quali sono stati gli effetti della gestione del tasso di cambio sulla produzione e sul commercio estero in Cina e valuta le dirette conseguenze per i paesi partner commerciali. In particolare, per confutare le ipotesi che effettivamente la gestione del tasso di cambio abbia favorito i prodotti cinesi sul mercato internazionale e, conseguentemente, lo sviluppo e la produzione interna viene presentata una regressione che stima la correlazione all'interno dell'economia cinese tra il tasso di cambio reale effettivo ed il saldo di conto corrente. In seguito (data la relazione stimata) vengono presentati alcuni studi per giudicare se effettivamente la valuta cinese (il renminbi) sia rimasta ancorata ad un livello sottovalutato. Con l'ausilio di un modello si spiegano inoltre quali siano i vantaggi per la produzione cinese derivanti dalla volontà di mantenere la propria valuta ancorata al dollaro ad un livello sottovalutato. Viene esplicito poi come la banca centrale cinese (People's Bank of China) sia riuscita a mantenere stabile nei confronti del dollaro il valore del renminbi nonostante gli ampi surplus della bilancia dei pagamenti che la Cina da anni registra, e se ne valutano le conseguenze sull'autonomia della politica monetaria e sul sistema finanziario domestico.

Vengono delineate, per ultimo, le politiche economiche, tra cui quelle valutarie, che presumibilmente saranno attuate dalle autorità cinesi secondo quanto detto da Zheng Bijian, consigliere del presidente cinese Hu Jintao, e quanto previsto nel 12° piano quinquennale pubblicato recentemente, valutando inoltre l'attuale processo inflativo che l'economia sta vivendo.

CAPITOLO PRIMO

IL TASSO DI CAMBIO

1.1 Tassonomia

Per *tasso di cambio nominale bilaterale* (o, semplicemente, tasso di cambio) si intende il prezzo di una valuta nei confronti di un'altra valuta. Il tasso di cambio è dunque un prezzo relativo che viene fissato su mercati organizzati come le Borse Valori che sono denominati mercati valutari, in base alla domanda e offerta da parte degli operatori economici.

Esistono due modi differenti di quotare il tasso di cambio. Un primo metodo di quotazione, utilizzato quando era in vita la lira italiana, è quello nominato “incerto per certo”: esso esprime quante unità della moneta domestica si scambiano contro un'unità di valuta estera. Se questo tasso di cambio aumenta significa che la valuta nazionale si deprezza e quella estera si apprezza.

Il sistema di quotazione opposto è detto “certo per incerto”: in esso si fissa a 1 la quantità di moneta domestica e si chiede a quante unità di valuta estera corrisponde un'unità di moneta interna. Questo sistema è stato storicamente usato dalla Gran Bretagna, e negli anni a noi più vicini dagli Usa e dai Paesi dell'euro. Sotto questa convenzione, se il tasso di cambio aumenta vuol dire che la valuta nazionale si sta apprezzando mentre la valuta estera si deprezza.¹

Tasso di cambio nominale effettivo. Se una moneta viene scambiata con un elevato numero di valute straniere potrebbe darsi che una moneta si apprezzi contro una valuta in modo diverso da come si muove rispetto alle altre. Per esempio, nel corso del 2000 l'euro si deprezzò di circa il 10% rispetto al dollaro, ma si apprezzò del 40% rispetto alle monete delle isole Samoa. Per avere un'idea dell'andamento del tasso di cambio verso tutte le altre valute estere, occorre considerare una media dei

¹ Si parla di apprezzamento o deprezzamento della valuta quando il movimento del tasso di cambio è dovuto alle forze del mercato, quindi ad uno squilibrio tra domanda ed offerta sul mercato valutario. Mentre quando la variazione del tasso di cambio è dovuto ad interventi di policy si parla rispettivamente di rivalutazione o svalutazione.

tassi di cambio, e più correttamente, una media ponderata, in cui i coefficienti di ponderazione rispecchino il peso che ciascuna valuta straniera ricopre nell'interscambio tra il Paese e il rispettivo partner commerciale. Il tasso di cambio nominale effettivo rappresenta, per l'appunto, la media ponderata dei tassi di cambio verso le valute con cui una moneta è scambiata.

Formalmente vale:

$$e^{eff} = e_A w_A + e_B w_B + \dots + e_N w_N$$

dove e_i indica il tasso di cambio della nostra moneta contro la valuta del generico Paese i , mentre w_i è il peso attribuito a questo Paese.

Tasso di cambio bilaterale reale. Questo tasso di cambio intende tenere in considerazione il valore reale di scambio tra due monete: per fare ciò, si deve tenere in considerazione non solo il rapporto di cambio nominale tra le due monete, ma anche i prezzi vigenti nei due Paesi.

Definitoriamente, il tasso di cambio bilaterale reale tra due monete è:

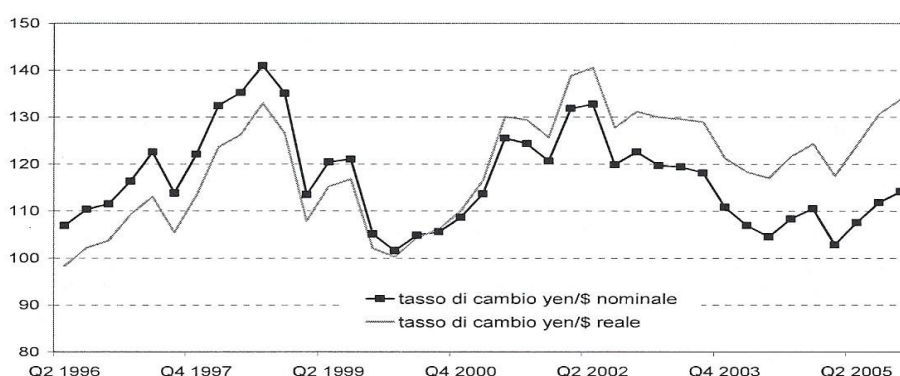
$$e^{reale} = e p^d / p^f$$

dove e è il cambio bilaterale, p^d l'indice dei prezzi domestici e p^f l'indice dei prezzi del Paese estero; in un sistema di quotazione certo per incerto. Un aumento del rapporto indica un apprezzamento mentre una diminuzione indica un deprezzamento del tasso di cambio reale.

Quindi il tasso di cambio reale è un indicatore che misura la competitività dei beni prodotti all'interno di un Paese rispetto ai beni prodotti dal Paese estero considerato, poiché esso oltre a considerare il tasso di cambio nominale passa per i prezzi relativi. Una variazione del cambio nominale da sola non indica se la competitività del Paese è aumentata, anche se un deprezzamento comporta una variazione del prezzo in valuta estera del bene. Se oltre al deprezzamento del 20% il prezzo dei beni subisce per altre ragioni (costo del lavoro prezzi degli input ecc.) un aumento di prezzo del 25%, nel paese A, mentre rimangono fermi i prezzi del paese B allora l'aumento dei prezzi elimina il beneficio in termini di deprezzamento. I due fattori più che si compensano.

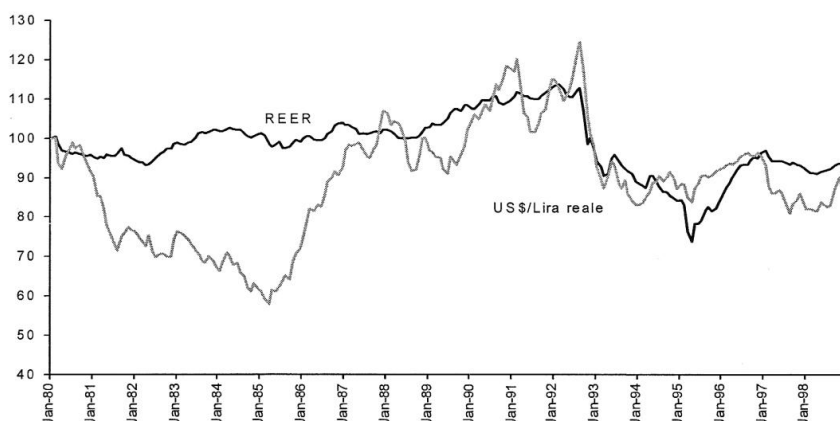
Vi sono numerosi tassi di cambio reali in quanto dipendono dal tipo di deflatore usato, prezzi al consumo, costo unitario del lavoro, prezzi dei beni oggetto di commercio internazionale, prezzi alla produzione. Inoltre tale tasso di cambio può essere anche molto diverso dal cambio nominale in quanto la differenza tra i livelli dei prezzi può allontanarlo dal valore quotato sul mercato, come si evince dal grafico.

Figura 1: cambio nominale e reale dello yen vs il dollaro



Tasso di cambio reale effettivo. Così come il tasso di cambio nominale effettivo rappresenta una media ponderata dei tassi di cambio con i diversi Paesi, anche il tasso di cambio reale effettivo è una media ponderata dei tassi di cambi con l'unica differenza che i tassi di cambio considerati sono quelli reali e non più quelli nominali. Tale indicatore mette in luce quale sia in media il tasso di cambio reale del Paese in esame nei confronti dei Paesi partner, che può anche discostarsi di molto dal singolo tasso di cambio bilaterale reale, così come ad esempio è avvenuto per il tasso di cambio reale effettivo del dollaro e il tasso di cambio reale bilaterale del dollaro verso la lira come si evince dalla seguente figura:

Figura 2: andamento del tasso di cambio reale effettivo e bilaterale verso la lira del dollaro



Il tasso di cambio reale effettivo si può facilmente ricavare come la media ponderata dei tassi di cambio reali verso le valute con cui la moneta è scambiata o in maniera alternativa il tasso di cambio reale effettivo può essere semplificato dalla formula:

$$e^{realeff} = e^{eff} p^d / p^*$$

Dove p^d indica l'indice generale dei prezzi domestici (del Paese sotto esame) e p^* è un indicatore del livello dei prezzi all'estero.

Tale indicatore è estremamente importante poiché esso indica la competitività dei beni nazionali nel mercato internazionale. Di fatto più elevato risulta il tasso di cambio reale effettivo, meno competitivo risulterà il prodotto dell'economia domestica nei confronti dei prodotti stranieri. Infatti, acquistare un bene prodotto nell'economia domestica, rispetto ad un prodotto in un Paese estero, risulta tanto più costoso: a) quanto più alto è l'indice dei prezzi interni, b) quanto meno alto è il livello dei prezzi esteri, c) quanto più il tasso di cambio è elevato (quotazione certo per incerto). Per questo motivo il reciproco del tasso di cambio reale effettivo, viene detto *indicatore di competitività* e viene indicato dalla lettera greca ε in simboli:

$$\varepsilon = p^* / e p^d$$

L'indicatore è ampiamente utilizzato per misurare la competitività di prezzo di un Paese rispetto al resto del mondo.²

1.2 Bilancia dei pagamenti

La bilancia dei pagamenti (BdP) è un documento contabile che registra gli scambi economici che intercorrono, in un certo lasso di tempo, tra i residenti in un Paese e i residenti nel resto del mondo.

Sottolineiamo schematicamente i quattro elementi contenuti in tale definizione.

a) **La bilancia dei pagamenti è un conto.** “Conto “ vuol dire che la BdP viene tenuta secondo le regole ragioneristiche della partita doppia e in essa si confrontano un insieme di voci attive con un insieme di voci passive. Ciascuna transazione viene registrata due volte, una volta in attivo e una volta in passivo, in due differenti sezioni. In attivo vengono indicate tutte le vendite (i cui proventi, per la regola della partita doppia, vengono poi registrati una seconda volta in passivo), mentre in passivo vengono registrati tutti gli acquisti (i cui pagamenti vengono poi registrati una seconda volta in attivo). Il fatto che la bilancia dei pagamenti sia un conto tenuto con la regola della partita doppia, ha come implicazione che la somma algebrica delle voci deve dare zero. Tuttavia non va confuso l'esito ragioneristico sempre necessariamente pari a zero, con l'esito "economico" della bilancia dei pagamenti. Per esempio, se i residenti dell'economia presa in considerazione comprano un'automobile prodotta all'estero, in BdP andrà segnato col segno meno l'importazione dell'automobile, col segno più l'uscita della moneta ceduta per avere in cambio l'automobile. Anche a questo proposito si noti che l'analisi economica è interessata a sottolineare che il sistema sta importando un'automobile, generando un passivo; il ragioniere registrerà come accanto all'entrata dell'automobile vi sarà l'uscita di valuta. Essendo di pari valore, le due voci si neutralizzano dando un saldo che ragioneristicamente è pari a zero, ma che per l'analisi economica rappresenta un passivo. Quindi per l'analisi economica è importante il saldo tra attivi e passivi della bilancia dei pagamenti che indica se il Paese è in equilibrio nei conti con l'estero oppure se si trova in una situazione di surplus o deficit.

² De Long and J. Bradford (2004): “Macroeconomia”, McGraw-Hill

b) **La bilancia dei pagamenti registra gli scambi economici.** “Scambiare” significa “dare per ricevere qualcosa in cambio”; ogni scambio implica un “do ut des”; ciò è coerente con la duplice registrazione richiesta dalla partita doppia. In realtà non tutte le relazioni tra residenti e non-residenti, rispondono al principio del “do ut des”: per esempio, è possibile pensare che fra essi vi possano essere regali. Ebbene, anche questo tipo di movimenti deve essere riportato alla logica dello scambio. Di fatto la BdP registra tutte le transazioni economiche tra residenti e non residenti di un Paese, intendendo per transazione economica un trasferimento a titolo gratuito o oneroso di beni e servizi, redditi ed attività finanziarie.

c) **Durante un periodo di tempo.** La bilancia dei pagamenti va sempre riferita ad un arco temporale e ciò implica che all’interno figurino grandezze di flusso e non di stock. Oltre alla consueta BdP annuale vengono resi noti i dati mensili, nonché quelli trimestrali.

d) **Residenti e non residenti.** Questo significa che il criterio per stabilire se qualcosa va segnato o meno nella bilancia dei pagamenti è che riguardi lo scambio tra un residente e un non residente, quindi ciò che è importante è la residenza non la cittadinanza. Residente è ogni individuo o società il cui centro di interessi economici risieda su base non temporanea in una certa economia. Es. luogo in cui si lavora o consuma, luogo in cui si produce si possiedono immobili, si detengono licenze. I non residenti sono le persone fisiche e giuridiche che non rispondono alla definizione precedente, turisti , studenti, equipaggi, diplomatici, organismi internazionali.

In realtà, registrare tutti gli scambi intercorsi tra residenti di un Paese e non-residenti è impossibile (o comunque molto difficile), non solo perché alcune transazioni vengono nascoste (per fini più o meno leciti) dai soggetti coinvolti, ma soprattutto perché il sistema di rilevazione delle transazioni non è in grado di osservare la totalità dei movimenti nel momento in cui essi avvengono.

La BdP si basa su fonti di natura differente:

- Le registrazioni alle dogane;
- I dati valutari trasmessi dalle banche, nei quali figurano le domande e le offerte di valute straniere;

- Le stime delle spese effettuate da soggetti (residenti e non residenti)³

Sono due le sezioni principali della bilancia dei pagamenti, di interesse per l'analisi economica:

- a) la sezione delle *partite correnti*, che registra lo scambio di beni (*bilancia commerciale*) e servizi nonché i trasferimenti unilaterali (per esempio le rimesse e le donazioni)
- b) *la bilancia dei movimenti dei capitali finanziari*, che registra lo scambio di attività e passività finanziarie.

La somma algebrica delle due sezioni corrisponde all'esito della BdP a cui corrisponde, in prima approssimazione, anche il complessivo afflusso di valuta estera (se l'esito è di attivo) o deflusso di valuta (se l'esito è di passivo). In simboli possiamo scrivere:

$$BP=PC+SMK$$

Dove BP indica l'esito (o saldo) economico complessivo della BdP, PC l'esito delle partite correnti e SMK l'esito dei movimenti dei capitali finanziari.

Ovviamente la bilancia dei pagamenti nel suo complesso può essere in avanzo, in equilibrio e in disavanzo a seconda della somma algebrica degli esiti delle due sezioni. Se entrambe le sezioni (partite correnti e saldo di movimenti di capitale) sono in pareggio, allora si dice che la BdP è in situazione di "pieno equilibrio". Nella realtà, il pieno equilibrio della bilancia dei pagamenti è un evento piuttosto raro; più frequente è invece osservare situazioni di pareggio derivanti dalla compensazione di due disequilibri. Storicamente, per esempio, gli USA hanno colmato forti passivi in partite correnti con forti attivi in saldo movimenti capitali, grazie all'importanza acquisita dal dollaro. All'opposto, l'Italia è riuscita a raggiungere il pareggio della BdP (nella seconda metà degli anni Novanta) neutralizzando un passivo in saldo movimenti capitali con un attivo in partite correnti, grazie alla forte diffusione del made in Italy.

³ È questo il caso ad esempio delle spese turistiche: un panino acquistato da un non residente dovrebbe essere registrato tra le esportazioni del Paese del venditore e tra le importazioni per il Paese dell' acquirente. Ora, è del tutto evidente che nessun sistema di rilevazione può essere attualmente in grado di fornire un dato preciso di questo tipo di transazioni, per cui è necessario ricorrere alle stime.

La sezione della BdP in cui è registrato l'esito viene detta anche "bilancia monetaria", per il fatto che è relativa alla variazione delle riserve ufficiali del Paese. Come è stato già detto, poiché il documento contabile della bilancia dei pagamenti è tenuto seguendo la regola della partita doppia, ogni scambio è registrato due volte: una volta col segno positivo (se si tratta di vendite dal Paese di interesse al resto del mondo) e una volta con il segno negativo. La seconda registrazione viene inserita nella sezione monetaria o di esito della BdP; pertanto, nella lettura dei documenti ufficiali bisognerà fare attenzione che una voce di esito monetario in cui compare il segno meno corrisponde a un risultato di attivo (ossia, la somma delle partite correnti e del saldo dei movimenti di capitale è un valore positivo), mentre se i movimenti monetari compaiono col segno positivo, questo sta a indicare un passivo economico (ossia la somma delle partite correnti e del saldo dei movimenti dei capitali è negativo).

Una situazione di disequilibrio della bilancia dei pagamenti, comporta necessariamente un disequilibrio sul mercato valutario che porterà un apprezzamento o un deprezzamento della valuta. Il saldo della BdP corrisponde infatti all'eccesso di offerta di valuta estera sui mercati internazionali: un saldo positivo, surplus, implica che la domanda di valuta estera associata alle importazioni ed agli investimenti finanziari all'estero è più che compensata dall'offerta di valuta estera associata alle esportazioni e ai flussi in entrata di capitale. L'eccesso di offerta di valuta estera viene riequilibrato da un apprezzamento del cambio (che corrisponde ad una riduzione del prezzo della valuta estera in termini di valuta nazionale). Un deficit della bilancia dei pagamenti è invece equivalente ad un eccesso di domanda di valuta estera e richiede quindi un deprezzamento del cambio per essere ricomposto. Ciò avviene se si opera in un regime di cambi perfettamente flessibili, mentre in un regime di cambi fissi l'aggiustamento della bilancia dei pagamenti è dovuto a variazioni compensative delle riserve ufficiali. Quindi un regime di cambi fissi richiede che le Banche centrali siano disposte ad acquistare e vendere un ammontare potenzialmente illimitato di valuta nazionale al dato tasso di cambio, come meglio sarà spiegato più avanti.

La variazione del tasso di cambio ha importanti effetti sul saldo della bilancia dei pagamenti. Poniamoci nei panni di un Paese – il nostro - la cui moneta viene

svalutata o si deprezza. Analizzeremo prima gli effetti sulle partite correnti e poi gli effetti sui movimenti di capitali finanziari.

a) *Effetti sulle partite correnti.*

In entrambi i casi (svalutazione o deprezzamento), l'effetto immediato è che per i cittadini del nostro Paese diventerà più costoso acquistare un'unità di valuta estera, mentre per i cittadini di Paesi stranieri risulterà più a buon mercato acquistare la moneta del nostro Paese. Come conseguenza, i beni e i servizi prodotti all'interno (prodotti domestici) risulteranno più a buon mercato dei beni e servizi con prezzi quotati in valuta estera. In altre parole, il prodotto domestico diventa relativamente meno costoso, rispetto alla produzione straniera. Si noti che questa convenienza di prezzo viene percepita sia dai cittadini del nostro Paese, sia dai cittadini di tutti gli altri Paesi. Possiamo concludere che il prodotto domestico di un Paese la cui moneta si deprezza(o si svaluta) diviene maggiormente competitivo, in termini di prezzo , sui mercati internazionali. Al contrario, il prodotto di un Paese la cui moneta si apprezza (o si rivaluta) risulterà, sui mercati internazionali, meno competitivo. La maggiore competitività si traduce in un aumento della domanda rivolta all'economia, e quindi successivamente si traduce in un miglioramento delle partite correnti e in un aumento della sua produzione e del suo reddito nazionale, sotto determinate condizioni.

b) *Effetti sui movimenti di capitali finanziari.*

Le decisioni finanziarie rispondono in prima battuta, alla remunerazione, cioè al tasso d'interesse associato ai titoli finanziari stessi. Nella computazione del rendimento ovviamente anche i tassi di cambio e le loro variazioni. Ciò che rileva nelle decisioni sugli investimenti finanziari non è tanto il livello del cambio, quanto piuttosto le attese sulle sue variazioni. Per essere più chiari, si immagini un operatore del nostro Paese che possiede un certo ammontare finanziario da investire. Per valutare il rendimento di titoli finanziari emessi in valute differenti, non è sufficiente considerare il tasso d'interesse nominale, ma bisogna considerare anche le attese sul movimento dei cambi: infatti, si immagini che un titolo del nostro Paese rende il 5% e un titolo estero rende pure il 5%. Tuttavia, se fra un anno il tasso di cambio si sia modificato poniamo ad esempio che la valuta estera si è apprezzata del 3%, il tasso di rendimento del titolo estero non sarà solo del 5% ma del 8%; perché nel momento in cui si riceverà (in valuta) il rimborso del titolo più gli interessi, la valuta verrà cambiata contro la moneta nazionale con un rapporto di scambio tale

per cui un'unità di valuta estera corrisponderà ora ad un maggiore ammontare di moneta interna, rispetto a quando la valuta estera era stata acquistata al fine di comprare il titolo straniero. Pertanto, l'equivalenza del rendimento fra titoli finanziari, uno emesso in valuta domestica (con tasso nominale r^d) e l'altro in valuta estera (con tasso r^f), richiede che debba valere “la parità scoperta dei tassi di interesse”:

$$r^d = r^f - e^{exp}$$

dove e è puntato con l'apice exp (per expected) indica la variazione attesa del tasso di cambio. La lettura della formula è molto semplice: affinché vi sia parità nel rendimento di due titoli finanziari, uno interno e uno straniero, deve essere vero che il tasso d'interesse nominale associato al titolo domestico sia pari al tasso d'interesse nominale associato al titolo estero decurtato del tasso di variazione del cambio. Infatti, un deprezzamento della valuta straniera concettualmente equivale a una decurtazione del rendimento associato all'investimento in valuta straniera.⁴

L'equazione ha anche altre chiavi di lettura, e importanti implicazioni.

Se ci si attende un apprezzamento della valuta domestica, questo vuol dire che cresce il rendimento atteso dei titoli emessi in moneta domestica (rispetto a quelli emessi in valuta straniera) e questo provocherà un afflusso di capitali finanziari nell'economia domestica.

Al contrario, un'attesa di deprezzamento (o di svalutazione) della moneta domestica determinerà un maggiore rendimento atteso dei titoli emessi in valuta estera, e quindi uno spostamento di capitali finanziari verso quella valuta. In conclusione, attese di deprezzamento (o svalutazione) provocano un deflusso di capitali finanziari, mentre attese di apprezzamento (o rivalutazione) determinano un afflusso di capitali finanziari.

Le attese di movimenti del tasso di cambio mettono in moto processi che portano poi all'effettiva realizzazione di queste attese; questo rappresenta un caso di profezie che si auto realizzano (self-fulfilling prophecies). Si immagini che per un qualsivoglia motivo gli operatori si attendano che una moneta si debba deprezzare; si immagini anche che non vi sia nessun vero motivo per cui questo debba succedere, ma che l'attesa sia frutto solo di voci e di chiacchiere. Se tuttavia qualcuno crede alle voci,

⁴ Cellini (2004): “Politica economica Introduzione ai modelli fondamentali”; McGraw-Hill

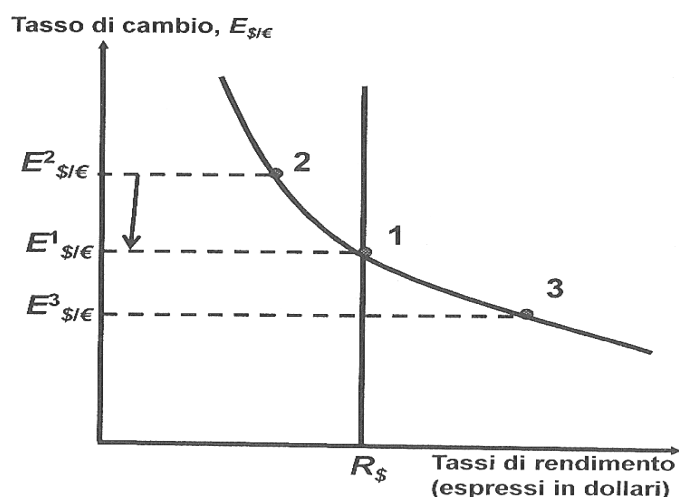
gli conviene investire i capitali finanziari in un'altra valuta, onde poi riconvertirli nella valuta nazionale, dopo che il deprezzamento della moneta domestica ha avuto luogo. Se l'aspettativa di deprezzamento si diffonde, un numero crescente di operatori chiederà di cambiare valuta locale contro valute straniere. Questo determina, sui mercati internazionali dei cambi, un eccesso di offerta di valuta domestica e un eccesso di domanda di valute straniere e questo fa sì che effettivamente la moneta nazionale si deprezzi, pur non essendovi, ex ante, alcun motivo che giustificasse il deprezzamento. Ciò dimostra come effettivamente le attese sul tasso di cambio se sufficientemente diffuse sono attese che si auto realizzano, ovvero che spingono il cambio a muoversi nella direzione attesa.

Ora possiamo analizzare l'impatto sui movimenti dei capitali finanziari se la valuta del nostro Paese viene svalutata o si deprezza, a parità di altre condizioni, ovvero dati il tasso di cambio futuro atteso (assumiamo aspettative omogenee) e il tasso d'interesse sulla valuta estera e domestica.

Il rendimento atteso di un deposito denominato in valuta nazionale è uguale al tasso d'interesse e quindi non dipende dal tasso di cambio nominale, invece il rendimento di un deposito in valuta estera dipende anche dal tasso di cambio. Il deprezzamento (o la svalutazione) della valuta del nostro Paese riduce il rendimento atteso in valuta domestica di un deposito denominato in valuta estera; questo perché se la valuta nazionale si deprezza, significa che aumenta il costo in valuta nazionale di un deposito denominato in valuta estera: con lo stesso ammontare di valuta nazionale ottengo una quantità minore di moneta estera. A parità di tasso d'interesse, questo significa che alla fine del periodo avrò una quantità minore di valuta estera. A parità di tasso di cambio futuro atteso, una quantità minore di valuta estera significa anche una quantità minore di valuta nazionale: il tasso di rendimento atteso di un deposito denominato in valuta estera si è ridotto. Possiamo concludere che, ceteris paribus, un deprezzamento del tasso di cambio corrente riduce il rendimento atteso di un deposito denominato in valuta estera; mentre un apprezzamento aumenta il rendimento atteso di un deposito denominato in valuta estera. Quindi, partendo da una situazione di parità dei tassi di interesse (rendimenti attesi uguali per investimenti in valuta nazionale e valuta estera), un deprezzamento (apprezzamento) del tasso di cambio sulla valuta domestica sul mercato dei capitali finanziari porta ad un afflusso (deflusso) di capitali.

Tale movimento dei capitali finanziari se non compensato dalle partite correnti porta ad uno squilibrio economico della bilancia dei pagamenti che ha come diretta conseguenza uno squilibrio sul mercato valutario, e quindi una ulteriore variazione del tasso di cambio. Ad esempio, assumiamo che i depositi nazionali siano depositi nominati in dollari e i depositi esteri siano quelli denominati in euro, e che vi sia un deprezzamento del tasso di cambio corrente del dollaro nei confronti dell'euro.

Figura 3: Equilibrio del mercato valutario



Partendo da una situazione di parità dei tassi di interesse e di equilibrio della bilancia dei pagamenti, a questo livello del tasso di cambio corrente pari ad E^2 il rendimento dei depositi in euro è inferiore a quello dei depositi in dollari. Gli agenti economici che detengono depositi denominati in euro desidereranno venderli in cambio di depositi in dollari; ma a tale tasso di cambio corrente nessuno sarà disposto a scambiare dollari in cambio di euro: si manifesta un eccesso di domanda di dollari. L'eccesso di domanda di dollari ne fa aumentare il prezzo rispetto all'euro ovvero provoca un apprezzamento del dollaro rispetto all'euro. L'apprezzamento del dollaro fa aumentare il tasso atteso di deprezzamento del dollaro rispetto all'euro (con il tasso di cambio atteso che non cambia per ipotesi) e quindi provoca un incremento del rendimento atteso dei depositi in euro. Questo processo termina quando il tasso di cambio corrente sarà pari ad E^1 , ovvero quando il dollaro si è apprezzato a tal punto che i depositi in dollari e i depositi in euro

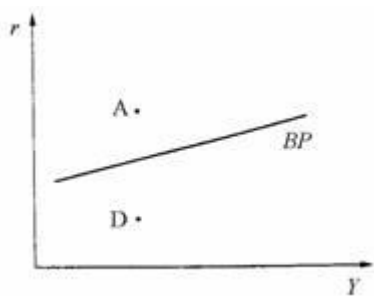
garantiscono lo stesso tasso di rendimento atteso (parità dei tassi d'interesse) e si ripristina una situazione di equilibrio⁵. L'equilibrio della bilancia dei pagamenti, come si può intuire, è in funzione di una serie di variabili:

E' naturale assumere che le esportazioni di un Paese crescano quando i beni domestici sono relativamente più a buon mercato, e che le sue importazioni aumentino quando sono invece i beni e servizi esteri relativamente meno cari. Di fatto quindi l'esito della bilancia commerciale, ovvero il saldo tra importazioni ed esportazioni, dipende direttamente dal livello del tasso di cambio reale in quanto indica la convenienza dei prodotti domestici rispetto a quelli esteri. Inoltre, per un dato tasso di cambio reale, le importazioni di un Paese crescono al crescere del reddito nazionale (analogamente al consumo aggregato di beni e servizi domestici). Mentre le esportazioni, che non sono altro che importazioni del paese estero, sono stimulate da alti livelli del reddito estero.

Quindi possiamo concludere che il saldo della bilancia commerciale, e quindi anche delle partite correnti è correlato: negativamente al tasso di cambio reale (più è alto il tasso di cambio reale maggiori saranno le importazioni e minori le esportazioni), negativamente al livello di reddito nazionale (al crescere del reddito nazionali crescono le importazioni) e infine positivamente al livello di reddito estero (al crescere dei livelli di reddito esteri crescono le esportazioni nazionali).

Invece per quanto riguarda l'altra importante sezione della bilancia dei pagamenti, ovvero la bilancia dei movimenti dei capitali finanziari, come già visto il saldo è influenzato dal differenziale di remunerazione dei capitali investiti all'interno rispetto a quelli investiti all'estero.

Date le assunzioni di funzionamento della bilancia commerciale e della bilancia dei movimenti dei capitali finanziari, il luogo delle combinazioni che assicurano l'equilibrio nei conti con l'estero ha quindi pendenza positiva (per semplicità disegnata come una retta BP). Punti al di sopra dell'equilibrio della BdP come il punto A sono caratterizzati, per ogni livello del reddito, da un tasso di interesse superiore a quello che garantisce l'equilibrio della bilancia dei pagamenti quindi corrispondono a situazioni di



⁵ Krugman e Obstfeld (Quarta ed. italiana 2007): "Economia monetaria internazionale"; Pearson

surplus della BdP. Così come in punti al di sotto dell'equilibrio della bilancia dei pagamenti, come il punto D, corrispondono per ogni livello del reddito tassi di interessi inferiori a quelli che garantiscono l'equilibrio della BdP, quindi sono rappresentativi di situazioni di deficit della bilancia dei pagamenti. La pendenza della retta dell'equilibrio dei conti con l'estero dipende criticamente dal grado di mobilità internazionale dei capitali finanziari, ovvero tanto più sensibili sono i capitali finanziari al tasso d'interesse, tanto più piatta sarà la curva BP⁶. Analizziamo anche i due casi limite. La curva BP si presenta come perfettamente verticale se i movimenti di capitali finanziari sono del tutto insensibili al tasso d'interesse, ossia se i capitali finanziari sono totalmente immobili. Il caso in cui esista un divieto di legge al movimento internazionale dei capitali finanziari, come nell'Italia degli anni 1976-1992, rappresenta un esempio concreto di situazione che dà luogo a una curva BP verticale. In tali casi, soltanto il reddito è rilevante nello stabilire l'esito della bilancia dei pagamenti e la curva BP dovrà trovarsi in corrispondenza di quel livello di reddito che garantisce il pareggio dei conti con l'estero. Al contrario, se i capitali finanziari sono infinitamente sensibili al tasso d'interesse, ossia se i capitali finanziari hanno un'infinita mobilità, la curva BP si presenterà come una retta orizzontale. La BP orizzontale è posizionata in corrispondenza del livello del tasso di interesse interno che garantisce la parità dei tassi di interesse (UIP), dal momento che una qualsiasi difformità tra i rendimenti dei titoli nazionali e dei titoli esteri provocherebbe immediatamente un infinito afflusso o deflusso di capitali finanziari dal Paese preso in considerazione. Per questo motivo, il caso di una curva BP orizzontale, viene talvolta configurato come caso di "perfetta integrazione finanziaria" o di "perfetta sostituibilità fra i titoli di Paesi differenti" (dato che i titoli di tutti i Paesi sono percepiti come perfetti sostituti, basta una differenza infinitesima nei loro rendimenti per causare infiniti spostamenti delle risorse finanziarie da un Paese all'altro). Come sempre, una curva perfettamente orizzontale o verticale rappresenta un caso più teorico che realistico. La posizione della curva BP dipende da fattori tipicamente esogeni, dal reddito del resto del mondo, dai tassi di interesse stranieri, dall'indicatore di competitività, dalle attese di variazione dei tassi di cambio. In particolare:

⁶ Di Giorgio (Terza ed. 2007): "Lezioni di economia monetaria"; Cedam

- a) se aumenta il reddito del resto del mondo la curva BP si deve spostare verso destra nel piano (infatti, per maggiori livelli del reddito del resto del mondo, che generano maggiori esportazioni, l'economia domestica si può permettere per ogni possibile livello del tasso d'interesse interno un maggiore livello del reddito interno, che genera maggiori importazioni);
- b) se aumenta il tasso d'interesse estero, la curva BP si sposta verso sinistra (infatti, un maggiore tasso d'interesse estero richiede, per preservare l'equilibrio della BdP, un minore reddito interno oppure un maggiore tasso d'interesse interno);
- c) se il tasso di cambio si deprezza (o viene svalutato), la curva BP si sposta verso destra (l'aumentata competitività di prezzo, per ogni possibile tasso d'interesse, consente di avere un maggiore reddito interno e di mantenere l'equilibrio dei conti con l'estero). Di converso, un apprezzamento o una rivalutazione del tasso di cambio comporta uno spostamento verso sinistra della curva BP;
- d) un'attesa di svalutazione del tasso di cambio, dato che provoca un peggioramento del saldo dei capitali finanziari, richiede un minore livello del reddito e quindi uno spostamento della curva BP verso sinistra.⁷

1.3 I sistemi di cambio

Lo scambio fra monete diverse è sempre avvenuto, nella storia economica. Tuttavia, la formalizzazione di espliciti accordi internazionali per regolare questi cambi è un fatto solo relativamente recente. Per sistema di cambio si intende un accordo fra due o più Paesi, con il quale vengono fissate regole per lo scambio tra le rispettive monete. Una moneta si dice *convertibile* se essa può essere liberamente scambiata sui mercati, contro le altre valute; se questa libertà è negata (o soggetta a particolari autorizzazioni), la moneta si dice non convertibile. Contrariamente a quanto si potrebbe credere, ancora molti Paesi hanno monete non convertibili. Se, per esempio, si vogliono acquistare rubli russi si può fare soltanto rivolgendosi alle Autorità russe, le quali autorizzeranno ad acquistare rubli una volta che si è dimostrato per quali necessità se ne ha bisogno.

I sistemi di cambio si dividono in due grandi categorie: *fissi e flessibili*.

⁷ Cellini (2004): "Politica economica Introduzione ai modelli fondamentali"; McGraw-Hill

Un sistema di **cambio** si dice **fisso** quando due o più Paesi si accordano per stabilire in modo univoco il loro tasso di cambio; in verità, per avere un tasso di cambio fisso è sufficiente che le Autorità di un Paese definiscano in modo rigido il rapporto di scambio della loro moneta contro un'altra moneta, e non è necessario che le Autorità del secondo Paese facciano alcunché per garantire tale fissità. Il tasso di cambio fisso può essere *puntuale*, se è definito un preciso valore numerico per il cambio, oppure *a banda*, è fissata una banda di oscillazione entro il quale il tasso di cambio può muoversi. Naturalmente, quanto più la banda di oscillazione è stretta, tanto più limitate potranno essere le fluttuazioni del tasso di cambio. Generalmente, in tutti i sistemi di cambio fissi sono previste regole per rivedere le parità (o le bande di oscillazione); in seguito saranno spiegati i motivi economici che spingono un Paese a svalutare o rivalutare la propria moneta nei confronti di un'altra.

Un sistema di **cambio** si dice **flessibile**, se non esiste nessun accordo vincolante su quale debba essere il tasso di cambio fra due monete ed esso viene quindi stabilito dalle forze di mercato, e determinato dalla domanda e dall'offerta di quantitativi delle diverse monete sui mercati delle valute; senza interventi delle Autorità.

Al di là di questi due estremi polari, esistono una pluralità di sistemi di cambio, che possono essere più o meno vicini a questi due estremi. Per esempio, si parla di *sistema di zone obiettivo*, quando viene individuato un rapporto di scambio rispetto al quale sono consentite bande di oscillazione molto ampie e con margini di tolleranza essi stessi fluttuanti.

Storicamente il cambio inizia ad avere importanza quando il commercio internazionale diventa rilevante. La prima epoca che segnò accordi internazionali sui tassi di cambio fu la parte finale del XIX secolo. A partire dal 1870, infatti, gran parte dei Paesi allora avanzati adottarono monete con un prefissato contenuto aureo (cioè un valore fissato in termini di oro); questo necessariamente implicò che le monete fossero tra loro legate da un tasso di cambio fisso. Il motivo è ovvio: se un'unità della moneta del Paese A vale tre grammi d'oro e un'unità del Paese B vale due grammi d'oro, il rapporto di cambio fra la moneta del primo e quella del secondo Paese sarà necessariamente 2:3. Possono avere luogo oscillazioni soltanto limitate, pena la possibilità di guadagni da operazioni di speculazione o arbitraggio. Il sistema che ne origina viene definito "sistema aureo" o "gold standard". Il

sistema di cambio fisso basato sul “gold standard” coinvolse un ampio numero di Paesi tra il 1870 e il 1914. Periodo che ha segnato una forte crescita economica e una forte crescita del commercio internazionale anche grazie al sistema aureo che ha eliminato il rischio di cambio. Il gold standard fu estremamente importante soprattutto per quei Paesi che avevano affrontato o stavano affrontando una rivoluzione industriale, e lo sviluppo commerciale internazionale fu un importante sostegno della domanda in un contesto capitalistico con un’offerta sempre crescente. La Germania fu forse la più abile nello sfruttare tale sistema, ancorando sin dalla nascita il marco all’oro. Con lo scoppio della Prima guerra mondiale, molti Paesi furono obbligati a espandere la spesa pubblica, che in parte fu coperta con emissione monetaria, la quale implicò l’incapacità di garantire la copertura aurea, e quindi implicò la caduta del sistema di cambio fisso. Dopo la fine della Prima guerra mondiale, il tentativo di alcuni Paesi di tornare ai sistemi aurei (fra cui l’Inghilterra, e l’Italia fascista) si dimostrò vano. Alcuni economisti videro nella mancanza di un sistema di cambio fisso, una delle cause della crisi economica che investì tutto il mondo negli anni Trenta. Questa percezione, che oggi molti ritengono infondata, è comunque da tenere presente, perché la necessità di ripristinare un sistema di cambi fissi fu tra gli obiettivi degli accordi di Bretton Woods, immaginando che un sistema di cambi fissi potesse essere un antidoto alle crisi economiche planetarie. Come anticipato, nel 1944 nel paesino statunitense di Bretton Woods si incontrarono su iniziativa del presidente Franklin D. Roosevelt, i delegati di 44 Paesi che firmarono gli accordi che avrebbero disegnato l’ordine economico mondiale dopo la fine della Seconda guerra mondiale. Alcuni dei Paesi che non parteciparono alla conferenza di Bretton Woods (come l’Italia) aderirono successivamente a tali accordi. A Bretton Woods si scontrarono due linee, una britannica (capitanata da Keynes), favorevole a un sistema sostanzialmente flessibile, e una americana, favorevole a un sistema di cambi fissi incentrato sul dollaro americano. Ebbe la meglio l’impostazione americana. Infatti l’accordo prevedeva che le Autorità statunitensi garantissero la convertibilità del dollaro USA in oro, su richiesta delle banche centrali degli altri Paesi, e che tutti i Paesi si impegnassero ad avere un tasso di cambio fisso contro il dollaro. Erano consentite oscillazioni dei tassi di cambio (attorno al tasso fisso) in una banda del 1%. In questo modo ogni moneta finiva con l’aver un contenuto aureo (anche se non esisteva, tranne che per il dollaro, un obbligo diretto di convertibilità). Per questo

motivo, il sistema venne connotato come “*gold-exchange standard*”. Le parità fra i tassi di cambio potevano essere riviste soltanto a seguito di squilibri fondamentali che giustificassero motivazioni delle parità, e previa autorizzazione del Fondo Monetario Internazionale. Proprio per sorvegliare sul sistema del cambio fisso fu istituito il Fondo Monetario Internazionale (FMI), presso il quale le banche centrali dei Paesi aderenti avrebbero versato parte delle proprie riserve d’oro (a copertura delle monete nazionali) e che (dal 1967) poteva emettere, e allocare fra i Paesi aderenti, una sorta di moneta virtuale, i diritti speciali di prelievo con cui i Paesi aderenti potevano regolare le loro transazioni ufficiali. Al FMI veniva attribuito il compito di aiutare (con prestiti) i Paesi che si fossero trovati in temporanee difficoltà di liquidità: il FMI doveva quindi svolgere una sorta di compito di Banca Centrale Mondiale, con il ruolo di prestatore di ultima istanza verso le Banche centrali dei Paesi aderenti, che si fossero trovate in difficoltà. Accanto al Fondo monetario internazionale venne prevista, negli accordi di Bretton Woods, la costituzione della Banca Mondiale (WB, *World Bank*), allora denominata come Banca internazionale per la ricostruzione e lo sviluppo, con compiti di sostegno e finanziamento allo sviluppo in particolare dei Paesi economicamente meno avanzati. Inoltre venne anche prevista la nascita di un organismo per favorire la libertà di commercio; quest’organismo il GATT (*General Agreement on Trade and Tariff*), divenne operativo soltanto nel 1961 e nel 1995 fu rimpiazzato dall’Organizzazione Mondiale del Commercio (WTO, *World Trade Organization*), la quale ha poteri maggiormente incisivi rispetto al suo progenitore, compresa la potestà di sanzionare comportamenti dei Paesi ritenuti lesivi della libertà di commercio internazionale. Il sistema di cambi fissi di Bretton Woods regolò i rapporti economici internazionali dalla fine della Seconda guerra mondiale al 1971. Le origini della crisi del sistema dei cambi fissi sono ricondotte da alcuni al fatto che gli USA, forti del riconoscimento che il dollaro aveva come moneta internazionale, abbiano iniziato a monetizzare parte delle spese pubbliche, senza avere di fatto la possibilità di copertura aurea della moneta emessa; questa situazione, nota a tutti i Paesi, venne clamorosamente allo scoperto a seguito delle ripetute richieste di alcuni di conversione dei dollari in oro. Il 15 agosto 1971 l’allora Presidente statunitense, Richard Nixon, annunciò l’impossibilità degli USA di garantire la convertibilità aurea del dollaro. Questo annuncio ebbe l’effetto di far crollare l’intero sistema di cambio fisso, e i cambi iniziarono a fluttuare

liberamente. I tentativi di immediato ripristino di un sistema di cambio fisso a livello mondiale sono falliti. Ad esempio, gli accordi del Palazzo Smithsonian cercarono di ristabilire i cambi fissi, con una svalutazione del dollaro e bande di oscillazione consentite del 2,25%; tale accordo, però, rimase in piedi solo qualche settimana⁸. È invece iniziata la ricerca di tentativi di cambio fisso tra Paesi di aree geografiche più circoscritte. In questo ambito, i Paesi della Comunità Economica Europea, cercarono di allacciare le loro monete ad accordi di cambio fisso, lasciandole poi fluttuare verso tutte le altre valute. Nell'aprile 1972 a Basilea fu sottoscritto l'accordo cosiddetto del "Serpente monetario europeo", che si sfilacciò, tuttavia, nel corso di pochi anni. Nel 1979 partì il *Sistema Monetario Europeo* (SME), nel quale le monete dei Paesi della Comunità Europea erano regolate da un sistema di cambi fissi, con bande di oscillazione del 2,50% o 6%, e veniva definita un unità di conto (una specie di moneta virtuale costituita da un paniere delle monete aderenti all'accordo, denominata ECU). Lo SME finì sostanzialmente nel 1992, con l'attacco speculativo contro la lira italiana e la sterlina britannica che obbligò questi due Paesi a uscire, e gli altri ad adottare una banda di oscillazione del 15% attorno alle parità bilaterali. Proprio pochi mesi prima, era stato firmato il Trattato di Maastricht (7 febbraio, 1992) che stabiliva la volontà irrevocabile di costruire una moneta unica europea e fissava le tappe per giungere a tal fine. L'Europa non è l'unica area geografica nella quale si è cercato di istituire un accordo regionale di cambio, ad esempio è stata istituita l'UMOA (Unione Monetaria dell'Africa Occidentale). Inoltre, svariati Paesi hanno preferito fissare il cambio della propria moneta contro valute di riferimento, per esempio molte ex colonie della Francia definirono un cambio fisso contro il franco francese, altri Paesi hanno agganciato la propria moneta con un cambio fisso contro il dollaro. A spingere alcuni Paesi verso un rigido cambio fisso è stata anche l'affermazione della macroeconomia "del legarsi le mani" : Panama, ma anche alcuni Paesi baltici nonché l'Argentina, hanno rinunciato alla loro sovranità monetaria sostituendo la Banca centrale con "*Currency Board*", il cui compito è stato quello di emettere moneta soltanto se coperta da un pari ammontare di riserve in dollari. Questo avrebbe dovuto garantire la stabilità di un tasso di cambio fisso 1:1 contro il dollaro. Alla metà degli anni '70 solo il 10% dei paesi emergenti era caratterizzato da regimi di cambio flessibili ma alla fine degli anni '90 la

⁸ Cellini (2004), "Politica economica Introduzione ai modelli fondamentali"; McGraw-Hill

percentuale era salita al 50%⁹. Merita di essere sottolineato il fatto che pur essendo venuto meno, nel 1971, il sistema mondiale di cambio fisso, le istituzioni di Bretton Woods sono sopravvissute, ritagliandosi ruoli in parte diversi. In particolare, il Fondo Monetario Internazionale si è trasformato da organo di vigilanza sui cambi fissi, a istituzione che ha cercato di garantire la stabilità macroeconomica a livello mondiale, aiutando i Paesi con squilibri macroeconomici ed inoltre intervenendo in aiuto di molti Paesi in seguito alla crisi del 2007.

Nei due differenti sistemi di cambio il meccanismo di riequilibrio di un eventuale squilibrio della bilancia dei pagamenti, è assolutamente diverso. In quanto, come già detto, lo squilibrio della bilancia dei pagamenti crea necessariamente uno squilibrio sul mercato valutario che se non adeguatamente compensato, tenderà a far variare il tasso di cambio; movimento che si realizzerà seguendo le forze di mercato in un regime di cambi flessibili mentre sarà ostacolato dall'intervento dell'Autorità in un regime di cambi fissi in quanto non è consentito il movimento del tasso di cambio.

Partiamo esaminando cosa succede quando un Paese ha tassi di cambio flessibili. Poniamo che il Paese A abbia una bilancia dei pagamenti in deficit. Ciò, come abbiamo già avuto modo di vedere, vuol dire che il valore degli acquisti all'estero (di beni, servizi, titoli ecc.) operati da residenti del Paese A, eccede il valore delle vendite che i soggetti residenti effettuano verso i non residenti. Evidentemente ai cittadini del Paese A occorre un ammontare di valute straniere superiore rispetto all'ammontare di valute che affluisce a seguito delle vendite all'estero. Questo vuol dire che sul mercato dei cambi vi sarà un eccesso di domanda di valute straniere e un eccesso di offerta di moneta domestica. Ciò determina, come avevamo avuto già modo di vedere, per la semplice legge economica della domanda e dell'offerta un deprezzamento del tasso di cambio.

Il deprezzamento, però, comporta un aumento di competitività di prezzo del prodotto nazionale con positivi effetti, come noto, sulle partite correnti, cioè con l'effetto di ridurre o annullare il deficit iniziale. Simmetricamente, il tasso di cambio di un Paese tende ad apprezzarsi, a seguito di un avanzo della sua bilancia dei pagamenti. La variazione del tasso di cambio, come sappiamo, si ripercuote sul

⁹ Marani, Canale, Napolitano, Foresti (2008): "Politica economica la teoria e l'unione europea"; Hoepli

mercato dei beni in quanto i prodotti nazionali perdono di competitività sui mercati internazionali, ciò ha effetti negativi sulle partite correnti che tenderanno ad eliminare il surplus della bilancia dei pagamenti iniziale.

L'aggiustamento del cambio rappresenta un meccanismo automatico di aggiustamento basato sui prezzi relativi: infatti, in presenza di deficit, grazie al deprezzamento, il prodotto domestico acquisterà competitività e si ridurrà il deficit. Simmetricamente, se un Paese vede il suo cambio apprezzarsi a seguito di una bilancia dei pagamenti in attivo, la diminuita competitività porterà ad un deterioramento nei conti con l'estero.

Inoltre, si può anche dire che il meccanismo di aggiustamento automatico basato sul tasso di cambio rappresenta uno stabilizzatore automatico. Infatti, se si suppone che vi sia uno shock negativo sulle esportazioni (che sono una componente di domanda), la bilancia dei pagamenti va in passivo. Ciò determina un deprezzamento del cambio che però si tradurrà in un aumento della competitività di prezzo, con effetti positivi successivi per le esportazioni e stabilizzazione del livello di reddito.

Oltre agli aggiustamenti automatici, basati su meccanismi di prezzo, agiscono altri meccanismi di aggiustamento basati sul reddito: si consideri l'economia di un Paese che ha conti con l'estero inizialmente in pareggio, quindi che per un motivo esogeno diminuiscano le esportazioni o aumentino le importazioni; provocando così un deficit della bilancia dei pagamenti. Parte della produzione non verrà più venduta e questo spingerà le imprese domestiche a ridurre la propria produzione, ma porterà anche una riduzione del reddito distribuito. Tale riduzione farà calare le importazioni, e quindi farà riassorbire più o meno lentamente il disavanzo. Simmetricamente, un aumento esogeno delle esportazioni si traduce in un avanzo della bilancia dei pagamenti, ma questo attiva anche una maggiore produzione domestica che si tradurrà in un incremento di reddito e, successivamente, in un incremento delle importazioni.

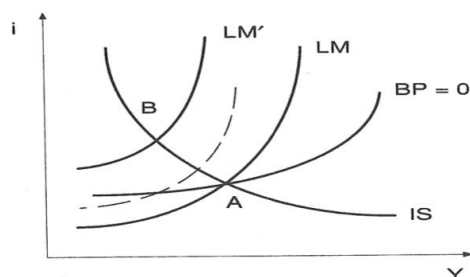
Dopo questa breve disamina sui meccanismi di riequilibrio della bilancia dei pagamenti in un sistema di cambi flessibili passiamo ad analizzare gli aggiustamenti economici che si verificano in un Paese dove vige un sistema di cambi fissi. Poniamo che questo Paese abbia un disavanzo nella bilancia dei

pagamenti. Ciò vorrà dire che i suoi cittadini necessariamente esprimono una maggiore domanda di valuta estera. In termini concreti, significa che i cittadini di questo Paese cedono (alle banche) moneta interna chiedendo in contropartita valute straniere (onde effettuare i pagamenti all'estero); le banche ovviamente richiedono la valuta straniera alla banca centrale; la banca centrale dà la valuta straniera e riprende base monetaria (della moneta domestica). Così, la quantità di circolante nell'economia domestica diminuisce; in termini più sbrigativi, viene “ distrutta” moneta.

Questo è l'effetto immediato più eclatante di un passivo nei conti con l'estero, in un sistema di cambio fisso: il deficit della bilancia dei pagamenti si traduce in una diminuzione della moneta in circolazione, più propriamente, in una diminuzione dell'offerta di moneta, non già per una decisione esplicita della banca centrale, quanto piuttosto per la necessità imposta alla banca centrale di riprendersi la propria base monetaria, contro la cessione di valute straniere. Contestualmente, le riserve di valute straniere presso la banca centrale diminuiscono. Simmetricamente, se i conti con l'estero sono in surplus, nel Paese in questione vi è un afflusso netto di valute dall'estero; i cittadini si recano presso il sistema bancario e cedono valute straniere domandando moneta domestica. Succede che aumenta l'offerta di moneta domestica e si accrescono le riserve ufficiali di valute straniere presso la banca centrale. Attraverso tale meccanismo, che funziona fino a che la banca centrale ha un ammontare adeguato di riserve in valute straniere in caso di deficit della BdP, si mantiene fisso il tasso di cambio in quanto l'intervento della banca centrale tende a riequilibrare la domanda e l'offerta di valuta straniera. Così facendo però la banca centrale perde l'autonomia nella politica monetaria in quanto l'offerta di moneta è direttamente collegata all'andamento della bilancia dei pagamenti, in quanto volta a riequilibrare gli squilibri sul mercato valutario. In sintesi possiamo dire che *squilibri della BdP si ripercuotono sull'offerta di moneta, se il Paese adotta un sistema di cambi fissi; precisamente, un surplus della bilancia dei pagamenti si traduce, ceteris paribus, in un aumento dell'offerta di moneta, mentre un deficit si traduce in riduzione dell'offerta di moneta.* La banca centrale potrebbe decidere di controbattere all'eccesso di offerta di moneta endogenamente generato da un surplus dei conti con l'estero, agendo su un altro canale di creazione di base monetaria, per esempio, riducendo il finanziamento al sistema bancario. Una politica siffatta (volta, cioè, a ridurre l'offerta di moneta per controbattere un suo

naturale aumento dovuto al surplus dei conti con l'estero) si chiama "operazione di sterilizzazione". Supponiamo che la banca centrale non attui alcuna operazione di sterilizzazione e chiediamoci quali altri processi economici si mettono in moto. Ragioniamo su un'economia che ha una BdP in deficit e adotta cambi fissi. Il deficit si ripercuote in una diminuzione dell'offerta di moneta. Questo produce gli stessi effetti di una politica monetaria restrittiva, con una diminuzione del reddito, un aumento del tasso d'interesse e –in un contesto con prezzi flessibili– una diminuzione dei prezzi. Tutti questi effetti sono benefici per i conti con l'estero: infatti, la diminuzione del reddito fa diminuire le importazioni, l'aumento del tasso di interesse provoca un afflusso di capitali dall'estero e la diminuzione dei prezzi ha effetti benefici sulla competitività. Abbiamo quindi individuato dei meccanismi di aggiustamento automatico, che agiscono sui prezzi e sulle quantità. In modo del tutto analogo, se un Paese, con cambi fissi, registra un avanzo nei conti con l'estero questo si traduce in un incremento dell'offerta di moneta. Naturalmente, gli effetti di questo incremento sono i medesimi che produrrebbe una politica monetaria espansiva. Come conseguenza il reddito interno tende ad aumentare (con aumento successivo delle importazioni), il tasso d'interesse tende a diminuire (con un successivo peggioramento del saldo dei movimenti dei capitali finanziari con l'estero) e i prezzi tendano ad aumentare (con un deleterio effetti sulla competitività del prodotto nazionale e il successivo peggioramento del saldo nello scambio di beni e servizi con l'estero)¹⁰. Inoltre merita di essere sottolineato come in un'economia che adotti un sistema di cambi fissi, in un contesto di perfetta mobilità dei capitali non c'è spazio per l'attivarsi di un meccanismo di trasmissione degli impulsi monetari all'economia reale. Analizziamo cosa succede se la banca centrale decide di effettuare una manovra di politica monetaria restrittiva, con il supporto del grafico.

Figura 4. Politica monetaria restrittiva in un regime di tasso di cambio fisso



¹⁰ Cellini (2004): "Politica economica Introduzione ai modelli fondamentali"; McGraw-Hill

L'equilibrio iniziale è rappresentato dal punto A. In seguito alla restrizione di politica monetaria la curva LM viene tralata in alto e verso sinistra. Il nuovo equilibrio macroeconomico in economia chiusa sarebbe rappresentato dalla nuova intersezione ,in B, tra la LM' e la scheda IS. Questa nuova configurazione di equilibrio si trova al di sopra della curva BP=0 (rappresenta la curva che precedentemente avevamo nominato semplicemente come BP), ed è associata quindi ad un surplus della bilancia dei pagamenti, causato da un aumento del tasso di interesse che genera un afflusso di capitali e dalla riduzione del reddito che porta ad una diminuzione delle importazioni e quindi ad un miglioramento del saldo della bilancia commerciale. Col passare del tempo, il meccanismo di aggiustamento automatico degli squilibri dei conti con l'estero che opera in un regime di cambi fissi, implica un graduale aumento dell'offerta di moneta che segue l'afflusso di riserve ufficiali nelle casse della Banca Centrale. La scheda LM si muove gradualmente verso il basso, tendendo a tornare nel tempo nella sua posizione originaria. Tuttavia, nel caso di perfetta mobilità dei capitali, cioè di un elasticità infinita dei flussi di capitale finanziari a differenze di rendimento dei titoli dei diversi Paesi, in un regime di cambi fissi la politica monetaria non può avere nessuno effetto reale sul reddito nazionale. Come sappiamo l'equilibrio dei conti con l'estero sarà rappresentato da una retta orizzontale che interseca il valore del tasso d'interesse sui titoli esteri (in quanto con tassi di cambio fissi,in linea generale, non vi sono aspettative di variazione del tasso di cambio). Una restrizione monetaria spinge verso l'alto i tassi di interesse domestici, ma se il flusso di capitali è ipersensibile a variazione nel differenziale di interesse, ciò induce un immediato ed ingente afflusso di capitali dall'estero. Il surplus della bilancia dei pagamenti immediato porta l'espansione della base monetaria fino a compensare perfettamente la restrizione domestica originaria. Il tasso di interesse domestico è mantenuto sempre al livello dei titoli esteri dai meccanismi di arbitraggio operanti nei mercati finanziari internazionali, e non c'è spazio per l'attivarsi di un meccanismo di trasmissione degli impulsi monetari all'economia reale. In un regime di cambi fissi con mobilità dei capitali si perda l'autonomia nella politica monetaria, in quanto l'offerta di moneta si modifica esclusivamente per riequilibrare i conti con l'estero¹¹.

¹¹ Di Giorgio (terza ed. 2007): "Lezioni di economia monetaria", CEDAM

Oltre ai meccanismi di riequilibrio automatico del saldo dei conti con l'estero analizzati, che possono richiedere lunghi periodi di tempo, vi possono essere interventi diretti delle Autorità per riequilibrare il saldo della bilancia dei pagamenti o comunque per spingerlo a loro favore, con effetti benefici sul reddito interno. La manovra che storicamente è stata attuata più frequentemente è la variazione del tasso di cambio. Il buon senso suggerisce di svalutare (o fare deprezzare) il tasso di cambio, in presenza di deficit nei conti con l'estero e di rivalutare (o fare apprezzare) il tasso, in presenza di surplus. In questo modo, si agisce sulla competitività della produzione nazionale e quindi sull'esito delle partite correnti.

Affinchè la manovra del tasso di cambio sia efficace, è necessario che siano verificate alcune pre-condizioni:

- 1) *La condizione di Marshall-Lerner*. In sostanza questa pre-condizione richiede che le importazioni e le esportazioni siano sufficientemente reattive al tasso di cambio, affinché una svalutazione (o deprezzamento) del tasso di cambio migliori l'esito delle partite correnti. In particolare, se si parte da una situazione di pareggio dei conti con l'estero, una svalutazione conduce a un miglioramento dell'esito delle partite correnti se e solo se la somma delle elasticità in valore assoluto delle importazioni e delle esportazioni al tasso di cambio è maggiore di 1. Il contenuto intuitivo di questa condizione è banale: se e soltanto se le importazioni e le esportazioni sono sufficientemente reattive al tasso di cambio, allora una variazione del tasso di cambio sarà in grado di far mutare in senso opposto il valore delle partite correnti.
- 2) *L'effetto j*. Supponiamo che al tempo t_0 la moneta domestica venga svalutata (per esempio perché si vuole migliorare l'esito delle partite correnti). Le quantità fisiche di beni importati ed esportati, per adeguarsi alle nuove condizioni di prezzo, hanno bisogno di tempo, anche perché sono in corso contratti precedentemente firmati, che sono da onorare. In altre parole le quantità fisiche di importazioni ed esportazioni non si modificano istantaneamente. Al contrario, nell'immediato, il valore delle esportazioni cala, proprio perché il tasso di cambio è diminuito a seguito della svalutazione, che rende immediatamente ridotto il valore delle esportazioni e accresce il valore relativo delle importazioni. Questo dà luogo ad un immediato e netto calo del

valore delle partite correnti, che poi inizieranno a migliorare solo lentamente a seguito del graduale riaggiustamento delle quantità fisiche ai nuovi valori di prezzo. Se valgono le condizioni di Marshall-Lerner, alla fine si otterrà il miglioramento delle partite correnti. L'insegnamento dell'effetto j è semplice: per osservare i risultati dell'azione della politica economica può essere necessario del tempo. Se, per impazienza, le Autorità di politica economica, dopo avere svalutato la moneta e osservato inizialmente non un miglioramento ma un peggioramento delle partite correnti, procedessero a un'ulteriore svalutazione genererebbero una sorta di "rincorsa di effetti j ", senza pervenire al risultato desiderato. In questo caso si sarà in presenza di un evidente conflitto tra obiettivo e risultato della politica economica.

- 3) *Assenza di strozzature.* Un'ulteriore cautela è rappresentata dalla condizione di "assenza di strozzature nel lato dell'offerta": la svalutazione della moneta riesce a migliorare l'esito delle partite correnti soltanto se l'apparato produttivo dell'economia domestica non è soggetto a rigidità tali da rendere l'economia non in grado di soddisfare l'accresciuta domanda estera. Se, per esempio, l'economia si trova già in condizione di pieno impiego delle risorse, una svalutazione accrescerà la domanda, ma questa non potrà essere soddisfatta dalla produzione domestica (e si tradurrà non già in un miglioramento delle partite correnti, ma soltanto in una spinta inflazionistica).
- 4) *Effetto pass-through.* Un'altra cautela riguarda il fatto che non sempre una svalutazione della moneta domestica si traduce in una maggiore competitività di prezzo avvertita dai consumatori finali, ma può tradursi unicamente in un maggior profitto per gli intermediari commerciali. Questo effetto è denominato effetto pass-through. La sua descrizione è semplice, ipotizziamo che il nostro Paese svaluta il tasso di cambio domestico verso un'altra valuta estera, i beni domestici dovrebbero diventare più convenienti nel Paese estero. Può ben darsi che però i rivenditori dei prodotti domestici all'estero non adeguino i loro listini ai nuovi prezzi che essi pagano acquistando nel nostro Paese. Essi mantengono inalterati i prezzi alla vendita finale in modo che i consumatori esteri non avvertano una maggiore competitività, e tutti i vantaggi andranno agli intermediari, che pagano meno i prodotti nel nostro Paese, ma li rivendono ad un prezzo immutato all'estero.

5) *Aspettative di svalutazione*. Sovente, una svalutazione della moneta nazionale induce aspettative di ulteriori svalutazioni. Le aspettative hanno rilevanti effetti, sia sulle partite correnti stesse, sia come già detto sui movimenti dei capitali finanziari. In merito alle partite correnti, attese di svalutazione futura fanno sì che agli operatori nazionali convenga accelerare il più possibile i pagamenti che essi debbano effettuare all'estero e ritardare gli incassi che essi debbano ricevere dall'estero: ciò per il fatto che ci si aspetta che in futuro le valute estere valgano di più rispetto alla moneta. Questo comportamento “fenomeno dei leads and lags”, evidentemente, porta a peggiorare l'esito delle partite correnti, per via del fatto che vengono anticipati i pagamenti verso l'estero e posticipati gli incassi che provengono dall'estero. Agendo in questa maniera, si osserverà un peggioramento nell'esito delle partite correnti. Inoltre, affinché la svalutazione abbia positivi effetti sull'esito della BdP, è necessario richiedere che i miglioramenti delle partite correnti non siano neutralizzati da peggioramenti nel saldo dei movimenti dei capitali. In particolare, la svalutazione non deve ingenerare ulteriori attese di svalutazione giacché l'aspettativa di ulteriore svalutazione porterebbe ad un peggioramento del saldo dei movimenti dei capitali finanziario. Stiamo quindi richiedendo che l'elasticità dell'aspettativa della variazione futura del tasso di cambio a una variazione corrente sia limitata, o addirittura assente.¹²

In conclusione, affinché la manovra del cambio sia efficace sulle partite correnti, devono essere soddisfatte numerose condizioni che rappresentano elementi di cautela. Nonostante ciò, la svalutazione è una manovra di politica economica attuata con grande frequenza, allo scopo di migliorare l'esito delle partite correnti e quindi per questa via aumentare la domanda aggregata. Quando le autorità di politica economica sono pronte a svalutare (o a far deprezzare) la propria moneta per accrescere la competitività, si dice che seguono una *politica di svalutazione competitiva*. Le Autorità spesso adottano tale strategia al fine di migliorare l'esito delle partite correnti e per questa via aumentare la domanda aggregata complessiva che spinge ad aumentare la produzione ed il reddito, risultato che si può conseguire se si parte da una situazione di non pieno impiego, altrimenti la maggiore domanda con una produzione costante genererà solo inflazione. Un'altra strategia che può

¹² Cellini (2004): “Politica economica introduzione ai modelli fondamentali”, McGraw-Hill

essere attuata è quella di fissare il tasso di cambio ancorandolo ad un'altra valuta in maniera volontariamente sottovalutata al fine di sfruttare la competitività dei prodotti domestici e avere così una forte domanda dei prodotti interni, che consente lo sviluppo produttivo. Tale strategia implica però la perdita dell'autonomia monetaria, se non vi sono efficaci controlli sui movimenti di capitale.

CAPITOLO SECONDO

GLOBALIZZAZIONE ECONOMICA E SVILUPPO DELLA CINA

L'eccezionale trasformazione socio-economica di cui la Cina è stata protagonista negli ultimi vent'anni, è stata possibile o meglio ancora ha potuto trarre vantaggio dal sempre più accentuato processo di globalizzazione dei mercati e delle economie globali. Pertanto è necessario inquadrare lo sviluppo economico cinese nel più ampio contesto della globalizzazione economica, chiedendosi anche come un'esperienza di economia socialista a forte centralizzazione statale sia stata in grado di aprirsi e di acquistare i vantaggi della globalizzazione economica senza per altro assumere il carattere politico dell'esperienza dei paesi capitalistici ed in particolare senza chiamare in causa un assetto di democrazia politica.

2.1 Globalizzazione economica

In senso economico, il termine globalizzazione è stato coniato per indicare il processo d'integrazione delle economie delle diverse aree del mondo. Processo inteso ad abbattere la dimensione nazionale, riducendo ed eventualmente eliminando gli ostacoli che si frappongono alla libera circolazione di beni, servizi, capitali, persone e conoscenze.

Dal punto di vista storico, l'evoluzione della globalizzazione è idealmente suddivisibile in tre fasi:

La prima iniziò a metà dell'800, in coincidenza di una serie di innovazioni tecnologiche – fra cui la costituzione di navi più veloci, l'apertura nel 1869 del canale di Suez, l'espansione del servizio telegrafico transatlantico – che consentirono la riduzione dei tempi e dei costi di trasporto, la maggiore velocità nelle comunicazioni, facilitando la riduzione delle barriere tariffarie a tutto vantaggio di una forte accelerazione dei flussi internazionali. Il fenomeno però subì un drastico mutamento a causa della crisi economica degli anni Venti, sfociata, il 1929, nel disastroso crollo della Borsa di New York, a seguito del quale i vari stati

avviarono una politica isolazionista e protezionista (in Italia definita autarchia) che causò il crollo del mercato internazionale e che si potesse fino alla seconda guerra mondiale. A risentirne maggiormente furono proprio gli Stati Uniti che, verso la fine dell'amministrazione Roosevelt, vararono il New Deal che decretò l'eliminazione del protezionismo.

La seconda fase prese effettivamente il via nel 1945, quando la fine della guerra mondiale rese possibile un nuovo slancio verso l'integrazione economica internazionale. Il suo orientamento, però, fu delineato l'anno prima nella conferenza di Bretton Woods, indetta dagli Stati Uniti, dove 44 Paesi nemici dell'Asse posero le basi del sistema economico e finanziario postbellico ispirandosi principalmente alle teorie di Keynes. Fra gli esiti della conferenza, inerenti essenzialmente al libero scambio e alla deregolamentazione, vi furono come già detto l'istituzione della Banca Mondiale (World Bank) mirata a sostenere lo sviluppo dei paesi emergenti, e del Fondo Monetario Internazionale (FMI) con lo scopo di costituire delle riserve valutarie mondiali - ogni Paese doveva partecipare con una quota composta per il 25% da oro o dollari e per il restante 75% dalle rispettive valute nazionale - cui gli stati membri avrebbero potuto attingere in caso di necessità per assicurare la stabilità dei cambi delle monete. L'accordo internazionale di Bretton Woods, come precedentemente detto, creava principalmente un nuovo sistema di cambi fissi, ancorando le monete non soltanto all'oro ma anche al dollaro di cui gli Stati Uniti si impegnavano a garantire la convertibilità in oro. Inoltre una diretta conseguenza dell'accordo fu nel 1947 la sottoscrizione del GATT (General Agreement on Tariffs and Trade) da parte di 23 Paesi, poi arrivati a più di 100, col quale si puntava a favorire l'import-export facendo ricorso alla clausola della "nazione più favorita": secondo tale principio le singole nazioni si concedevano reciprocamente le migliori condizioni commerciali che avrebbero concesso ad ogni altra. Una serie di negoziati successivi come il "Tokio round", il "Kennedy round" ed altri abbassarono consistentemente le barriere doganali grazie ad accordi reciproci tra un gran numero di membri del GATT. Tali provvedimenti consentirono al commercio estero di raddoppiare, favorito anche dalla stabilità dei tassi di cambio, però la liberalizzazione dei mercati non era ancora completa sul piano della partecipazione dei Paesi, solo quelli più sviluppati aderirono totalmente ai provvedimenti presi, mentre quelli in via di sviluppo si aprirono solo per i beni primari.

La terza fase, avviata alla fine del 900, vide e vede tutt'ora, le economie nazionali aprirsi sempre di più verso l'estero sia tramite gli scambi sia con gli investimenti diretti in altri Paesi. Rispetto alle due precedenti, la fase di globalizzazione che ha preso avvio intorno al 1980 presenta indubbiamente alcune similitudini, ma anche e soprattutto differenze. Le prime sono essenzialmente riconducibili a come detto l'ulteriore sviluppo del commercio internazionale e degli investimenti diretti esteri. Relativamente al primo, è sufficiente ricordare che gli scambi mondiali di merci superano ormai di oltre dieci volte quelli che venivano registrati nel 1950. Le economie nazionali si sono dunque ancor più aperte agli scambi con l'estero ed è aumentato il peso di esportazioni ed importazioni sul prodotto interno lordo. Questa tendenza è proseguita, e in una certa misura si è anche rafforzata negli anni più recenti: a partire dagli anni Novanta, il tasso di crescita dei flussi di commercio estero risulta assai più elevato di quello del prodotto interno lordo. Ciò induce ad affermare che quanto si consuma in un luogo è sempre più prodotto in un altro, oppure ancora che componenti prodotte in un luogo vengono assemblate in un altro. Anche gli investimenti diretti all'estero hanno registrato una crescita impetuosa, favorita dal miglioramento delle infrastrutture mondiali, dal diffondersi dei servizi alle imprese, dall'affermarsi di tecnologie dell'informazione in grado di ridurre i costi di coordinamento delle attività ubicate in paesi anche molto distanti. Inoltre, sono andate progressivamente riducendosi le barriere artificiali che ostacolavano l'insediamento di imprese estere. Moltissimi paesi hanno infatti emanato legislazioni favorevoli agli investimenti diretti esteri e competono per attrarne di nuovi. Secondo stime delle Nazioni Unite, gli investimenti diretti esteri sono aumentati nell'ultimo quindicennio a un tasso più che doppio rispetto a quelli del commercio, i quali, come si è appena ricordato, sono a loro volta cresciuti molto più rapidamente dei livelli di produzione. Aumenta quindi l'importanza delle imprese "multinazionali", al punto che il commercio all'interno delle stesse rappresenta ormai più di un terzo dei flussi mondiali di esportazione. Per quanto riguarda invece le differenze tra l'attuale fase della globalizzazione e le precedenti, sicuramente una delle più importanti è la partecipazione ai mercati globali di numerosi paesi in via di sviluppo. Questi paesi (Cina, Filippine, Malaysia, India, Messico, Argentina, Brasile e altri ancora) per la prima volta sono riusciti ad avvalersi dell'abbondanza di forza lavoro di cui dispongono, ottenendo un vantaggio competitivo nei prodotti e servizi labour intensive. Quando l'attuale fase

della globalizzazione prese avvio, soltanto il 25% delle esportazioni dei paesi in via di sviluppo era costituito da manufatti industriali, ora questa cifra ha ormai raggiunto l'80%. Dunque, mentre in passato i processi di industrializzazione erano confinati nei paesi più avanzati dell'Europa occidentale e del Nord America, negli ultimi decenni essi si sono estesi a nuovi continenti e a nuovi paesi, eliminando i tradizionali rapporti tra centro e periferia, che vedevano i paesi in via di sviluppo rifornire i paesi industrializzati di prodotti agricoli e minerari ottenendone in cambio prodotti manufatti. La struttura dell'interscambio commerciale si è pertanto radicalmente modificata: si hanno grandi volumi di commercio estero intra-industriale (nello stesso settore) piuttosto che il commercio estero inter-industriale tipico delle precedenti fasi della globalizzazione, guidato dalle differenze nella dotazione dei fattori produttivi e dai divari tecnologici tra i diversi paesi. Per effetto dell'estensione dei processi di industrializzazione, anche gli investimenti diretti esteri presentano caratteri strutturali diversi rispetto a quelli del passato. Nelle precedenti fasi della globalizzazione, gli investimenti erano infatti indirizzati pressoché esclusivamente da Nord a Sud: interessavano in larghissima prevalenza i settori primari dell'economia (agricoltura e industria estrattiva) e le ferrovie ed erano finalizzati ad istituire attività ex novo nei paesi di destinazione (investimenti greenfield). Gli investimenti diretti esteri dell'attuale fase della globalizzazione, invece:

- Considerano i paesi in via di sviluppo non più solo come destinatari degli investimenti, ma anche quali attori da cui si originano flussi in uscita degli investimenti stessi, indirizzati sia verso i paesi economicamente avanzati sia verso altri paesi in via di sviluppo (significativi sono, per esempio, gli investimenti reciproci fra India e Cina);
- Riguardano soprattutto l'industria manifatturiera e i servizi (con particolare riferimento all'intermediazione finanziaria, alla distribuzione commerciale e al vasto comparto dei servizi alle imprese);
- Nel settore manifatturiero, in particolare, appaiono sempre più il mezzo attraverso cui si attua una sostanziale articolazione a livello internazionale della catena del valore delle imprese, caratterizzata da crescente delocalizzazione delle attività a monte e da imprese capaci di coordinare su scala internazionale un ciclo produttivo composto in fasi separate.

L'accresciuta partecipazione ai mercati globali dei paesi in via di sviluppo non è però che un aspetto, per quanto importantissimo, di un fenomeno più ampio: lo spostamento del baricentro dell'economia mondiale, reso evidente dal fatto che i paesi occidentali più avanzati, registrano da anni una diminuzione dei tassi di crescita delle loro economie, contrapposta all'espansione dei cosiddetti “emergenti”, specie quelli collocati ad Oriente. Negli ultimi anni, la Cina e l'India (ma anche la Russia) - i grandi new comers dell'economia mondiale – sono cresciuti a tassi consistenti, e si prevede che manterranno tali tassi anche nel prossimo futuro, mentre gli Stati Uniti potranno arrivare a metà e l'Europa a meno di un terzo.

Tabella 1: Prodotto interno lordo e investimenti diretti esteri di alcuni Paesi

Paesi	Tasso di crescita del PIL		PIL pro capite (dollari Usa)		Investimenti diretti esteri (milioni di dollari Usa)	
	2001	2006	2001	2006	2001	2006
Cina	8,3	10,5	1.038	1.990	44.241	85.320
India	5,3	8,3	463	776	5.472	7.000
Russia	5,1	6,5	2.105	6.880	2.749	23.500

L'Asia orientale è indubbiamente divenuta l'area più dinamica del pianeta. Dal 1950 a oggi, i paesi in via di sviluppo dell'Estremo Oriente asiatico, complessivamente considerati, hanno pressoché raddoppiato la loro incidenza sul prodotto interno lordo mondiale, a scapito principalmente dei paesi occidentali industrializzati e di quelli appartenenti al blocco ex sovietico. Parallelamente, è aumentata la loro incidenza sulle esportazioni mondiali, nel cui ambito si segnala una crescente specializzazione nei prodotti ad alta tecnologia e nei beni capitali. Un altro elemento che attesta la crescente importanza dei paesi in discorso attiene alla modifica dei flussi finanziari e d'investimento. Non solo, come si è ricordato, è in crescita il numero delle imprese dei paesi emergenti che investono in Europa e negli Stati Uniti; ugualmente in aumento sono i cosiddetti “investimenti Sud-Sud”, cioè i capitali dei paesi emergenti diretti verso altri paesi emergenti: 120 dei 916 miliardi di dollari che si sono spostati nel mondo nel 2005 provenivano da Asia, Africa e Sudamerica ed erano diretti verso i paesi emergenti (nel 1985 la stessa somma era pari a soli 2 miliardi di dollari).

Delle 500 più grandi società del mondo schedate dalla rivista “Fortune”, parecchie appartengono ai paesi in via di sviluppo dell’Asia. Va poi considerata la fortissima propensione al risparmio dei paesi in questione (intorno al 40% del PIL), il che ha permesso loro di generare un tasso di investimento incredibilmente elevato e un’esportazione netta di capitali pari a oltre il 3% del PIL.¹³

2.2 Sviluppo della Cina

Il caso più dirompente è senz’altro quello della Cina, che da anni si trova in situazione di “ipercrescita” (fra il 1978 e il 2006, il prodotto interno lordo cinese è passato da 147 a oltre 2.500 miliardi di dollari). In effetti mai nella storia economica si è visto un paese così grande conoscere una crescita così elevata (8-9 per cento) per un periodo così lungo (30 anni). Secondo varie fonti, se il Paese dovesse mantenere tassi di crescita sostenuti, anche inferiori a quelli attuali, nei prossimi quarant’anni, o anche meno, il prodotto interno lordo cinese supererebbe quello degli Stati Uniti. Sfruttando le particolari condizioni del proprio mercato interno (bassissimi livelli salariali, ampia offerta di manodopera, condizioni ambientali e di lavoro non in linea con gli standard internazionali, sottovalutazione del tasso di cambio ecc.) - come è stato affermato: “ Ci troviamo di fronte a un Paese di comunismo-capitalismo che mantiene i lavoratori nelle condizioni misere di uno Stato comunista per operare sul mercato come un Paese anarco-capitalista”¹⁴ – e aprendosi agli scambi commerciali con il resto del mondo la Cina:

- Si è trasformata in una base manifatturiera globale e nella quarta economia del pianeta in termini di prodotto interno lordo espresso a prezzi di mercato (raggiunge addirittura il secondo posto se il PIL viene valutato in parità di poteri d’acquisto);
- è divenuta la terza potenza commerciale al mondo (dietro Germania e Stati Uniti, anche se attualmente forse già ha superato la Germania): in trent’anni, il commercio estero è aumentato di 57 volte (quello mondiale di 8);
- Presenta una bilancia commerciale fortemente in attivo, registrando un surplus di dimensioni crescenti nel commercio con gli Stati Uniti, come pure con l’Unione

¹³ Collier e Dollar (2003): “Globalizzazione crescita economica e povertà”, Il Mulino

¹⁴ Curzio e Fortis (2004): “Alle prese con la concorrenza asiatica”, in Economia che non gira, Il Mulino

europea e gli altri paesi avanzati dell'Occidente. Al contrario, il Paese registra invece un deficit nei confronti del Giappone e dei principali paesi asiatici. Da ciò consegue che dagli scambi con l'Occidente la Cina ottiene valuta pregiata (dollari ed euro), che viene in parte trasferita ai vicini paesi asiatici in cambio di materie prime, semilavorati, ma anche di prodotti di consumo e di investimenti. Paesi come il Giappone, la Thailandia, l'Indonesia sono ormai dipendenti dalla dinamica della domanda interna cinese quanto e forse di più di quanto siano dipendenti dalla dinamica della domanda degli Stati Uniti.

- E' il Paese che dopo gli Stati Uniti, attira i maggiori investimenti diretti esteri.
- Si qualifica, conseguentemente come l'economia con le maggiori riserve finanziarie del pianeta, il che conferisce una grande capacità di manovra sui mercati internazionali. Attualmente il 70% di tali riserve viene utilizzato per acquistare Treasury Bond statunitensi. La Cina dunque è coinvolta in entrambi i twin deficit statunitensi: da una parte determina quello commerciale, dall'altro finanzia quello federale contribuendo a rendere bassi i prezzi e il tasso d'interesse.

Sintetizzando, per quanto riguarda l'economia reale, la trasformazione della Cina nella cosiddetta “fabbrica del mondo” ha aumentato significativamente i vantaggi comparati cinesi nelle produzioni ad alta intensità di lavoro e, unitamente alle potenzialità di espansione di un mercato interno di quasi 1,3 miliardi di consumatori, ha stimolato il trasferimento di molte produzioni del resto del mondo verso la Cina. Questa industrializzazione ha attivato, inoltre, un meccanismo di apprendimento che ha favorito l'upgrading qualitativo del modello di specializzazione cinese verso produzioni più avanzate. La Cina ha ormai raggiunto posizioni di assoluta preminenza in una serie di produzioni, parecchie delle quali corrispondenti a nicchie di specializzazione tradizionalmente presidiate dalle imprese italiane.¹⁵

¹⁵ Giuseppe Bertoli (giugno 2008): “Globalizzazione dei mercati e sviluppo dell'economia cinese”, in Impresa progetto

2.2.1 Le tappe essenziali dello sviluppo economico cinese

L'emersione della Cina sulla scena economica del pianeta si pone certamente fra i maggiori cambiamenti avvenuti dopo la seconda guerra mondiale. Nella percezione corrente, tale fenomeno viene individuato a far data dal 2001, quando il Paese entra a far parte dell'Organizzazione mondiale del commercio. In verità, gli storici dell'economia hanno dimostrato come questa emersione non costituisca un fenomeno nuovo, quanto piuttosto il recupero (in questo senso si parla anche di risveglio) di una posizione di preminenza mantenuta per secoli (dal 1500 fino agli inizi del XIX secolo).¹⁶

Il “miracolo cinese” di cui taluni parlano, lungi dal costituire il risultato di una combinazione fortuita di elementi o comunque un fenomeno dovuto a fattori favorevoli e imprevisi, ma va inteso come la conseguenza di decisioni di politica economica che il Governo nazionale - e dunque il Partito comunista cinese – ha prima adottato e poi attuato con competenza e tenacia. Questo processo “ ha fatto tesoro sia della tradizione cinese, volta all'obbedienza e alla disciplina, sia della situazione politica che vedeva il predominio assoluto di un solo partito. In estrema sintesi si può affermare che la tradizione di Confucio si sia coniugata con il partito unico di Lenin. Entrambi sono presenti, e reciprocamente rafforzatisi, nella Cina odierna”¹⁷. Analizzando, brevemente, i presupposti politici che hanno consentito questo rapido sviluppo dell'economia cinese bisogna partire dal 1978, che rappresenta un anno di svolta, in quanto dopo la morte di Mao Zedong il nuovo corso politico, raccolto intorno a Deng Xiao Ping, dà avvio a una graduale opera di modernizzazione della Cina basata sulla valorizzazione dell'iniziativa privata e sull'apertura verso l'estero (nel 1979, in occasione di una storica visita negli Stati Uniti, Deng lancia la politica della “porta aperta”). Tale modernizzazione pone fine a un trentennio di economia collettivista e autosufficiente, caratterizzata dalla chiusura assoluta nei confronti di ogni influenza straniera.

In verità, negli anni immediatamente successivi all'arrivo al potere del Partito comunista (1953-57), vi fu una stagione di collaborazione con l'Unione Sovietica, che fornì al nuovo regime sia un modello di sviluppo (fondato sulla pianificazione

¹⁶ Pomeranz (2000): “The great divergence China Europe and the making of the modern world economy”, in Princeton Economic History of the Western World series, vol. 4, Princeton University Press

¹⁷ Orlandi e Prodi(2006): “A volte producono le imprese italiane in Cina”, il Mulino

economica centralizzata) sia un considerevole sostegno economico. Verso la fine degli anni Cinquanta, attriti politici e ideologici, condussero tuttavia alla rottura fra i due Paesi, consumatasi nel 1960. Da quel momento, benché la strategia economica abbia continuato a ispirarsi al modello di industrializzazione sovietico, “le ambizioni maoiste di trasformazione della società presero il sopravvento sugli imperativi economici”, prima attraverso il gran balzo in avanti (1958-61, teso a colmare il divario con l’Inghilterra in 15 anni) e poi con la “rivoluzione culturale” (1966-70, nei fatti una vasta guerra civile per la riconquista del potere da parte di Mao emarginato dal partito in conseguenza del clamoroso fallimento delle riforme socioeconomiche).

Dopo la morte di Mao Zedong, il Comitato centrale del Partito comunista cinese, pur senza condannare il “Grande Timoniere”, dà avvio alla demaiozzazione dell’economia. Nel 1978, il Comitato avvia così le 4 modernizzazioni: agricoltura, industria, difesa e scienza. Nelle campagne, abbandonate le comuni e le cooperative, si introduce un sistema semi-privato di gestione della terra (household responsibility system) che concede alle famiglie di disporre della produzione in eccesso rispetto al piano governativo.

Nel corso della seconda metà degli anni Ottanta – essendosi il Partito espresso in favore di un sistema misto nel quale coesistono pianificazione e mercato – il disegno riformatore acquista maggior respiro, coinvolgendo i settori industriali urbani, la liberalizzazione dei prezzi, il decentramento del commercio con l’estero e l’ampliamento dell’autonomia decisionale delle imprese pubbliche (le State-owned enterprises) e collettive (le township and village enterprise). L’impatto sulla crescita è enorme: fra il 1984 e il 1985, il prodotto interno lordo aumenta del 15,2% e, pur rallentando, cresce comunque di oltre l’11% all’anno fra il 1987 e il 1989. Nel contempo, però, l’inflazione raggiunge il 18% annuo, portando all’estremo le distorsioni dei prezzi, mentre si moltiplicano i traffici illeciti, la speculazione e la corruzione.

Per contrastare tale situazione, il governo congela le riforme e decide di raffreddare l’economia ristabilendo i prezzi amministrati. Benché tali misure abbiano innanzitutto caratteristiche tecniche, dopo le note manifestazioni del maggio del 1989, esse acquisiscono anche un forte connotato politico, venendo affiancate da

un discorso ideologico e da un irrigidimento politico finalizzati a mettere in discussione le trasformazioni economiche avviate con la “demaioizzazione”.

Benché il processo di riforma sembri esaurirsi, le trasformazioni intraprese risultano tuttavia irreversibili. Il mondo rurale e le autorità locali (specie quelli delle regioni costiere, che hanno acquisito un'importante libertà di manovra economica e finanziaria) oppongono una forte resistenza al tentativo di ritornare allo status quo ante. Inoltre, la lotta all'inflazione frena la crescita, stimolando un'opposizione sempre più ampia via via che risultano chiare le sue conseguenze sociali, in particolare sull'occupazione nelle grandi città.

Alla fine del 1990, i “conservatori” si rilevano però incapaci di far prevalere la loro linea in seno al Partito. L'implosione dell'Unione Sovietica alla fine del 1991 risulta loro fatale, perché convince il resto della classe dirigente che la legittimità del potere in Cina si basa sullo sviluppo economico e sul miglioramento delle condizioni di vita della popolazione. All'inizio del 1992, il primo ministro Deng Xiaoping (il “Piccolo Timoniere”) rilancia le riforme in occasione di un viaggio, fortemente reclamizzato, nella Cina del Sud e, nell'autunno dello stesso anno il quattordicesimo congresso del Partito assegna alle stesse l'obiettivo di costruire il “socialismo di libero mercato”.

Si tratta di un “ibrido ideologico, giustificato da Pechino con la considerazione che alcuni strumenti economici, a lungo etichettati come capitalisti, sono in realtà neutrali e possono essere impiegati per favorire la crescita economica. Socialismo e libero mercato non sono in contraddizione perché il mercato non porta necessariamente al capitalismo e anche nelle economie capitaliste vi sono forme di pianificazione economica.”¹⁸ In buona sostanza, la formula del socialismo di libero mercato (entrata ufficialmente nella carta costituzionale nel 1993) sta a indicare che il Partito comunista continuerà a esercitare un forte controllo su importanti settori dell'economia.

Basti dire che, nonostante la crescita delle imprese private delle 181.557 aziende industriali con fatturato annuo superiore 600.000 dollari registrate nel 2002, 41.125 erano ufficialmente di proprietà totale o parziale dello Stato. Aggiungasi che le

¹⁸ Weber M. (2001), Il miracolo cinese: “Perché bisogna prendere la Cina sul serio”, Il mulino contemporanea

maggiori banche sono ancora possedute dal Governo centrale e guidate da funzionari designati dal Partito, come pure il fatto che ogni progetto di investimento che superi una soglia minima deve essere formalmente approvato da funzionari provinciali o nazionali.

Il nuovo corso politico così riavvia l'opera di modernizzazione della Cina basata sulla valorizzazione dell'iniziativa privata e sull'apertura verso l'estero.

Dopo decenni di timore, arricchirsi diventa giusto e utile alla causa del Paese. Inoltre, l'apertura all'estero consente di immettere velocemente, in un paese del tutto arretrato dal punto di vista produttivo, le tecnologie e le conoscenze in grado di avviare il decollo industriale. Per quanto concerne l'iniziativa privata, nel 1993 il Partito decide che la Cina deve dotarsi di un sistema di imprese moderno e che le aziende pubbliche devono essere trasformate in società.

La legge che entra in vigore nel gennaio 1994 definisce lo statuto della società a responsabilità limitata, e delle società per azioni, con ciò stabilendo le condizioni per l'apertura ad altri soggetti della partecipazione al capitale sociale, tappa preliminare per un'eventuale privatizzazione.

Nel 1997, il quindicesimo congresso del Partito decide che lo Stato deve disimpegnarsi dalla proprietà delle imprese, mantenendo una posizione dominante in un numero limitato di settori reputati "strategici" (tra cui: meccanica, elettronica, automotive, petrolchimica ecc.).

Nel marzo del 1999, le autorità cinesi riconoscono in modo ufficiale l'importanza del settore privato, approvando una riforma costituzionale in cui la proprietà privata viene riconosciuta come componente primaria dello sviluppo economico. Per quanto riguarda invece l'apertura verso l'estero, che pone fine a trent'anni di autarchia, la Cina attua politiche che consentono di trarre profitto dai propri vantaggi comparati nei settori ad alta intensità di lavoro, mediante una politica selettiva, sia in materia di commercio con l'estero sia rispetto agli investimenti diretti esteri. In merito agli investimenti diretti esteri, una serie di provvedimenti legislativi ne ha precisato le condizioni, con l'obiettivo da un lato di attrarli e dall'altro di canalizzarli verso particolari aree geografiche e settori di attività. Per ciò che concerne le aree geografiche:

- Nel 1979 vengono create quattro zone economiche speciali, con l'obiettivo di attrarre investitori esteri mediante condizioni privilegiate (riduzione dell'imposizione fiscale, esenzione delle tariffe doganali). Localizzando queste zone in prossimità di Hong Kong e Taiwan, le autorità puntano a sedurre in primo luogo i "cinesi d'oltremare";
- Durante gli anni Ottanta, le condizioni privilegiate sono estese all'insieme delle zone costiere, dove vengono istituite zone di sviluppo economico e tecnico in grado di accogliere investitori stranieri. In quest'ottica, nel 1991 vengono differenziate le aliquote fiscali sugli utili delle società miste a seconda della loro localizzazione: esse sono normalmente pari al 33%, ma sono ridotte al 24% nelle regioni aperte e addirittura al 15% nelle zone economiche speciali e nelle zone di sviluppo economico e tecnico;
- Nel 1999 nuove disposizioni normative hanno attribuito alle province del centro e dell'interno la possibilità di mettere in atto misure analoghe per attrarre a loro volta investitori stranieri.

In merito invece ai settori di attività, la Cina incoraggia gli investimenti stranieri sia nelle industrie esportatrici sia in quelle in cui la produzione è destinata a sostituirsi alle importazioni. Le regolamentazioni modulano le condizioni offerte agli investitori a seconda dei settori, distinguendo quelli in cui sono: a) incoraggiati; b) autorizzati; c) limitati.

Con l'adesione all'Organizzazione mondiale del commercio, la Cina ha accettato di abolire gran parte delle restrizioni preesistenti sugli investimenti diretti esteri (fra i quali, quelli concernenti la possibilità di detenere partecipazioni di maggioranza assoluta da parte di operatori stranieri) e ha aperto loro in particolare l'ingresso in alcuni settori di servizi.

Anche la politica adottata in materia di commercio con l'estero ha caratteri di selettività. A metà degli anni Ottanta, le autorità cinesi, con l'obiettivo di incentivare le imprese esportatrici e gli investitori stranieri, accordano agli stessi un regime preferenziale, tale per cui i prodotti importati destinati alla trasformazione o all'assemblaggio per l'esportazione sono esentati dai diritti doganali; lo stesso accade per i macchinari importati dalle imprese a capitale straniero. I diritti doganali sono invece imposti sui prodotti importati ad uso interno. Ciò permette di

proteggere il mercato nazionale e allo stesso tempo di incentivare l'industria esportatrice, incentivata anche da un'attenta politica valutaria.

Il lungo processo di apertura verso l'estero culmina nel 2001, quando - come già ricordato - la Cina entra a far parte dell'Organizzazione mondiale del commercio. L'adesione risponde certamente a una necessità di riconoscimento avvertito dalle autorità, ma nel contempo assolve a esigenze di politica economica interna.

Gli impegni assunti dalla Cina costituiscono anche uno strumento per superare le resistenze interne e far progredire il processo riformatore, giacché si reputa che la concorrenza delle importazioni e degli investitori esteri concorra ad accelerare le ristrutturazioni e la razionalizzazione dell'attività economica.

Una delle conseguenze più importanti dell'adesione all'Organizzazione mondiale del commercio è la maggiore apertura del mercato cinese ai prodotti stranieri, in grado di ridurre il forte squilibrio a favore della liberalizzazione delle esportazioni. In quest'ottica, è prevista una riduzione dei dazi a un valore medio dell'8,9% per i prodotti industriali (rispetto, per esempio, a valori fra il 27 e il 36% per Argentina, Brasile, India e Indonesia), pur con uno spettro di variazione che va da 0 al 49% in diversi settori.

Per il tessile, caratterizzato da quote rilevanti fino al 2005, la Cina ha accettato ogni regola connessa all'abolizione dell'Accordo Multifibre, incluso un meccanismo di salvaguardia, valido sino al 2008, che consente agli altri paesi membri dell'OMC di negoziare con la Cina limitazioni temporanee alle importazioni. Infine, per il settore agricolo i dazi dovrebbero ridursi a un intervallo fra lo 0 e il 60%, con una media intorno al 15%. Infine, ma non da ultimo, con l'accessione all'Organizzazione mondiale del commercio, la Cina ha aderito anche ai Trade-Related Aspect of Intellectual Property (TRIPS), impegnandosi a rispettare le convenzioni multilaterali su questo tema. Si tratta di un aspetto di grande rilievo, poiché una delle maggiori critiche rivolta alle imprese cinesi è proprio quella di copiare i prodotti delle imprese straniere. L'adesione all'OMC è quindi particolarmente importante perché consente di imporre alla Cina una sempre maggiore tutela della proprietà intellettuale estera, attraverso gli strumenti giudiziari propri dei trattati commerciali multilaterali.

Inoltre la politica valutaria attuata dalle autorità locali in tale contesto di apertura della Cina verso l'estero ha assunto un ruolo rilevante, incidendo sulle capacità di esportare del Paese, e rappresentando un fondamentale strumento di politica economica a sostegno della crescita del paese¹⁹.

2.2.2 Alcuni risultati raggiunti

In un quarto di secolo, la Cina è divenuta dunque uno dei paesi più aperti al commercio internazionale. Fra il 1978 e il 2005, le esportazioni sono passate da 10 a 762 miliardi di dollari e le importazioni da 11 a 629 miliardi di dollari. Il peso del commercio estero sul PIL è più che quadruplicato (le esportazioni ne rappresentavano il 6,8 % nel 1978 e ne valgono il 34,3% nel 2005; nel medesimo periodo le importazioni sono salite dal 7,4% al 28,3% del Pil).

Tabella 2: Indicatori di internazionalizzazione (valori in mld di dollari USA)²⁰

	1980	1985	1990	1995	2000	2005
Esportazioni di merci	18	27	62	149	249	762
Importazioni di merci	20	42	51	126	215	629
Investimenti diretti all'estero (stock)	1	6	21	101	193	318
Investimenti diretti dall'estero (stock)	nd	0,9	4	18	28	46

Lo sviluppo delle esportazioni, favorito dalla favorevole politica valutaria attuata dalle autorità locali, è stato trainato dall'industria manifatturiera, che genera ormai oltre il 95% dell'export (rispetto al 50% del 1980), lasciando una quota marginale ai prodotti primari.

Nel contempo la composizione delle esportazioni di manufatti è profondamente mutata, riflettendo una notevole capacità di adattamento alla dinamica della domanda internazionale: mentre negli anni Ottanta le poste più dinamiche erano il tessile e l'abbigliamento e alcune industrie manifatturiere (specie i giocattoli e gli articoli sportivi), negli ultimi anni queste sono state superate dalle industrie dell'elettronica e dagli strumenti di precisione (più della metà dei lettori Dvd e

¹⁹ Giuseppe Bertoli (giugno 2008): "Globalizzazione dei mercati e sviluppo dell'economia cinese", in Impresa progetto

²⁰ Amighini, Chiarlone (2007): "L'economia della Cina dalla pianificazione al mercato", Carocci

degli apparecchi fotografici numerici, così come più di un terzo dei pc da ufficio e portatili e quasi un quarto dei telefonini e dei televisori a colori provengono dalla Cina).

Tabella 3: Quota cinese sulle importazioni dei Paesi OECD (valori in percentuale)²¹

	1991	2002
<i>Intensivi in lavoro non qualificato</i>	8,1	17,7
- Prodotti in pelle	0,8	3,3
- Prodotti in legno e sughero	2,0	7,3
- Tessile e abbigliamento	9,8	17,4
- calzature	13,3	35,2
- Manufatti non metallici	1,3	5,5
- Produzioni navali	0,3	3,5
- Arredamento e idraulica	2,4	16,3
- Giocattoli, articoli plastici, da ufficio e vari	13,8	27,6
<i>Intensivi in capitale umano</i>	1,1	3,6
- Oli essenziali e prodotti per la concia e la colorazione	0,6	1,8
- Prodotti in gomma e plastica	0,3	1,9
- Manufatti metallici e non metallici	1,2	4,7
- Radio, televisioni e apparecchi per la riproduzione dei suoni	6,1	16,5
- Elettrodomestici	5,6	18,8
- Mezzi stradali e ferroviari	0,2	0,6
- Orologi, stampati, opere d'arte e d'antiquariato, gioielleria e strumenti musicali	1,8	6,0
<i>Intensivi in tecnologia</i>	0,7	4,5
- Prodotti chimici, plastici e fertilizzanti	0,9	2,0
- Prodotti farmaceutici	1,1	1,0
- Macchine di generazione di potenza	0,5	1,7
- Macchine non elettriche	0,5	2,8
- Macchinari elettronici, da telecomunicazione e da ufficio	0,8	7,6
- Macchine elettriche	1,0	8,0
- Aeroplani	0,1	0,2
Apparecchi fotografici, ottici e cinematografici	0,7	4,5

I dati contenuti nella tabella, pur non recenti, danno il senso dei cambiamenti intervenuti. Come si nota, scomponendo le esportazioni della Cina in settori distinti per intensità fattoriale della produzione, il Paese ha aumentato dall'8,1% al 17,7% la quota di mercato detenuta nei prodotti intensivi in lavoro non qualificato; dall'1,1 al 3,6% in quelli intensivi in capitale umano; dallo 0,7 al 4,55 in quelli intensivi di tecnologia. Naturalmente la forza della Cina nel primo tipo di settori dipende dal vantaggio di costo di cui dispone, in ragione dell'abbondanza di forza lavoro che consente alle imprese locali di incrementare le proprie quote

²¹ Amighini, Chiarlone (2007): "L'economia della Cina dalla pianificazione al mercato", Carocci

internazionali, oltre che dal fatto che molte imprese straniere utilizzano la Cina come base produttiva o di assemblaggio.

Uno dei più importanti fattori che infatti, in seguito all'apertura verso il mercato, ha spinto la crescita delle esportazioni cinesi è proprio il basso costo della manodopera, che rende i prodotti interni più convenienti rispetto a quelli esteri. Un semplice confronto tra il costo del lavoro in Cina e quello dei suoi principali partner commerciali rivela subito che la manodopera in Cina è molto più conveniente. Ad esempio nel 1998 un tipico lavoratore cinese guadagnava 1.188 \$, mentre un lavoratore statunitense guadagnava 35.639 \$ e un giapponese 47.238 \$, ciò significa che ci vogliono ben 30 lavoratori cinesi per raggiungere nel complesso il salario di un lavoratore statunitense e 40 per quello giapponese²². Ciò in parte spiega l'enorme outsourcing attuato da imprese straniere e il vantaggio nelle produzioni ad alta intensità di lavoro in Cina (favoriti anche dalla presenza di un tasso di cambio deprezzato).

Per quanto riguarda invece l'incremento, che si evince dalla tabella, delle quote nei settori tecnologicamente più avanzati dipende dall'articolazione internazionale delle catene del valore per effetto della quale le imprese dei paesi più avanzati hanno trasferito in Cina le fasi più standardizzate della loro produzione, proprio per i vantaggi di costo, concorrendo così ad accrescere la capacità di esportare del Paese in settori nei quali altrimenti non sarebbe stato presente.

La Cina ha incoraggiato le operazioni internazionali di assemblaggio e di subfornitura esonerando, come già detto, dai dazi doganali le importazioni destinate ad essere riesportate dopo aver subito un processo di trasformazione.

Il Paese è divenuto così una base manifatturiera globale ("la fabbrica del mondo"), un nodo cruciale di molte filiere industriali, in grado di impiegare manodopera a costi bassissimi in attività labour-intensive. In effetti, l'esportazione di prodotti assemblati costituisce la parte più dinamica del commercio estero (oltre la metà delle esportazioni di prodotti assemblati sono costituite da macchinari, materiale elettrico ed elettronico, strumenti di precisione). Questo fenomeno si riflette anche sulla composizione delle importazioni, ormai fortemente dominate da beni

²² Wong Y.(2006): "China's Cheap Labor and Its Export Capacity"; in (eds.) Kevin H. Zhang China as a world workshop; Routledge, Taylor & Francis Group. Pagine.69-81

intermedi (59,7%), i beni capitali (23,4%) e materie prime (11,9%). Gli input importati sono divenuti la principale fonte per l'acquisizione di alta tecnologia da parte della Cina. Rispetto agli altri paesi in via di sviluppo, essa si caratterizza per l'incidenza relativamente elevata di prodotti high-tech nelle proprie importazioni; poiché questi prodotti sono destinati ad essere incorporati nei beni esportati, lo stesso scarto si osserva per quanto riguarda l'export.

La Cina ha quindi acquisito capacità di esportazione di alta tecnologia decisamente superiore a quelle di altri paesi emergenti, anche se – almeno sinora – “questo contenuto ad alta tecnologia non traduce la capacità di innovazione tecnologica dell'industria manifatturiera cinese, essendo la tecnologia incorporata in questi beni derivante da componenti prodotti dai paesi industrializzati”²³. Va tuttavia rilevato che, da una serie di segnali (fra cui, lo spostamento delle produzioni più basiche verso altri Paesi a costi ancora più bassi, quali il Vietnam), quantomeno nelle ragioni più avanzate del Paese sembra in atto un profondo cambiamento. Si osserva per esempio che, nonostante l'arrivo degli investitori abbia creato ricchezza e occupazione, oggi l'arrivo di tali investitori non è più ritenuto indispensabile al Paese e ciò per due motivazioni: la più evidente rileva che i profitti maggiori risiedono nella committenza (l'outsourcing) e nelle distribuzioni straniere (che acquistano a prezzi cinesi e vendono a prezzi occidentali); la seconda, di carattere strategico, denota come sia inappropriata la posizione di una grande potenza economica che delega il suo ciclo economico agli investitori stranieri, con il rischio di crisi o di ritorsioni politiche. Le recenti misure amministrative adottate in Cina rilevano una tendenza selettiva verso gli investimenti stranieri.

Del resto, dopo anni di concorrenza sui costi, il governo cinese sta spingendo le aziende locali a posizionarsi in modo nuovo nella catena del valore internazionale. Per esempio, in un articolo pubblicato sulla stampa qualche anno fa si espone la vicenda di un'impresa cinese (ReneSola) che produce pannelli solari. Mentre fino a pochi anni fa si limitava ad assemblare componenti che venivano spediti in Cina da Germania e Giappone, dal 2005 ha cambiato strategia: anziché produrre per imprese straniere ha sviluppato una propria tecnologia per il riciclaggio dei

²³ Lemoine (2005): “L'economia cinese”, Il mulino

materiali e vende il proprio prodotto principalmente sul mercato domestico in competizione con aziende tedesche e giapponesi.²⁴

L'alta tecnologia cinese esce da università e poli tecnologici che finanziano ricerche e formano ingegneri (350.000 all'anno) in grado di competere a livello internazionale senza che sia necessario per i talenti migliori emigrare in Europa o negli Stati Uniti come accadeva fino a pochi anni fa. Nel 2004, per la prima volta, il numero di studenti e ricercatori cinesi nelle università americane è risultato in netta discesa.

Da decenni, l'afflusso di studenti asiatici aveva portato ai settori scientifici americano forze qualificate e competitive (il 38% degli scienziati e degli ingegneri statunitensi con un dottorato arriva da Cina, India, e Corea del Sud), ma ora questo fenomeno sembra registrare un'inversione di tendenza. La Cina sta diventando meta di immigrazione intellettuale, perché i suoi centri di ricerca tecnologica spaziano ormai dai laser alla biochimica, dall'aerospaziale ai materiali per i semiconduttori.

A seguito dei processi di sviluppo intrapresi, la Cina è divenuta la "locomotiva dell'economia mondiale". Nel triennio 2001-03, essa ha generato un terzo della crescita economica del pianeta (il doppio rispetto all'America) e la produzione industriale è aumentata di quasi il 50%; nei tre anni seguenti , l'economia cinese è addirittura cresciuta a tassi superiori al 110%.

²⁴ Nocera J.(05/04/2008): "Chinese adventure in the value chain", in New York Times (Business)

CAPITOLO TERZO

LA GESTIONE DEL TASSO DI CAMBIO IN CINA

La politica valutaria attuata dalle autorità cinesi è stata sicuramente uno dei più importanti strumenti economici utilizzati per consentire la straordinaria crescita economica che la Cina ha vissuto e sta vivendo.

3.1 Le politiche valutarie a partire dal 1979

Per analizzare la gestione del tasso di cambio in Cina bisogna partire necessariamente dal 1979, anno in cui il nuovo corso politico dà avvio ad una graduale opera di riforma basata sulla valorizzazione dell'iniziativa privata e sull'apertura verso l'estero, che ha portato una nuova e maggiore rilevanza economica del tasso di cambio. Pertanto, per riuscire a comprendere al meglio le politiche valutarie attuate nel tempo dalle autorità cinesi è opportuno inquadrarle nel contesto di riforma strutturale del sistema, in particolar modo per quel che riguarda il commercio estero.

Prima del 1979 il sistema del commercio estero aveva esibito tre aspetti predominanti: il monopolio, la pianificazione centralizzata e la contabilità nazionale. Questi tre aspetti istituzionali furono responsabili delle maggiori inefficienze esistenti nel sistema nel periodo pre-riforma e così essi furono gli obiettivi principali delle riforme sul commercio estero. Si trattava di un sistema nel quale un numero limitato di corporazioni possedute dallo Stato sostenevano il commercio estero della Cina. Questo sistema monopolistico era costituito per favorire l'isolamento contro le crisi esterne ed assicurare che il governo centrale potesse utilizzare le risorse in valuta estera della nazione per i suoi programmi di industrializzazione. Con la programmazione centralizzata tutte le attività di importazione ed esportazione della nazione erano controllate dallo Stato. I pianificatori statali solevano elaborare progetti di commercio con l'estero in accordo con le esigenze del piano economico nazionale e con la disponibilità di risorse in valuta estera della nazione derivanti dall'attività di esportazione. La

regola empirica ed approssimativa era la seguente: si pensava che le esportazioni potessero generare abbastanza valuta estera da sostenere le importazioni mentre ci si attendeva che le importazioni riempissero i buchi nella capacità produttiva del Paese, come specificato nel piano economico nazionale. L'ultimo aspetto che costituiva la base finanziaria nel sistema antecedente al periodo di riforma del mercato con l'estero era il sistema di contabilità centralizzata. Sotto tale sistema tutti i guadagni di valuta estera dovevano essere consegnati al governo che per mezzo della programmazione centralizzata ne soddisfaceva la domanda. Se il settore del commercio estero soffriva una perdita di moneta domestica nelle sue operazioni, il governo automaticamente era solito coprirla con il bilancio centralizzato. D'altra parte, gli importatori ed esportatori nazionali dovevano cedere tutti i loro profitti in moneta domestica al bilancio centralizzato statale. A causa di questo meccanismo automatico di sussidio fiscale, i tassi di cambio potevano essere fissati ad un livello arbitrario, disallineato da altre variabili economiche.

Questi tre aspetti istituzionali, quando inizialmente furono progettati, erano considerati come i vantaggi di un'economia programmata. Più tardi risultò che essi erano le cause principali dell'inefficienza del sistema pre-riforma. La natura monopolistica del sistema aveva soppresso la competizione tra le imprese commerciali e ciò aveva causato serie inefficienze, mentre la programmazione centralizzata aveva privato le imprese della loro autonomia di gestione ed infine con la contabilità centralizzata gli incentivi economici per l'efficienza, per quanto riguarda le imprese che operavano sul commercio estero, erano totalmente assenti, poiché tutti i loro profitti o le loro perdite venivano automaticamente sottratte o sussidiate dallo Stato²⁵.

In tale sistema, pertanto, il tasso di cambio aveva principalmente una funzione di contabilità, per determinare i profitti o i sussidi in caso di perdite; pertanto il tasso di cambio ufficiale fisso era solo un elemento nella costellazione di altri prezzi non basati sul mercato. Esso non aveva un ruolo significativo nel commercio estero, poiché con il monopolio statale e il bilancio centralizzato le perdite nelle

²⁵ Lardy N. R. (1992): "Foreign trade and economic reform in China 1978-1990", Cambridge University Press

esportazioni, risultanti da un tasso di cambio sopravvalutato, erano controbilanciate dai profitti derivanti dalle importazioni, e viceversa se con un cambio sottovalutato.

L'opera di riforma iniziata nel 1979 ha coinvolto così tre aspetti correlati: la rottura del monopolio per incoraggiare la concorrenza tra le imprese commerciali; l'abbandono della programmazione centralizzata per permettere alle forze di mercato di avere un maggior ruolo nella ripartizione delle risorse; l'indipendenza finanziaria delle imprese che operavano sul commercio estero. Il compito fondamentale della riforma fu in particolar modo quello di trasformare il meccanismo di ripartizione della valuta estera dal precedente che era dettato dalla programmazione governativa al nuovo che era basato sui principi del mercato e di stabilire una struttura regolatrice orientata al mercato.

3.1.1 La riforma del 1979 e l'adozione del tasso interno di regolamento (ISR)

Allo stadio iniziale della riforma, coloro che prendevano le decisioni in Cina non avevano in mente un chiaro modello di riforma. Le misure riformistiche adottate nel 1979 si erano incentrate, soprattutto, nel decentramento di qualche potere gestionale del commercio con l'estero e nel permettere che società private, orientate al commercio estero, si stabilissero in Cina. Una conseguenza naturale di tale manovra fu la perdita del potere monopolistico all'interno del settore. Alla fine del 1981, circa 400 nuove imprese orientate al commercio con l'estero furono istituite e nella metà degli anni '90 il numero di queste nuove imprese raggiunse circa 10.000 unità. Assieme alla riforma strutturale del settore del commercio, le autorità intrapresero misure per riformare il sistema del tasso di cambio. Nel marzo 1979 fu istituita L'Amministrazione Statale del Cambio Estero (S.A.F.E.) con il compito di controllare il tasso di cambio. Nello stesso anno le autorità introdussero anche un sistema di trattenute di valuta estera, per dare incentivi alle imprese esportatrici. Sotto questo sistema di trattenute, fu permesso agli esportatori domestici di trattenere una certa porzione dei loro guadagni in valuta estera sotto forma di quote, che rappresentavano un diritto d'acquisto di valuta estera per i detentori; questi ultimi potevano riacquistare dal Governo cinese la valuta estera fino alla somma rappresentata dalla quota (al tasso di cambio ufficiale). La valuta

estera poteva essere impiegata per le importazioni di merci e servizi, approvati dalla politica dello Stato. Nell'ottobre 1980, la B. O. C. (Bank of China) stabilì un sistema di scambio commerciale per le quote, rappresentanti le ritenute in valuta estera, in parecchie grandi città, che comprendevano Guangzhou, Pechino, Shanghai e Tianjin. Ai detentori delle quote fu permesso di trasferirle ad altre imprese domestiche, autorizzate a comprarle. Il decentramento e la fondazione di più imprese orientate al commercio con l'estero esacerbarono i problemi degli esportatori poco avvantaggiati e portarono le autorità a considerare l'allora tasso di cambio ufficiale sopravvalutato. Nel passato il tasso sopravvalutato aveva reso remunerativo il settore delle importazioni e non lucroso il settore delle esportazioni; ma questo fenomeno era controbilanciato dai sussidi incrociati grazie alla contabilità centralizzata. Per esempio nel 1979 il costo medio nazionale di un'unità di valuta estera era di 2.40 yuan per dollaro, mentre il tasso di cambio ufficiale rimaneva ancorato a circa 1.50 yuan per dollaro. Perciò se gli esportatori avessero consegnato le loro quote e le avessero scambiate così al tasso ufficiale non avrebbero potuto coprire i loro costi. Il costo medio nazionale di un'unità di una data valuta estera era calcolato come la sommatoria del rapporto tra il prezzo nazionale e quello estero per ogni bene commerciato, ponderato per il peso relativo di ogni bene sul commercio totale tra i due paesi. Le autorità, di solito, comparavano questo indicatore con il tasso di cambio per determinare la profittabilità delle esportazioni e gli aggiustamenti che avrebbero dovuto essere attuati sul valore del tasso di cambio; in effetti, la formula era una variante della parità del potere d'acquisto. Per porre rimedio a questa situazione il Consiglio di Stato, nell'agosto del 1979, decise di introdurre il tasso di regolamento interno del renminbi (RMB ISR), entrato in vigore dal 1981. L'ISR fu fissato ad un valore di 2.80 yuan per dollaro Usa, basato sul costo medio nazionale di guadagnare un'unità di valuta estera per il 1978 a 2.53 yuan per un dollaro, più un 10% di margine di profitto per il settore delle esportazioni. Il tasso di regolamento interno doveva essere applicato alle transazioni valutarie correlate al commercio, mentre il tasso di cambio ufficiale, più apprezzato, doveva essere utilizzato soprattutto per le transazioni legate a servizi non correlati al commercio, come: le rimesse cinesi dall'estero, il turismo ecc. Il nuovo sistema includeva anche l'introduzione di certificati di cambio estero (FECs) che in realtà costituivano una moneta separata emessa per gli stranieri al tasso ufficiale. L'adozione di questo sistema di tasso di

cambio doppio era in larga misura un compromesso del dibattito sul livello appropriato del tasso di cambio del renminbi, tra coloro che prendevano le decisioni politiche e gli economisti, alla fine degli anni '70. Un gruppo suggeriva che il tasso di cambio ufficiale aveva sottostimato il valore del renminbi e chiedeva quindi una rivalutazione, basata sulla premessa che i prezzi dei beni essenziali di consumo e dei servizi in Cina erano più bassi di quelli delle economie sviluppate. Mentre un altro gruppo di accademici e di funzionari statali sosteneva che il tasso di cambio ufficiale era sopravvalutato, motivato dal fatto che al tasso di cambio ufficiale, come detto, molti esportatori non riuscivano a coprire i propri costi. Nel 1978 le esportazioni non remunerative rappresentavano il 66% del totale delle esportazioni cinesi. Messe di fronte a due opinioni contrastanti, le autorità decisero di scegliere una posizione intermedia, adottando un sistema di cambio doppio. Lo stesso tasso ufficiale però non fu rivalutato, come alcuni avevano raccomandato, in parte per le paure di un impatto avverso sul turismo e sulle rimesse dall'estero.

L'introduzione del ISR fu un evento significativo nello sviluppo delle politiche valutarie cinesi, per più di 20 anni di programmazione centralizzata il tasso di cambio del RMB era stato fisso nonostante i cambiamenti nelle condizioni economiche sottostanti. Sebbene ci fossero stati degli aggiustamenti piuttosto frequenti al tasso di cambio ufficiale nei primi anni 70, questi aggiustamenti erano soprattutto basati su un paniere di monete a cui il tasso di cambio del RMB era stato ancorato, e non erano correlati ai cambiamenti delle variabili economiche domestiche. L'introduzione del ISR fu un tentativo di aggiustamento del tasso di cambio del RMB secondo la struttura dei prezzi domestici, ma con le serie distorsioni dei prezzi che erano il risultato di una programmazione a lungo termine e di un controllo centralizzato, ragionevolmente non ci si poteva attendere che il tasso di regolamento interno ISR venisse posto ad un livello di equilibrio. Comunque, esso alleggerì la sopravvalutazione del RMB ed in contrasto con il tasso di cambio ufficiale più apprezzato rappresentò la direzione dei futuri aggiustamenti del tasso di cambio del RMB. In un contesto più ampio, comunque, l'impatto dell'introduzione dell'ISR non deve essere sovrastimato, restando lo stato lo Stato in controllo delle transazioni commerciali e delle attività d'impresa orientate al commercio estero.

Lo stesso ISR non fu realmente determinato dalle forze del mercato, e il sistema di tasso di cambio doppio causò molte distorsioni. Anche l'amministrazione del sistema fu difficile, ad esempio sorse il problema se all'investimento diretto estero correlato alle importazioni dovesse essere assegnato il tasso ufficiale più apprezzato o l'ISR e ciò rappresentò una fonte di confusione per le banche. Inoltre merita di essere evidenziato come durante il periodo in cui il tasso di regolamento interno fu in vigore (1981-1984) i prezzi domestici aumentarono costantemente e la sopravvalutazione risultante in termini reali dell'ISR portò la necessità di sussidi aggiuntivi al settore delle esportazioni.

Così, nel dicembre 1984, la PBC (People's Bank of China) assieme ad altri sette ministri del governo cinese annunciò la decisione di abolire il tasso di regolamento interno a partire dal 1 gennaio 1985. Il sistema di cambio doppio fu così formalmente abbandonato e il tasso di cambio ufficiale fu svalutato al livello di 2,80 yuan per dollaro.²⁶

3.1.2 Il nuovo ciclo di riforme e lo sviluppo dello swap market

La Cina lanciò il secondo round di riforma quando nel settembre 1984 approvò le proposte di riforme presentate dal MOFTEC (Ministry of Foreign Trade and Cooperation). Le proposte offrirono una maggiore indipendenza gestionale alle imprese commerciali, ed anche una maggiore integrazione del settore commerciale con i settori non commerciali dell'economia. Una differenza fondamentale tra la riforma del 1979 e quella del 1984 fu che la prima riforma era soprattutto intesa a decentralizzare la gestione del commercio con l'estero, autorizzando i governi locali ed i ministeri dell'industria, mentre la seconda cercò di rendere le imprese attive nel commercio con l'estero indipendenti dai controlli governativi. Se il pacchetto della riforma proposta fosse stato pienamente realizzato ci sarebbero stati dei cambiamenti fondamentali nel settore del commercio estero della Cina. In realtà, ciò non accadde poiché le priorità cambiarono quando l'economia si surriscaldò nei primi mesi del 1984. Infatti negli ultimi mesi dell'anno le autorità adottarono una serie di misure amministrative per controllare la domanda nazionale e le importazioni in risposta ad un'inflazione in rialzo ed ad un deterioramento della

²⁶ Lin G. and R. M. Schramm (2003): "China's foreign exchange policies since 1979: A review of developments and an assessment", in *China Economic Review*, 14, pp. 246-280

bilancia dei pagamenti. In questo processo, la politica di decentralizzazione fu così rovesciata.

Le autorità inoltre iniziarono una serie di svalutazioni che mossero il tasso di cambio ufficiale da 2,80 yuan per dollaro nell'agosto del 1985 a 3,71 yuan per dollaro nel luglio del 1986, valore che mantennero fisso per oltre tre anni.

La decisione della svalutazione fu tanto un compromesso politico quanto uno sforzo per rendere il tasso più in linea con le basi economiche, la moneta rimase comunque sopravvalutata per la maggior parte del periodo. Inoltre si sviluppò un mercato dei riporti valutari (swap market) direttamente dal mercato delle ritenute, per il bisogno di offrire incentivi agli esportatori senza il peso fiscale dei sussidi all'esportazione.

Sebbene questo sistema fosse molto complesso offrì una misura di gestione della valuta estera escludendo il governo centrale. Come le quote delle ritenute aumentavano le autorità abbandonavano le misure amministrative di controllo sulle importazioni sostituendole con tariffe e quote. Dagli ultimi mesi del 1985 al 1986, ci furono ampi cambiamenti nella politica ufficiale sul mercato dei riporti valutari. Con il surriscaldamento dell'economia dopo il 1984 il tasso del mercato nero era ad un sostanziale sottoprezzo nei confronti del tasso del mercato dei riporti valutari, così le autorità nel dicembre del 1985 posero fine al mercato swap nella B.O.C.

Un nuovo centro di scambi di valuta estera fu creato nella speciale SEZ (Swap Exchange Zone) di Sheuzhen, che ebbe un approccio più flessibile ai prezzi. Più tardi ad altre SEZ si diede il permesso di stabilire simili centri di scambi di valute estere, nel quale il tasso di cambio era determinato dai compratori e dai venditori per mezzo di negoziazioni.

Con il rapido sviluppo del mercato degli scambi valutari, nel 1986 riemerse in Cina un sistema di tasso di cambio doppio con il tasso di cambio ufficiale e il tasso di mercato. Il mercato swap divenne sempre più importante per controbilanciare gli effetti di distorsione del tasso di cambio ufficiale sopravvalutato e tale mercato assicurò il dinamismo del settore delle esportazioni.

Le operazioni del mercato ufficiale dipendevano soprattutto dalla quantità di valuta estera che le imprese esportatrici dovevano consegnare al governo, mentre lo "swap

market” funzionava sulla base della valuta estera trattenuta dalle imprese domestiche esportatrici e dalle FFEs (le imprese con fondi esteri). Inoltre l’obbligo per le imprese domestiche di cedere una parte dei loro guadagni in valuta estera al tasso di cambio ufficiale sopravvalutato, rappresentava una tassa diretta sulle esportazioni.

Il sistema impose anche una tassa indiretta sulle importazioni per mezzo del tasso di cambio più svalutato dello swap market. Però, poiché il governo generalmente ripartiva la valuta estera tra gli importatori nazionali favoriti al tasso di cambio ufficiale più apprezzato, costoro trassero guadagni netti da questo sistema di tasso di cambio doppio. Per mezzo delle trattenute di valuta estera degli esportatori domestici e delle imprese con fondi esteri anche essi avrebbero ricevuto parte dei benefici generati da questo sistema in quanto potevano scambiare la loro valuta estera ritenuta al tasso di cambio più svalutato dello swap market.

Gli importatori che non avevano accesso alla conveniente ripartizione della valuta estera, attuata dal governo, ed erano così costretti ad acquistare la valuta estera, per le loro importazioni, al tasso di mercato più deprezzato furono i veri perdenti di questo sistema di tasso di cambio doppio che era riemerso in Cina.

Nel 1988 le autorità cinesi adottarono un certo numero di politiche per completare una nuova serie di riforme del commercio estero. L’ ampliamento delle quote di ritenute, la moderazione dei controlli sul prezzo e l’aumento dell’offerta di valuta estera stimolarono molto lo sviluppo del mercato degli scambi di valuta estera (swap market). Per la fine del 1988, circa 90 centri di scambi di valuta estera furono fondati dal un capo all’altro della Cina ed il volume delle loro transazioni aumentò da 4,7 miliardi di dollari nel 1987 a 63 miliardi nel 1988 e a 86 miliardi nel 1989.

Ampie differenze di prezzo esistevano ancora da una parte all’altra dei diversi mercati segmentati, provocando una inefficiente ripartizione delle risorse. Col tempo furono realizzate misure per migliorare il funzionamento del mercato degli scambi valutari, comunque il mercato iniziò a sperimentare gli effetti di un ambiente economico in deterioramento.

Entro la fine del 1988 l’inflazione era salita al 27% ed il deficit commerciale annuo si era più che raddoppiato. A sua volta, il tasso medio dello swap market mostrava

un premio dello 83% sul tasso ufficiale nel luglio 1988. Dopo il “4 giugno” del 1989, le autorità adottarono misure molto forti per rimettere al passo l’economia, restringendo i crediti ed alzando i tassi di interesse.

Il tasso di inflazione calò e la bilancia commerciale si mosse verso un surplus, a partire dal 1990. Due grandi svalutazioni portarono ad un notevole restringimento dello scarto tra il tasso dei mercati swap ed il tasso di cambio ufficiale. La situazione in miglioramento preparò il terreno per la futura convertibilità del renminbi, mentre le autorità acquistavano fiducia ed esperienza nella stabilizzazione macroeconomica. Infatti nel 1993 mentre stava negoziando l’entrata della Cina nel G.A.T.T. il governo cinese prese un formale impegno con la comunità internazionale: che per l’anno 2000 avrebbe realizzato la convertibilità del RMB.

Nel 1991 la Cina intanto aveva iniziato il quarto ciclo di riforme, nel quale il punto cruciale era quello di abolire i sussidi alle esportazioni. Le autorità presero anche delle misure per ottimizzare e snellire il sistema di ritenute di valuta estera. Alla fine del 1991, alle singole persone cinesi fu ufficialmente permesso di partecipare alle transazioni dello swap market, e le restrizioni sulla vendita di valuta estera da parte dei singoli soggetti furono rimosse. Così dopo il dicembre del 1991 non ci furono più restrizioni sulla compra-vendita di valuta estera nello swap market. Ciò permise un ampio sviluppo del volume di transazioni valutarie su tali mercati ed il proliferare del numero di tali centri di scambio che nel 1993 divennero ben 108 dislocati all’interno di tutto il Paese. Prima del 1991 il tasso di mercato degli swap market era applicato a circa il 50% del totale delle transazioni valutarie in Cina, ma dopo il ’91 la percentuale raggiunse rapidamente l’80%; cosicché il sentiero verso la futura unificazione del tasso di cambio era già stabilito²⁷.

3.1.3 Unificazione del tasso di cambio e affermazione della convertibilità del conto corrente

Nel novembre 1993 la terza assemblea plenaria del quattordicesimo Congresso del Partito, formalmente adottò un modello di riforma: stabilire un’economia di

²⁷ Khor and Hoe (1994): “China’s foreign currency swap market”, in IMF Paper on Policy Analysis and Assessment

mercato socialista. Queste nuove misure preparavano la strada per il futuro accesso della Cina all'Organizzazione Mondiale del Commercio (W.T.O.) nel novembre 2001. Il nuovo piano di riforme intervenne anche sul mercato valutario abolendo il sistema di tasso di cambio doppio.

I due tassi di cambio, quello ufficiale del RMB e quello del mercato degli scambi valutari, furono unificati al tasso di 8.7 yuan per dollaro che prevalse alla fine del 1993 nello swap market. Facendo prevalere il tasso maggiormente deprezzato le autorità hanno cercato di aumentare la competitività delle merci nazionali per bilanciare l'ampio deficit delle partite correnti registrato nel 1993, la manovra fu molto efficace in quanto la Cina da allora non ha più registrato un saldo negativo di conto corrente.

Lo schema di trattenute della valuta estera fu abolito, e le imprese esportatrici potevano vendere tutte le loro ricevute in valuta estera a banche designate denominate banche di cambio estero. Anche i controlli sulle importazioni furono aboliti, e gli importatori nazionali potevano acquistare la valuta estera necessaria per effettuare le importazioni dalle banche di cambio estero, dietro presentazione di contratti di importazione e di validi documenti commerciali. Con l'obiettivo di stabilire un singolo unificato e nazionale mercato valutario, fu creato un mercato di valuta estera interbancario per rimpiazzare il vecchio swap market.

Il 4 aprile 1994 il mercato interbancario "China Foreign Exchange Trading System" (CFETS), situato in Shanghai divenne operativo. I precedenti centri di scambi valutari furono trasformati in filiali del CFETS collegate al centro a Shanghai per mezzo di una rete telematica integrata per tutta la Nazione.

I partecipanti al mercato interbancario includevano: banche di cambio estero, istituzioni finanziarie non bancarie (approvate dalla S.A.F.E.) e banche con fondi esteri. Con la riforma del 1994 alle imprese nazionali si permise di acquistare e vendere valuta estera per mezzo delle banche designate, ma alle imprese con fondi esteri (Foreign Funds Enterprises) fu richiesto di continuare ad usare lo swap market per bilanciare i loro bisogni di valuta estera senza intermediazione del sistema bancario.

Le transazioni all'interno dello swap market comunque hanno avuto luogo al tasso di cambio del mercato interbancario e le imprese con fondi esteri dovevano

ottenere l'approvazione della S.A.F.E. per ogni transazione. Sebbene ci si aspettasse dal mercato interbancario un ruolo rilevante nella formazione del prezzo, la realtà fu che si operò essenzialmente sotto un regime di cambio quasi fisso. Preoccupate da possibili instabilità di mercato, le autorità cinesi mantennero una stretta banda di oscillazione del $\pm 0,3\%$ dal tasso di riferimento pubblicato dalla P.B.C. per le transazioni interbancarie ed un'oscillazione di $\pm 0,15\%$ per le transazioni al minuto. La struttura del mercato era essenzialmente caratterizzata da un monopolio bilaterale: la Bank of China controllava il volume delle transazioni valutarie, ed effettuava circa il 70% delle vendite di valuta estera; mentre dall'altro lato la People's Bank of China per assorbire l'eccesso di offerta di valuta estera sul mercato e impedire così il conseguente apprezzamento del tasso di cambio acquistava valuta estera effettuando circa il 60-70% di tutti gli acquisti. Attraverso tale meccanismo la P.B.C. manteneva fisso il valore del tasso di cambio nei confronti del dollaro.

Il processo di riforma ha acquisito un nuovo slancio nel 1996, in quanto a marzo la S.A.F.E. ha iniziato a sperimentare un nuovo sistema che permetteva: alle imprese con fondi esteri di acquistare e vendere valuta estera presso banche di cambio estero, e alle banche con fondi esteri di fornire tale servizio di scambio di valuta estera alle F.F.E.s ma non alle imprese nazionali. Dopo alcune modifiche, un nuovo sistema per l'acquisto e la vendita di valuta estera il primo luglio 1999 fu esteso su scala nazionale. Inoltre fu permesso di stipulare contratti a termine con la Bank of China come controparte, e come già detto nel capitolo precedente furono prese misure per ridurre le barriere commerciali²⁸. Il 27 novembre 1996 in una lettera al Fondo Monetario Internazionale, il governatore della People's Bank of China Dai Xianglong annunciò che la Cina avrebbe raggiunto dal 1 dicembre del 1996 l'obiettivo della convertibilità del conto corrente con ben 3 anni di anticipo sulla tabella di marcia.

La Cina continuò a mantenere stretti controlli sul conto capitale, mettendo in esecuzione varie misure per controllare in particolare i deflussi di capitale. Nel luglio 1997 la S.A.F.E. promulgò un regolamento mirato a chiudere varie sedi di

²⁸ Lin G. and R. M. Schramm (2003): "China's foreign exchange policies since 1979: A review of developments and an assessment", in *China Economic Review*, 14, pp. 246-280

evasione, in quanto la fuga illegale dei capitali era stata da tempo una forte preoccupazione per le autorità cinesi.

Secondo Gunter (1996) la fuga di capitale registratasi in Cina tra il 1984 ed il 1994 si attestava tra i 50 e i 75 miliardi di dollari²⁹.

3.1.4 Effetti della crisi finanziaria asiatica

La crisi finanziaria asiatica del 1997 ebbe un forte impatto sull'economia cinese: i prezzi domestici crebbero ad un tasso negativo e le esportazioni nel 1998 soltanto dello 0,6% per l'intero anno. Nonostante le sostanziali svalutazioni adottate dai paesi vicini colpiti dalla crisi, le autorità cinesi si impegnarono a mantenere la stabilità del tasso di cambio del RMB. Le riserve in valuta estera accumulate dalla Cina (grazie alle manovre per mantenere relativamente stabile il tasso di cambio nonostante i surplus della bilancia dei pagamenti), le severe restrizioni sui deflussi di capitale e basi relativamente solide aiutarono le autorità a mantenere con successo il valore del renminbi. Altre varie misure comunque furono adottate per promuovere le esportazioni, ma l'incertezza sul valore del RMB e le deboli prospettive dell'economia cinese stimolarono deflussi di capitale non autorizzati. Nella prima metà del 1998 infatti, malgrado il continuo afflusso di investimenti diretti esteri e un leggero avanzo commerciale, le riserve in valuta estera della Cina aumentarono soltanto di 5,5 miliardi di dollari quindi in modo relativamente scarso se paragonati ai 32 miliardi di dollari del 1997. Per contrastare tale fuga illegale di capitali furono pubblicate numerose informazioni e regole sulla supervisione delle transazioni di valuta estera ed una campagna, senza precedenti, su scala nazionale, fu lanciata per accrescere l'applicazione dei regolamenti sulle transazioni valutarie ed usare rigore sulle attività di frodi valutarie, sui deflussi di capitale non autorizzati e sulle operazioni di compra-vendita del mercato nero.

L'Amministrazione statale del cambio estero (S.A.F.E.) e le sue filiali smisero di approvare gli investimenti diretti all'estero; alle banche non fu permesso di comprare e trasferire valuta estera nelle città diverse dalla loro sede. A causa del loro possibile uso come veicolo per la fuga dei capitali, la P.B.C. decise di chiudere

²⁹ Jiang P.(1999): " The RMB convertibility and capital controls", Fudan University Press

i centri degli scambi valutari per le imprese con fondi esteri a partire dal 1 dicembre del 1998. A cominciare dal marzo 1999, le autorità introdussero un sistema per la valutazione dell'adempimento degli esportatori nella consegna della valuta estera presso le banche designate. Coloro che avevano bassi tassi di consegna avrebbero fronteggiato un trattamento differenziale sui prestiti bancari e perfino il rischio di perdere le loro licenze per esportare.

Nel giugno del 1999 la S.A.F.E. ordinò alla B.O.C. di fermare le rimesse di renminbi dai depositi tenuti presso banche estere alla Bank of China, e di bloccare tutti i conti in renminbi collocati all'estero in paradisi fiscali. Conseguentemente i renminbi all'estero non potevano più essere cambiati in valute estere o rimessi in Cina.

Gli investitori stranieri si lamentavano apertamente dei disturbi e dei ritardi che queste misure di controllo della valuta estera avevano causato alle normali transazioni valutarie. Per esempio in una ricerca fatta dal “ Consiglio per le relazioni finanziarie e commerciali Usa Cina” l'80% delle aziende ad esso associate riferivano che le nuove misure di controllo della valuta estera le avevano influenzate negativamente.

Malgrado il disordine creatosi, il tasso di cambio del RMB nei confronti del dollaro restò stabile³⁰. Si apprezzò leggermente da 8.288 yuan per dollaro nell'agosto del 1997 a 8.279 yuan per dollaro alla fine dell'anno, in seguito fu mantenuto fisso a tale livello fino al 2005 dalle autorità cinesi, sebbene la Cina abbia registrato in particolar modo dal 2000 ampi surplus della bilancia dei pagamenti. A partire dal 1999 poiché gli effetti della crisi finanziaria asiatica diminuirono, le autorità cominciarono ad allentare le restrizioni imposte.

3.1.5 Ultime evoluzioni della politica valutaria cinese

Nel novembre del 2001 si verificarono ulteriori riforme del sistema del cambio estero. In primo luogo una politica più generosa di valuta estera fu adottata verso i soggetti che pagavano i loro studi all'estero. In secondo luogo le autorità decisero

³⁰ G. Lin and R. M. Schramm (2003): “ China's foreign exchange policies since 1979: A review of developments and an assessment”, in *China Economic Review*, 14, pp. 246-280

di allentare le richieste fatte alle imprese nazionali di costituire conti di valuta estera presso le banche di cambio estero.

Fino ad oggi comunque il conto capitale della Cina rimane strettamente controllato, riflettendo le preoccupazioni da parte delle autorità relative alla possibile fuga dei capitali, alla infrastruttura finanziaria domestica sottosviluppata, alla instabilità macroeconomica che deriva dalla volatilità dei flussi di capitale a breve termine, alla protezione delle istituzioni finanziarie domestiche dalla competizione estera. La liberalizzazione del conto capitale si è incentrata nell'incoraggiare afflussi di investimento diretto estero, abolendo la maggior parte delle restrizioni in questa area.

Questa strategia ha permesso all'economia di guadagnare l'accesso alle risorse tecnologiche e manageriali e ha rafforzato la competitività del settore reale. Comunque, la Cina mantiene stretti controlli su altre componenti del conto capitale che comprendono investimenti diretti all'estero, transazioni del mercato monetario e finanziario e prestiti esteri.

Le restrizioni variano dall'approvazione prioritaria e dall'autorizzazione fino ai limiti quantitativi ed in molti casi alla diretta e completa proibizione. Il prestito estero è controllato dalla programmazione statale, che stabilisce come il capitale estero debba essere usato.

Principalmente si è permesso ad istituzioni finanziarie autorizzate di incanalare gli afflussi di capitale. In generale i deflussi di capitale tendono ad essere regolati più strettamente degli afflussi. La Cina, a partire dal 2001, per poter liberalizzare completamente il conto capitale ha ritenuto opportuno un adeguato sviluppo del settore finanziario asiatico. Il controllo dei movimenti di capitale ha permesso alla Cina di mantenere l'autonomia monetaria nonostante operasse con un regime di tasso di cambio fisso, cosa che non sarebbe stata possibile se vi fosse stata una perfetta mobilità dei capitali.

Le autorità cinesi dopo aver resistito a lungo alle pressioni di Stati Uniti, Europa e Giappone nel luglio del 2005 si decisero a sganciare il valore del renminbi dal peg ultradecennale con il dollaro e lo ancorarono ad un paniere valutario di cui però non è mai stata resa nota la composizione.

Le pressioni su Pechino erano dovute agli effetti che la politica valutaria cinese ha avuto su tali Paesi, in particolar modo la Cina mantenendo fisso il tasso di cambio ad un valore presumibilmente deprezzato a partire dal 1994 (anche se con una piccola rivalutazione nel 1997) ha reso i propri prodotti estremamente competitivi sui mercati esteri favorendo così le proprie imprese esportatrici. Questa politica ha permesso alla Cina di registrare ampi surplus commerciali peggiorando però il saldo di conto corrente dei paesi partner commerciali in particolar modo degli Stati Uniti. Pertanto, le autorità di tali Paesi spingevano insistentemente nei confronti dei policy maker cinesi per l'abbandono di tale regime valutario, a favore di un tasso di cambio flessibile che fosse determinato unicamente dalle forze di mercato; nella consapevolezza che senza interventi della P.B.C. nel mercato dei cambi il renminbi si sarebbe apprezzato, contribuendo così a riequilibrare gli squilibri commerciali.

Come detto, la risposta della Cina arrivò nel luglio del 2005 con lo sganciamento del valore della propria moneta dal dollaro ed una rivalutazione immediata nei confronti della valuta americana del 2.1%. Da allora fino all'agosto del 2008, muovendo un passetto dopo l'altro dentro la banda di oscillazione definita dalla P.B.C. (il margine quotidiano è compreso tra -0,5 e +0,5 per cento), il renminbi si è apprezzato di circa il 21,5% nei confronti del dollaro. Dopo di che la marcia rialzista della moneta cinese si è improvvisamente arrestata, perché di fronte al repentino crollo delle proprie esportazioni la Cina ha smesso di assecondare la lenta ma progressiva ascesa dello yuan.

Pechino quindi per sostenere il made in China nel mondo di fronte alla crisi globale (iniziata nel 2007) ha deciso di usare il renminbi come strumento protezionistico e a farne le spese più che gli Stati Uniti, in realtà è stata l'Europa³¹. Da quando lo yuan ha smesso di apprezzarsi sul dollaro stabilizzandosi a quota 6.8 contro la moneta statunitense, infatti, per effetto della brutta discesa del dollaro sull'euro, il renminbi si è fortemente svalutato nei confronti della moneta unica. Con il risultato di rendere più competitive le merci cinesi nel vecchio continente e più care quelle europee oltre la grande muraglia.

Il 19 giugno 2010, un comunicato emesso dalla People's Bank of China spiega: “la ripresa dell'economia cinese ha acquistato solidità con il rafforzamento della

³¹ Vinciguerra (28/10/2009): “Pechino ha smesso di rivalutare lo yuan”, *Il sole 24 ore*

stabilità economica. In questo quadro è necessario proseguire la riforma del tasso di cambio ed aumentare la flessibilità del renminbi”. Quindi dopo quasi due anni che lo yuan è stato nuovamente ancorato al dollaro le autorità cinesi hanno deciso che il tasso di cambio dovesse tornare a fluttuare, anche se con rivalutazioni gradualistiche e senza generosi allargamenti della banda di oscillazione quotidiana come auspicato dagli Stati Uniti che per mesi hanno esercitato una forte pressione accusando la Cina di protezionismo valutario³². Tra giugno 2010 e la fine dell’anno la rivalutazione del renminbi è stata solo del 3% e tuttora si continua ad assistere ad una lenta e graduale rivalutazione della valuta cinese.

3.2 Impatto della politica valutaria sulla produzione e sul commercio in Cina

La politica valutaria attuata dalle autorità cinesi, come anticipato, è da anni al centro dei dibattiti sugli squilibri globali, dai quali emerge la tesi che l’attenta gestione del tasso di cambio del RMB accompagnata dalla progressiva apertura commerciale della Cina ha permesso al paese di registrare per anni ampi surplus commerciali a discapito dei suoi partner commerciali occidentali, in particolar modo degli Stati Uniti. La critica mossa contro le autorità cinesi, quindi, non si rivolge tanto al sistema di cambio adottato in sé (ad esempio anche nell’accordo di Bretton Woods le valute erano ancorate al dollaro), ma piuttosto alla volontà di mantenere il valore del renminbi ad un livello, reputato da molti studiosi, sottovalutato che garantisce un forte vantaggio competitivo alle imprese esportatrici e alla produzione cinese sul mercato internazionale a discapito di quella estera, acuendo così gli squilibri globali. Dibattito che ha iniziato ad avere una rilevanza crescente a partire dai primi anni del 2000, quando iniziava ad emergere il trend positivo di crescita dei surplus di conto corrente che l’economia cinese aveva intrapreso. La tabella seguente mostra il saldo di conto corrente annuo della Cina a partire dal 1980 e la variazione percentuale per ogni anno rispetto all’anno precedente.

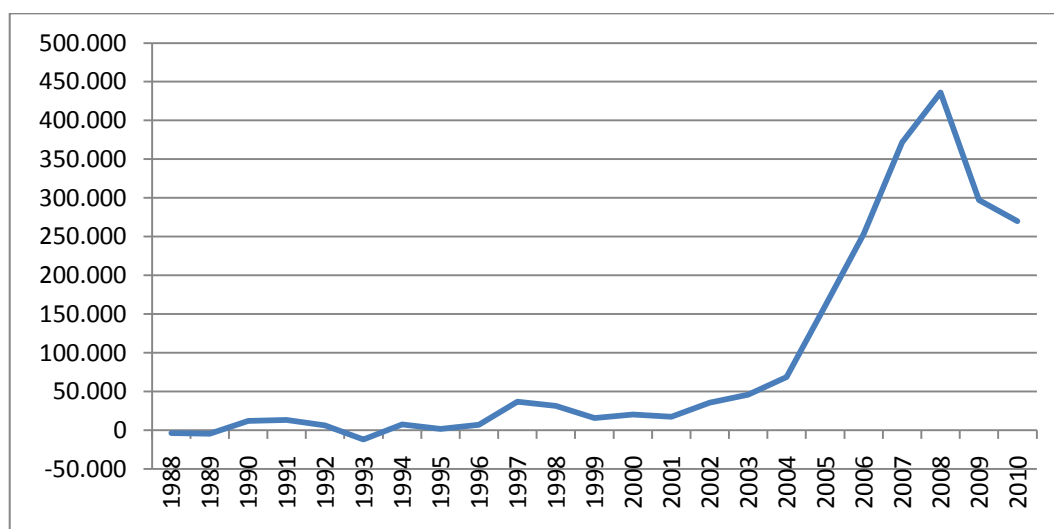
³² Vinciguerra (20/06/2010): “Pechino torna al cambio flessibile”, Il sole 24 ore

Tabella 4. Saldo annuo di conto corrente della Cina (espresso in mld di dollari)³³

Anno	Saldo di conto corrente	Variazione percentuale
1980	0.286	
1981	2.275	695.45 %
1982	5.599	146.11 %
1983	4.144	-25.99 %
1984	1.944	-53.09 %
1985	-11.508	-691.98 %
1986	-7.233	-37.15 %
1987	0.3	104.15 %
1988	-3.802	-367.33 %
1989	-4.317	-13.55 %
1990	11.997	377.90 %
1991	13.271	10.62 %
1992	6.402	-51.76 %
1993	-11.902	-285.91 %
1994	7.657	164.33 %
1995	1.618	-78.87 %

Anno	Saldo di conto corrente	Variazione percentuale
1996	7.243	347.65 %
1997	36.962	410.31 %
1998	31.472	-14.85 %
1999	15.669	-50.21 %
2000	20.519	30.95 %
2001	17.405	-15.18 %
2002	35.422	103.52 %
2003	45.875	29.51 %
2004	68.659	49.67 %
2005	160.818	134.23 %
2006	253.268	57.49 %
2007	371.833	46.81 %
2008	436.107	17.29 %
2009	297.1	-31.87 %
2010	269.87	-9.17 %

Figura 4. Andamento del saldo commerciale cinese



³³ www.chinability.com/CurrentAccount.htm

In particolar modo emerge sia dalla tabella che dalla figura come la Cina dopo la ampia svalutazione del tasso di cambio nominale effettuata nel 1994 non ha più registrato un deficit delle partite correnti. In particolare il saldo di conto corrente annuo dal 2002 per la Cina è stato sempre crescente fino a raggiungere l'apice nel 2008 con un saldo di ben 436.107 miliardi di dollari, negli anni successivi ha registrato una lieve flessione in accordo con la nuova strategia di riforma. Potrebbe sembrare particolarmente sorprendente, dopo aver analizzato le politiche valutarie cinesi, che il saldo di conto corrente per la Cina sia fortemente aumentato proprio a partire dal 2005, anno in cui il renminbi è stato sganciato dal peg con il dollaro dando il via ad un progressivo e graduale apprezzamento nei confronti della valuta statunitense. In realtà però non è così sorprendente, poichè nonostante l'apprezzamento della valuta cinese nei confronti del dollaro, il tasso di cambio reale effettivo del RMB dal 2005 ha iniziato a deprezzarsi dato che molte monete in tale periodo si sono apprezzate nei confronti del dollaro in misura relativamente maggiore di quanto abbia fatto la valuta cinese. Ad esempio l'euro dal 2005 al 2007 si è apprezzato di ben il 33% nei confronti del dollaro, la sterlina inglese del 24%, il bath thailandese del 20% e così come queste anche molte altre monete³⁴. Il deprezzamento del tasso di cambio effettivo del RMB conseguente ha avvantaggiato maggiormente le esportazioni cinesi permettendo così di registrare ancor più ampi surplus di conto corrente rispetto agli anni precedenti.

3.2.1 Relazione tra tasso di cambio reale effettivo e saldo di conto corrente nell'economia cinese

D'altra parte però non bisogna credere che l'unico motore della crescita della produzione e delle esportazioni della Cina sia stata la politica valutaria, bensì anche altri importanti fattori interni hanno fortemente contribuito a stimolare questa ben nota crescita, come ad esempio la delocalizzazione di imprese multinazionali in Cina, gli alti tassi di risparmio, le politiche di sviluppo adottate dai policy maker

³⁴ Shuanglin (autunno 2008): "Comments", in Asian Economic Paper, Vol.7, No.3, pp. 50-55

cinesi etc³⁵. Secondo alcuni studiosi, infatti, l'influenza della gestione del tasso di cambio sul commercio con l'estero e quindi sulla produzione cinese è stata molto debole. Ad esempio Chen Xie nel suo studio ha rilevato che il deprezzamento del renminbi dal 1978 al 2000 non ha avuto una forte influenza sul commercio con l'estero ed è arrivato alla conclusione che le politiche valutarie non funzionano se i cambiamenti nella produzione e nel saldo di conto corrente vengono portati da altri fattori. Mentre un altro esperto Zeng, è arrivato alla conclusione che le variazioni nei tassi di cambio hanno effetti rilevanti sulle importazioni ed esportazioni, ma tendono nel tempo a decrescere fino a quasi scomparire dopo sette trimestri. Chou invece nel suo studio ha testato la relazione in Cina tra l'andamento del tasso di cambio reale effettivo e l'andamento del saldo di conto corrente, analizzando la serie storica dei dati cinesi dal 1994 al 2003, ed è arrivato a concludere che effettivamente nell'economia cinese vi è una forte relazione tra le due variabili ed è pienamente soddisfatta la condizione di Marshall-Lerner (la somma delle elasticità al prezzo di importazioni ed esportazioni è maggiore uno) e quindi che la politica valutaria ha una forte influenza sull'andamento del saldo di conto corrente e conseguentemente sulla produzione in Cina. Ho citato solo alcuni degli studi fatti in merito agli effetti della gestione del tasso di cambio da parte delle autorità cinesi che, comunque, ci permettono di capire come di fatto vi siano diverse opinioni e posizioni. La tesi però prevalente in particolar modo tra le autorità dei paesi partner commerciali è che la politica valutaria cinese abbia favorito e continui a favorire pesantemente lo sviluppo delle esportazioni e della produzione cinese a discapito dei suoi partner commerciali acuendo così gli squilibri globali. Sicuramente di quest'idea sono le autorità statunitensi, che da anni esercitano una forte pressione sui policy maker cinesi affinché abbandonino il sistema di ancoraggio del RMB al dollaro a favore di un tasso di cambio più flessibile e maggiormente influenzato dalle forze di mercato. Autorità statunitensi convinte che senza gli ampi interventi della People's Bank of China sul mercato valutario, si registrerebbe un forte apprezzamento della valuta cinese che permetterebbe di riequilibrare o comunque di ridurre gli ampi squilibri globali esistenti. Però, come detto, non vi è ancora una

³⁵ Yiping Huang (13/12/2009): "Fixing China's current account surplus"; in Economics, Politics and Public Policy in East Asia and the Pacific

visione univoca di quanto effettivamente la politica valutaria attuata dalle autorità cinesi abbia inciso sul rapido sviluppo che la Cina sta attraversando da decenni, e se sia effettivamente la principale causa dei deficit commerciali che vari paesi continuano a registrare nei confronti della Cina.

Wang Zhe effettua uno studio sulla relazione tra il tasso di cambio reale effettivo del RMB e il saldo commerciale cinese, per valutare quale sia stato l'impatto delle politiche valutarie sul commercio con l'estero in Cina. Il modello assume che la domanda di importazioni è una funzione: del reddito domestico Y_d , del prezzo dei beni importati P_m , del prezzo dei beni domestici P_d e del tasso di cambio nominale effettivo S .

$$M_d = M_d(Y_d, P_m, P_d, S)$$

La domanda di esportazioni X_d è invece funzione di : livello di reddito dei partner commerciali Y_f , prezzo domestico dei beni domestici esportati P_x , prezzo dei beni nei paesi partner commerciali P_f , e tasso di cambio nominale effettivo S .

$$X_d = X_d(Y_f, P_x, P_f, S)$$

Presumibilmente il tasso di cambio reale effettivo é:

$$E = SP_m / P_d = SP_f / P_x$$

Quindi, possiamo riscrivere le funzioni come:

$$M_d = M_d(Y_d, E)$$

$$X_d = X_d(Y_f, E)$$

Definendo il tasso di rendimento del surplus commerciale come:

$$TB = X_d / M_d$$

$$TB = TB(E, Y_f, Y_d)$$

Rendendo l'equazione precedente in termini logaritmici, l'equazione lineare per stimare il tasso diventa:

$$\ln(TB) = C_0 + C_1 \ln(E_t) + C_2 \ln(Y_{ft}) + C_3 \ln(Y_{dt}) + e_1$$

L'obiettivo dello studio è stimare i coefficienti della seguente regressione lineare, per valutare l'impatto delle variabili, in particolar modo del tasso di cambio reale effettivo, sul saldo commerciale cinese. Per ottenere tali risultati nello studio vengono utilizzati i dati trimestrali riferiti al tasso di cambio reale effettivo del RMB e al saldo commerciale cinese dal 1997 al 2006. L'indice di tasso di cambio reale effettivo (REER) e l'indice di reddito reale domestico basati sul 1996 sono stati scelti per l'analisi. L'indice di reddito reale dei partner commerciali della Cina è calcolato come una media ponderata del reddito dei paesi partner commerciali con pesi proporzionali alla rilevanza del rapporto commerciale di ogni paese sul commercio totale con l'estero cinese.

Una condizione di base però che deve essere soddisfatta per analizzare una serie temporale, come in questo caso, è che il processo sia un processo stazionario con radice unitaria, altrimenti si può facilmente arrivare a concludere con false regressioni o meglio nominate come "regressioni spurie".

Lo studio di Wang Zhe dimostra attraverso il test Dickey-Fuller (ADF) che in Cina il processo è stazionario se, come fatto, è espresso in termini logaritmici. Pertanto, attraverso lo studio delle serie temporali ha potuto stimare i coefficienti della regressione lineare:

$$\ln TB = -0.288701 \ln REER + 0.811768 \ln Y_f - 0.844992 \ln Y_d + EC$$

La regressione evidenzia la relazione di lungo termine tra il surplus commerciale e le variabili analizzate in Cina. Secondo i coefficienti stimati della regressione possiamo affermare che: un aumento del 1% del tasso di cambio reale effettivo del renminbi porta un peggioramento dello 0,29% circa del tasso di surplus commerciale, un aumento del 1% del reddito dei paesi partner commerciali porta ad un aumento di circa lo 0,81% del tasso di surplus commerciale ed infine un aumento del reddito domestico porta ad un peggioramento di circa lo 0.84% del tasso.

I coefficienti stimati sono statisticamente significativi al livello di confidenza del 5%, e mostrano come effettivamente il valore del tasso di cambio influisca sul saldo commerciale cinese, anche se, secondo le stime, l'influenza è relativamente minore rispetto al livello di reddito domestico ed al livello di reddito dei paesi partner commerciali.

La conclusione di Wang Zhe è quindi che la politica valutaria cinese abbia sicuramente dei rilevanti effetti sull'economia cinese e che abbia contribuito a determinare gli ampi avanzi di conto corrente che la Cina continua a registrare, favorendo le imprese esportatrici e la produzione nel paese. D'accordo con le autorità statunitensi crede che un apprezzamento del RMB sia necessario per riequilibrare gli squilibri globali³⁶.

3.2.2 Sottovalutazione del renminbi

Implicitamente nelle affermazioni riportate secondo le quali la politica valutaria abbia favorito il surplus commerciale cinese ed abbia ampliato gli squilibri globali c'è l'idea di fondo che il valore del RMB sia stato mantenuto da sapienti interventi sui mercati valutari della People's Bank of China ad un livello sottovalutato rispetto al livello di equilibrio, corrispondente al livello che le forze di mercato avrebbero altrimenti determinato.

In particolar modo la tesi prevalente è quindi che le autorità cinesi abbiano mantenuto il renminbi ancorato al dollaro ad un valore ritenuto sottovalutato che rende estremamente competitivi i prodotti cinesi nel mercato statunitense. L'effetto dell'ancoraggio del RMB al dollaro ad un livello sottovalutato però non si esaurisce solo nel mercato statunitense bensì, per via dell'arbitraggio triangolare il renminbi è sottovalutato anche nei confronti delle altre valute. Infatti dato il tasso di cambio dollaro-renminbi ed il tasso di cambio tra il dollaro ed un'altra valuta, il tasso di cambio tra renminbi e l'altra valuta è determinato per via dell'arbitraggio triangolare tale che risultino equivalenti le operazioni di acquistare la valuta estera dando in cambio direttamente renminbi e quella di acquistare dollari in cambio di renminbi per poi acquistare la valuta estera tramite dollari.

Essendo il renminbi ancorato al dollaro ad un livello sottovalutato il tasso di cambio nei confronti delle altre valute sarà deprezzato rispetto al caso in cui il RMB non fosse ancorato ad un livello sottovalutato. Se effettivamente la valuta cinese fosse stata ancorata ad un livello deprezzato rispetto a quello che normalmente si sarebbe determinato nel mercato, la politica valutaria avrebbe

³⁶ Wang Z. (settembre 2007): "Real Effect of Exchange Rate in RMB and Trade Surplus in China"; in Canadian Social Science Vol.3 Nbr.5

aumentato la competitività delle merci cinesi sul mercato mondiale favorendo così le esportazioni e la produzione in Cina a discapito dei suoi partner commerciali.

È molto importante quindi nell'analizzare gli effetti della politica valutaria cinese valutare se effettivamente il valore della valuta cinese sia stato mantenuto ad un livello sottovalutato. In merito si sono concentrati molti studi esaminando se e di quanto il valore del RMB sia disallineato rispetto al valore di equilibrio. Prevalentemente per tali analisi vengono utilizzati tre differenti approcci: l'approccio di equilibrio macroeconomico (Macroeconomic balance approach), l'approccio della parità del potere d'acquisto in particolare nei confronti del dollaro (the purchasing power parity approach PPP) e l'approccio esteso della parità del potere d'acquisto (Extended PPP approach).

L'approccio di equilibrio macroeconomico deriva una stima della modifica del tasso di cambio reale effettivo necessario per portare la bilancia dei pagamenti in equilibrio. L'equilibrio della bilancia dei pagamenti è solitamente definito in due modi: (i) come la situazione dove il saldo di conto corrente è approssimativamente uguale ed opposto nel segno dei normali flussi netti di capitale (così da non esserci cambiamenti nelle riserve internazionali) oppure (ii) quando il saldo di conto corrente è uguale in media alla differenza strutturale nell'economia domestica tra risparmi ed investimenti.

A questo proposito va notato che il conto corrente ed il conto capitale (intendendo per conto capitale la somma del conto finanziario e del conto capitale come descritti nel capitolo 2) in Cina sono entrambi in surplus da anni. Il persistente "twin surpluses" ha portato alla continua crescita delle riserve in valuta estera della People's Bank of China.

L'approccio di equilibrio macroeconomico si sviluppa in tre fasi. Per primo, è determinata la posizione base di conto corrente per il paese esaminato sotto il prevalente tasso di cambio. Si tratta generalmente di eliminare gli effetti delle differenze relative nelle posizioni cicliche tra i paesi e i gli effetti differiti di passati cambiamenti nel tasso di cambio reale.

Nella seconda fase, è istituita una norma, che è un indicatore del saldo di conto corrente che il paese dovrebbe registrare in media per avere l'equilibrio della bilancia dei pagamenti. Nell'ultima fase, è calcolato il divario tra il saldo di conto corrente di base stimato e la sua norma e sulla base di un modello basato sul

commercio, è calcolata la variazione necessaria del tasso di cambio reale per colmare tale divario, utilizzando le stime dell'elasticità al prezzo di importazioni ed esportazioni. La variazione necessaria del tasso di cambio reale calcolata è trattata come una stima della misura in cui l'attuale tasso di cambio reale è disallineato dal valore di equilibrio. Nel caso della Cina l'elasticità al commercio estero è bassa, le stime di Marquez e Shindler (2006) suggeriscono che un apprezzamento reale del 10% del renminbi abbassa la quota di esportazioni cinesi di solo un mezzo punto percentuale ed aumenta la quota di importazioni aggregate di solo un decimo di punto percentuale

Quindi di fatto con una bassa elasticità delle importazioni e delle esportazioni per riequilibrare la bilancia dei pagamenti in Cina presumibilmente è necessario un forte apprezzamento del tasso di cambio reale. Infatti la gran parte degli studi basati sull'approccio di equilibrio macroeconomico concludono che il tasso di cambio del renminbi è sottovalutato anche se con stime di sottovalutazione diverse, derivanti dal fatto che i risultati di questo approccio sono fortemente dipendenti da diversi elementi chiave nella stima del cambiamento necessario del tasso di cambio reale e dalla stabilità delle relazioni strutturali stimate in materia di investimento, risparmio e saldo di conto corrente.

Se la struttura dell'economia è in evoluzione nel tempo come nel caso della Cina, la stabilità di tutte le relazioni utilizzate per stimare la variazione richiesta del tasso di cambio reale diventa discutibile. Il vantaggio principale dell'approccio è che può fornire una valutazione lungimirante del tasso di cambio reale di equilibrio.

Un altro approccio utilizzato in molti studi per valutare se il tasso di cambio sia effettivamente disallineato dal valore di equilibrio è quello basato sulla parità del potere d'acquisto (PPP). La PPP è un ampliamento dell'approccio della legge del prezzo unico (LOP), secondo cui identici beni che possono essere trattati sul mercato internazionale dovrebbero (sotto alcune condizioni) avere lo stesso prezzo in due differenti paesi se espresso in valuta comune.

Supponiamo che lo stesso identico prodotto, ad esempio un hamburger Big Mac, è liberamente commerciato in due paesi diversi ad esempio Cina e Stati Uniti. Supponiamo inoltre che non ci sono né costi di trasporto né dazi o altre restrizioni al commercio che ostacolano la possibilità di arbitraggio, e che non vi sia vischiosità dei prezzi. Sotto queste condizioni, secondo la legge del prezzo unico il prezzo del Big Mac in Cina deve essere uguale al prezzo praticato negli Stati Uniti

espresso in una valuta comune. La LOP per ogni singolo bene i può essere espressa come:

$$P_{us,i,t} = S_t P_{Cina,i,t} \quad i=1, \dots, N$$

Dove $P_{Cina,i,t}$ è il prezzo del bene i al tempo t in renminbi in Cina, $P_{us,i,t}$ è il prezzo del bene i in dollari negli Stati Uniti allo stesso tempo e S_t è il tasso di cambio nominale del renminbi cioè il prezzo in dollari per comprare un renminbi. Date le condizioni precedentemente dette la validità della legge del prezzo unico è assicurata dalle operazioni di arbitraggio. Infatti, se immaginiamo che il prezzo di un bene negli Stati Uniti sia maggiore rispetto al prezzo dello stesso bene in Cina è remunerativo effettuare un operazione di arbitraggio acquistando il bene in Cina per poi rivenderlo negli Stati Uniti ad un prezzo più alto.

L'arbitraggio tende a far alzare il prezzo del bene in Cina, per via dell'aumento della domanda, ed invece ad abbassarlo negli Stati Uniti, dove aumenta l'offerta, fino a che il prezzo se espresso in una valuta comune non sia uguale nei due paesi. L'equazione della legge del prezzo unico può essere riscritta anche come:

$$S_t = P_{US,i,t} / P_{Cina,i,t}$$

Il tasso di cambio nominale S_t che soddisfa la LOP è pari al rapporto tra i prezzi, e può essere considerato come il tasso di cambio di equilibrio. Quindi utilizzando la legge del prezzo unico si può stimare quanto il valore di una valuta rispetto ad un'altra sia sottovalutato o sopravvalutato semplicemente confrontando il tasso di cambio in vigore con quello che soddisfa la LOP per un determinato bene commerciato in entrambi i paesi. Molti studi hanno valutato quanto sia sottovalutato il renminbi nei confronti sia dell'euro che del dollaro utilizzando la legge del prezzo unico per il panino venduto da Mc Donald's Big Mac.

Tabella 5. Valutazione del renminbi nei confronti del dollaro basata sul prezzo del Big Mac

Data	Prezzo in renminbi	Prezzo in dollari	Tasso di cambio RMB	Tasso di cambio LOP	RMB sopra(+)/sotto(-) valutazione verso il dollaro
14/01/2004	10.18	2.80	0.1208	0.2747	-56
26/05/2004	10.43	2.90	0.1208	0.2778	-57
13/12/2004	10.43	2.90	0.1208	0.2786	-57
08/06/2005	10.51	3.06	0.1208	0.2907	-58
09/01/2006	10.58	3.15	0.1241	0.3003	-59
25/05/2006	10.50	3.10	0.1245	0.2950	-58

Tabella 6. Valutazione del renminbi nei confronti del'euro basato sul prezzo del Big Mac

Data	Prezzo in renminbi	Prezzo in euro	Tasso di cambio RMB	Tasso di cambio LOP	RMB sopra(+)/sotto(-) valutazione verso l'euro
14/01/04	10.18	2.74	0,0955	0.2695	-65
26/05/04	10.43	2.67	0,0998	0.2558	-61
13/12/04	10.43	2.83	0.0907	0.2710	-67
08/06/05	10.51	2.96	0.0987	0.2817	-65
09/01/06	10.58	2.91	0.1027	0.2778	-63
25/05/06	10.50	3.10	0.0973	0.2950	-67

Dalla tabella si evince che per le date considerate comprese nell'intervallo di tempo tra il 14/01/2004 e il 25/05/2006 il valore del RMB secondo le stime è sottovalutato sia nei confronti del dollaro che nei confronti dell'euro. Il tasso di cambio del renminbi risulta essere in media nei periodi considerati sottovalutato del 57,5% nei confronti del dollaro e di circa il 64,6% nei confronti dell'euro. I policy maker spesso utilizzano l'indagine basata sul prezzo del Big Mac per sostenere la tesi che la valuta cinese è sottovalutata.

La parità del potere d'acquisto (PPP) si basa sulla legge del prezzo unico ma non si riferisce ad un singolo bene ma piuttosto ad un paniere composito di beni. Il calcolo della PPP basata sui livelli di prezzo attuali di un paniere di beni rappresenta il metodo maggiormente utilizzato per calcolare il tasso di cambio di equilibrio, ma sfortunatamente è molto problematico. Il problema maggiore è la mancanza di dati sui livelli attuali dei prezzi. Solo se i dati sui prezzi degli stessi beni commerciati in differenti paesi sono disponibili è possibile calcolare il vero livello del tasso di cambio secondo la PPP. L'approccio, conosciuto anche come parità assoluta del potere d'acquisto, può essere applicato anche agli indici di prezzo. Il calcolo della PPP basata sugli indici di prezzo è più semplice in quanto non richiede la ricerca dei prezzi attuali, poiché tutti i Paesi pubblicano molti indici di prezzo come: l'indice dei prezzi al consumo (CPI), l'indice dei prezzi alla produzione, il deflatore del PIL etc. Tutti questi indicatori sono costruiti in modi diversi, ed enfatizzano differenti aspetti dell'economia. L'indice di prezzo più utilizzato per l'approccio della parità del potere d'acquisto è l'indice dei prezzi al consumo, usualmente costruito come una media ponderata dei prezzi dei singoli

beni, con i pesi che rappresentano la quota di spesa delle famiglie per il prodotto, nell'anno di riferimento. Una volta in possesso degli indici di prezzo si può trovare il valore di equilibrio del tasso di cambio secondo la PPP, come quel valore che rende il potere d'acquisto di una valuta uguale nei due paesi considerati. In particolar modo considerando Stati Uniti e Cina la parità del potere d'acquisto implica che:

$$P_{USA} = S_t P_{Cina}$$

Dove P_{USA} e P_{Cina} in questo caso rappresentano il prezzo di un paniere di bene o semplicemente un indice dei prezzi nei due Paesi e non il prezzo di un singolo bene.

La parità del potere d'acquisto è soddisfatta nel lungo periodo, ma diversi fattori possono interagire nel breve e medio termine evitando che il tasso di cambio converga al suo valore di lungo periodo determinato secondo la PPP. L'approccio esteso della parità del potere d'acquisto tiene conto dell'influenza di tali fattori nel calcolare il valore del tasso di cambio di equilibrio. I fattori che vengono usualmente considerati sono ad esempio: i costi di transazione, la presenza di beni differenti tra i Paesi considerati, la presenza di beni e servizi non commerciabili internazionalmente, differenti pesi dei beni nel calcolo degli indici etc³⁷.

Alcuni risultati di differenti studi sul disallineamento del tasso di cambio cinese, basato ognuno su uno dei tre differenti approcci discussi, sono sintetizzati nella tabella 7.

³⁷ Lemmen J. (30/10/2006): "is the renminbi undervalued?"; in CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

Tabella 7. Stime di sottovalutazione del Renminbi

Autore	Sottovalutazione stimata	Anno di valutazione	Approccio utilizzato
Coudert and Couharde (2005)	23%	2003	Approccio di equilibrio macroeconomico
Goldstein (2004)	15-30%	2004	Approccio di equilibrio macroeconomico
Goldstein and Lardy (2005)	15-25%	2005	Approccio di equilibrio macroeconomico
Wang (2004)	small	2004	Approccio di equilibrio macroeconomico
Frankel (2004)	36%	2000	Approccio PPP estesa
Funke and Rahn (2005)	11%	2000	Approccio PPP estesa
Coudert and Couharde (2005)	18-49%	2002	Approccio PPP estesa
Penn World Table (PWT 6.1)	77%	2000	Approccio PPP, contro il dollaro
OECD China study (2005), Hong Kong	46%	2000	Approccio PPP, contro il dollaro
World Bank WDI	78%	2003	Approccio PPP, contro il dollaro
IMF WEO	76%	2006	Approccio PPP, contro il dollaro
The Economist	58%	May 2006	Approccio PPP, contro il dollaro

I differenti studi hanno come anno di valutazione un anno tra il 2000 ed il 2006, e sono tutti concordi nel concludere che il renminbi sia sottovalutato in termini reali. In particolare la mediana delle stime presentate nella tabella è rappresentata da una sottovalutazione del RMB del 25%. Se si verificasse un apprezzamento del tasso di cambio effettivo del RMB del 25% implicherebbe che le valute dei partner commerciali della Cina si deprezzassero di ben il 33,3% $[(1/(1-0.25)-1) \times 100]$.

Le stime nella tabella sono molto diverse l'una dall'altra e dovrebbero essere trattate con grande cautela in quanto, come detto, la Cina è un paese in fase di

cambiamento strutturale ed inoltre la quantità dei dati sull'economia cinese è molto scarsa. Nonostante ciò questi studi danno un'ulteriore conferma alla tesi prevalente nel dibattito sulla politica valutaria cinese, secondo cui lo yuan è stato ancorato ad un livello sottovalutato che ha favorito le esportazioni cinesi a discapito dei paesi partner commerciali. Gli studi esaminati presentano come ultimo anno di valutazione il 2006, ma comunque oggi ancor di più la tesi prevalente nel dibattito è che il tasso di cambio del renminbi sia sottovalutato.

3.2.3 Implicazioni della sottovalutazione del tasso di cambio del renminbi

La sottovalutazione della moneta, emergente dagli studi riportati, è stata un importante strumento di leva competitiva che ha consentito alla produzione cinese di emergere nei mercati internazionali e conseguentemente al paese di registrare per anni grandi surplus commerciali. Ciò può essere desunto dalla relazione stimata da Wang Zhè nell'economia cinese tra saldo di conto corrente e valore del tasso di cambio reale effettivo. Surplus commerciali che hanno portato un aumento della domanda aggregata e della produzione in Cina che utilizza l'abbondante manodopera del paese.

Per riuscire meglio a comprendere quale possa essere stato l'effetto della gestione del tasso di cambio sulla crescita dell'economia cinese è utile analizzare un modello proposto da Anthony J. Makin professore di economia presso la Griffith University in Australia.

Il modello esamina come la gestione del tasso di cambio in Cina -quindi l'ancoraggio della moneta al dollaro ad un valore sottovalutato- contribuisce all'enorme surplus commerciale che ogni anno il Paese continua a registrare nei confronti dei suoi principali partner commerciali, in particolar modo degli Stati Uniti. Sulla base della distinzione tra produzione e spesa aggregata all'interno dell'economia e sulla premessa che i tassi di cambio sono variabili condivise, il modello ci permette di sviluppare un quadro semplice che mostra come la gestione del tasso di cambio da parte della banca centrale cinese (P.B.C.) abbia influenzato: la rapida crescita della produzione, la spesa interna, l'occupazione e il saldo della bilancia commerciale sia in Cina che nei paesi suoi partner commerciali. Attraverso

il modello sarà spiegato in un primo momento come il tasso di cambio disallineato del RMB influenzi le condizioni economiche e i disequilibri esterni tanto in Cina quanto nei suoi partner commerciali occidentali, in seguito il quadro fornito sarà utilizzato per indicare l'impatto macroeconomico, sia in Cina che nei paesi considerati, di un significativo apprezzamento dello yuan che necessariamente si verificherebbe se la moneta non fosse più ancorata al dollaro. Il modello si basa su un approccio di flusso del tasso di cambio nel quale il valore è determinato dalla domanda e dall'offerta di valuta estera derivanti dalle operazioni in conto corrente.

Tale approccio contrasta nettamente con quelli che si focalizzano sulle operazioni in conto capitale, che sono considerati più appropriati nel contesto di economie caratterizzate da elevata mobilità internazionale dei capitali. Comunque, per economie orientate principalmente al commercio e caratterizzate da ampi controlli sui flussi di capitale ed istituzioni e mercati finanziari poco sviluppati come nel caso della Cina, l'approccio di flusso sul valore del tasso di cambio rimane un utile punto di partenza per l'esame dell'economia.

Iniziamo a delineare il modello.

Movimenti del tasso di cambio reale influenzano direttamente la produzione aggregata, le esportazioni, la spesa aggregata e le importazioni. Per la Cina definiamo il tasso di cambio reale come:

$$R = eP^*/P$$

Dove e è il tasso di cambio effettivo nominale, P il livello dei prezzi interni (cinesi), e P^* è il livello dei prezzi ponderato dei suoi partner commerciali.

Mentre per i paesi partner commerciali della Cina, il tasso di cambio reale è definito come:

$$R^* = EP/P^*$$

Dove E è la media ponderata dei tassi di cambio nominali delle monete dei paesi partner commerciali nei confronti della valuta cinese, esso non è altro che il reciproco del tasso di cambio effettivo nominale della Cina che prima abbiamo definito con e , pertanto $E = 1/e$.

Assumiamo che i livelli dei prezzi nazionali ed esteri siano stabili nel breve periodo, in linea con l'inflazione bassa in tutto il mondo. Sotto questa ipotesi, a variazioni del tasso di cambio nominale nel breve termine corrispondono variazioni del tasso di cambio reale e quindi variazioni nella competitività dei prodotti domestici.

La contabilità macroeconomica internazionale impone che gli squilibri commerciali di conto corrente riflettano il gap tra output e spesa (Alexander 1952), tali squilibri sono fortemente influenzati nel breve e nel medio termine dalla competitività complessiva, misurata in termini di movimenti nel tasso di cambio reale. Nel modello il surplus esterno che la Cina continua a registrare riflette una produzione in eccesso rispetto alla spesa interna ed acuisce i disavanzi esterni dei partner commerciali occidentali, che rappresentano un eccesso di spesa sulla produzione.

La funzione di produzione aggregata è definita come:

$$Y = Y(R(e), L, K, T)$$

$$\delta Y / \delta e > 0; \delta Y / \delta K > 0; \delta Y / \delta L > 0; \delta Y / \delta T > 0$$

$$Y^* = Y^*(R^*(E), L^*, K^*, T^*)$$

$$\delta Y^* / \delta E > 0; \delta Y^* / \delta K^* > 0; \delta Y^* / \delta L^* > 0; \delta Y^* / \delta T^* > 0$$

Dove L K T sono rispettivamente i fattori produttivi: lavoro, capitale e tecnologia; utilizzati per produrre l'output nazionale Y.

Il deprezzamento del tasso di cambio nominale, secondo l'ipotesi di prezzi vischiosi, migliora la competitività e quindi favorisce una maggiore produzione di breve periodo, in previsione dell'aumento delle esportazioni di beni e servizi. A seguito di importanti investimenti diretti esteri in Cina, nelle ultime decadi si sono stabilite molte imprese multinazionali sul territorio cinese la cui produzione è molto influenzata dal valore del tasso di cambio in quanto per la maggior parte è destinata ad essere esportata.

Dall'altro lato, la funzione di domanda aggregata interna è definita come:

$$AD = C + I$$

$$AD^* = C^* + I^*$$

Dove AD , AD^* è l'assorbimento o la domanda aggregata interna, C , C^* è il consumo e I , I^* è l'investimento.

Nella funzione della domanda aggregata non rientra tra le componenti il saldo delle partite correnti in quanto nel modello è utile distinguere la spesa effettuata dai soggetti residenti, da quella effettuata dai residenti esteri. La domanda aggregata quindi rappresenta unicamente la spesa effettuata dai soggetti residenti.

Infatti nel modello il saldo commerciale misura la divergenza, come detto, tra la produzione e la domanda nazionale:

$$Y - A = TB.$$

Nel caso in cui la produzione sia maggiore della domanda aggregata si registra un avanzo di conto corrente, mentre si registra un disavanzo nel caso contrario.

La domanda aggregata, inoltre, può essere riscritta come:

$$AD = AD(R(e), i(M), Y, \varphi)$$

$$\delta AD / \delta e < 0; \delta AD / \delta i < 0; \delta AD / \delta Y > 0; \delta AD / \delta \varphi > 0$$

$$AD^* = AD^*(R^*(E), i^*(M^*), Y^*, \varphi^*)$$

$$\delta AD^* / \delta E < 0; \delta AD^* / \delta i^* < 0; \delta AD^* / \delta Y^* > 0; \delta AD^* / \delta \varphi^* > 0$$

Le variabili che influenzano la domanda aggregata sono: i tassi di interesse interni i, i^* (tassi di interessi più bassi aumentano gli investimenti); la politica fiscale Y, Y^* (un aumento di Y rappresenta un'espansione fiscale), dalla ricchezza dei residenti φ, φ^* , e dal tasso di cambio reale e, E . A loro volta, i tassi di interesse interni dipendono dalle condizioni monetarie di breve periodo M, M^* (un aumento di M implica un'espansione monetaria). La spesa totale in un'economia aperta include la spesa per beni e servizi importati, i cui prezzi sono inizialmente fissati in valuta estera.

Un tasso di cambio più forte abbassa il prezzo in valuta nazionale delle importazioni, pertanto, porta ad un aumento della domanda di importazioni ed ad un aumento della spesa totale. Quindi la scheda della domanda aggregata AD per la Cina è rappresentata, nel piano cartesiano domanda aggregata-tasso di cambio, con

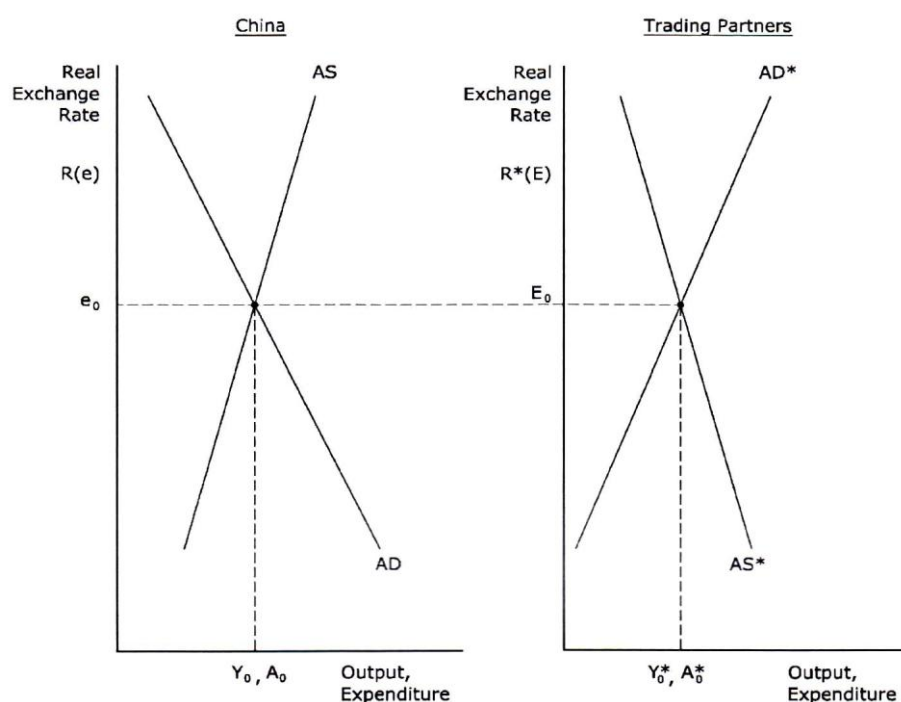
una pendenza negativa (quotazione incerto per certo), come mostrato nel grafico di sinistra della figura 1.

Così come la spesa anche la produzione prevede che una parte sia venduta all'estero. La produzione totale è correlata positivamente alla competitività, che data l'ipotesi circa la stabilità dei prezzi a breve termine, riflette i movimenti del tasso di cambio nominale. Quindi l'output Y può essere rappresentato con una pendenza positiva rispetto al valore del tasso di cambio, come rappresentato nel piano cartesiano di sinistra della figura 1. La divergenza tra spesa interna e produzione non si manifesta solo come uno squilibrio nei conti con l'estero, ma anche come un eccesso di domanda o di offerta di valuta estera.

In assenza di flussi di capitale, la bilancia commerciale ed il mercato valutario è in equilibrio nel punto in cui la spesa nazionale è uguale alla produzione.

Tanto più sarà deprezzato il tasso di cambio tanto maggiore sarà l'eccesso di offerta di beni e servizi e di valuta estera, in quanto influenzerà positivamente la produzione e negativamente la domanda aggregata.

Figura 5. Tasso di cambio ed equilibrio produzione spesa aggregata

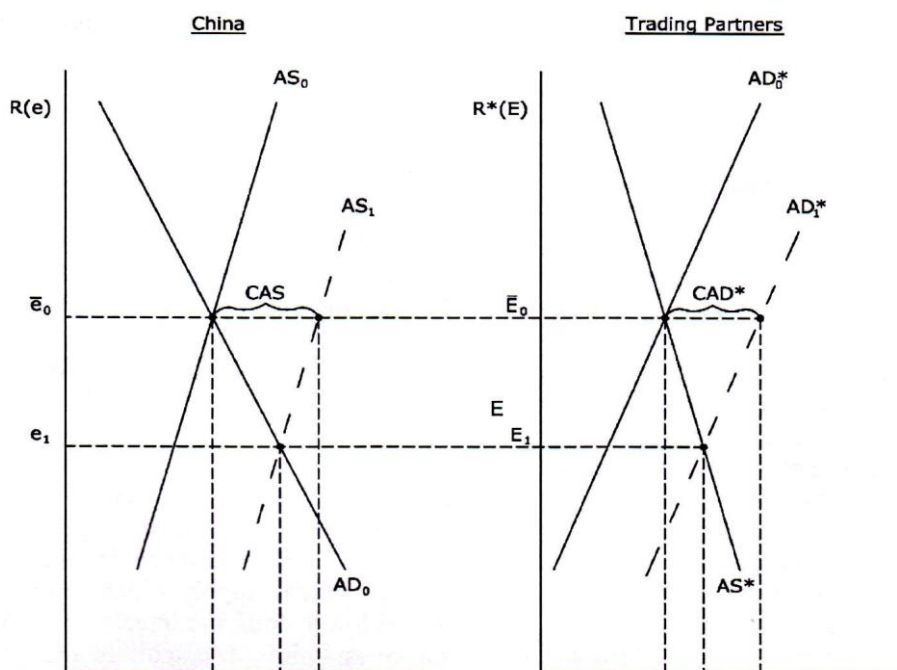


Nel grafico il piano cartesiano di sinistra rappresenta l'economia domestica (nel nostro studio la Cina), mentre quello di destra rappresenta l'economia dei paesi partner commerciali. Sull'asse delle ordinate la variabile è il tasso di cambio reale che, come detto, per i paesi partner è pari al reciproco del valore del tasso di cambio effettivo per la Cina ($E=1/e$). Cosicché un apprezzamento del tasso di cambio reale della Cina corrisponde ad un deprezzamento del tasso per gli altri paesi considerati, pertanto, necessariamente le schede di domanda e produzione aggregata nei due piani cartesiani hanno pendenze opposte. Il grafico, inoltre, rappresenta il valore del tasso di cambio (e_0, E_0) che, dati i prezzi, consente di avere un equilibrio della bilancia commerciale sia per la Cina che per i suoi paesi partner commerciali, in quanto eguaglia la produzione e la domanda aggregata in ogni economia.

Avendo stabilito queste basi è ora possibile mostrare come i fattori economici, tra cui la gestione del tasso di cambio in Cina, abbiano influenzato: il saldo commerciale, la domanda e la produzione aggregata. Innanzitutto analizzando lo sviluppo vissuto dalla Cina partiamo dal fatto che il rapido sviluppo manifatturiero che ha attraversato negli ultimi decenni, ha portato una crescita della produzione in termini relativi di gran lunga superiore alla crescita della domanda aggregata interna e ciò, come secondo le ipotesi del modello, ha portato un miglioramento del saldo delle partite correnti, facendo registrare alla Cina ampi surplus. Questo graficamente è rappresentato da uno spostamento verso destra della scheda di produzione (AS_1), come mostrato nel piano cartesiano a sinistra della figura 2. A parità di altre condizioni, il surplus di conto corrente crea sul mercato valutario un eccesso di offerta di valuta estera che in questo caso tenderebbe a far aumentare il valore del renminbi e per questa via a far tornare l'economia ad una situazione di equilibrio nei conti con l'estero. Tuttavia, ciò non accade, perchè la People's Bank of China interviene sul mercato valutario acquistando valuta estera per eliminarne l'eccesso di offerta e riuscire così a mantenere il valore della propria moneta fisso nei confronti del dollaro, evitando così la perdita di competitività derivante da un apprezzamento del tasso di cambio. La valuta estera acquistata dalla P.B.C. è in gran parte investita in buoni del tesoro che vanno a comporre le ormai enormi riserve in valuta estera, in particolare in dollari USA, accumulate dalla banca centrale cinese. Anche se lo scambio di yuan contro valuta estera sul mercato dei cambi riduce l'offerta di moneta dei paesi suoi partner commerciali, a parità di

condizioni, l'acquisto successivo in valuta estera da parte della P.B.C. di titoli del tesoro esteri mantiene l'offerta di moneta straniera invariata. Tuttavia, bisogna considerare anche che la forte domanda di obbligazioni estere che ne deriva ne spinge verso l'alto il prezzo e così abbassa i tassi di interesse interni per i paesi partner commerciali. A loro volta, tassi di interesse più bassi stimolano maggiormente l'investimento portando così un aumento della spesa nelle economie partner commerciali, anche se di fatto tale effetto può essere neutralizzato dalle autorità estere con interventi di politica monetaria. Il deflusso di capitali dalla Cina assicura inoltre che al proprio surplus commerciale corrisponde l'afflusso di capitale all'estero così da permettere al valore del tasso di cambio di rimanere stabile ad un livello sottovalutato. Questa politica valutaria quindi è principalmente responsabile degli ampi surplus di conto corrente che la Cina continua a registrare e conseguentemente anche dei deficit dei paesi partner commerciali.

Figura 6. Disallineamento del tasso di cambio e squilibri commerciali.



La figura mostra i disequilibri nei conti con l'estero derivanti dal tasso di cambio del RMB ancorato ad un livello sottovalutato. Se lo yuan fosse stato libero di muoversi si sarebbe necessariamente apprezzato nei confronti del dollaro e delle altre valute dei paesi partner commerciali. Tali movimenti dei tassi di cambio avrebbero garantito un progressivo miglioramento dei disequilibri commerciali sino

ad arrivare ad un punto di equilibrio dei saldi commerciali, in corrispondenza del valore del tasso di cambio effettivo pari a e_1 , E_1 nella figura 2. Ma la politica valutaria attuata dalle autorità cinesi impedisce il realizzarsi di questo movimento automatico, mantenendo il valore del tasso di cambio ancorato nei confronti del dollaro riesce a mantenere il valore del tasso di cambio effettivo ad un livello sottovalutato anche se non stabile, nel grafico pari ad e_0 , E_0 , che favorisce le esportazioni e la produzione nazionale.

Inoltre la figura 2 permette di illustrare gli effetti di una politica fiscale o monetaria espansiva dei paesi partner commerciali occidentali che aumenta la spesa aggregata in rapporto alla produzione. A parità di altre condizioni, l'aumento della spesa in termini relativi secondo le ipotesi del modello porta ad un aumento del deficit commerciale. Questa politica è rappresentata dal grafico di destra della figura 2 nel quale la scheda della domanda aggregata estera è traslata verso destra, AD_1^* . Inoltre l'ulteriore disavanzo porta la P.B.C. ad investire maggiormente in titoli del tesoro degli stati partner commerciali provocando così in tali paesi un ulteriore abbassamento dei tassi di interesse, che a loro volta stimolano un ulteriore crescita della spesa e il peggioramento del deficit commerciale dei paesi esteri, partendo dal presupposto che le banche centrali estere non intervengono con provvedimenti restrittivi di politica monetaria.

La figura 2 mostra anche importanti, anche se finora trascurate, conseguenze macroeconomiche dell'ancoraggio dello yuan. In particolare, mantenendo un tasso di cambio non allineato, le esportazioni cinesi, la produzione di breve periodo (e quindi i livelli di occupazione) sono più alti rispetto al caso in cui la People's Bank of China avesse permesso che il tasso di cambio si fosse apprezzato. Quindi la gestione del tasso di cambio ha permesso una maggiore crescita della produzione di breve periodo rispetto a quello che sarebbe stata altrimenti. Il grafico infatti mette in evidenza che il livello di produzione Y_1 supera il livello Y_2 , livello di produzione che la Cina avrebbe raggiunto con un sistema di tasso di cambio perfettamente flessibile. Di conseguenza, la politica valutaria può essere vista come la volontà di conferire una forma di protezione commerciale all'industria nazionale.

Bisogna però evidenziare anche l'altro lato della medaglia della politica valutaria attuata dalle autorità cinesi. Nonostante la crescita molto elevata della produzione, la politica di tasso di cambio ancorato ha portato il consumo interno ad un livello

inferiore rispetto a quello che sarebbe stato altrimenti. Quindi il tenore di vita in Cina, misurato dal livello di consumo delle famiglie, non è stato ottimale, in quanto se fosse stato permesso al renminbi di apprezzarsi il livello di consumo per le famiglie sarebbe aumentato. Allo stesso tempo, come detto, nelle economie occidentali partner commerciali uno yuan ancorato ad un livello sottovalutato ha portato a registrare grandi deficit commerciali e delle partite correnti oltre che ad un livello di produzione e di occupazione inferiore rispetto al caso in cui il tasso di cambio della Cina fosse stato più flessibile. Nel grafico di destra della figura 2, a parità di condizioni, a fronte di una crescita relativamente più veloce della Cina, il prodotto interno lordo (PIL) dei partner commerciali resta a Y^*_0 , ma la spesa aumenta a AD^*_1 . Sotto il tasso di cambio ancorato, la differenza tra produzione e spesa esistente corrisponde al deficit di conto corrente CAD^* .

Con un regime di tassi di cambio perfettamente flessibili i tassi si riallineerebbero con conseguenze sull'economia reale sia per la Cina che per i paesi partner commerciali. Per esempio per i paesi partner commerciali il PIL salirebbe a Y^*_2 e la spesa sia per consumi che per investimenti diminuirebbe, in modo tale che complessivamente la spesa arrivi ad eguagliare la produzione e il saldo conto corrente con la Cina sia in equilibrio. Nelle economie dei paesi partner commerciali quindi vi sarebbe un livello maggiore di produzione e minore di consumo.

Contrariamente ai dettami della teoria macro-economica standard, nel modello forti aumenti della spesa nazionale dei paesi partner commerciali, in particolar modo degli Stati Uniti (visto che la moneta cinese è ancorata al dollaro), potrebbero non essere più fortemente associati ad un aumento proporzionale dell'output e dell'occupazione. Il quadro sviluppato mostra come questo sfocia. Nell'ambito di un sistema di tasso di cambio agganciato un aumento della spesa statunitense allarga semplicemente gli squilibri esterni in prima istanza. Inoltre se la P.B.C. acquista titoli dei partner commerciali con i proventi della gestione del tasso di cambio, genera effettivamente un eccesso di risparmio in Cina che permette di finanziare l'eccesso di investimenti dei paesi suoi partner, portando successivamente un ulteriore incremento del reddito della Cina per via degli interessi pagati sui titoli che costituiscono le riserve denominate in valuta estera della People's Bank of China, mentre il reddito nazionale dei paesi partner

commerciali si è ridotto per gli interessi che devono pagare su questi titoli in possesso della P.B.C.³⁸

Il modello presentato ci ha permesso di costruire un quadro concettuale per interpretare le implicazioni macroeconomiche internazionali del regime del tasso di cambio adottato dalle autorità cinesi. Basato sulla distinzione tra produzione e spesa aggregata, ci ha permesso di mostrare come la strategia attuata per lungo tempo dalle autorità cinesi di mantenere il valore del tasso di cambio ad un livello sottovalutato ha avvantaggiato la produzione in Cina a spese dei suoi partner commerciali attraverso una forma di “protezione dell’industria nazionale”, alimentando così gli squilibri globali.

Alla luce di quanto detto possiamo concludere in sostanza che la politica valutaria adottata dalle autorità cinesi, è stata sicuramente un importante fattore nel sentiero di crescita dell’economia cinese, in quanto accompagnata dalla graduale apertura commerciale del paese ha permesso alla Cina di affermarsi come super potenza commerciale nel contesto attuale di mondo globalizzato.

3.3 Implicazioni sulla politica monetaria in Cina

L’autorità di politica monetaria in Cina è la People’s Bank of China il cui obiettivo è: “mantenere la stabilità del valore della valuta e promuovere la crescita economica”³⁹.

Gli strumenti di politica monetaria attraverso cui la P.B.C. opera sono: il coefficiente di riserva obbligatoria, le operazioni di mercato aperto, il tasso di sconto, il tasso di rifinanziamento e altri strumenti specificati dal consiglio di Stato.⁴⁰ Molti di questi strumenti aggiuntivi rappresentano degli strumenti di intervento diretti della banca centrale sulla concessione del credito da parte delle singole banche e non strumenti indiretti di mercato.

La banca centrale cinese si è impegnata, come detto, a mantenere stabile il valore del renminbi nei confronti del dollaro dal 1994 fino al 2005, anno in cui la valuta fu

³⁸ Makin (aprile 2009): “Is China’s Exchange Rate Policy a Form of Trade Protection?”; Business Economics

³⁹ <http://www.pbc.gov.cn/english/huobizhengce/objective.asp>

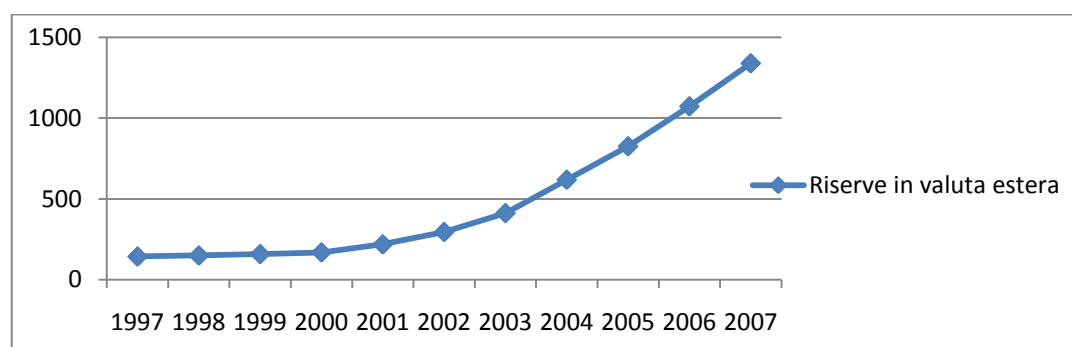
⁴⁰ <http://www.pbc.gov.cn/english/huobizhengce/instruments.asp>

sganciata dal peg con il dollaro, e successivamente dal 2008 al 2010. In particolare a partire dal 2001 la P.B.C. ha dovuto attuare grandi interventi sul mercato valutario per evitare l'automatico apprezzamento conseguente ai surplus registrati dalla Cina sia in conto capitale che in conto corrente. La banca centrale cinese per colmare lo squilibrio sul mercato valutario determinato dall'avanzo della bilancia dei pagamenti acquistava valuta estera, attraverso cui successivamente finanziava il debito dei paesi partner commerciali, in particolare degli Stati Uniti. Tali operazioni attuate dalla banca centrale cinese, per mantenere stabile il valore del RMB nei confronti del dollaro, hanno consentito alla P.B.C. di accumulare una grande quantità di riserve denominate in valuta estera.

Tabella 8. Riserve in valuta estera della P.B.C.

Anno	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Ammontare riserve in valuta estera	143,4	149,8	158,3	168,9	218,7	295,2	412,2	618,6	825,6	1072,6	1338,7
Riserve accumulate nell'anno	34,9	6,4	8,5	10,6	49,8	76,5	117	206,4	207	247	266,1

Figura 7. Andamento delle riserve in valuta estera della P.B.C.



Le riserve sono aumentate in particolar modo a partire dai primi anni del XXI° secolo, a conferma del maggiore impegno che la P.B.C. ha dovuto approfondire per mantenere il tasso di cambio del renminbi stabile nei confronti del dollaro a causa dei crescenti surplus della bilancia dei pagamenti cinese.

Il mantenimento del valore della moneta ad un livello sottovalutato potrebbe avere anche implicazioni monetarie. In particolare, l'acquisto di valuta estera da parte della People's Bank of China fa aumentare la base monetaria e quindi l'offerta di moneta in Cina. A parità di condizioni, l'aumento dell'offerta di moneta in prima

istanza ridurrebbe i tassi di interesse interni aumentando così gli investimenti, mentre nel lungo periodo provocherebbe un aumento dei prezzi e quindi un conseguente apprezzamento del tasso di cambio reale. Se si verificasse realmente ciò si avrebbe un meccanismo automatico di aggiustamento del tasso di cambio e degli squilibri commerciali. Ma come appare più che evidente tale meccanismo in Cina non ha funzionato, poiché la banca centrale cinese ha attuato delle operazioni volte a sterilizzare le conseguenze sul mercato monetario degli interventi sul mercato valutario. Inoltre, nelle condizioni di crescita molto rapida della produzione che la Cina sta vivendo l'aumento dell'offerta di moneta non deve essere completamente sterilizzato, poiché la forte crescita della domanda reale di moneta permette signoraggio senza conseguenze inflazionistiche. Le operazioni di sterilizzazione consistono nell'intervenire sui canali interni di creazione di base monetaria o comunque di controllo dell'offerta di moneta così da controbilanciare in parte o totalmente l'aumento della liquidità nel mercato derivante dagli interventi sul mercato valutario. In particolare la banca centrale cinese come strumenti di sterilizzazione utilizza prevalentemente: operazioni di mercato aperto nelle quali vende attività da essa possedute in cambio di renminbi riducendo così la base monetaria, aumenti del coefficiente di riserva obbligatoria che portano le banche a concedere meno prestiti riducendo così l'offerta di moneta senza intervenire direttamente sulla base monetaria ma indirettamente sul moltiplicatore della moneta. Nelle economie di mercato emergenti la sterilizzazione va però rapidamente incontro ad un forte limite, che impedisce di attuarla per periodi prolungati di tempo. I titoli di stato utilizzati per diminuire la liquidità per essere assorbiti dal mercato devono garantire sempre maggiori tassi di interesse, che portano costi crescenti al bilancio della banca centrale.

Tuttavia in Cina la situazione è diversa, i tassi di risparmio privati molto elevati e le poche alternative di investimento, permettono alle banche di avere abbastanza liquidità da investire anche in periodi di crescita del credito. Inoltre le banche hanno più incentivi ad acquistare i titoli della P.B.C. che ad aumentare i prestiti, poiché la regolamentazione in Cina prevede che l'accantonamento di capitale a fronte di un prestito ad un'impresa sia pari al 100% mentre per l'acquisto di titoli dalla banca centrale non ne è richiesto alcuno.

Questa regolamentazione favorevole crea una grande domanda di titoli consentendo alla banca centrale di offrirli a basso tasso di interesse, per cui in Cina non c'è limite per le operazioni di sterilizzazione come negli altri paesi emergenti, tanto che la P.B.C ha esaurito il suo patrimonio di titoli di stato domestici e dal 2003 ha iniziato ad emettere titoli di banca centrale per sterilizzare gli aumenti della base monetaria.

In Cina all'opposto di quanto detto per le economie di mercato emergenti, le manovre di politica monetaria attuate per mantenere fisso il valore del tasso di cambio si configurano come redditizie. La People's Bank of China aumenta le proprie riserve denominate in valuta estera acquistando titoli del tesoro di paesi partner commerciali, in particolar modo degli Stati Uniti, titoli che garantiscono tassi di interesse maggiori rispetto a quelli emessi dalla stessa banca per sterilizzare l'aumento dell'offerta di moneta⁴¹.

Le operazioni di sterilizzazione sono rese possibili dai controlli sui flussi di capitali attuati in Cina, altrimenti l'offerta di moneta domestica avrebbe dovuto seguire quella statunitense.

Senza tali controlli un regime di tasso di cambio fisso o ancorato imporrebbe alla politica monetaria di un Paese di non far divergere troppo i tassi di interesse nazionali da quelli del mercato straniero. I controlli di capitale esistenti in Cina garantiscono sicuramente un certo grado di autonomia alla politica monetaria interna del paese, tuttavia non vi è una visione univoca su quale sia stato il grado di indipendenza della politica monetaria cinese rispetto a quella statunitense.

Jonathan Anderson afferma: "la Cina può eseguire una politica monetaria indipendente sotto ogni regime di tasso di cambio", in quanto crede che in Cina essendo i controlli di capitale efficaci le operazioni di sterilizzazione possono essere mantenute indefinitamente. Stephen Green di Standard Chartered Bank detiene una posizione analoga. Ha monitorato con attenzione le operazioni di sterilizzazione della banca centrale cinese e ha dimostrato che anche nel primo semestre del 2007, quando gli afflussi di capitale aumentavano attraverso vari canali, la People's Bank of China non ha avuto alcuna difficoltà a mantenere il controllo della crescita dell'offerta di moneta. Inoltre altri studi hanno concluso che

⁴¹ Goldstein, Lardy (aprile 2008): "Debating China's exchange rate policy"; Peterson Institute

vi è una bassa correlazione tra i tassi di interesse in USA e in Cina, e quindi che i controlli sui flussi di capitale della Cina sono efficaci.

La scuola alternativa di pensiero sostiene che la gestione del tasso di cambio in Cina abbia diminuito l'efficacia della politica monetaria, diminuzione destinata ad aumentare. Quindi è necessaria una maggiore flessibilità del tasso di cambio per ridurre i rischi di instabilità macroeconomica sia di origine interna che estera. A causa dell'erosione dell'efficacia della politica monetaria il controllo della banca centrale sulla crescita degli aggregati monetari dipende dall'introduzione di contingenti di credito per ogni banca e da altri indicatori guida del credito bancario forniti dalla banca centrale piuttosto che dall'uso dei tassi di interesse. L'utilizzo di questi strumenti diretti piuttosto che di strumenti di mercato indiretti possono portare ad una molto meno efficiente allocazione del credito.⁴² Inoltre questa scuola alternativa di pensiero ritiene che il risultante mix di politiche ha lasciato la Cina con una struttura dei tassi di interesse che è lontana da quella ottimale. Infatti dal lato dei prestiti, i tassi di interesse reali sono stati relativamente bassi per un'economia rapidamente crescente. Per esempio, a fine luglio 2007, la banca centrale ha fissato il tasso di interesse di riferimento per la durata di un anno dei prestiti delle banche al 6,84%. Ma l'inflazione, misurata in termini di indice dei prezzi delle merci, era ben al 5.4% portando così il tasso reale ad essere inferiore al 1.5% in un'economia con un'espansione di più del 11% in termini reali. Questo tasso così basso ha contribuito a creare l'eccesso di domanda di credito e la rapida crescita dei prestiti del sistema bancario. D'altro canto per i risparmiatori i tassi sui depositi sono bassi, ad esempio a fine luglio 2007, i depositi a vista davano solo lo 0.81% e i depositi vincolati ad un anno il 3.3% a fronte dell'inflazione dell'indice dei prezzi al consumo al 5.6% e in più una tassa del 5% sui redditi da interessi. Il basso o negativo rendimento reale del risparmio bancario è stato uno dei principali responsabili del boom del mercato immobiliare e delle quotazioni azionarie alla borsa di Shanghai. Entro la fine di agosto 2007, l'indice azionario di Shanghai era salito di oltre cinque volte rispetto al luglio 2005. Secondo questa teoria la vendita sostenuta su larga scala di titoli della banca centrale a basso rendimento e gli aumenti ripetuti di riserva obbligatoria hanno un impatto negativo sulla redditività delle banche statali, ostacolando il passaggio ad un funzionamento su base

⁴² Goodfriend e Prasad (2006): "A Framework for Independent Monetary Policy in China"; IMF Working Paper

commerciale e ad un miglioramento del sistema finanziario cinese. Dalla metà del 2003 al settembre del 2007, la banca centrale ha sollevato per ben 12 volte il coefficiente di riserva obbligatoria di 50 o 100 punti base, portando il rapporto dal 6 al 12,5% sui depositi. L'aumento del coefficiente di riserva obbligatoria ha costretto le banche a depositare presso la banca centrale 2 trilioni di renminbi in più rispetto a quello che avrebbero dovuto depositare se il rapporto fosse rimasto al 6%. Il rendimento a tre mesi dei titoli della banca centrale è stato a metà dell'anno di circa il 3%, mentre il rendimento sulla riserva obbligatoria era solo dell'1,81%. Poiché il tasso di riferimento di un prestito annuo era del 6,6% l'aumento delle riserve obbligatorie e dei titoli della P.B.C. spinti solo per la regolamentazione in tema di accantonamento rappresenta un'implicita grande tassa sulle banche cinesi⁴³.

In conclusione possiamo dire che non esiste una metodologia per stabilire quale dei due punti di vista alternativi per l'indipendenza della politica monetaria sia corretto, sembra essere una questione di giudizio. I sostenitori del primo filone di pensiero attraverso vari studi dimostrano che i controlli sui capitali continueranno a fornire un certo grado di indipendenza della politica monetaria cinese, affermando che la conseguente repressione finanziaria è positiva in quanto consente finanziamenti a basso costo di infrastrutture pubbliche e di altri investimenti strategici che spingono l'espansione economica della Cina. Al contrario, l'altra corrente di pensiero enfatizza gli aspetti negativi della repressione finanziaria, in quanto contribuisce alla crescita dei rischi dei mercati azionari ed immobiliari rallentando il processo di rinnovamento del settore finanziario cinese e rendendo più difficile la transizione verso un processo più equilibrato di crescita.

Sicuramente la decisione di sganciare il renminbi dal dollaro nel 2010 può aprire la porta verso un sentiero di crescita più equilibrato che riduca gli squilibri globali e permetta alla Cina di riacquistare pienamente la propria autonomia monetaria e di rafforzare il suo sistema finanziario.

⁴³ Goldstein, Lardy (aprile 2008): "Debating China's exchange rate policy"; Peterson Institute

3.4 Verso una rivalutazione del tasso di cambio ed uno sviluppo più equilibrato

Man mano che la Cina cresce il suo impatto sull'economia globale si espande in misura esponenziale, e porta il paese a conciliare gli imperativi del suo rapido sviluppo con l'esigenza di tenere debitamente conto del proprio impatto sul resto del mondo, per una crescita stabile e pacifica.

Di recente Zheng Bijian, consigliere del presidente cinese Hu Jintao, ha affermato: "il paese nel secondo decennio del XXI° secolo si concentrerà nell'accelerare la trasformazione del modello economico di sviluppo, garantendo e migliorando la vita della gente, consolidando ed espandendo i successi ottenuti nella nostra risposta alla crisi finanziaria, facilitando una rapida crescita economica che sia comunque di lungo termine, stabile e ragionevole e ottenendo armonia sociale e stabilità nel paese. Tutto questo porrà fondamentazioni solide per costruire una società moderatamente prospera. A tale fine dobbiamo trasformare la nostra economia da un modello principalmente spinto dalla domanda esterna ad uno spinto dalla domanda interna ed esterna ma principalmente interna. [...] La cosa più importante è espandere e approfondire la convergenza di interessi di tutte le parti e coltivare una comunità di interessi con altri paesi regioni e aree a vari livelli. Essa è la politica che la Cina adotterà per questo decennio ”⁴⁴. Quanto detto dal consigliere del presidente cinese sembra prospettare una politica volta a ridurre gli squilibri globali consentendo al paese di aderire alla strada dello sviluppo pacifico. Le affermazioni di Zheng Bijian trovano effettivamente riscontro nel 12° piano quinquennale per lo sviluppo economico e sociale, pubblicato recentemente. Quindi la Cina sembra effettivamente sul punto di cambiare, attualmente il suo surplus di conto corrente è il più alto al mondo ma le politiche che il paese adotterà sulla base del nuovo piano quinquennale sono volte a ridurlo. È possibile che, entro la fine del decennio, il surplus delle partite correnti della Cina si trasformi in deficit, dal momento che le importazioni cinesi supereranno le esportazioni e il paese spenderà i redditi derivanti dagli investimenti esteri nell'import invece che in titoli esteri. Se ciò, dovesse accadere, la Cina non sarà più il maggiore acquirente dei titoli del tesoro americani ed esteri, inducendo in questi Paesi una pressione al rialzo sui tassi di interesse. Le politiche che la Cina adotterà nei prossimi anni

⁴⁴ Merli (31/03/2011): "L'ideologo del presidente Hu, Pechino si apre all'occidente", Il sole 24 ore

puntano ad intervenire sull'enorme tasso di risparmio del paese e conseguentemente sul tasso di cambio, considerati come le cause dell'ampio surplus delle partite correnti. In qualsiasi paese, il saldo di conto corrente della bilancia dei pagamenti è pari alla differenza tra risparmi ed investimenti in impianti e attrezzature, immobili e scorte a livello nazionale. Non si tratta di teoria economica o di ordine economico, ma è una fondamentale identità che deve essere valida per ogni anno per ogni paese. Quindi, qualsiasi paese in grado di ridurre i propri risparmi senza tagliare sugli investimenti registrerà un calo del surplus delle partite correnti. Il tasso di risparmio nazionale della Cina si attesta intorno al 45% del PIL, il più alto al mondo⁴⁵. Tuttavia, oltre all'elevato tasso di risparmio delle imprese e delle famiglie ciò che contribuisce principalmente ad alimentare il risparmio in Cina sono gli interventi sul mercato valutario della banca centrale cinese. La P.B.C. acquistando valuta estera sul mercato valutario e tramite questa titoli del tesoro dei paesi partner commerciali aumenta il risparmio cinese. Infatti in Cina, grazie anche ai controlli sui flussi di capitale, si registra ogni anno un avanzo in conto capitale, ma la banca centrale cinese al fine di mantenere stabile nei confronti del dollaro il valore del RMB interviene sul mercato valutario assicurando che al twin surplus cinese corrisponda un deflusso di capitali. Il piano quinquennale prevede di far diminuire il risparmio nell'economia per ridurre gli squilibri di conto corrente, ma per far sì che ciò accada necessariamente deve ridursi l'intervento sul mercato valutario della People's Bank of China con un conseguente apprezzamento del tasso di cambio. Il piano prevede inoltre di ridurre l'alto tasso di risparmio privato in Cina al fine di stimolare la domanda interna, in particolare le politiche avranno come obiettivi: un aumento dei salari reali così da far crescere il reddito delle famiglie in rapporto al PIL, un aumento dei dividendi che le imprese pubbliche dovranno pagare ed un aumento della spesa del governo su servizi di consumo quali sanità, istruzione ed edilizia. Queste manovre sono motivate da considerazioni nazionali, dal momento che il governo cinese intende innalzare gli standard di vita e quindi la domanda interna⁴⁶. L'obiettivo del piano, così come annunciato da Zheng Bijian, è quello di trasformare l'economia cinese da una basata sulla domanda estera ad una basata prevalentemente sulla domanda interna. La rivalutazione del tasso di cambio sarà graduale ed in linea con

⁴⁵ Feldstein (28/01/2011): "La fine del surplus cinese", Il sole 24 ore

⁴⁶ Gang F. (14/05/2011): "La Cina riduce il surplus commerciale", Il sole 24 ore

l'aumento della spesa nazionale così da controbilanciare la crescita della spesa e frenare così il possibile rincaro dei prezzi. Di fatto il renminbi sembra destinato a discostarsi dal valore attuale sottovalutato, ciò ridurrebbe il prezzo delle importazioni in valuta nazionale, inclusi i prezzi per il petrolio ed altri fattori produttivi, e al contempo renderebbe le merci cinesi più care per gli acquirenti stranieri, e i prodotti esteri più allettanti per i consumatori cinesi. In questo modo si abbatterebbe l'elevata domanda internazionale per i prodotti cinesi e si passerebbe dall'export alla produzione per il mercato domestico. Quindi la Cina si avvia verso un nuovo processo di sviluppo orientato a sfruttare l'enorme domanda potenziale di oltre un miliardo di abitanti che oggi popolano la Cina. La povertà e la sovrappopolazione hanno concesso a tutte le imprese produttrici in Cina di avere bassissimi costi e vantaggi sui mercati internazionali. Adesso si sta verificando una politica di cambiamento in quanto le autorità cinesi non vogliono più sfruttare il popolo per avere vantaggi sulle vendite all'estero ma vogliono migliorare le condizioni di vita in Cina e spingere così la domanda interna per uno sviluppo più equilibrato e sostenibile, di cui ne beneficerebbero soprattutto i numerosissimi abitanti della Cina. Questo processo però non sarà rapido e le autorità dei paesi partner commerciali che insistono per un apprezzamento immediato non saranno soddisfatte; i policy maker cinesi vogliono un processo graduale temendo che una ampia ed immediata rivalutazione del tasso di cambio possa ridurre la domanda di prodotti cinesi in misura considerevole causando una successiva crisi per il paese.

Inoltre una importante motivazione che probabilmente spinge le autorità ad intraprendere queste nuove politiche economiche è la situazione attuale in Cina. Attualmente il paese sta affrontando un'inflazione crescente che nelle ultime rilevazioni ha superato il 5%. La lotta all'inflazione limita la capacità della Cina di mantenere un tasso di cambio reale sottovalutato. In particolare un aumento dei prezzi interni provoca un apprezzamento del tasso di cambio reale effettivo rendendo la produzione cinese meno competitiva sui mercati internazionali, così da sciogliere autonomamente il nodo del tasso di cambio. La perdita di competitività delle esportazioni attraverso la crescita dei prezzi interni è più grave che attraverso una rivalutazione del renminbi. Se il cambio si rafforzasse e i prezzi rimanessero stabili, il potere d'acquisto interno in particolare delle fasce più deboli sarebbe comunque tutelato, non solo ma anche i beni importati costerebbero meno

riducendo così la pressione dell'aumento dei corsi delle materie prime⁴⁷. Quindi di fatto la strategia prevista dalle autorità cinesi di ridurre l'intervento della People's Bank of China sul mercato valutario e conseguentemente di far apprezzare gradualmente il tasso di cambio sembra più che sensata, in quanto permetterà alla politica monetaria cinese di acquistare un più ampio grado di autonomia consentendole di combattere al meglio il processo di inflazione emergente nell'economia. Inoltre l'apprezzamento del tasso di cambio accompagnato dalle opportune politiche economiche consentirà di trasformare l'economia cinese in un'economia più stabile ed equilibrata spinta principalmente dalla domanda interna.

Questo percorso verso uno sviluppo più stabile ed equilibrato potrebbe consentire alla Cina di sviluppare e rafforzare il suo mercato finanziario nell'ottica di una futura convertibilità del conto capitale. Le istituzioni finanziarie in particolare bancarie potrebbero privatizzarsi ed acquistare una nuova efficienza grazie alla riduzione delle conseguenze negative sulle banche del sistema di tasso di cambio ancorato.

⁴⁷ Barba (16/01/2011): "Se l'inflazione scioglie il nodo del tasso di cambio", Il sole 24 ore

CONCLUSIONI

La politica valutaria attuata dalle autorità cinesi ha avuto sicuramente un effetto positivo sulle grandezze aggregate della nazione. In particolare, la volontà di mantenere il valore della valuta cinese ancorato al dollaro ad un livello sottovalutato è stato un importante strumento di politica economica, che ha garantito una forte competitività alla produzione cinese sui mercati internazionali. Questo, insieme ad altri fattori quale ad esempio il basso costo della forza lavoro, ha permesso al paese di registrare per anni ampi surplus di conto corrente, incrementando così la domanda estera e la produzione interna. La produzione è riuscita a far fronte ad una domanda crescente grazie all'immenso bacino di forza lavoro che offre questo paese. Un'importante riflessione sul modello di sviluppo dell'economia cinese è che, mentre ha portato ampi vantaggi macroeconomici per il paese portandolo ad essere la seconda economia del mondo, non ha favorito il miglioramento delle condizioni della popolazione bensì ha esacerbato la disuguaglianza sociale all'interno dell'economia. In particolare ha favorito l'arricchimento di una stretta lobby di industriali a discapito delle masse sfruttate. Il Pil medio procapite attualmente non supera i 4.200 dollari, il che significa che milioni e milioni di persone vivono ancora in condizioni di estrema povertà. Ad esempio, recentemente la Cina ha costruito la diga più grande del mondo (denominata la diga delle tre gole) per la quale sono state sfollate milioni di persone, che, lasciata la loro terra oggi hanno problemi per la sopravvivenza⁴⁸. Quest'esempio mette in luce la situazione attuale della Cina, quella, cioè, di una nazione ricca che opera grandi investimenti e finanzia il mondo, nella quale però ancora ci sono persone che lottano per la propria sopravvivenza. Il modello di sviluppo cinese, dunque, ha portato sì ampi vantaggi per l'economia a livello aggregato, ma non certamente a livello microeconomico. Pertanto, tale modello di sviluppo per l'economia cinese non può essere di fatto ancora perseguito per lungo tempo, in quanto alimenta l'insoddisfazione del popolo e surriscalda l'economia. Le autorità cinesi sembrano muoversi ora nel tentativo di riequilibrare le condizioni interne dell'economia a vantaggio della numerosa popolazione che da sempre abita il paese.

⁴⁸ Vinciguerra (20/06/11): "Pechino ammette il disastro tre gole", Il sole 24 ore

Più volte, inoltre, nello studio è stato detto che le autorità dei paesi esteri, in particolar modo quelle statunitensi, premono per una rivalutazione del tasso di cambio del renminbi al fine di ridurre il loro deficit nei confronti della Cina. Eppure dovrebbero stare attenti a tale aspirazione, perché una riduzione del surplus cinese e un rafforzamento del renminbi implicano che un giorno la Cina non sarà più il maggiore acquirente dei bond governativi. Ciò è particolarmente rilevante per gli Stati Uniti, dato che la Cina non finanzierebbe più la loro politica di deficit spending. È bene che gli Stati Uniti inizino sin da ora a prepararsi a tale eventualità. D'altro canto, non è che proprio lo squilibrio interno statunitense, con bassi livelli di risparmio domestico a fronte dei livelli costantemente elevati di debito pubblico, sia la causa di tale squilibrio tra i due Paesi?

La politica valutaria ha sicuramente molto favorito il saldo di conto corrente e la produzione cinese, ma gli squilibri globali sono esacerbati dagli squilibri interni dei paesi esteri, in particolar modo questo vale per gli Stati Uniti che di fatto sono il paese che registra il più ampio deficit nei confronti della nuova potenza mondiale: la Cina.

BIBLIOGRAFIA

- Amighini, Chiarlone (2007); “L’economia della Cina dalla pianificazione al mercato”, Carocci
- Barba (16/01/2011): “Se l’inflazione scioglie il nodo del tasso di cambio”, Il sole 24 ore
- Bertoli (giugno 2008): “Globalizzazione dei mercati e sviluppo dell’economia cinese”, in Impresa progetto, Paper n° 78
- Cellini (2004): “Politica economica Introduzione ai modelli fondamentali”; McGraw-Hill.
- Cheung, Chinn and Fujii (Gennaio 2009): “China’s current account and exchange rate”, NBER Working Paper No.14673, NBER program(s): IFM
- Collier e Dollar (2003): “Globalizzazione crescita economica e povertà”, Il Mulino.
- Corden (ottobre 2009): “China’s Exchange Rate Policy, Its current account surplus and the global imbalances, in The Economic Journal, pp.F430-F441.
- Curzio e Fortis (2004): “Alle prese con la concorrenza asiatica”, in Economia che non gira, Il Mulino.
- Di Giorgio G. (Terza ed. 2007): “Lezioni di economia monetaria”; Cedam.
- De Long and J. Bradford (2004): “Macroeconomia”, McGraw-Hill.
- Dunaway, Leight e Li (ottobre 2006): “How robust are Estimates of Equilibrium Real exchange rates: The case of China”, IMF Working Paper
- Feldstein (28/01/2011): “La fine del surplus cinese”, Il sole 24 ore
- Gang F. (14/05/2011): “La Cina riduce il surplus commerciale”, Il sole 24 ore

Goldstein, Lardy (aprile 2008): Debating China's exchange rate policy; Peterson Institute

Goodfriend e Prasad (2006): "A Framework for Independent Monetary Policy in China"; IMF Working Paper

Huang Y. (13/12/2009): "Fixing China's current account surplus"; Economics, Politics and Public Policy in East Asia and the Pacific

Jiang P.(1999): " The RMB convertibility and capital controls", Fudan University Press

Khor and Hoe (1994): " China's foreign currency swap market", in IMF Paper on Policy Analysis and Assessment.

Krugman e Obstfeld (Quarta ed. italiana 2007): "Economia monetaria internazionale"; Pearson Lardy N. R. (1992): "Foreign trade and economic reform in China 1978-1990", Cambridge University Press

Lemmen J. (30/10/2006): "is the renminbi undervalued?"; in CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

Lemoine (2005): "L'economia cinese", Il mulino

Lin G. and R. M. Schramm (2003): " China's foreign exchange policies since 1979: A review of developments and an assessment", in China Economic Review, 14, pp. 246-280

Makin (aprile 2009): "Is China's Exchange Rate Policy a Form of Trade Protection?", in Business Economics, Vol.44, No.2

Marani, Canale, Napolitano, Foresti (2008): "Politica economica la teoria e l'unione europea"; Hoepli.

Marquez and Schindler (Maggio 2006): “Exchange rate effects on China trade: An interim report”, in International Finance Discussion Papers.

Mehrotra A. and Sánchez-Fung (2010): “ China’s Monetary Policy and the Exchange Rate”, in Comparative Economic Studies, pp. 497-514

Merli (31/03/2011): “L’ideologo del presidente Hu, Pechino si apre all’occidente”, Il sole 24 ore

Nocera J.(05/04/2008): “Chinese adventure in the value chain”, in The New York Times (Business)

Omarini (1995): “ La globalizzazione: storia e mercati”, in Banche e banchieri n.4

Orlandi e Prodi(2006): “A volte producono le imprese italiane in Cina”, il Mulino

Mankiw G. and M. Taylor (Quinta ed. Italiana 2008): “ Macroeconomia”, Zanichelli

Pomeranz (2000): “ The great divergence China Europe and the making of the modern world economy”, in Princeton Economic History of the Western World series, vol. 4, Princeton University Press.

Scisci (20/02/2011): “La strategia della Cina piccoli passi e grandi reserve”, Il sole 24 ore

Shuanglin (autunno 2008): “Comments”, in Asian Economic Paper, Vol.7, No.3, pp. 50-55

Vinciguerra (20/06/11): “Pechino ammette il disastro tre gole”, Il sole 24 ore

Vinciguerra (28/10/2009): “ Pechino ha smesso di rivalutare lo yuan”, Il sole 24 ore.

Vinciguerra (20/06/2010): “Pechino torna al cambio flessibile”, Il sole 24 ore

Wang Z. (settembre 2007): “Real Effect of Exchange Rate in RMB and Trade Surplus in China”; Canadian Social Science Vol.3 Nbr.5

Weber M. (2001): “Il miracolo cinese. Perché bisogna prendere la Cina sul serio”, Il mulino contemporanea.

Wolf M. (23/03/2011): “Una Cina più responsabile, Il gigante asiatico deve contribuire al riequilibrio degli scambi globali”, Il sole 24 ore

Wong Y. (2006): “China’s Cheap Labor and Its Export Capacity”, in (eds.) Kevin H. Zhang China as a world workshop; Routledge, Taylor & Francis Group. Pagine.69-81.

Zhihao Y. (gennaio-febbraio 2011): “Demographic Dynamics and Economic Take off”, in The Chinese Economy, vol.44, no.1, pp.72-90

SITOGRAFIA

<http://www.pbc.gov.cn/english/huobizhengce/objective.asp>

<http://www.pbc.gov.cn/english/huobizhengce/instruments.asp>

<http://www.chinability.com/CurrentAccount.htm>