

FACOLTA' DI ECONOMIA
Cattedra di Politica Economica

POLITICHE DI TASSO DI CAMBIO NELLE
ECONOMIE ASIATICHE. CINA, GIAPPONE, HONG
KONG: EVIDENZE EMPIRICHE ED IDEE PER LA
CREAZIONE DI UNA VALUTA COMUNE

RELATORE:
prof. Fabio Neri

CANDIDATO:
Pietro Giorgio Russo
matr.149091

ANNO ACCADEMICO 2010/2011

Sommario

INTRODUZIONE	4
ANALISI DEI DIFFERENTI REGIMI DI CAMBIO. EVIDENZE STORICHE E PROSPETTIVE FUTURE.	
1.1 <i>Tasso di cambio: definizione e funzionamento</i>	6
1.2 <i>Tassi di cambio fissi: pro e contro.</i>	8
1.3 <i>Regimi di cambio flessibili: pro e contro</i>	11
1.4 <i>Particolari tipologie di regimi di cambio.</i>	16
L'IMPORTANZA DEL REGIME DI CAMBIO IN CINA	20
2.1 <i>Cina: dal fixed peg al crawling peg</i>	20
2.2 <i>Pro e contro dell' apprezzamento</i>	24
2.3 <i>L'impatto della politica di cambio ai fini dello sviluppo economico del paese.</i>	29
2.4 <i>Yuan: sottovalutazione manipolata?</i>	33
2.5 <i>Misure di buona governance in Cina</i>	38
GIAPPONE: IL PIONIERE ASIATICO DEL SISTEMA DI CAMBIO.	43
3.1 <i>Yen: libertà di apprezzamento.</i>	43
3.2 <i>Una moneta forte in recessione.</i>	48
3.3 <i>Come superare la paura dell' apprezzamento?</i>	51
3.4 <i>Prospettive di una moneta asiatica unica.</i>	55
3.5 <i>Imparare dagli errori del passato e gestire lo sviluppo economico dell'Est asiatico.</i>	60
HONG KONG: PICCOLA ECONOMIA IN GRADO DI GAREGGIARE CON LE GRANDI POTENZE ASIATICHE	65
4.1 <i>Storia del Dollaro di Hong Kong</i>	65
4.2 <i>Il regime di cambio del currency board ad Hong Kong.</i>	70
4.3 <i>Benefici nel formare un'area monetaria ottimale con la Cina e con le principali economie asiatiche</i>	76
4.4 <i>Hong Kong ed Argentina: un confronto tra sistemi di currency board</i>	80
4.5 <i>Nuove prospettive di politica economica per la regione asiatica e la necessità di aiutare le zone asiatiche in transizione.</i>	83
CONCLUSIONI	87
BIBLIOGRAFIA	89
SITOGRAFIA	93

INTRODUZIONE

L'elaborato nasce con l'obiettivo di analizzare i tratti peculiari dei modelli di cambio nei paesi asiatici.

Il primo capitolo funge da introduzione con lo scopo di illustrare il funzionamento dei vari regimi di cambio. L'analisi condotta mette, in un primo momento, in luce i pro ed i contro dei regimi di cambio fissi e flessibili ed infine analizza le forme di cambio ibride a metà tra i due modelli classici.

Il secondo capitolo permette di entrare nel cuore della questione, attraverso una panoramica del regime di cambio vigente in Cina. Dopo una breve argomentazione sui motivi ed i fattori che hanno causato il passaggio da un regime di "fixed peg" a quello più flessibile di "crawling peg" (con riferimento alle spinte in questo senso del governo statunitense), si enunciano i possibili vantaggi e svantaggi per il paese derivanti da una valuta nazionale più forte. Attraverso un'analisi empirica si dimostra, poi, quanto possa effettivamente contare il regime di cambio adottato in termini di crescita economica per il paese e, a proposito, si discute sulle accuse di manipolazione portate avanti dai paesi occidentali nei confronti dell'economia asiatica. Infine, sulla base dei tempi attuali si auspica una maggiore responsabilizzazione nei confronti dei nodi mondiali per il paese della Grande Muraglia.

Il terzo capitolo si focalizza sull'opposta tipologia di regime di cambio adottata dal Giappone rispetto alla Cina. L'analisi storica dei movimenti dello yen mostra un trend di fondo verso l'apprezzamento, dopo l'estrema flessibilità adottata nel regime di cambio. L'elaborato cerca di mettere in luce gli aspetti positivi e negativi di questa scelta di politica economica attraverso un'analisi storica parallela degli eventi caratterizzanti l'economia del sol levante.

Sulla base dei dati raccolti s'ipotizza, in aggiunta, la creazione di un modello di moneta unica che riuscirebbe a risolvere molti problemi dell'area Est-Asiatica.

Il quarto capitolo tratta del ruolo della piccola economia di Hong Kong nel contesto internazionale, con particolare riferimento al modello estremo di fissazione del tasso di cambio, conosciuto sotto la denominazione di "currency board". I primi paragrafi analizzano la storia di questo modello ed in particolare gli impatti benefici che ha saputo generare nella piccola area

asiatica. Si pone l'accento, poi sugli aspetti negativi dello stesso regime, dapprima attraverso le considerazioni della letteratura economica ed in secondo luogo attraverso un parallelo con quanto avvenuto in Argentina. In questo contesto è, anche, affrontata la questione della valuta unica asiatica attraverso un'analisi econometrica degli impatti benefici per la regione Hong Kong e per l'intera area dell'Est asiatico.

I benefici sono comparati ai costi dell'abbandono di tale strategia di politica economica fino ad oggi applicata.

L'ultimo paragrafo del capitolo quarto mette in risalto la necessità di un aiuto alle aree asiatiche in transizione ed il bisogno del raggiungimento di una solidità economica per sfruttare al meglio i benefici e ridurre al minimo i costi della moneta unica asiatica.

Infine, nelle conclusioni, si ribadisce l'importanza di una visione complessiva e la necessità di adoperarsi congiuntamente per raggiungere una politica economica unitaria che possa rendere flessibile il sistema dei cambi delle economie asiatiche creando così le condizioni per uno sviluppo equo e sostenibile dell'intera area presa in esame.

Capitolo 1

Analisi dei differenti regimi di cambio. Evidenze storiche e prospettive future

1.1 Tasso di cambio: definizione e funzionamento

Il tasso di cambio è il prezzo di una valuta espresso in termini di un'altra, in altre parole sintetizza il rapporto di valore tra due monete¹.

In un'economia aperta il tasso di cambio è la variabile endogena che si modifica per assicurare l'equilibrio simultaneo del mercato dei beni e delle attività (monetario e valutario).

Il regime di cambio è una delle componenti principali della politica economica di ogni paese ed il suo impatto nelle dinamiche economiche interne ed esterne all'area di riferimento assume una rilevanza fondamentale.

La politica economica applicata e il ruolo con cui la Banca Centrale dell'area considerata si approcciano alla gestione del tasso di cambio determinano il regime di cambio di un paese o di una zona geografica.

Nel corso della storia si sono susseguite diverse tipologie di regime di cambio che spaziano nel *continuum* tra il modello di cambio fisso ed il regime di cambio fluttuante o flessibile, a modelli ibridi costruiti ed utilizzati secondo le necessità e caratteristiche del paese.

L'autorità monetaria dell'area considerata assume un ruolo e una funzione diversa secondo il tipo di politica di cambio applicata. In un paese a cambi fissi, l'ente di controllo dell'offerta di moneta s'impegna a mantenere fisso il tasso di cambio attraverso l'applicazione di una politica monetaria opposta alle tendenze del mercato. In particolare, la Banca Centrale s'impegna ad emettere liquidità denominata in valuta nazionale in caso di tendenza all'apprezzamento

¹ Unicredit . (s.d.). *Glossario*. Tratto il giorno luglio 2, 2011 da <http://www.unicreditbanca.it/it/glossario/index.php?idc=759>

del cambio, od al contrario a ridurre l'offerta nominale di valuta del paese ritirando liquidità e rilasciando riserve in caso di tendenza al deprezzamento.

Differentemente in un regime di cambio fluttuante la Banca Centrale è libera di intervenire in qualunque momento, perciò può gestire una politica monetaria di risposta agli shock sulla produzione nel breve periodo. L'utilizzo della politica monetaria per far fronte agli shock di breve periodo rappresenta la differenza principale tra il regime di cambio fisso e quello fluttuante.

I modelli di politica di cambio ibridi presentano caratteristiche di entrambi i modelli: il cambio può essere lasciato fluttuare all'interno di determinate bande d'oscillazione; la fissazione della parità centrale di una moneta con un'altra può essere ricorrentemente modificata; possono essere introdotte svalutazioni o rivalutazioni della moneta per far fronte ai mutamenti dell'economia del paese. Alla luce di ciò che è accaduto nella storia dell'economia globale, si può affermare che un adeguato regime di cambio in relazione al periodo storico e all'area geografica interessata rappresenti una decisione fondamentale per contribuire allo sviluppo economico.

Si capisce come questo argomento abbia rivestito nel tempo il tema centrale delle discussioni di governi e di economisti, che argomentando le proprie idee e considerazioni, hanno fornito un'ampia letteratura di proposte e soluzioni adatte allo sviluppo di ogni paese.

“No single currency regime is right for all countries or at all times” è un articolo in cui il professore statunitense Jeffrey A. Frankel, sottolinea l'ambiguità nello scegliere l'adatto regime di cambio, poiché la “scelta del regime di tasso di cambio dovrebbe dipendere dalle particolari circostanze che sta affrontando il paese in questione” e “ogni regime di cambio, compresi quelli intermedi, può essere adatto per un determinato paese in vari periodi” (Frankel J. A., September 1999)².

Queste affermazioni sottolineano la teoria per cui non esiste un modello di cambio migliore di altri e la politica economica del governo dovrebbe essere orientata ad identificare determinate situazioni in cui un particolare indirizzo di politica economica è preferibile ad altri.

² Frankel, J. A. (September 1999). No Single Currency Regime is Right for All Countries or At All Times. *Essays in International Finance*, no. 215, Princeton: Princeton University Press.

In generale è comunque possibile identificare i tratti peculiari, vantaggi e svantaggi, relativi all'adozione di un sistema di cambi piuttosto che un altro.

1.2 Tassi di cambio fissi: pro e contro.

Una politica di tassi di cambio fissi presuppone il mantenimento del cambio ad un livello costante o al più una fluttuazione dello stesso in una banda d'oscillazione molto ristretta. All'uopo l'autorità monetaria interviene per il mantenimento del cambio al livello prefissato.³

Si elencano di seguito, a scopo esemplificativo, le principali motivazioni che spingono i paesi ad adottare questo regime di cambio sono:

1. Politica monetaria disciplinata e attenzione agli obiettivi di lungo periodo
2. Riduzione delle fluttuazioni monetarie della valuta
3. Incremento del commercio e degli investimenti internazionali
4. Coordinamento delle politiche economiche tra gli Stati
5. Non utilizzo delle politiche monetarie per crescite fittizie.

I tassi di cambio fissi costringono i paesi che li adottano a mantenere una politica monetaria disciplinata. Il regime di tassi di cambio fissi rappresenta un deterrente alle politiche monetarie o fiscali eccessivamente espansive che possono indurre nella trappola del “*bias* inflazionistico”. Gli Stati detenendo un pieno controllo sull'offerta di moneta potrebbero, infatti, creare spirali inflazionistiche per raggiungere obiettivi politici di breve termine senza preoccuparsi delle conseguenze economiche di lungo periodo. L'adozione di una valuta agganciata a un'altra o a un paniere di valute è intrinsecamente collegata a una politica monetaria ferrea e disciplinata.

Inoltre, un regime lasciato libero di fluttuare avrebbe delle ripercussioni in termini di fluttuazioni monetarie della valuta del paese e innescare un “balletto

³ Petreski, M. (2004). To Fix or to Float: Pros and Cons for the Different Regimes. *Economist* .

dei tassi di cambi” (Krugman P. R. & Obstfeld M., 2007)⁴. Gli operatori sui mercati dei cambi potrebbero realizzare profitti creando attese di deprezzamento che si auto realizzano senza considerare le prospettive di lungo termine della valuta.

Il principale vantaggio di un sistema di tassi di cambio fissi riguarda, nonostante tutto, l’espansione del commercio e degli investimenti internazionali. Un cambio fluttuante rende gli importatori e gli esportatori più incerti rispettivamente sul prezzo che riceveranno e su quello che pagheranno, e in un mondo avverso al rischio riduce le transazioni. Un sistema che mantiene fisso il valore delle valute in una determinata area elimina il rischio di cambio ed incrementa il volume degli scambi e degli investimenti tra i paesi appartenenti a quella determinata zona.

Gli Stati che fissano tra di loro il tasso di cambio sono obbligati, oltre al resto, all’applicazione di politiche economiche coordinate fra loro e si eliminano così comportamenti da “*free-rider*”⁵, tesi a ottenere interessi personali senza curarsi degli impatti negativi su altri Stati.

Infine, l’impossibilità nell’utilizzo della politica monetaria elimina il malcostume di gonfiare i cicli economici e la produzione di breve periodo e presuppone una crescita del paese basata sulla stabilità dei prezzi e quindi reale⁶.

Naturalmente esistono anche degli svantaggi nell’applicazione di questa politica di cambio.

Attraverso questo tipo di politica le industrie del paese sono più esposte alla concorrenza esterna e qualora il paese si trovi in una situazione di transizione economica, non riuscirebbe a sviluppare settori chiave in via potenziale per il paese⁷. Ecco perché è fondamentale applicare l’”*Infant Industry Protection*”⁸ in alcuni settori soprattutto in paesi che adottano una politica di cambi fissi.

⁴ Krugman, P. R. & Obstfeld M. (2007). *Economia Internazionale*. Pearson Addison Wesley.

⁵ “Comportamento opportunistico, consistente nel godere benefici di un bene per cui altri hanno pagato il prezzo” cit. da Rosen, H.S. (2007). *Scienza delle finanze*. Milano: McGraw-Hill.

⁶ Krugman, P. R. & Obstfeld M. (2007). *Economia Internazionale*. Pearson Addison Wesley.

⁷ Drabek, Z & Brada (December 1998). Exchange Rate Regimes and the Stability of Trade Policy in Transition Economies. *Journal of Comparative Economics* 26.

⁸ Industrie che nei primi stadi di sviluppo necessitano di un protezionismo interno (affinché siano tutelate dalla concorrenza predatoria) applicato attraverso dazi o altri tipi di barriere all’entrata. La ragione principale di questa protezione risiede nella difficoltà di sfruttare economie di scala per un’impresa nei primi stadi di vita. *L’Infant Industry*

Il regime di cambio fisso può ritardare il necessario aggiustamento dei prezzi relativi e causare attacchi speculativi al punto di causare nelle economie emergenti la “paura di fluttuare”⁹ (Huang & Malhotra, 2004) che molto spesso termina con l’uscita dal regime di cambio fisso a causa del brusco calo degli investimenti esteri e degli afflussi di capitale¹⁰, com’è testimoniato dalle crisi dei paesi dell’Est asiatico e da quelli Latino americani.

“L’equivalenza tra un sistema di cambi fissi e un’area a moneta unica non è corretta. I cambi fissi non sono immutabili, perché il valore del rapporto fra due valute, può in ultima istanza, essere modificato anche in regime di cambi fissi e immutabili”¹¹ (Magnifico, 2005) .

Inoltre la politica monetaria unica fa sì che le uniche divergenze che esistono tra gli Stati siano determinate da fattori reali e non monetari.

Ecco perché è necessario accanto al sistema centrale di moneta unica un ruolo redistributivo delle risorse tra le regioni che colmi le distanze e renda l’area valutaria più integrata, cioè in grado di reagire con un moltiplicatore monetario sostanzialmente uniforme nei diversi paesi non più delimitati da una propria offerta di moneta.

Oggi un sistema di cambi fissi è attuato dai paesi aderenti all’accordo ERM II, affinché il mercato unico sia integrato e non compromesso da fluttuazioni eccessive del tasso di cambio anche con i paesi che non hanno ancora adottato l’euro ma che fanno parte dell’UE.

Quest’accordo mira ad assicurare la stabilità economica e l’orientamento alla politica monetaria di stabilità e convergenza adottata dal SEBC, così che queste regioni possano essere guidate in un cammino di transizione, nel rispetto dei principi monetari comuni, per l’adozione dell’euro¹².

Accordi simili riguardano i paesi firmatari degli accordi denominati: ”*Eastern Caribbean Currency Union*”, ” *West African Economic and Monetary Union*”,

protection , presuppone quindi una particolare attenzione per le imprese ai primi anni di vita al fine di creare i presupposti per lo sviluppo delle economie di scala benefiche nel lungo termine per tutto il paese.

⁹ Huang, H. & Malhotra, P. (2004). Exchange Rate Regimes and Economic Growth: Evidence from developing Asian and Advanced European Economies. *IMF Working paper series* , 1-32.

¹⁰ Calvo, G. A.-F. (2004). On the Empirics of Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects. *Federal Reserve Bank of San Francisco* .

¹¹ Magnifico, G. (2005). *L’euro: ragioni e lezioni di un successo sofferto*. Roma: Luiss University Press.

¹² http://europa.eu/legislation_summaries/economic_and_monetary_affairs/institutional_and_economic_framework/125082_it.htm

”*Central African Economic and Monetary Community*”, che cercano di creare una stabilità monetaria all’interno di aree cui appartengono molti paesi di transizione, ai fini di uno sviluppo economico.

La stabilità monetaria assicura che ci sia un minor rischio di svalutazione che riduce il rischio di bruschi deflussi di capitale dal paese.

La disciplina fiscale elimina la pratica (spesso utilizzata nei paesi di transizione), dell’utilizzo del signoraggio per finanziare il debito governativo, inoltre minor inflazione garantisce la stabilità dei prezzi e l’espansione del commercio.

Infine, una completa dollarizzazione od eurizzazione riduce il rischio di cambio per gli investitori esteri nel paese di riferimento.

Queste tre ragioni permettono al paese che ha fissato il proprio cambio di acquisire credibilità nei confronti dell’esterno e incrementare il commercio e gli investimenti esteri nel proprio territorio, condizioni fondamentali per lo sviluppo economico.

L’analisi riportata spiega, perché, le economie di transizione sono quelle che maggiormente adottano oggi tassi di cambio fissi.

1.3 Regimi di cambio flessibili: pro e contro

La letteratura economica giustifica l’utilizzo dei regimi di cambio flessibili su tre punti cardine¹³:

1. Autonomia nella politica monetaria
2. Simmetria
3. Funzione di stabilizzatore automatico dei tassi di cambio

L’autonomia della politica monetaria da parte della banca centrale del paese di riferimento è sicuramente il vantaggio più evidente di un sistema di cambi liberi di fluttuare. La banca centrale è liberata dall’onere, presente nel regime di cambio fisso di dover adeguare l’offerta di moneta allo scopo di mantenere il

¹³ Krugman, P. R. & Obstfeld M. (2007). *Economia Internazionale*. Pearson Addison Wesley.

livello di cambio prefissato e ciò permette l'uso della moneta per contrastare gli shock sul mercato dei beni nel breve periodo.

L'utilizzo autonomo della politica monetaria permette, inoltre, di scegliere il proprio tasso d'inflazione che altrimenti sarebbe importato dal paese con cui si fissa il tasso di cambio (critica principale ai meccanismi di Bretton Woods), poiché è la moneta di riferimento l'unica in grado di controllare la politica monetaria e, in un sistema di cambi fissi, l'unica funzione della moneta è di mantenere il tasso di cambio al livello prefissato con il paese di riferimento.

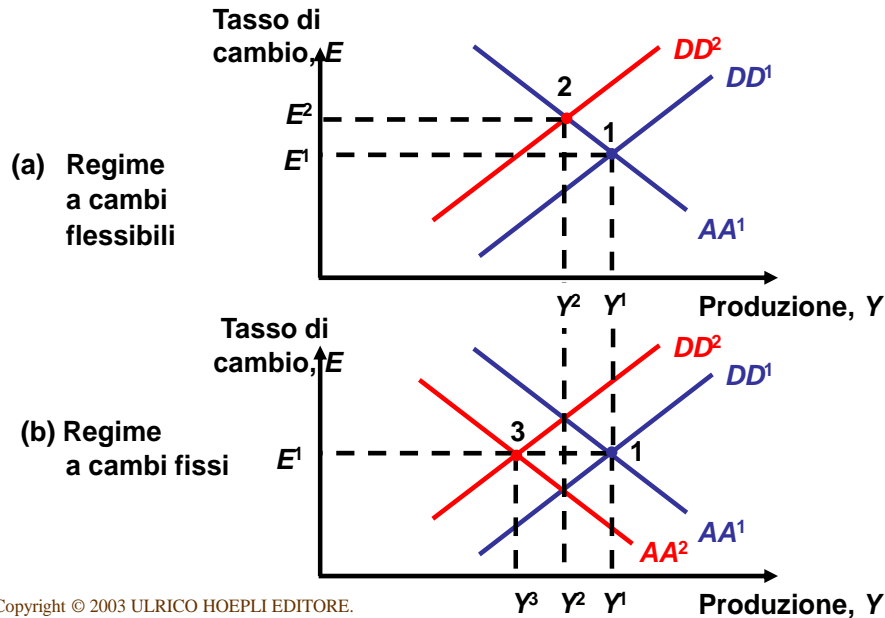
In secondo luogo, i sostenitori dei tassi di cambio flessibili credono che un regime di tassi fissi agevoli le "asimmetrie" tra i paesi, poiché si configura il ruolo di una moneta guida (Dollaro in Bretton Woods; Marco nello SME), le cui condizioni dell'economia strutturale sono notevolmente superiori rispetto alle altre monete.

Questo deriva dal fatto che la moneta di riferimento in un sistema di cambi fissi assume un'importanza fondamentale poiché la domanda di valuta da parte degli altri paesi si manterrà stabile grazie al meccanismo di aumento e riduzione dell'offerta di moneta che presuppone il mantenimento di riserve in valuta "egemone".

Infine la terza argomentazione concerne la capacità dei tassi di cambio di assicurare cambiamenti gradualmente che permettono alle economie di superare senza eccessivi problemi il mutamento delle condizioni economiche.

Un sistema di cambi fissi di contro, agevola attacchi speculativi, giacché il cambio perde la sua funzione di stabilizzatore automatico ed è continuamente sottoposto alle pressioni di deprezzamento o apprezzamento derivanti dai cambiamenti strutturali dell'economia del paese. Inoltre, da un punto di vista macroeconomico uno shock nel mercato dei beni ha effetti molto peggiori in un regime di cambio fisso, poiché è accompagnato da una tendenza a un deprezzamento naturale.

Gli effetti di una caduta della domanda di esportazioni



Copyright © 2003 ULRICO HOEPLI EDITORE.

Figura 1.1: Gli effetti di una caduta della domanda di esportazioni

Fonte: <http://docenti.luiss.it/manzocchi/courses/economia-internazionale-laurea-triennale/lezioni/economia-monetaria-internazionale/capitolo-9>

Un regime di cambio flessibile compensa parzialmente questo shock grazie ad un incremento delle esportazioni derivante dal deprezzamento del cambio nominale (passaggio da E^1 a E^2) e quindi nel breve periodo anche di quello reale q (definito come $q = E \cdot P_{for} / P$, dove E = tasso di cambio nominale; P_{for} = prezzi dei beni all'estero; P = prezzi interni del paese); in cambi fissi, invece, poiché il tasso di cambio deve essere mantenuto, uno shock nel mercato dei beni deve essere accompagnato da una politica monetaria restrittiva (passaggio da AA^1 ad AA^2), tesa ad apprezzare il tasso di cambio così da ripristinare il livello di cambio prefissato E^1 , che induce una recessione ancor più marcata nel breve periodo (passaggio da Y^1 a Y^3).

Le principali critiche che sono espresse contro i regimi fluttuanti riguardano l'incertezza e la difficoltà di progettare piani d'investimento a causa dell'alta variabilità del tasso di cambio che scoraggiano il commercio e gli investimenti

internazionali¹⁴. Sebbene esistano meccanismi di copertura dalla variabilità dei tassi di cambio, questi hanno un costo elevato. In ogni caso il continuo movimento dei tassi di cambio intensifica gli squilibri più che proporre aggiustamenti¹⁵.

In generale, allo scopo di favorire il commercio, più le economie sono integrate e più i relativi tassi di cambio sono fissati tra le aree d'integrazione.

I principali paesi che utilizzano questo modello di cambio sono tendenzialmente paesi di grandi dimensioni (Brasile, Australia, Canada) e con grandi tradizioni di commercio mondiale (Regno Unito, Giappone, Svizzera), che non hanno certo bisogno di rassicurare gli investitori esteri su crolli improvvisi del tasso di cambio.

Diversa è invece la situazione dei paesi appartenenti all'area latino americana che, dopo aver provato ad impiantare una politica economica a cambi fissi con risultati deludenti (Crisi del Currency Board in Argentina, 2001), hanno preferito salvaguardarsi dall'esposizione ad attacchi speculativi e adottare un cambio fluttuante (Cile e Messico).

Le precarietà politica e le tensioni interne sottoponevano le economie di questi paesi a continue pressioni che rendevano utopistico il mantenimento di condizioni di stabilità economica, gioco forza i mercati reagivano a questi squilibri con meccanismi speculativi finalizzati al deprezzamento delle valute di quelle aree.

Una situazione analoga si riscontra nei paesi che adottano un sistema di fluttuazioni controllate. Questi paesi cercano di controllare le fluttuazioni delle valute, anche se a causa delle condizioni economiche disagiate in cui riversano sono costrette a mantenere un cambio fluttuante. In queste economie è indispensabile sfruttare il vantaggio del signoraggio per cui è necessario controllare direttamente l'offerta di moneta che per il teorema della "trinità impossibile" deve mantenere un sistema di cambi flessibili quando la circolazione dei capitali è liberalizzata.¹⁶

¹⁴ Frankel, J. (1999) No Single Currency Regime is Right for All Countries or All Times. NBER Working Paper, 7338, p.1-41.

¹⁵ Cooper, R. Toward a Common Currency. International Finance, 3(2), p.287-308.

¹⁶ Mankiw, N. G. (2009). *Macroeconomia*. Bologna: Zanichelli.

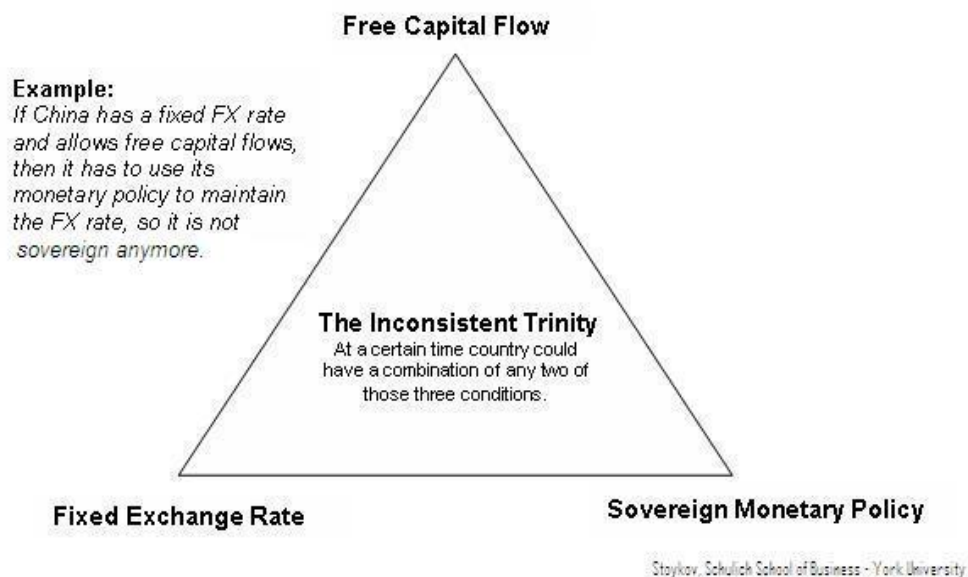


Figura 2.2: Teorema della trinità impossibile

Fonte: Inconsistent Trinity Autor: Christo Stoykov, MBA Schulich School of Business - York University, Toronto

Il *trilemma della politica economica* ha dimostrato nella storia che un paese scegliendo un lato del triangolo deve necessariamente rinunciare ai caratteri istituzionali del vertice opposto. I paesi a tasso di cambio flessibile collocandosi nel lato destro della figura optano per una politica monetaria indipendente (*sovereign monetary policy*) e per la libera circolazione dei capitali (*free capital flow*) rinunciando alla stabilità dei cambi fissi. Dall'altro lato i paesi che hanno fissato il cambio (*fixed Exchange rate*) rinunciano al vertice opposto del triangolo, cioè ad una politica monetaria indipendente. Infine, l'ultima soluzione è rappresentata dalla possibilità di beneficiare sia dei vantaggi della politica monetaria autonoma e della stabilità dei cambi, limitando però i flussi internazionali di capitale come ha fatto la Cina per molti anni.

In questo caso il tasso d'interesse non è più determinato sui mercati mondiali ma è determinato dalle forze economiche interne, trattandosi di un'economia chiusa, ed è così possibile ricorrere ad una politica monetaria indipendente¹⁷.

1.4 Particolari tipologie di regimi di cambio.

Nel *continuum* tra i regimi di tassi di cambio fissi e quelli in grado di fluttuare liberamente si collocano alcuni modelli particolari che i paesi nel mondo tendono ad adottare per le più svariate ragioni e necessità.

La dollarizzazione è un caso particolare che consiste nell'adozione di una valuta estera¹⁸ come valuta ufficiale in sostituzione della valuta nazionale. E' una forma estrema di tasso di cambio fisso che presuppone il conformarsi alla politica monetaria svolta dall'autorità nazionale del paese del quale si utilizza la moneta. L'applicazione di questa particolare politica di cambio è rara; i casi più eclatanti riguardano Panama (dal 1950) e Ecuador ed El Salvador (2000), ovvero tendenzialmente paesi di piccole dimensioni fortemente condizionati da risorse provenienti dall'estero. L'Euro può costituire un caso particolare di dollarizzazione contraria poiché gli Stati hanno acconsentito ad una delega della politica monetaria ad un ente sovranazionale come la Banca Centrale Europea.

Il *currency board* è un modello particolare dei cambi fissi in cui è istituzionalizzata la politica monetaria del paese. Il *currency board* non è altro che un'autorità monetaria affiancata alla Banca Centrale del paese, che può emettere moneta solo se esiste un corrispondente ammontare di riserve valutarie del paese a cui la valuta nazionale è agganciata. Esiste quindi, una piena corrispondenza tra la valuta nazionale e quella di riserva, a differenza di un sistema semplice di *peg*, dove le riserve devono coprire solo una parte dei saldi monetari. In un sistema del genere è possibile immettere liquidità solo detenendo riserve di valuta estera in eccesso o al più tramite l'acquisizione di valuta estera mediante il surplus della bilancia dei pagamenti¹⁹. Per

¹⁷ Mankiw, N. G. (2009). *Macroeconomia*. Bologna: Zanichelli.

¹⁸ La denominazione dollarizzazione deriva dalla valuta generalmente adottata in sostituzione della valuta nazionale: il dollaro. Ciò grazie all'importanza che questa valuta ha rivestito nella storia dell'economia mondiale.

¹⁹ La bilancia dei pagamenti è lo "schema contabile che registra le transazioni economiche intervenute in un dato periodo tra i residenti e i non residenti in un'economia. Per residente in un'economia si intende ogni persona fisica o

istituzionalizzare questo regime è necessaria una legge speciale o talvolta anche una legge costituzionale e questo rappresenta una forte “barriera all’uscita” a causa della laboriosità e delle difficoltà che si incontrano per modificare questi tipi di norme. Lo stato di Hong Kong rappresenta il caso di currency board più longevo nella storia: esistono però anche episodi meno felici nell’applicazione di questo regime, come ad esempio l’Argentina (1990-2001), il cui sistema di cambio così rigido fu una delle cause principali della crisi economica del paese.

Il *crawling peg* è un sistema che prevede l’aggancio della valuta del paese ad una valuta ancora o ad un paniere di valute, definendo un tasso di svalutazione più o meno preannunciato. Questo sistema rappresenta nella sua fattispecie un compromesso tra il sistema di cambi fissi e quelli flessibili poiché da un lato la banca centrale è obbligata ad intervenire qualora il tasso di cambio ecceda il livello prefissato e dall’altro è possibile mantenere l’equilibrio esterno grazie alla maggiore flessibilità garantita dalle oscillazioni. Inoltre, in un sistema come il *crawling peg* è “ridotta la possibilità che si verifichino consistenti apprezzamenti del tasso di cambio reale qualora il tasso di inflazione domestica ecceda quello estero”.²⁰ (Dipartimento Economia Unimib). La Cina ad esempio ha introdotto un sistema di questo tipo dal mese di Luglio del 2005 dopo aver abbandonato anche a causa delle pressioni degli altri paesi un sistema di cambi fissi con il dollaro.

Il principale vantaggio del sistema di *crawling peg* risiede nella credibilità, derivante dal mantenimento del cambio entro certi limiti, che acquista l’autorità monetaria. Questo deriva dal fatto che l’autorità monetaria ha possibilità di un esercizio limitato della politica monetaria, visto che in ogni caso il tasso di cambio deve mantenersi entro una determinata banda. Inoltre, l’attuazione del *crawling peg* con riferimento ad una moneta tendenzialmente stabile rende le fluttuazioni più prevedibili e favorisce il commercio internazionale. Gli svantaggi principali di questo sistema riguardano la sopravvalutazione della valuta nazionale rispetto a quella di riferimento, che

giuridica il cui centro di interessi economici risieda, su base non temporanea, in quella economia. Le transazioni economiche si sostanziano nel passaggio di proprietà di risorse sia reali (beni, servizi, redditi) sia finanziarie: in quest’ultimo caso, esse originano una variazione delle attività o delle passività finanziarie dei residenti verso l’estero” cit. da DizionarioFinanziario.it

²⁰ <http://dipeco.economia.unimib.it/persone/colombo/econinter-b%5Cregimi.pdf> (Unimib)

causa un peggioramento del saldo della bilancia commerciale, e un regime comunque suscettibile di attacchi speculativi da parte degli operatori di mercato.

Oltre a questo, una politica di cambio fluttuante entro determinate bande crea una stabilità temporanea e non permanente²¹.

	2007	2008
No separate legal tender	5.32	5.32
Currency board	6.91	6.91
Conventional peg		
<i>Single currency</i>	33.51	32.45
<i>Composite</i>	3.72	3.72
Pegged within horizontal bands	2.66	1.60
Crawling peg	3.19	4.26
Crawling band	0.53	1.06
Managed floating	25.53	23.40
Independently floating	18.62	21.28

Figura 3.3: Classificazione in percentuale delle differenti tipologie di cambio adottate nel mondo

Fonte: IMF

²¹ Stockman, A. C. (1999) Choosing an Exchange Rate Regime. *Journal of Banking and Finance*, 23, p.1483-1498.

Exchange rate arrangement (number of countries)	Monetary Policy Framework						
	Exchange rate anchor				Monetary aggregate target	Inflation-targeting framework	Other ¹
	U.S. dollar (66)	Euro (27)	Composite (15)	Other (7)			
Exchange arrangement with no separate legal tender (10)	Ecuador El Salvador Marshall Islands Micronesia, Fed. States of	Palau Panama Timor-Leste	Montenegro San Marino			Kiribati	
Currency board arrangement (13)	Antigua and Barbuda ² Djibouti Dominica ² Grenada ² Hong Kong SAR St. Kitts and Nevis ²	St. Lucia ² St. Vincent and the Grenadines ²	Bosnia and Herzegovina Bulgaria Estonia ² Lithuania ²			Brunei Darussalam	
Other conventional pegged arrangement (68)	Angola Argentina Aruba Bahamas, The Bahrain Bangladesh Barbados Belarus Belize Entrea Guyana Honduras Jordan Kazakhstan Lebanon Malawi Maldives Mongolia Netherlands Antilles	Oman Qatar Rwanda Saudi Arabia Seychelles Sierra Leone Solomon Islands Sri Lanka Suriname Tajikistan Trinidad and Tobago Turkmenistan United Arab Emirates Venezuela, Rep. Boliviana de Vietnam Yemen, Rep. of Zimbabwe	Benin ⁴ Burkina Faso ⁴ Cameroon ⁵ Cape Verde Central African Rep. ⁵ Chad ⁵ Comoros Congo, Rep. of ⁵ Côte d'Ivoire ⁴ Croatia Denmark ³ Equatorial Guinea ⁵ Gabon ⁵ Guinea-Bissau ⁴ Latvia ³ Macedonia, FYR Mali ⁴ Niger ⁴ Senegal ⁴ Togo ⁴	Fiji Kuwait Libya Morocco Russian Federation Samoa Tunisia	Bhutan Lesotho Namibia Nepal Swaziland	Argentina Malawi Rwanda Sierra Leone	

Figura 4.4 : Classificazione di tipologia di regime di cambio adottato per singolo paese

Fonte: IMF

L'analisi effettuata conferma la teoria per cui non esiste un regime di cambio migliore di altri. Sono le situazioni e le condizioni in cui si trovano i paesi a determinare la scelta di un regime piuttosto che un altro.

Capitolo 2

L'importanza del regime di cambio in Cina

2.1 Cina: dal fixed peg al crawling peg

La politica di cambio cinese è stata, soprattutto negli ultimi anni un tema di profondo interesse e dibattiti. I dati sulla crescita del Pil reale cinese dal 1997 al 2010 attestano una crescita media annua del 3.64%.²² Il dato è ancora più elevato se consideriamo il periodo tra il 1997 ed il 21 luglio 2005 (data dell'annuncio del passaggio dal *fixed peg* al *crawling peg*), in cui la Cina ha mantenuto lo yuan agganciato al dollaro attraverso un regime di cambio di tipo *fixed peg*. La crescita media annua del Pil reale nel periodo considerato è pari a 3,85%.²³ Per molti questi dati sono strettamente correlati all'applicazione di una politica di cambio adeguata e produttiva ma allo stesso tempo scorretta e non in linea con le prospettive di *governance* economica globale.

Il renminbi o yuan è la moneta ufficiale della Repubblica Popolare Cinese dal 1° Dicembre del 1948.

Dal 1949, a seguito della disfatta nazionalista, il nuovo governo cinese decise di porre un freno all'inflazione cavalcante, centralizzando tutte le operazioni di cambio estero.

Dal 1997 al 2005 il governo cinese fissò il cambio della propria valuta nazionale con quella statunitense al tasso di 8.3RMB per dollaro, suscitando reazioni negative da parte del governo statunitense e dell'intera economia mondiale.

Il renminbi fu accusato più volte di essere eccessivamente svalutato ed a seguito di una lotta continua la Cina accettò di rivalutare la propria valuta passando ad un sistema di tipo *crawling peg*²⁴ attraverso un annuncio ufficiale il 21 luglio 2005.

²² <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG/countries/CN?display=graph>

²³ <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG/countries/CN?display=graph>

²⁴ <http://chineseculture.about.com/od/thechinesegovernment/a/RMB.htm>

Tasso di Cambio RMB-USD dal 1989 al 2006

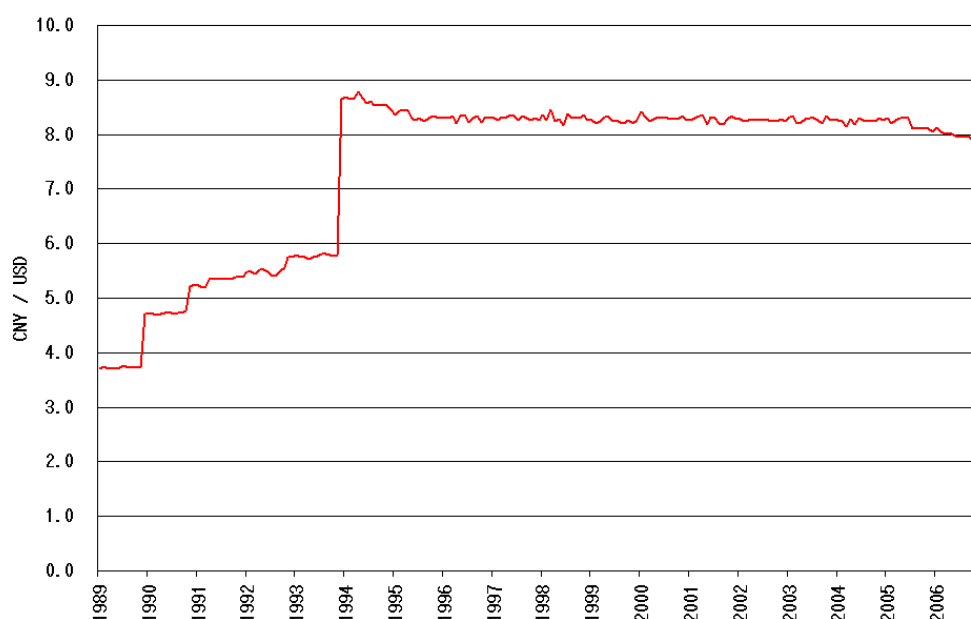


Figura 2.1: Tasso di cambio RMB-USD dal 1989 al 2006

Fonte:http://www.boj.or.jp/type/stat/dlong/fin_stat/rate/index.htm#forex

La politica adottata dalla Cina dal 1997 al 2005, permetteva al paese asiatico di godere dei cambi fissi. Una valuta più deprezzata, rispetto alle condizioni in cui si sarebbe trovata se fosse stata lasciata libera di fluttuare, creava le condizioni per ottenere e mantenere un vantaggio consistente di prezzo nelle esportazioni. Nonostante la Cina abbia cercato, in tempi più recenti, di sviluppare i consumi interni, l'economia asiatica rimane ancora fortemente legata alla domanda estera. Per questo motivo, le autorità cinesi si sono dimostrate restie al passaggio da un modello di cambi fissi ad uno più fluttuante, dove la valuta sarebbe stata libera di apprezzarsi, continuamente auspicato dall'economia globale ed in particolare dagli Stati Uniti.

Il premio nobel per l'economia Paul Krugman ha detto: “la Cina non si comporta come le altre grandi economie. Segue, invece, una politica mercantilistica, mantenendo il surplus della bilancia commerciale artificialmente elevato. Oggi in un mondo in recessione, questa politica è, francamente, predatoria” (Krugman P. , Chinese New Year, 2009)²⁵. Il punto

²⁵ Krugman, P. (2009, Dicembre 31). Chinese New Year. *New York Times* .

principale su cui si basano le dichiarazioni di Krugman riguarda il vantaggio sui costi di produzione che la Cina detiene rispetto ai propri rivali mantenendo il proprio tasso di cambio ad un livello eccessivamente svalutato rispetto alle condizioni in cui versa la propria economia. Questo si traduce in un enorme surplus del saldo commerciale.

“In condizioni normali il flusso di dollari in entrata spingerebbe il valore della valuta cinese, ma il governo cinese restringendo l’afflusso di capitali da parte degli investitori privati, comprando dollari e parcheggiandoli altrove, aggiunge due trilioni di dollari alle scorte delle riserve straniere di cambio” (Krugman P., Chinese New Year, 2009)²⁶.

Krugman sostiene che la politica di cambio cinese abbia influito nella crisi dei mutui sub-prime del 2007, che il governo cinese sia stato causa della perdita di molti posti di lavoro statunitensi e che la crescita degli U.S.A. sarebbe stata di circa un punto e mezzo più alta se la Cina avrebbe smesso di mantenere basso il valore della propria valuta e di accumulare surplus commerciali²⁷.

La Cina dovrebbe quindi iniziare a vendere dollari sui mercati, in questo modo il deprezzamento del dollaro aiuterebbe a ridurre la disoccupazione ed incrementerebbe la competitività internazionale dei prodotti statunitensi.

A dispetto delle parole di Krugman, esiste, tuttavia, un altro lato della medaglia che evidenzia come la Cina abbia paradossalmente favorito il governo statunitense.

L’assorbimento di ingenti quantità di valuta americana permette agli Stati Uniti di poter applicare una politica monetaria espansiva senza risentire dell’inflazione e allo stesso tempo permette di mantenere bassi i costi del rifinanziamento americano. Gli acquisti dei titoli del tesoro statunitensi sono pressoché obbligatori per il governo cinese ai fini dell’ancoramento tra yuan e dollaro.

La bilancia dei pagamenti cinese in attivo è una chiara testimonianza dell’aggressività della politica di cambio cinese.

²⁶ Krugman, P. (2009, Dicembre 31). Chinese New Year. *New York Times*.

²⁷ Intervento 12 Marzo 2010, Economic Policy Institution, Washington (Krugman, China's swan song, 2010)

China, P.R.: Mainland Balance of Payments Summary

US Dollars, Millions

	2007	2008	2009	2010
Balances				
Current Account Balance	353,996.47	412,363.81	261,120.25	305,373.97
Capital Account Balance	3,099.07	3,051.45	3,957.52	4,630.33
Financial Account Balance	-368,602.19	-436,283.27	-223,653.10	-250,244.17
Net Errors and Omissions	11,506.64	20,868.01	-41,424.67	-59,760.13
International Investment Position				
Net IIP	1,188,115.45	1,493,816.17	1,510,680.63	1,790,651.81
Total IIP Assets	2,416,204.27	2,956,691.07	3,457,065.79	4,126,042.60
Total IIP Liabilities	1,228,088.82	1,462,874.90	1,946,385.16	2,335,390.78

This data report uses BOP Standard Presentation data.

(-) Indicates that a figure is zero

(...) Indicates a lack of statistical data that can be reported or calculated from underlying observations

Data Source: Balance of Payments Statistics (BOP)

Figura 2.2: Bilancia dei pagamenti cinese: 2007-2008-2009-2010

Fonte:IMF

La tabella mostra come nel 2010 la Cina abbia un surplus di circa 305,4 milioni di dollari, di circa il 25% più elevato rispetto all'anno precedente. Questo dato testimonia che la Cina non intende abbandonare la politica di cambio intrapresa nel corso degli anni.

Formalmente, la politica di cambio cinese ha sperimentato una modifica ufficiale nel 2005. L'annuncio ufficiale del 21 Luglio prevedeva due modifiche fondamentali:

- Fissazione del RMB non più con il dollaro ma con un paniere di valute straniere (con peso ponderato annunciato di volta in volta)
- Garantire un piccolo margine di fluttuazione alla valuta, attraverso piccoli cambiamenti giornalieri, che avrebbe permesso a lungo termine un cambiamento sostanzioso.

Sebbene lo yuan abbia sperimentato dal 2005 ad oggi un apprezzamento di circa il 22%, la situazione per molti è rimasta analoga.

Secondo analisi statistiche, la People's Bank of China, ha assegnato un peso irrisorio alle valute inserite nel paniere, rimanendo sostanzialmente agganciata al dollaro²⁸.

Il motivo di un sostanziale ritorno al dollaro è giustificato dalle lamentele degli esportatori delle province cinesi sulla perdita di competitività delle esportazioni nazionali a seguito dell'apprezzamento dello yuan.

Del resto l'aggancio del renminbi al dollaro permette di prevenire l'inflazione (che molto probabilmente si creerebbe a seguito di uno sviluppo economico così elevato), e soprattutto permette di intensificare i commerci con tutti i paesi mondiali che usano il dollaro o hanno valute fissate al dollaro. La Cina, non può permettersi di perdere paesi ai quali esporta notevoli quantità di prodotti.

L'atteso riequilibrio della bilancia dei pagamenti cinese a seguito dell'apprezzamento della divisa monetaria non è confermato dai dati recenti.

La politica di cambio è certamente espressione della sovranità di una nazione, ciò però non equivale a dire che è permessa qualsiasi tipo d'azione a livello economico. La Cina si sta configurando negli anni recenti come la prima potenza mondiale a livello economico, pertanto non si possono negare le virtù e i meriti di questo paese nel condurre politiche economiche adeguate allo sviluppo economico. Si discute, invece, sui modi attraverso i quali la potenza asiatica abbia ottenuto questa crescita. Ad oggi, è fondamentale in una società globalizzata mantenere comportamenti etici ed avere riguardo per l'impatto delle politiche nazionali all'esterno del proprio territorio, al fine di raggiungere una convivenza pacifica ed una *governance* globale solidalmente equa.

2.2 Pro e contro dell' apprezzamento

Sebbene il renminbi sia stato reso più flessibile nel 2005 attraverso la creazione di una banda di fluttuazione ed abbia sperimentato una rivalutazione consistente, è considerata ad oggi una valuta troppo debole rispetto a quello

²⁸ Frankel, J. A.-J. (April 2007). Assessing China's Exchange Rate Regime. *Harvard University and National Bureau of Economic Research* .

che dovrebbe essere date le caratteristiche economiche della Repubblica Popolare Cinese. La rivalutazione, tanto auspicata a livello mondiale porterebbe sia nell'economia globale ma anche alla stessa potenza asiatica dei vantaggi non trascurabili.

Una valuta così debole crea degli squilibri sull'output ottimale che la Cina ha prefissato (\bar{Y}), si genera così un output superiore al livello di equilibrio ($Y > \bar{Y}$), che genera un eccesso di domanda e quindi un problema di surriscaldamento dell'economia. I vantaggi del raffreddamento economico sarebbero visibili soprattutto nel settore dell'occupazione. Eliminare l'eccesso di domanda significa ridurre l'occupazione frizionale derivante dai rapidi cambiamenti strutturali, specialmente dalla migrazione nelle aree urbane.

Nel 2008-2009, il problema del surriscaldamento dell'economia è svanito a causa della crisi globale che ha ridotto le esportazioni cinesi del 40% in un anno, anche se già dai primi mesi del 2010 l'economia cinese è tornata nuovamente in una situazione di eccesso di domanda, che è confermata dalle mancanze sul mercato del lavoro e dal progressivo aumento dei prezzi nel settore immobiliare.²⁹

Una valuta così svalutata crea, inoltre, problemi di eccessi di riserve. La Cina possiede \$ 25000 miliardi di riserve di cui il 70% è denominato in dollari, specialmente buoni del tesoro statunitensi.

Gli US Treasury bills pagano un tasso d'interesse molto basso³⁰, e dall'altro lato la Cina deve far fronte alle richieste degli investitori stranieri che chiedono un ritorno sicuramente più elevato rispetto a quanto il governo cinese percepisce dai titoli posseduti. Da ciò deriva una perdita in aggregato per l'economia asiatica. Un'opzione per la Cina è la sterilizzazione³¹, anche se storicamente questa opzione ha avuto successo per periodi di tempo molto

²⁹ Evenett, S. J. (2010). *The US-Sino Currency Dispute: New Insights from Economics, Politics and Law*. London: CEPR.

³⁰ Gli US Treasury bills insieme agli altri titoli obbligazionari americani, sono considerati sul mercato globale le obbligazioni con la solvibilità e la liquidità più elevata. Queste caratteristiche fanno sì che il rendimento su questi titoli sia molto inferiore rispetto ad una normale obbligazione. Nonostante ciò, la recente possibilità di downgrade da parte delle più grandi agenzie di rating (Standard & Poor, Moody's) sulla solvibilità del debito degli U.S.A., pone dei dubbi sulla capacità di mantenimento di rendimenti così bassi.

³¹ L'intervento di sterilizzazione sul mercato dei cambi fa riferimento all'attività delle banche centrali con cui si effettuano transazioni di segno opposto tra attività interne ed estere per neutralizzare l'effetto delle operazioni monetarie sull'offerta di moneta nazionale. (Krugman, P. R. & Obstfeld M. (2007). *Economia Internazionale*. Pearson Addison Wesley. Capitolo 7. pag 241)

limitati, perché è difficile sterilizzare grandi afflussi di capitale e oltre ciò la sterilizzazione mantiene i tassi d'interesse interni elevati.

La decisione di lasciare apprezzare il renminbi dopo il 2005 sembra dettata proprio da un problema di “quasi-deficit fiscale”, dopo i primi tentativi da parte della banca centrale cinese di sterilizzazione.

Il passaggio da una valuta ancorata ad una libera di essere determinata sul mercato è quasi una necessità per un'economia grande come quella cinese. Le grandi economie hanno bisogno di mantenere strumenti di politica monetaria propri che possano permettere di raggiungere obiettivi macroeconomici di lungo termine. La Cina ha sopperito a questa esigenza esercitando un controllo sull'afflusso di capitali stranieri. Questa soluzione ha una validità temporanea; nel lungo termine bloccare l'afflusso di capitali sarà meno praticabile e allo stesso tempo meno desiderabile più il paese si sviluppa e si integra nell'economia globale.³²

Alla luce di quanto esposto il governo cinese non avrebbe alcun motivo di opporsi alle richieste globali di un apprezzamento, ma naturalmente esistono i risvolti negativi della medaglia.

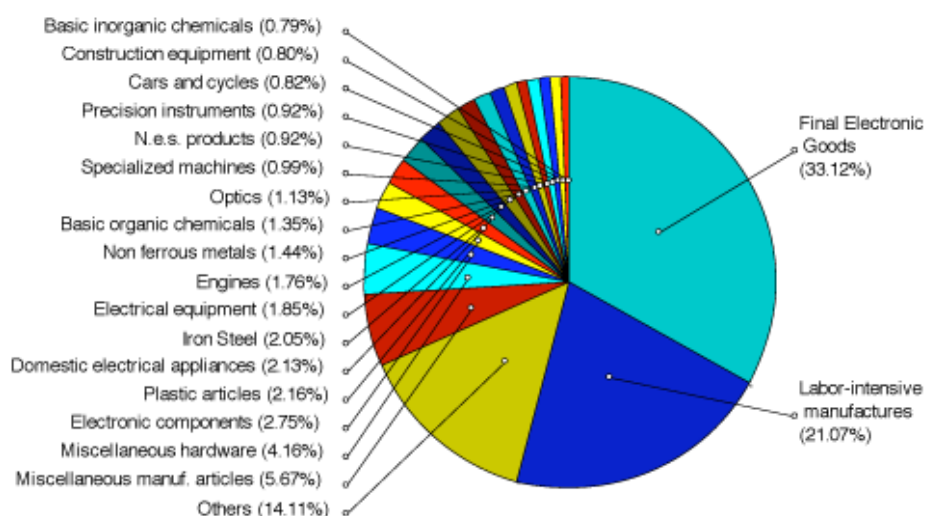
Il governo cinese si oppone alla richiesta di un renminbi più forte sostenendo che tale politica di cambio avrebbe un impatto profondamente negativo sulle esportazioni di beni intensivi di lavoro, decimando i profitti di un settore con margini già molto bassi³³.

Il settore manifatturiero ad alta intensità di lavoro nella produzione che include la produzione di tappeti, stoffe, vestiti, mobili, maglie, pelli e tessiture rappresenta il secondo più grande settore in termini percentuali, dopo il settore tecnologico, per esportazioni.

³² Evenett, S. J. (2010). *The US-Sino Currency Dispute: New Insights from Economics, Politics and Law*. London: CEPR.

³³ Ito, T. (2008) “Influence of the Renminbi on Exchange Rate Policies of Other Asian Currencies”, in M. Goldstein and N.R. Lardy (eds), *Debating China's Exchange Rate Policy*. Washington: Institute for International Economics, 239-258. (T., 2008)

Esportazioni Cina per categoria di prodotti.



Note: Final Electronics goods include consumer electronics goods, computer equipment, telecommunications equipment, and electrical apparatuses. Labor-intensive Manufactures includes carpets, clothing, fabrics, furniture, knitwear, leather goods, and yarns.

Source: CEPII-CHELEM Database

Figura 2.3: Esportazioni Cina per categoria di prodotti.

Fonte: CEPII-CHELEM Database

Uno studio econometrico condotto da Thorbecke e Zhang nel Settembre 2008 dimostra come le modifiche nella politica di cambio cinese influiscano sulle esportazioni di manufatti ad alta intensità di lavoro. Utilizzando un dataset composto dalle esportazioni reali cinesi di questi beni su 30 paesi dal 1987 al 2006, e utilizzando il modello di regressione di Goldstein e Khan (1985) le esportazioni possono essere rappresentate con il seguente modello:

$$ex_t = \alpha_{10} + \alpha_{11}rer_t + \alpha_{12}rgd_t + \varepsilon_t$$

dove ex rappresenta le esportazioni reali del paese, rer rappresenta il tasso di cambio reale, rgd rappresenta le entrate straniere reali, e dove tutte le variabili sono misurate in logaritmo naturale³⁴.

³⁴ The Effect of Exchange Rate Changes on China's Labor-Intensive Manufacturing Exports, Willem Thorbecke, George Mason University and RIETI & Hanjiang Zhang, University of Texas, September 2008.

L'inferenza statistica mostra come i coefficienti della regressione siano tutti significativi statisticamente. I risultati mostrano come un apprezzamento dello yuan pari al 10% ridurrebbe le esportazioni di beni intensivi di lavoro del 18% in media (adjusted $R^2=94\%$). I risultati dell'indagine econometrica giustificano parzialmente le preoccupazioni del governo cinese in merito ad un apprezzamento della valuta nazionale. Ciò, infatti, danneggerebbe l'esportazioni di beni quali vestiti e calzature che sono ormai ben stabilizzate sui mercati e sui quali la Cina esercita un potere di fornitura elevato a livello globale. I dati fanno ben comprendere i motivi per i quali la Cina si è mostrata restia ad un apprezzamento della valuta.

Nonostante ciò, l'eccessivo surplus della bilancia dei pagamenti cinese, rende l'apprezzamento della valuta cinese una soluzione auspicabile.

L'apprezzamento dello yuan di circa il 20% nei confronti del dollaro e coinciso con un deprezzamento di circa il 35% nei confronti dell'euro. Questa politica economica ha avuto profonde ripercussioni sulle esportazioni manifatturiere europee nei mercati mondiali³⁵.

La relazione Balassa-Samuelson giudica se una valuta dovrebbe essere più forte o più debole sulla base del principio della parità del potere d'acquisto (PPP³⁶). Sebbene eseguire un confronto tra le PPP dei paesi sia difficile a causa della difficoltà nel reperire i dati relativi rispetto a quelli assoluti, Subramanian ha stimato che il renminbi è stato svalutato di circa il 30% nel 2010, se l'equilibrio è definito dalla relazione Balassa-Samuelson³⁷. L'evidenza empirica ha mostrato prezzi più bassi in Cina rispetto ai prezzi dei paesi ugualmente avanzati. Questa evidenza si basa soprattutto sui prezzi dei beni non commerciabili, e quindi sul livello generale dei prezzi che dovrebbe tendere ad aumentare con l'incremento della produttività del paese e dei salari reali.

Sebbene da un punto di vista economico esistano i pro e i contro dell'apprezzamento della valuta, una soluzione politicamente corretta sarebbe

³⁵ The Effect of Exchange Rate Changes on China's Labor-Intensive Manufacturing Exports, Willem Thorbecke, George Mason University and RIETI & Hanjiang Zhang, University of Texas, September 2008.

³⁶ Purchasing power parity

³⁷ Subramanian, Arvind (2010), "New PPP-Based Estimates of Renminbi Undervaluation and Policy Implications", Policy Brief 10-8, Peterson Institute for International Economics: Washington DC, April.

quella di apprezzare la valuta e liberalizzare i movimenti di capitale. Le autorità economiche cinesi devono responsabilizzarsi attraverso una collaborazione globale che induca al mantenimento di una valuta più forte possa che ridurre le pressioni sull'esportazioni europee ed americane.

2.3 L'impatto della politica di cambio ai fini dello sviluppo economico del paese.

Alla luce delle considerazioni esposte il tasso di cambio nominale è una variabile in grado di influenzare le sorti economiche di un paese; ma quanto è effettivamente importante ai fini della crescita? Se per assurdo esistessero due paesi assolutamente identici con un'unica differenza nel regime di cambio applicato, quanto questa variabile sarebbe in grado di influenzare lo sviluppo di uno rispetto all'altro?

Nella letteratura economica si tende a considerare la variabili nominali incorrelate con le performance di crescita di lungo termine di un paese. A proposito, Goldstein sostiene la teoria del tasso naturale per cui la migliore politica macroeconomica è la stabilità dei prezzi di medio periodo³⁸. Detto ciò una politica di cambio con una moneta molto debole crea inflazione senza incidere sulla crescita monetaria reale del paese nel lungo periodo.

Levy-Yeyati e Sturzenegger ipotizzano invece una relazione debole ma esistente tra regime di cambio e crescita economica. La fissazione valutaria tra due divise conduce ad una minor incertezza politica e ad un tasso d'interesse interno più basso che crea le basi per un ambiente in grado di condurre allo sviluppo economico. Allo stesso tempo la fissazione del cambio non funge da stabilizzatore automatico durante i periodi di recessione e stimola un comportamento protezionistico che distorce i prezzi e l'allocazione di risorse nell'economia³⁹.

³⁸ Goldstein, M. (2002) *Managed Floating Plus*. Washington DC: Institute for International, Economics, Policy Analyses in International Economics.

³⁹ Levy-Yeyati, E. and Sturzenegger, F. (2002) *To Float or to Fix: Evidence on the Impact of Exchange Rate Regimes on Growth*. *American Economic Review*, 12(2), p.1-49.

Garofalo investiga sulla relazione tra cambio fisso e crescita, sostenendo che la fissazione del cambio alimenta gli investimenti, ma che il cambio fluttuante assicura una crescita più rapida in termini di produttività⁴⁰.

L'impatto del tasso di cambio sull'esportazioni dei paesi è analizzato da Nilsson e Nilsson, i quali evidenziano l'importanza del tasso di cambio, considerato *spiritus movens*, dell'intera crescita economico dei paesi in via di sviluppo⁴¹.

La letteratura economica segue la linea per la quale un tasso di cambio fisso è preferibile a quello volatile, in quanto riducendo il rischio di cambio incoraggia gli investimenti ed il commercio del paese, anche se sembrerebbe non influenzare in maniera sostanziale la crescita di lungo periodo di un paese. Inoltre, gli investimenti non sembrano dipendere esclusivamente dalla scelta del regime di cambio e dall'incertezza, piuttosto sembra che i fattori reali assumano un peso maggiore.

Alla luce delle analisi sopra esposte si può concludere che il regime di cambio influisce sulla produttività, gli investimenti ed il commercio di un paese e quindi anche sul tasso di crescita di lungo periodo. E' chiaro, inoltre, che il tasso di cambio fisso abbia un impatto più forte rispetto a quello flessibile poiché è in grado di ridurre il livello d'incertezza, sebbene allo stesso tempo sia anche più rischioso in termini stabilizzazione economica. La relazione che sussiste è comunque molto blanda, per cui è possibile affermare che il tasso di cambio è soltanto uno dei tanti fattori che influisce sulla crescita, dato il peso molto limitato di questa variabile⁴².

I risultati della letteratura economica sono molto simili a quelli dell'evidenza empirica. Gli studi condotti negli anni rivelano come i vari sistemi di cambio hanno un impatto abbastanza limitato sulle variabili macroeconomiche chiave. Secondo gli studi di Gosh, condotti su 145 paesi appartenenti al Fondo Monetario Internazionale per dal 1960 al 1990, le performance in termini di crescita del Pil reale sono leggermente migliori nei paesi che adottano un

⁴⁰ Garofalo, P. (2005) Exchange Rate Regimes and Economic Performance: The Italian Experience. Banca D'Italia Quaderni dell'Ufficio Ricerche Storiche, 10, p.1-50.

⁴¹ Nilsson, K. and Nilsson, L. (2000) Exchange Rate Regimes and Export Performance of Developing Countries. Blackwell Publishers, 2000, p.331-349.

⁴² Petreski M., Exchange-Rate Regime and Economic Growth: A Review of the Theoretical and Empirical Literature, 2009 Luglio.

regime di cambi fluttuante (1.7% di crescita annua sotto regimi fluttuanti contro 1.4% in regimi fissi). Sorprendentemente, la crescita maggiore in termini di Pil reale si sperimenta nei paesi che adottano regimi intermedi (*soft peg o managed float*), ma anche qui i risultati non sono statisticamente significativi (crescita media annua del 2%)⁴³.

Anche nell'analisi condotta da Garofalo per il caso italiano dal 1861 al 1998 attraverso la regressione OLS a due stadi con *standard errors* eteroschedastici, si evince che un regime di cambio fisso riduce la crescita economica del paese⁴⁴.

Negli studi empirici condotti, i paesi con un regime di cambio *de-jure e de-facto* fluttuante hanno performance peggiori rispetto ai paesi che *de-jure* hanno un regime differente rispetto a quello effettivamente adottato e agli stessi paesi con tasso di cambio ancorato ad un'altra valuta. Questo evidenzia la presenza del fenomeno denominato "*paura di fluttuare*"⁴⁵.

Secondo gli studi di Huang and Malhorta, inoltre, la capacità del tasso di cambio d'influenzare lo sviluppo economico è molto maggiore nelle economie in fase di sviluppo rispetto alle economie avanzate, dove altri fattori assumono un ruolo molto più importante⁴⁶.

Dalle analisi teoriche ed empiriche esposte non si può affermare che un regime di cambio sia migliore di un altro, poiché i risultati appaiono tra loro contrastanti o non significativi statisticamente. Nonostante ciò, è opinione economica comune che la Cina sia stata favorita dal regime di cambio applicato nella sua cavalcante crescita durante l'ultimo decennio. Certamente, moltissimi fattori hanno avuto un peso enorme nel modello di sviluppo cinese, ma si può affermare con certezza che il regime di cambio abbia influenzato questo paese più di quanto abbia potuto fare con altri.

⁴³ Ghosh, A. O. (1997). Does the Exchange Rate Regime Matter for Inflation and Growth? *IMF Economic Issues*, 1-19.

⁴⁴ Garofalo, P. (2005) Exchange Rate Regimes and Economic Performance: The Italian Experience. Banca D'Italia Quaderni dell'Ufficio Ricerche Storiche, 10, p.1-50.

⁴⁵ E' il fenomeno per cui molti paesi che dichiarano di avere un cambio fluttuante, nella pratica adottano un regime di cambio fisso. Secondo uno studio condotto da Calvo e Reinhart, la paura di ampi oscillamenti nel valore della valuta nazionale si rileva particolarmente nei mercati emergenti, che soffrendo di una mancanza di credibilità cronica sono più propensi a shock nel valore di cambio.

⁴⁶ Huang, H. and Malhotra, P. (2004) Exchange Rate Regimes and Economic Growth: Evidence from developing Asian and Advanced European Economies. IMF Working paper series, p.1-32.

Naturalmente non esistono paesi uguali tra loro e questo giustifica i risultati empirici contrastanti ed incoerenti degli studi condotti.

Le differenze morfologiche, politiche, economiche e sociali rendono le nazioni profondamente differenti ed inconfrontabili, e per quanto si possano costruire modelli accurati che tengano conto di ogni piccola differenza tra gli Stati, non è possibile generalizzare sull'influenza esclusiva della politica di cambio ai fini della crescita economica del paese, che certamente dipende da un numero incalcolabile di fattori.

Alcuni paesi (indipendentemente dalla loro classificazione in paesi sviluppati o in via di sviluppo), possono beneficiare di politiche economiche in misura molto maggiore rispetto ad altri, è necessario per questo capire quale possa essere il regime più adatto in una determinata situazione. La politica economica non va intesa come la panacea di tutti i mali, occorre l'applicazione di una linea coerente ed equilibrata nel tempo che possa permettere una crescita duratura evitando forti oscillamenti del ciclo economico.

La Banca Centrale cinese ha compreso l'importanza dello strumento di cambio nel proprio paese (soprattutto ai fini dell'incremento dell'export), e sebbene abbia operato in maniere scorretta ed iniqua, è riuscita ad accelerare la propria crescita economica. E' importante considerare il ruolo svolto dalla politica di controlli sugli afflussi di capitale. Su questo tema sono state condotte pochissime ricerche, anche se pare essere una politica capace di influenzare in maniera considerevole la crescita della potenza asiatica.

Il mondo intero e soprattutto gli U.S.A., (come già peraltro accennato), ha biasimato in passato (dal 1997 al 2005), e continua a farlo, la potenza asiatica per la rigidità delle politiche economiche attuate, accusando la Cina di manipolazione della valuta.

Per molti l'apprezzamento dello yuan ed il suo passaggio dal *fixed* al *crawling peg*, è stato fortemente influenzato dalle pressioni del governo statunitense e dall'accusa di una sottovalutazione manipolata.

Dall'altro lato sembra opinabile la tesi del governo americano, secondo la quale se la Cina avesse mantenuto la valuta libera di fluttuare l'economia statunitense ne avrebbe risentito in maniera significativa.

Le colpe si dividono da sempre tra le parti; sicuramente la Cina ha attuato una politica predatoria globalmente riconosciuta, ma allo stesso tempo permangono molti dubbi su significativi miglioramenti economici degli U.S.A. qualora questa politica non fosse stata applicata.

2.4 Yuan: sottovalutazione manipolata?

L'articolo IV dell'*IMF Articles of Agreement*, tratta delle obbligazioni riguardanti le politiche di cambio dei paesi.

Allo scopo di creare un contesto economico che “faciliti lo scambio di beni, servizi e capitali tra i paesi, e sostenga la crescita economica” e per “assicurare le condizioni necessarie alla stabilità economica e finanziaria” ogni membro si impegna ad rispettare le direttive sulle politiche di cambio e a promuovere un sistema di regimi di cambio stabile tra paesi⁴⁷.

In particolare l'articolo 3 della sezione 1 richiede ad ogni membro di “evitare la manipolazione dei tassi di cambio o del sistema monetario internazionale al fine di prevenire efficaci aggiustamenti della bilancia dei pagamenti o di guadagnare un vantaggio competitivo ingiusto sugli altri membri”⁴⁸ (IMF, *Articles of Agreement of the International Monetary Fund, Article IV - Obligations Regarding Exchange Arrangements*).

Teoricamente l'obbligazione imposta dal Fondo Monetario Internazionale intende punire quei paesi che detenendo la valuta artificialmente svalutata cercano di ottenere e mantenere un surplus della bilancia dei pagamenti e allo stesso modo quei paesi che, più raramente, cercano di sostenere la propria valuta per mantenere un deficit sulla bilancia dei pagamenti.

La Cina è stata accusata dal 2003 di evitare l'apprezzamento del renminbi, attraverso l'ancoramento della valuta al dollaro, e di mantenere ingiustificatamente un surplus della bilancia dei pagamenti e attraverso questa manipolazione di ottenere un vantaggio competitivo ingiusto nei confronti degli altri paesi.

⁴⁷ <http://www.imf.org/external/pubs/ft/aa/aa04.htm>

⁴⁸ <http://www.imf.org/external/pubs/ft/aa/aa04.htm>

In termini tecnici non si può accusare un paese di manipolazione della valuta solo perché mantiene la parità centrale con un'altra valuta; il regime di cambio fisso è una soluzione del tutto regolare e prevista dal Fondo Monetario Internazionale. Molti paesi, dall'altro canto lamentano che la decisione cinese di ancorare lo yuan ad una valuta, quando le condizioni naturali porterebbero ad un apprezzamento, è una scelta deliberata del governo cinese con chiaro intento di guadagnare un vantaggio competitivo sul mercato mondiale, che pone seri problemi alla parità delle bilance dei pagamenti e crea squilibri economici nel resto del mondo⁴⁹.

Le pressioni dei politici statunitensi nei confronti del governo cinese per la rivalutazione dello yuan iniziarono nel 2003, attraverso dei trattati e degli articoli che esponevano i vantaggi per gli U.S.A. in termini di miglioramenti del deficit commerciale e di posti di lavoro. In seguito, il governo stesso iniziò ad accusare la Cina di manipolazione di valuta, minacciando, nel 2005, di imporre tariffe illegali⁵⁰ del 27,5% contro i prodotti cinesi se i funzionari politici asiatici non avesse rivalutato lo yuan in maniera consistente^{51 52}.

Anche a causa di queste pressioni, la Cina nel 2005 decise di lasciare di abbandonare la politica di *fixed peg* contro il dollaro e lasciare un margine d'oscillazione naturale alla propria valuta. In realtà, come già fatto notare, non ci fu un cambiamento radicale, bensì un allineamento ad un basket di valute in cui solo il dollaro assumeva un peso rilevante. Per questo motivo gli Stati Uniti pubblicarono dei report d'accusa anche nel 2006.

I parametri sulla base dei quali una valuta è giudicata manipolata appaiono generali ed ambigui. Il semplice surplus o deficit della bilancia dei pagamenti accompagnato ad una valuta ancorata ad un'altra, non sembra essere condizione necessaria e sufficiente per l'accusa di manipolazione. In questo caso, infatti, moltissimi stati sarebbero dei manipolatori ed attuerebbero una politica di cambio contro la regolamentazione disposta dal FMI. Uno Stato

⁴⁹ Goldstein, Morris, 2004, "Adjusting China's Exchange Rate Policies," High-Level Seminar, Dalian, China, May 26-27. Working Paper 04-1, Petersen Institute for International Economics, Washington, DC.

⁵⁰ Con il termine "tariffe illegali" si fa riferimento ai principi stabiliti dalla World Trade Organization (WTO).

⁵¹ La proposta fu denominata legge di Schumer-Graham, dal nome degli uomini del Congresso di Capitol Hill.

⁵² Frankel, J. A.-J. (April 2007). Assessing China's Exchange Rate Regime. *Harvard University and National Bureau of Economic Research*.

manipolatore dovrebbe mantenere un surplus ingiustificato che in termini globali, rappresenti una porzione molto elevata . Una situazione del genere è configurabile in Cina ma non in altri paesi come ad esempio la Costa d'Avorio, che nonostante abbiano un surplus della bilancia non possono essere classificati come manipolatori.

La maggioranza degli economisti mondiali è convinta della pesante sottovalutazione della divisa cinese e che la Banca Centrale del paese asiatico effettui ripetutamente operazioni finanziarie allo scopo di evitare l'apprezzamento della valuta. Questo rende la Cina un paese che, dal punto di vista della politica economica di cambio, opera in maniera opposta alle direttive fornite dal Fondo Monetario Internazionale riguardo la riduzione dei surplus delle bilance dei pagamenti al fine di preservare una convivenza pacifica dal punto di vista dell'economia globale⁵³.

I poteri di giudizio del Fondo Monetario Internazionale rimangono abbastanza limitati sebbene dalla primavera del 2006 questa istituzione internazionale abbia ricevuto un mandato rafforzato riguardo le questioni economiche internazionali.

Le deliberazioni del consiglio esecutivo del Fondo, dopo aver analizzato la situazione di cambio del renminbi, hanno confermato il desiderio di una maggiore flessibilità della valuta. Riguardo il problema dell'apprezzamento, il Fondo ha confermato l'importanza di tale manovra, senza però entrare nel merito dell'entità di tale operazione.

Per alcuni, molti dei membri asiatici del Fondo Monetario hanno giocato un ruolo fondamentale attraverso la pubblicazione di un report in cui erano esposti i motivi per cui la valuta cinese non aveva bisogno di essere apprezzata⁵⁴.

Secondo gli uomini del Fondo, l'unico modo di risolvere la questione della politica di cambio cinese è attuare un'opera di convincimento e persuasione pubblica e privata, attraverso dei negoziati con il governo cinese.

⁵³ Fellow, S. & Mussa, M. (October 2007.). IMF Surveillance over China's Exchange Rate Policy. *Peterson Institute for International Economics* .

⁵⁴ Fellow, S. & Mussa, M. (October 2007.). IMF Surveillance over China's Exchange Rate Policy. *Peterson Institute for International Economics* .

Il Fondo ha comunque ribadito l'importanza del rispetto delle normative esposte, per le regole di *governance* economica globale, sottolineando che la Cina, pur rispettando tali normative, si trovi attualmente in una posizione *borderline*.

Il tema centrale della questione rimane la produttività dei negoziati tra le due maggiori potenze economiche (U.S.A. e Cina), anche se gli accordi su una collaborazione multilaterale rimangono molto complessi, per la molteplicità degli interessi in giuoco.

Gli organi internazionali e le altre potenze economiche mondiali devono svolgere un ruolo di supervisione delle trattative allo scopo di non evitare lo scoppio di una vera e propria guerra economica.

Negli anni gli sforzi effettuati sono stati tutt'altro che vani. I considerevoli progressi compiuti sottolineano l'importanza della diplomazia nel campo economico.

Dal Luglio 2010 lo yuan si è sganciato dalla parità con il dollaro, apprezzandosi prima del 6,74% e successivamente del 3,04% nei confronti della moneta americana. Ad oggi la moneta si attesta intorno ai 6,4 dollari⁵⁵.

⁵⁵ <http://it.notizie.yahoo.com/agi-yuan-sotto-quota-6-4-dollari-ora-084600715.html> (fonte: AGI)

Tasso di Cambio RMB-USD dal 2006 ad oggi

US Dollar (USD) to Chinese Yuan (CNY) Exchange - 20 February 2006 to 21 February 2011



Figura 2.4: Tasso di Cambio RMB-USD dal 2006 ad oggi

Fonte: <http://strategic-discourse.com/2011/02/chinese-government-accuses-us-of-fomenting-brazilian-and-indian-anger-over-yuan-valuation/>

I numerosi progressi raggiunti e testimoniati dal grafico sul tasso di cambio USD per CNY⁵⁶ provano che la strada della diplomazia e del continuo monitoraggio delle politiche asiatiche sia fruttuosa. In particolare, la continua attenzione internazionale alle politiche di cambio cinese permette di evitare problemi come la manipolazione di valuta.

Il ruolo rivestito dalla potenza asiatica obbliga i governatori di questo paese ad uniformarsi alle direttive internazionali non solo allo scopo di evitare sanzioni da parte degli organismi preposti, ma soprattutto per essere fautori di comportamenti etici e morali e per promulgare il concetto di responsabilità sociale dal quale non si può prescindere al giorno d'oggi.

⁵⁶ USD= acronimo internazionale per Us Dollar e CNY= acronimo internazionale per Chinese Yuan

2.5 Misure di buona governance in Cina

La prospettiva continua di una politica economica opposta alle richieste naturali del mercato, focalizzandosi soprattutto nel mantenimento di una valuta deprezzata, attraverso manovre economiche artificiali, potrebbe avere conseguenze molto dannose nel lungo periodo.

La bolla economica giapponese durante la fine degli anni 80' fu causata anche dal rifiuto del governo di apprezzare lo yen. La lezione giapponese sembra essere chiara: “non resistere all'apprezzamento della valuta quando l'economia sta sperimentando una fase di crescita” (Evenett, 2010)⁵⁷. La Cina sta correndo il rischio di mantenere i tassi d'interesse troppo bassi, iniettando ingenti quantitativi di liquidità al sistema, allo scopo di prevenire dall'apprezzamento. Questo tipo di politica potrebbe causare una bolla, che avrebbe potenzialmente effetti catastrofici sull'economia.

La *People's bank of China* dovrebbe assumere la decisione di lasciare apprezzare il renminbi indipendentemente dai risvolti benefici sugli squilibri globali, che rappresenterebbero solamente un valore aggiunto ad una decisione di per sé corretta. La lezione giapponese deve essere analizzata con cautela dai decisori economici cinesi, ricordando che un apprezzamento ridurrebbe l'inflazione e aprirebbe la strada a cambiamenti strutturali di cui la Cina ha bisogno⁵⁸.

La crisi più recente ha ritardato il problema dell'apprezzamento della valuta, il cambio svalutato ha infatti giovato al paese per il mantenimento di un vantaggio competitivo più che mai necessario in tempo di recessione.

Naturalmente l'apprezzamento della valuta avrebbe benefici superiori ai costi esclusivamente dopo un margine di tempo adeguato. E' inammissibile pensare che questa scelta politica risulti vincente nell'immediato e soprattutto non lasci nessuno scontento.

⁵⁷ Evenett, S. J. (2010). *The US-Sino Currency Dispute: New Insights from Economics, Politics and Law*. London: CEPR. pag 181

⁵⁸ Evenett, S. J. (2010). *The US-Sino Currency Dispute: New Insights from Economics, Politics and Law*. London: CEPR. pag 181

Ogni scelta economica divide la popolazione tra contenti ed infelici, sta al governo stabilire le priorità tra generazioni presenti e generazioni future.

La rivalutazione della divisa nazionale attraverso il passaggio dal regime di *fixed* al *crawling peg* ha rappresentato per molti un'ammissione della colpevolezza del paese asiatico. La rivalutazione raggiunse il 22% nel periodo compreso tra il 2005 ed il 2008, mentre il dollaro entrava in forte declino contro l'euro, lo yen e le altre valute; questo a rafforzamento della tesi per cui la politica economica cinese non era atta a risolvere il problema, sebbene a raffreddare parzialmente le polemiche⁵⁹.

La politica di cambio cinese non è la causa di tutti gli squilibri economici globali e neppure si può pretendere che la Cina adotti la propria politica di cambio sulla base di decisioni imposte dall'alto.

Dall'altro lato, però, la Cina deve riconoscere il proprio ruolo nel mondo economico di oggi. Non siamo più di fronte ad un paese in via di sviluppo, a cui nel suo piccolo, è concesso di operare stratagemmi per la crescita, piuttosto, siamo ad oggi, di fronte ad una delle principali potenze economiche globali, che necessariamente deve porre attenzione all'impatto internazionale delle politiche interne perseguite.

Il progetto di *governance* globale proposto dallo IAI⁶⁰ prevede “un sistema internazionale gestito con strumenti multilaterali e sulla base di accordi cooperativi e di regole condivise dai poli principali” (IAI-Istituto Affari Internazionali)⁶¹. Lo IAI in collaborazione con un network di istituti ha, inoltre, “ha avviato una iniziativa di riflessione sui cambiamenti nella distribuzione del potere economico a livello mondiale con l'ascesa della Cina e di altre economie emergenti e gli scenari di riforma delle regole e delle istituzioni che sottendono al funzionamento dell'economia globale” (IAI-Istituto Affari Internazionali)⁶². I risultati della ricerca sono discussi da un gruppo di lavoro e diffusi tra i vari paesi. Durante le discussioni particolare rilievo ed attenzione è dedicata ai processi di riforma delle istituzioni economiche e finanziarie

⁵⁹ Evenett, S. J. (2010). *The US-Sino Currency Dispute: New Insights from Economics, Politics and Law*. London: CEPR. pag 187

⁶⁰ IAI = Istituto Affari Internazionali

⁶¹ <http://www.iai.it/content.asp?langid=1&contentid=449>

⁶² <http://www.iai.it/content.asp?langid=1&contentid=449>

multilaterali quali la Banca Mondiale, il Fondo Monetario Internazionale e l'Organizzazione Mondiale del Commercio⁶³.

Il periodo di transizione economico e politico è facilmente riconoscibile a livello globale, per questo, a seguito della recente crisi, sono fondamentali misure macroeconomiche nazionali coordinate. Oggi più che mai la strada del mercantilismo nazionalista è per tutti senza uscita.

L'ex direttore del Fondo Monetario Internazionale Strauss Khan, ha ricordato qualche mese fa che, "aggregando le previsioni elaborate dai Paesi membri del FMI, si ottiene un surplus della bilancia commerciale globale dell'ordine del 30% del Pil del pianeta" (AGI China 24, 2011)⁶⁴. Le importazioni sono necessarie per riequilibrare una situazione così gravosa a livello planetario.

Nel secolo dell'interdipendenza globale ridefinire l'assetto istituzionale mondiale è una priorità assoluta.

Il tema della *governance globale* è stato affrontato anche dai politici italiani. Il segretario del Partito Democratico Bersani ha dichiarato: "il coordinamento delle politiche economiche è necessario non solo per rispondere alle emergenze finanziarie in corso o davanti a noi. A tal fine, è sempre più evidente che la *governance* multilaterale disegnata nel 1944 o negli anni '70 è inadeguata a riflettere le configurazioni politiche ed economiche del primo decennio del XXI secolo e a svolgere le funzioni oggi necessarie a regolare crescita e sviluppo sostenibili sul piano economico, sociale ed ambientale. E' inadeguato l'assetto del Fondo Monetario e della Banca Mondiale. Sono inadeguati per missione e funzionamento il WTO e l'ILO ed è inadeguato, nonostante la più giovane età, il G7-G8. Il rafforzamento del G20 e la trasformazione del *Global Stability Forum* in *Global Stability Board* compiuto per gestire i rischi di collasso finanziario dopo il crollo di Wall Street nell'autunno 2008 sono passi avanti nella giusta direzione, ma primi passi di un lungo cammino. Le riforme della *governance* globale non sono una concessione alle potenze emergenti,

⁶³ <http://www.iai.it/content.asp?langid=1&contentid=449>

⁶⁴ <http://www.agichina24.it/repository/categorie/in-primopiano/politica-internazionale/notizie/bersani-a-pechino-sulla-governance-mondiale>

sono la condizioni per promuovere una crescita stabile, in quanto sostenibile sul piano macro-economico, sociale ed ambientale” (AGI China 24, 2011)⁶⁵.

Gli accordi globali passano per via diretta dall'economia asiatica della Cina, e dalle politiche economiche attuate. Il regime di cambio è un'arma tanto utile quanto pericolosa sia all'interno sia all'esterno del paese.

I fatti più recenti mostrano come le autorità monetarie di Pechino si siano rivelate disponibili ad accordi ed abbiano mosso i primi passi verso la risoluzione del problema. Il 13 Agosto 2011 il governo cinese “ha deciso di rivalutare la propria moneta, portando il cambio con il dollaro a 6,399” (economia.bloglive.it, 2011)⁶⁶, per la prima volta sotto la soglia di 6,4 yuan per dollaro.

L'impatto di questa politica dovrebbe portare nel tempo a benefici consistenti per l'intero pianeta, calmierando i prezzi e stabilendo un maggior equilibrio negli scambi commerciali, oltre che soprattutto promuovendo una politica di crescita reale e non trainata dalle esportazioni.

Il tasso di cambio diventa, in quest'ottica, un'arma fondamentale che tutti i paesi dovrebbero usare con criterio, considerando gli effetti positivi o negativi a livello globale.

Negli ultimi tre lustri, la Cina ha usato la propria politica di cambio senza curarsi delle ripercussioni mondiali delle proprie politiche interne, tuttavia negli ultimi anni riconoscendo gli errori e cercando di adeguarsi alle normative internazionali.

Il percorso per una crescita globale, equa e solidale è stato intrapreso. Allo scopo di evitare ostacoli è auspicabile un continuo monitoraggio delle politiche commerciali attuate dagli Stati da parte degli organi internazionali, che richiedono un ampliamento di poteri affinché possano sanzionare gli stati viziosi e premiare quelli virtuosi.

La Cina, giacché potenza economica globale, ha lo scopo di guidare l'intero continente asiatico promuovendo politiche di crescita sostenibili ed in linea con i principi normativi e morali globalmente riconosciuti.

⁶⁵ <http://www.agichina24.it/repository/categorie/in-primo-piano/politica-internazionale/notizie/bersani-a-pechino-sulla-governance-mondiale>

⁶⁶ <http://economia.bloglive.it/cina-yuan-sotto-soglia-di-64-contro-il-dollaro-6464.html>

La politica di cambio rappresenta il punto di partenza del cambiamento economico e dell'apertura alle trattative per questo paese ricco di storia.

Capitolo 3

Giappone: il pioniere asiatico del sistema di cambio.

3.1 Yen: libertà di apprezzamento.

Lo yen, valuta ufficiale giapponese, ha avuto nella storia una rilevanza determinante nelle sorti dell'economia globale grazie allo sviluppo tecnologico del Giappone. Il paese asiatico è stato una delle maggiori potenze economiche e la sua moneta ha assunto negli anni un potere tale da configurarla tra le valute più richieste sui mercati finanziari internazionali.

Prima del 1949 il commercio estero era controllato direttamente dal governo, ed inoltre, esistevano una molteplicità di tassi di cambio.

Con l'attuazione di politiche atte a trasformare il Giappone da un'economia di transizione ad un'economia di mercato fu introdotto un unico tasso di cambio, in un sistema che prevedeva un nuovo modo di gestire il commercio con l'estero. Attraverso questo sistema il governo giapponese inseriva di fatto una *quota* sulle importazioni.

Questo regime continuo ad operare fino a che le pressioni d'oltreoceano non portarono ad una liberalizzazione del commercio che avvenne agli inizi degli anni 60⁶⁷.

Naturalmente il sistema era usato dall'economia asiatica per mantenere il settore industriale competitivo e per mantenere un surplus consistente della bilancia dei pagamenti.

Il sistema di controllo dell'import/export attraverso il tasso di cambio non è stato sperimentato nel corso della storia esclusivamente dal Giappone. Si sono susseguiti, infatti, notevoli paesi che pur adottando un sistema ferreo di controllo non sono riusciti ad avere la stessa rilevanza e lo stesso impatto globale della valuta nipponica.

⁶⁷ Ito T. and Krueger A. (1999). Changes in Exchange Rates in Rapidly Development Countries: Theory, Practice, and Policy Issues (NBER-EASE volume 7). *University of Chicago Press*, Chapter 12.

La legge promulgata nel 1949, prevedeva un controllo diretto da parte del governo il cui scopo era quello di mantenere stabile il valore della valuta, oltre che di mantenere in attivo od al massimo in pareggio la bilancia dei pagamenti del paese.

Per questo motivo fu creato il *gaika yosan seido* ovvero fu concentrato nelle mani del governo, della Banca del Giappone (BoJ), e la Banca di cambio straniero tutta la liquidità denominata in valuta straniera, i metalli preziosi e gli *assets* e le *securities* di denominazione estera⁶⁸.

Il motivo principale di un'attenzione così forte alla valuta ed un aggancio dello yen al sistema di Bretton Woods attraverso una fissazione della divisa a 360¥ per ogni Dollaro \$ era dettato dai costi di rifinanziamento della seconda guerra mondiale che imponevano alla potenza asiatica (e a tutte le economie europee) di mantenere un equilibrio di prezzi al fine di sviluppare il commercio internazionale.

Nel 1971, la decisione che indusse il crollo del sistema di Bretton Woods, fu causata anche da uno yen troppo sottovalutato che aveva ormai raggiunto un surplus della bilancia dei pagamenti esorbitante in termini di dollari statunitensi.

La fine del sistema di Bretton Woods coincise con la decisione del governo giapponese di lasciar fluttuare la valuta entro un limite massimo e di porre una soglia d'intervento da parte della Banca Centrale giapponese qualora il tasso d'interesse avesse oltrepassato un riferimento imposto.

Lo yen fu così lasciato libero di fluttuare e di svalutarsi nei confronti del dollaro statunitense sebbene, inizialmente con un controllo imposto dalle autorità economiche.

Dal Febbraio 1973, il Giappone optò per un regime di cambio completamente fluttuante, e lo yuan sperimentò un trend di fluttuazioni notevoli del valore della propria valuta.

Nel Settembre del 1985 al Plaza Hotel di New York il G5, i Governatori delle Banche Centrali si accordarono per intervenire sul mercato dei cambi, deprezzando il dollaro poiché notevolmente sopravvalutato.

⁶⁸ Ito T. and Krueger A. (1999). Changes in Exchange Rates in Rapidly Development Countries: Theory, Practice, and Policy Issues (NBER-EASE volume 7). *University of Chicago Press*, Chapter 12.

La decisione di deprezzamento conosciuta con il nome di “*Plaza Agreement*” ebbe ripercussioni negative sullo yen che sperimentò una rivalutazione notevole passando dai 240 ¥ per \$ ai 160 ¥ in un solo anno⁶⁹.

L’economia giapponese risultò prontamente depressa da tale politica economica, soprattutto sul fronte delle esportazioni. All’uopo furono adottate misure per stimolare l’economia del paese.

Inoltre, il governo giapponese nel 1987 dovette negoziare il “*Louvre Agreement*” con il governo statunitense affinché gli americani si impegnassero a non ripetere svalutazioni del dollaro di tale portata.

Le misure monetarie del governo asiatico prevedevano la riduzione dei tassi d’interesse ed il corrispondente incremento dell’offerta di moneta al fine di evitare un apprezzamento dello yen. A queste furono affiancate misure fiscali espansive allo scopo di stimolare l’economia.

Le politiche monetarie si rivelarono ben presto un’arma a doppio taglio, tanto che l’iniezione di liquidità al sistema finì per creare la bolla monetaria di fine anni 80’ che causò il decennio di recessione dell’economia giapponese⁷⁰.

⁶⁹ Kuroda, H. (2004). The "Nixon Shock" and the "Plaza Agreement" :Lessons from Two Seemingly Failed Cases of Japan's Exchange Rate Policy. *China & World Economy* / 3-10, Vol. 12, No. 1 .

⁷⁰ Kuroda, H. (2004). The "Nixon Shock" and the "Plaza Agreement" :Lessons from Two Seemingly Failed Cases of Japan's Exchange Rate Policy. *China & World Economy* / 3-10, Vol. 12, No. 1 .

Tasso di Cambio JPY-USD dal 1950 ad oggi

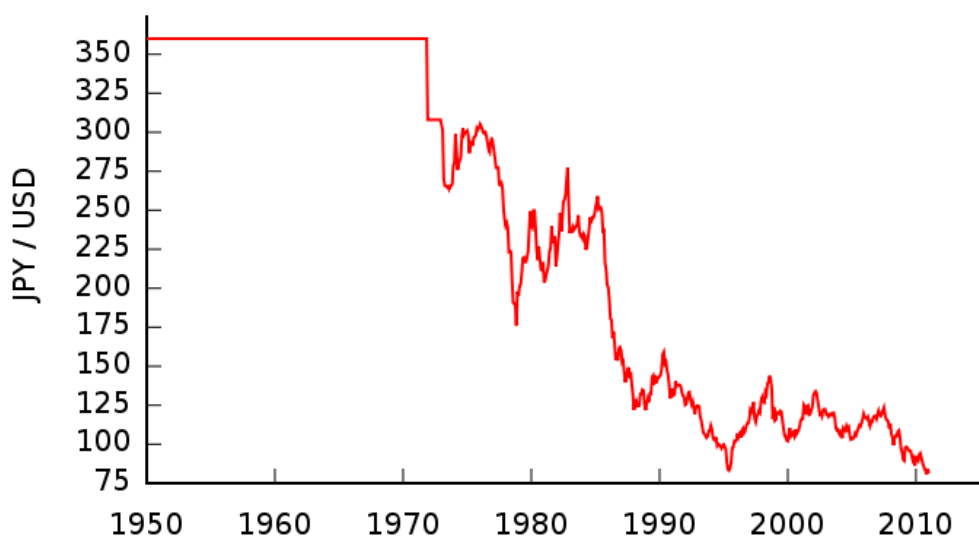


Figura 3.1: Tasso di Cambio JPY-USD dal 1950 ad oggi

Fonte: <http://www.stat-search.boj.or.jp/ssi/mtshtml/m.html> autore Monanenko

Analizzando il grafico, si può notare che sebbene la divisa nipponica abbia nel corso degli ultimi 60 anni sperimentato numerose fluttuazioni, il trend di fondo è stato quello di un costante apprezzamento della valuta.

Questo conferma la teoria di uno yen deprezzato rispetto al suo reale valore durante il periodo di fissazione della valuta rispetto al dollaro statunitense.

In particolare, si può notare come le svalutazioni competitive⁷¹ siano state attuate dal governo nipponico nei periodi più critici, come ad esempio nei due shock petroliferi degli anni 70'. Dopo i due periodi di stagflazione⁷², il Giappone si impegnò per mantenere a freno l'inflazione cavalcante, attuando una politica di cambio ferrea, con lo scopo di apprezzare la valuta per riportare l'equilibrio economico.

Grazie alla politica economica attuata e all'inflazione riportata sotto controllo, il Giappone riuscì ad avere, soprattutto nei settori industriali maturi, una

⁷¹ Si fa riferimento a quelle svalutazioni imposte dalle autorità monetarie allo scopo di guadagnare competitività attraverso un incremento delle esportazioni, dato che la valuta nazionale risulta essere meno costosa e quindi i prodotti nazionali appaiono più convenienti all'estero.

⁷² La stagflazione è un termine coniato nei primi anni 70' dall'economista Samuelson. Indica un periodo storico in cui si sperimentò contemporaneamente l'incremento dei prezzi (inflazione), accompagnato da una recessione nell'economia reale (stagflazione).

crescita economica reale media annua compresa tra il 2.5% ed il 5% del Prodotto Nazionale Lordo tra il 1975 ed il 1991⁷³.

Il Giappone divenne in quegli anni l'economia più dinamica del mondo, caratterizzata non solo dalla frenetica crescita e da livelli d'inflazione molto bassi, ma anche da un settore tecnologico all'avanguardia e da risultati strabilianti nel campo manifatturiero. Nella metà degli anni 80', Tokyo si configurava come il centro della finanza mondiale, visto che il paese asiatico era il primo creditore mondiale⁷⁴.

Il paese asiatico fu caratterizzato durante la seconda metà degli anni 80' da una crescita spropositata dei prezzi dei terreni edificabili, degli immobili e degli oggetti d'arte che finì formando una vera e propria "bolla economica"⁷⁵.

La bolla scoppiò nel 1989, quando la Banca del Giappone innalzò il tasso di sconto, ed in soli due anni i prezzi delle azioni sperimentarono una caduta del 60 % rispetto ai loro valori di massima.

Negli anni compresi tra il 1992 e il 1995, il Giappone sperimentò il proprio periodo massimo di recessione dal dopoguerra⁷⁶.

La divisa ufficiale giapponese, però sembrò essere immune da questa recessione e nonostante le previsioni economiche di un deprezzamento continuò ad apprezzarsi raggiungendo il massimo storico di tutti i tempi di 79 ¥ per U.S.\$ alla fine 1995. In quel tempo solo interventi mirati a migliorare il regime di tasso di cambio sarebbero stati in grado di ribaltare il trend, ma il persistere con una politica di cambio fluttuante e la politica accomodante esercitata dalle autorità giapponesi, fecero sì che lo yen si continuasse ad apprezzare, rappresentando l'ostacolo maggiore per l'uscita dalla recessione⁷⁷.

⁷³ Itō, Takatoshi & Cargill, Thomas F. & Hutchison, Michael M. (1997). *The political economy of Japanese monetary policy*. Cambridge, Massachusetts: MIT Press.

⁷⁴ Itō, Takatoshi & Cargill, Thomas F. & Hutchison, Michael M. (1997). *The political economy of Japanese monetary policy*. Cambridge, Massachusetts: MIT Press.

⁷⁵ Con il termine bolla economica, si fa riferimento ad un determinato periodo economico in il mercato dei prezzi sperimenta un incremento notevole ed ingiustificato, molto spesso a causa di fattori speculativi che operano in termini di incremento della domanda dei beni. Essendo la crescita basata ingiustificata e limitata nel tempo, lo scoppio della bolla crea un ritorno repentino alla normalità e quindi una crisi deflativa nell'economia del paese.

⁷⁶ Itō, Takatoshi & Cargill, Thomas F. & Hutchison, Michael M. (1997). *The political economy of Japanese monetary policy*. Cambridge, Massachusetts: MIT Press.

⁷⁷ Schnabl, G. (2004). *Weak Economy and Strong Currency, The Origins of the Strong Yen in the 1990s*. University of Tübingen, School of Business and Economics .

3.2 Una moneta forte in recessione.

Lo sviluppo della politica di cambio degli anni 90' fu influenzata da quattro fattori chiave, che ebbero, ognuno in maniera differente, un peso significativo nelle problematiche economiche del paese asiatico.

La recessione, la fuoriuscita netta dei capitali, i tassi di rendimento interni troppo bassi e uno yen troppo forte, sono elementi concatenanti ed esplicativi delle politiche economiche giapponesi degli anni 90'.

Lo scoppiò della bolla e la conseguente recessione, portò una caduta dei tassi d'interesse di breve termine, che causò la fuoriuscita netta di capitali dal paese. Il crescente deficit finanziario spinse le autorità monetarie giapponesi ad apprezzare lo yen per evitare una caduta degli investimenti troppo elevata.

Il circolo vizioso ebbe il picco massimo tra la fine del 1995 e gli inizi del 1996, quando la crescita economica reale cadde allo 0.3%, la fuoriuscita di capitali netti dal paese raggiunse i 122 miliardi di dollari, il tasso d'interesse a breve raggiunse il limite minimo del 2% e lo yen scalò il più alto valore di tutti i tempi ⁷⁸.

Le autorità monetarie furono costrette ad intervenire sulla politica di cambio adottando misure necessarie per uscire dalla crisi. Paradossalmente, la crisi dell'est asiatico tra il 1997/1998 giovò al Giappone, poiché indusse la moneta ad un deprezzamento che permise al paese di uscire dalla recessione attraverso un incremento dell'export.

Dato il continuo trend verso l'apprezzamento dello yen, le autorità governative monetarie hanno sempre cercato di evitare l'*endaka*⁷⁹, soprattutto perché i gruppi industriali preferivano una moneta debole per incrementare le esportazioni piuttosto che uno yen troppo forte.

Inoltre, l'incoraggiamento per l'industria delle esportazioni è stato da sempre collegata alla crescita economica del paese, da qui i termini "*export-led growth*" e "*high-yen-induced recession*", che spiegano il perché le esportazioni giapponesi negli anni 90' abbiano assunto un peso determinante insieme al

⁷⁸ Schnabl, G. (2004). Weak Economy and Strong Currency ,The Origins of the Strong Yen in the 1990s. *University of Tübingen, School of Business and Economics* .

⁷⁹ Termine giapponese che si riferisce ad uno yen troppo forte, attraverso il quale gli investitori giapponesi chiedevano l'acquisto di assets stranieri.

progressivo accrescere degli interventi sul tasso di cambio da parte del Ministro delle Finanze giapponese.

Rapporto export/PIL nominale in Giappone dal 1980 al 2008

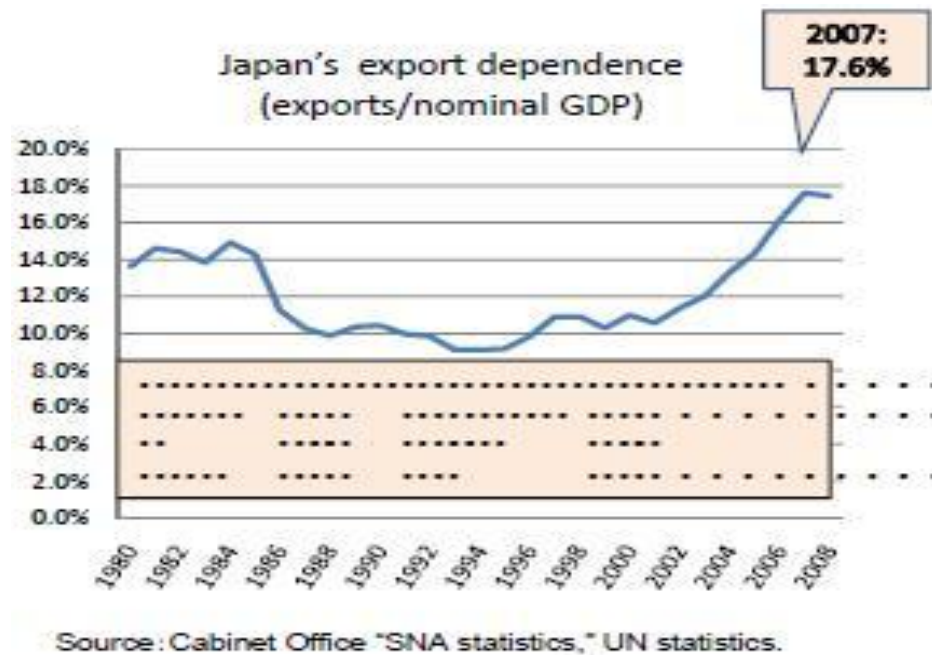


Figura 3.2: Rapporto export/PIL nominale in Giappone dal 1980 al 2008

Fonte: Cabinet Office SNA statistics

Allo stesso tempo la Banca Centrale del Giappone perseguiva una linea guida che prevedeva interventi di sterilizzazione⁸⁰ piuttosto che misure dirette sul tasso di cambio, mantenendo uno yen forte.

Il conflitto con la politica governativa auspicata dal Ministro delle Finanza era palese, e alla luce di ciò, si ponevano dei dubbi sul grado d'indipendenza della Banca Centrale del paese.

Anche se la Banca Centrale del Giappone divenne formalmente indipendente nel 1998, ci sono almeno tre ragioni per sospettare che la politica di cambio sia stata influenzata da agenti esterni.

In primo luogo il Ministero delle Finanze giapponesi ha continuato ad esercitare un'influenza informale nei confronti della Banca Centrale; i gruppi

industriali di rilievo (attenti alle problematiche di cambio per mantenere elevato il livello delle proprie esportazioni) sono direttamente rappresentati nel Cda della Banca Centrale; ed infine, il peso delle pressioni provenienti dall'estero per una modifica della politica di cambio⁸¹.

La riduzione dei tassi d'interesse nel periodo tra il 1995 e il 1996, allo scopo di deprezzare la valuta per uscire dal periodo di recessione, fu il fattore che mise benzina sul fuoco alla crisi dell'Est asiatico del 1998.

Uno Yen svalutato, permetteva, infatti, di ottenere un vantaggio competitivo nell'export rispetto alle altre potenze asiatiche, che si videro costrette a fissare le proprie valute, ad un livello molto deprezzato, con il dollaro statunitense, per mantenere il vantaggio nelle esportazioni⁸².

Nonostante gli interventi massicci effettuati dalle autorità giapponesi sul tasso di cambio durante gli anni 90', lo yen ha continuato a mantenere un trend di apprezzamento costante nel lungo periodo. Gli effetti della politica monetaria e di cambio hanno contribuito solamente nel medio periodo.

“Gli anni 90' sono stati il decennio perduto dell'economia giapponese” (Bertoldi, Dicembre 2002)⁸³ è la definizione con cui molti analizzano il passaggio dell'economia asiatica, dal periodo di fiorente splendore economico degli anni 80' a quello in cui la stessa economia si è ritrovata ad essere il paese OCSE⁸⁴ con le peggiori performance economiche. Le politiche attuate dalla BoJ sono state aspramente criticate per la loro restrittività e a opinione diffusa sono riconosciute come una delle principali cause del decennio nero.

Naturalmente, non si può affibbiare all'economia monetaria tutte le colpe di una crisi radicata nelle fondamenta naturali dell'economia, ma di certo è responsabilità dell'ente monetario del paese cercare di attuare misure tendenti ad uscire dalla crisi o quantomeno alleviare una situazione di profonda

⁸¹ Schnabl, G. (2004). *Weak Economy and Strong Currency ,The Origins of the Strong Yen in the 1990s. University of Tübingen, School of Business and Economics .*

⁸² Schnabl, G. (2000). *Japan und die Asienkrise — international Übertragungsmechanismen von Konjunkturbewegungen. List Forum für Wirtschafts- und Finanzpolitik, Vol. 26, No. 1 , 16-32.*

⁸³ Bertoldi, M. (Dicembre 2002). *Perchè la politica economica è stata così inefficace nella crisi giapponese?* Le edizioni del Mulino.

⁸⁴ L' OCSE è l'organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico. E' una associazione intergovernativa a cui appartengono 29 paesi membri che si proclamano ad economia di mercato.

recessione, quale quella che si configurò nell'economia asiatica, successivamente allo scoppio della bolla speculativa.

3.3 Come superare la paura dell'apprezzamento?

Dal 1973, data dell'introduzione del regime di cambio fluttuante in Giappone, l'intenzione delle autorità giapponesi riguardo la politica della propria valuta ha attraversato diverse fasi distinte fra loro.

Nonostante ciò, obiettivo comune delle politiche è stato ridurre la velocità delle fluttuazioni soprattutto quelle che si muovevano in direzione di uno yen più forte⁸⁵.

Le preoccupazioni di avere una moneta forte e quindi di non poter sfruttare il vantaggio competitivo nell'export sono riscontrabili in moltissimi paesi asiatici, ed anche il Giappone, nonostante un tasso di cambio libero di oscillare, non sembra immune a questo tema.

La domanda interna, non è in grado di soddisfare l'eccesso di produzione che si crea, sfociando così in una necessaria rincorsa all'export allo scopo di evitare una crisi di sovrapproduzione.

L'accumulazione d'ingenti quantità di riserve estere da parte dei paesi asiatici conferma la teoria della "*paura dell'apprezzamento*" piuttosto che della "*paura di fluttuare*". Molti studi dimostrano mettendo in relazione le riserve possedute dai paesi asiatici con il modello "*Buffer Stock*", come i paesi asiatici detengano una quantità di riserve in maniera precauzionale di gran lunga superiore rispetto alle più accorte previsioni.⁸⁶

⁸⁵ Quirk, P. (1977). Exchange rate policies in Japan: leaning against the wind. *IMF Staff Paper*.

⁸⁶ Aizenman, J. a. (2003). The High Demand for International Reserves in the Far East: What's Going On? *Journal of Japanese and International Economics* 17, 370-400.

Japan: Reserves analysis

Data in Millions of SDRs (unless scale is otherwise specified or expressed as ratio, index, or percentage)

		2007	2008	2009	2010	2011
Total Reserves	SDRs	603,793.825	656,177.870	652,926.207	690,126.788	688,641.896
Total Reserves Minus Gold	SDRs	602,932.739	655,316.785	652,065.122	689,265.703	687,780.810
Gold	Fine Troy Ounces	24.602	24.602	24.602	24.602	24.602
Reserve Position in the Fund	SDRs	882.771	1,725.953	2,751.248	2,992.343	11,438.378
SDR Holdings	SDRs	1,919.609	1,968.714	13,375.008	13,392.962	12,834.669
Foreign Exchange	SDRs	600,130.359	651,622.118	635,938.865	672,880.398	663,507.763

Figura 3.3: Giappone: analisi delle riserve, dati denominati in SDRs

Fonte: IMF

Nell'immediato susseguirsi della crisi dell'Est asiatico del 1997/1998, ci fu una grande discussione sui problemi delle valute "deboli" e un incremento delle passività non coperte denominate in valuta straniera possedute dagli stati⁸⁷.

Questo fenomeno fu analizzato e chiamato "*paura di fluttuare*", a causa dell'apprezzamento che sarebbe stato causato dal lasciar libera la valuta di muoversi e dalla conseguenza perdita di competitività delle esportazioni nazionali sul mercato mondiale.

Un gran numero di Stati asiatici ha imposto un controllo ferreo sui movimenti della propria valuta (Hong Kong, Cina, etc.), altri invece, come ad esempio il Giappone, hanno preferito lasciar fluttuare lo yen cercando però di controllare gli apprezzamenti troppo elevati o di porre un freno alle oscillazioni eccessive della propria moneta.

Il *discrimen* non è quindi la politica di cambio attuata dal paese, piuttosto sembra essere la paura dell'apprezzamento incessante della propria valuta a guidare le politiche economiche dei paesi asiatici. Il Giappone a differenza dell'economia cinese trova conveniente applicare una politica di cambio flessibile, anche se è consapevole che un apprezzamento incontrollato della

⁸⁷ Rajan, R. S., and C. H. Shen. 2006. "Why are Crisis-Induced Devaluations Contractionary?: Exploring Alternative Hypotheses." *Journal of Economic Integration* 21: 526–50.

propria valuta causerebbe una caduta dell'export che avrebbe ripercussioni negative nella propria economia.

Ogni paese adatta il proprio regime di cambio alle caratteristiche della propria economia, e le esperienze dei paesi asiatici dimostrano, come nonostante l'applicazione di regimi di cambio profondamente differenti, tutti cercano di difendere la propria competitività ad ogni costo evitando l'apprezzamento nei più disparati dei modi.

L'esperienza giapponese rappresenta il *benchmark* per gli altri paesi. La teoria economica e l'evidenza storica hanno mostrato come la maggior parte dei cambi fissi abbia perso credibilità con il passare degli anni e abbia indotto boom economici seguiti da inevitabili scoppi e conseguenti episodi di crisi. La decisione presa dalle autorità giapponesi dopo Bretton Woods di modificare la politica di cambio con l'estero, dal fisso al flessibile ha avuto un impatto positivo pur sperimentando un apprezzamento dello yen, anche se come già fatto notare smorzato dagli interventi sul mercato dei cambi⁸⁸.

Le analisi condotte da Eichengreen e Hatase dimostrano come il consistente apprezzamento dello yen abbia avuto certamente un impatto negativo sull'export giapponese, anche se l'economia complessiva ha continuato a crescere in maniera robusta fino al primo shock petrolifero, date le condizioni generali dell'economia globale e grazie anche alla politica fiscale espansiva messa in atto dal governo nipponico in quegli anni⁸⁹.

Il settore del paese che più ha risentito della modifica del regime di cambio è quello della tecnologia o più in generale dei componenti elettronici.

Con riferimento a questo settore, le esportazioni delle economie dell'Est asiatico si sono mostrate di gran lunga più sensibili alla volatilità del tasso di cambio piuttosto che all'apprezzamento del tasso di cambio reale rispetto ad un altro paese⁹⁰.

⁸⁸ Rajan, R. S. (July 2010). The Evolution and Impact of Asian Exchange Rate Regimes. *Asian Development Bank*, 24.

⁸⁹ Eichengreen, B., and M. Hatase. 2005. Can a Rapidly-Growing Export-Oriented Economy Smoothly Exit a Peg? Lessons for China from Japan's High Growth Era. Working Paper No. 11625, National Bureau of Economic Research, Cambridge.

⁹⁰ Thorbecke, W. (2008). The Effect of Exchange Rate Volatility on Fragmentation in East Asia: Evidence from the Electronics Industry. *Research Institute of Economy, Trade, and Industry Tokyo, Japan and Department of Economics George Mason University Fairfax, VA, USA*.

Una soluzione al problema di volatilità dell'economia giapponese, potrebbe essere la creazione di un paniere di valute asiatiche comuni (con obiettivo finale la moneta unica) che attraverso la fissazione di una parità centrale e la creazione di un sistema di bande, permetta una stabilità intra-regionale e quindi il mantenimento del flusso di beni intermedi. Tale sistema permetterebbe all'economia globale, inoltre, di beneficiare di un apprezzamento comune delle valute asiatiche, che in questo modo non risulterebbero così danneggiate nel breve periodo.

La “*paura dell'apprezzamento*” deriva in via diretta dalla mancata possibilità di mantenere il flusso di esportazioni necessario per le economie asiatiche. Negli anni si è creata una vera e propria guerra economica tra questi paesi che, applicando una politica di cambio quasi predatoria, guadagnavano *share* nelle esportazioni sottraendolo ai paesi vicini.

Una moneta asiatica comune avrebbe effetti di *spillover* benefici non solo sul versante orientale ma sull'intera economia globale, aprendo le porte ad un apprezzamento costante di tutte le valute. Venendo meno la possibilità di utilizzare l'espedito del cambio, per rendere le esportazioni più convenienti, in tutti i paesi asiatici, la concorrenza in questo campo si ridurrebbe permettendo di alleviare i danni all'economia causati da un calo nell'export.

Il Giappone, essendo per tradizione storica il paese asiatico più vicino alle problematiche globali, è il paese che si è mosso in maniera più decisa lasciando apprezzare la propria valuta nel corso degli anni.

Sebbene la paura dell'apprezzamento sia riscontrabile in parte anche nell'economia nipponica, accettando di collaborare nella politica di cambio e lasciando rivalutare lo Yen da quota 360¥ per dollaro a circa 76¥ per U.S \$ (dati relativi ad Agosto 2011⁹¹) le autorità del paese hanno mostrato lungimiranza ed comprensione delle problematiche mondiali.

⁹¹ Yahoo.(s.d.). Tratto il giorno Agosto 30, 2011 da <http://finance.yahoo.com/q?s=USDJPY=X>

3.4 Prospettive di una moneta asiatica unica.

La regione dell'est asiatico presenta ad oggi regimi di cambio profondamente diversi e soprattutto incoerenti tra loro. Per molti la soluzione è un'area a moneta unica.

Il principale sostenitore di questa idea è stato l'economista canadese Robert Mundell, vincitore del premio nobel per l'economia nel 1999.

L'idea di Mundell è di costruire un'area mondiale monetaria formata da tre valute principali, ad oggi in grado da sole di reggere l'economia: il dollaro, l'euro ed una valuta asiatica comune.

Come creare la moneta comune nell'est asiatico? Gli steps proposti da Mundell sono 5:

1. Definire un target d'inflazione comune per l'area G-3.
2. Definire un indice dei prezzi comune che funga da guida per misurare l'inflazione.
3. Fissare i tassi di cambio.
4. Creare un ente monetario comune che abbia il compito di definire gli indirizzi della politica monetaria comune.
5. Sviluppare degli accordi per dividere i guadagni derivanti dal signoraggio.⁹²

I vantaggi di un tale progetto, è inutile dirlo, sarebbero elevatissimi. La stabilizzazione si verrebbe a sostituire ai continui mutamenti sul mercato dei cambi, annientando la speculazione e gli interessi egoistici dei singoli Stati che confluirebbero nell'interesse economico comune.

La moneta da creare non può essere nell'immediato una moneta sostitutiva delle singole valute asiatiche. Deve essere una moneta comune, che si affianchi alle singole divise degli Stati, che prima di raggiungere l'integrazione monetaria hanno la necessità di raggiungere l'integrazione economica e auspicabilmente anche politica.

⁹² Mundell, R. (2002). Does Asia need a common currency? *Pacific Economic Review*, 7.

La situazione asiatica è, infatti, molto differente da quella europea. Una visione politica comune è, ad oggi, quasi assente. Per questo motivo sembra essere più complicato il ripetersi del percorso che in Europa ha dato luce al sistema di cambi fissi più riuscito nella storia (Euro).

Molti si sono chiesti se l'Est asiatico sia un'area monetaria ottimale, ma i risultati degli studi empirici condotti da Zhang, Sato e McAleer non offrono risultati rassicuranti. Confrontando i paesi asiatici con quelli appartenenti all'Unione Europea si è visto come gli shock strutturali delle economie siano molto più simmetrici in media nella zona UE.

Inoltre, gli shock monetari hanno una velocità di aggiustamento più veloce nei paesi asiatici grazie al fatto che in questi ultimi il mercato del lavoro e il tasso di remunerazione dei lavoratori sono relativamente più flessibili.

Tutto ciò prova evidenza contraria alla formazione di una moneta unica, anche se questo non implica che alcune aree siano migliori candidati per accordi monetari dato che risultano essere molto correlate fra loro⁹³.

Il Giappone, in quest'ottica, si configura come il paese propulsore dell'area asiatica a moneta comune; già nel 1997, durante la conferenza del Fondo Monetario Internazionale, propose la creazione del Fondo Monetario Asiatico. La proposta fu respinta dal governo statunitense spaventato che il suddetto fondo potesse sottrarre potere decisionale ai quartieri generali di Washington.

Mundell ha proposto una valuta parallela, da usare nelle transazioni internazionali con i paesi asiatici e che s'inizi a sviluppare attraverso un ancoraggio delle divise già esistenti⁹⁴.

Qual è la moneta *benchmark* più adeguata su cui le valute asiatiche devono ancorarsi?

Un ancoramento allo yen (e quindi al Giappone, principale fautore tra i paesi asiatici della moneta comune) produrrebbe impatti negativi.

Il paese del sol levante, dovrebbe innanzitutto risolvere alcuni problemi della propria economia. Nel sistema bancario permangono ancora problemi deflativi derivanti dall'eccessivo apprezzamento dello yen negli anni 80'. Le non

⁹³ Zhang, Z. & Sato, K., McAleer, M. (December 2001). Is East Asia an Optimum Currency Area? *The International Centre for the Study of East Asian Development, Kitakyushu*.

⁹⁴ Mundell, R. (2002). Does Asia need a common currency? *Pacific Economic Review*, 7.

adeguate politiche monetarie e fiscali applicate nei decenni precedenti che hanno fatto coppia con un libero movimento di capitali e con un regime di cambio soggetto ad oscillazioni hanno creato forti distorsioni per l'economia reale del paese. Infine, il problema relativo al costante trend d'apprezzamento dell'economia, riflesso nei tassi d'interesse al lungo termine inferiori al 2%.

Fino a quando questi problemi non saranno risolti lo yen non può rappresentare la moneta a cui ancorare le proprie valute da parte dei paesi asiatici⁹⁵.

Il dollaro statunitense garantirebbe la soluzione migliore. Da anni, molti paesi asiatici usano od hanno usato il dollaro come riferimento di parità centrale nell'applicazione della politica di cambio fissa. Per questo motivo una soluzione già collaudata dovrebbe essere la più efficace.

Ohno e Shirono sostengono che qualsiasi deviazione unilaterale rispetto al dollaro statunitense destabilizzerebbe il tasso di cambio reale effettivo del paese che non fissa la parità con il dollaro, quindi non esiste alcun incentivo per le economie dell'Est asiatico di usare una valuta diversa dal dollaro per fissare la parità centrale⁹⁶.

Nel lungo periodo, la formazione di un'area valutaria asiatica basata sul dollaro potrebbe essere usata come piattaforma per la costruzione di una moneta asiatica indipendente che diventerebbe l'unità standard di conto del Fondo Monetario Asiatico⁹⁷

L'Asia è un continente troppo vasto per creare una moneta unica comune in tutti i paesi. Come già affermato gli studi provano che gli accordi monetari avrebbero un impatto diverso a seconda dei paesi che partecipano ad essi.

Quanto è importante l'inclusione del Giappone nell'unione monetaria dell'est asiatico?

L'inclusione dello Stato giapponese nell'Unione Monetaria asiatica avrebbe un impatto benefico in termini di gran lunga superiore rispetto all'inclusione di un qualsiasi altro stato asiatico o dei vicini paesi anglofoni come Australia o Nuova Zelanda⁹⁸.

⁹⁵ Mundell, R. (2002). Does Asia need a common currency? *Pacific Economic Review*, 7 .

⁹⁶ Ohno, Kenichi, and Kazuko Shirono, "Persistence of the East Asian Dollar Zone," Graduate School of Policy Science, Saitama University, 1997.

⁹⁷ Mundell, R. (2002). Does Asia need a common currency? *Pacific Economic Review*, 7 .

⁹⁸ Shirono, K. (July 2007). Real Effects of Common Currencies in East Asia. *IMF Working Paper* .

Il Giappone gioca un ruolo fondamentale nella formazione di una moneta comune in Asia, giacché il suo ingresso genererebbe un effetto *spillover* che si trasformerebbe in un vantaggio consistente in termini di welfare e di incremento del commercio.

Studi economici hanno dimostrato come l'inclusione del Giappone nell'Unione Monetaria asiatica rispetto all'inclusione degli U.S.A. avrebbe un effetto quasi identico in termini di creazione del commercio (con eccezione della Corea, dove l'inclusione statunitense avrebbe un effetto positivo molto maggiore), ma al contempo un effetto benefico molto superiore in termini di welfare.

Un'unione valutaria regionale con il Giappone incrementerebbe il welfare totale del 4%, e se anche la Cina fosse inclusa questo dato crescerebbe fino al 5.2%⁹⁹.

⁹⁹ Shirono, K. (July 2007). Real Effects of Common Currencies in East Asia. *IMF Working Paper* .

Effetti di Welfare nei paesi asiatici derivanti da un'unione monetaria: confronto tra Giappone e U.S.A.

Dati espressi in percentuali relative all'aumento del welfare nei singoli stati.

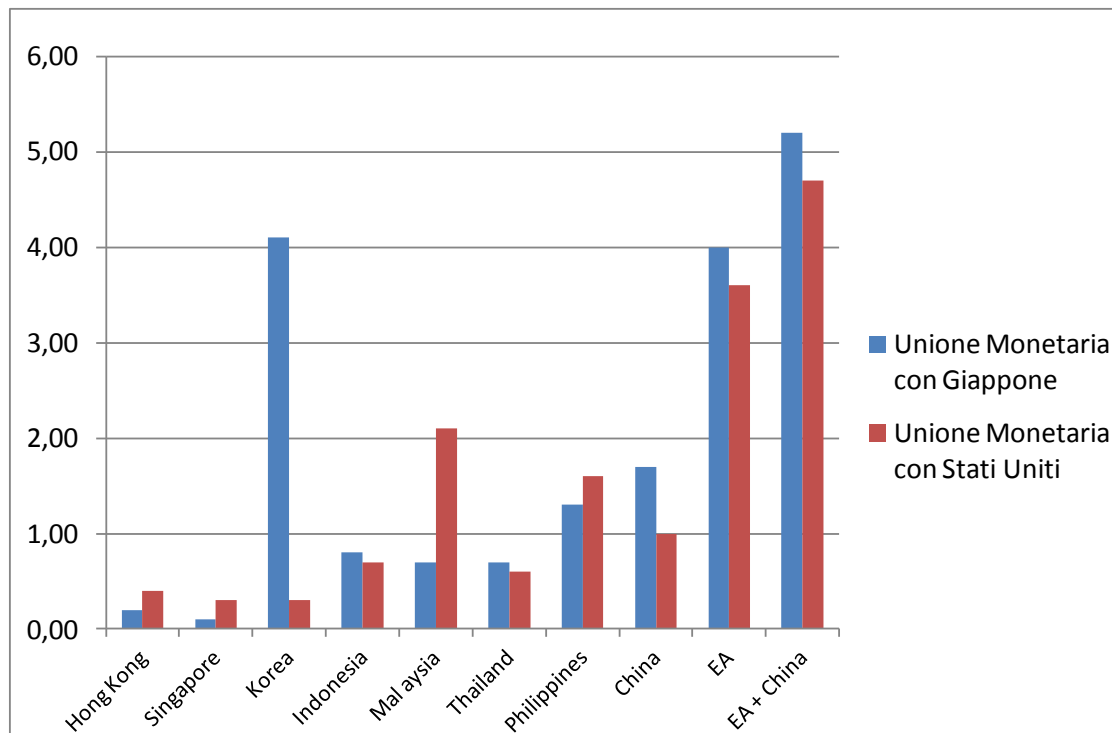


Figura 3.4: Effetti di Welfare nei paesi asiatici derivanti da un'unione monetaria: confronto tra Giappone e U.S.A.

Fonte: Real Effects of Common Currencies in East Asia, Kazuko Shirono, IMF working papers, July 2007

Questo sottolinea come la presenza del paese nipponico assuma una rilevanza più importante rispetto a quello americano in una possibile unione monetaria.

In aggiunta, queste indagini assumono connotati ancora più delineati se si considera che nel periodo degli studi, la maggior parte dei paesi dell'Est asiatico adottasse de facto il dollaro come moneta (esempio Cina) attraverso un regime di cambi fissi irremovibile. Tale sistema avrebbe dovuto facilitare il commercio con l'altra sponda del Pacifico e sovrastimare i risultati di un'unione monetaria con gli U.S.A.

In linee generali una moneta asiatica unica, avrebbe un effetto benefico non di poco conto sulle economie orientali dell'Asia, soprattutto grazie all'incremento dei flussi commerciali tra le regioni. I benefici derivanti da un'unione

monetaria sarebbero ancora più grandi, più i paesi si integrano fra loro da un punto di vista economico, politico e sociale.

L'intero pianeta, inoltre, gioverebbe da una politica monetaria e di cambio unificata nelle economie asiatiche. Non ci sarebbe più spazio per i comportamenti predatori finalizzati a guadagnare vantaggi competitivi ingiusti sulle esportazioni attraverso il mantenimento di un tasso di cambio eccessivamente svalutato.

Inoltre, si aprirebbe la strada per un progetto, ad oggi utopistico, ma di grande prospettiva: un'unione monetaria globale, basata su 3 monete cardine (USD, Euro e Asian Common Currency).

La strada da intraprendere è insidiosa e piena d'ostacoli a causa della molteplicità di interessi in gioco, e della perdita di sovranità economica a cui dovrebbero sottostare molti paesi. Il Giappone, poiché paese storicamente più vicino alle vicende internazionali, deve svolgere un ruolo propulsore in questo senso, mediando tra i paesi e garantendo una spartizione dei benefici equa tra i paesi.

Occorre spostare gli obiettivi dal breve al lungo periodo ed essere consapevoli che i grandi progetti sono sempre accompagnati dai sacrifici iniziali.

3.5. Imparare dagli errori del passato e gestire lo sviluppo economico dell'Est asiatico.

Dopo il 1995, anno del massimo apprezzamento della valuta a seguito della recessione, la divisa nipponica ha avuto un trend di oscillazioni molto forti che hanno caratterizzato l'economia del paese, creando instabilità e incertezza nel commercio, oltre che difficoltà nel progettare i piani d'investimento.

Se confrontiamo lo yen al dollaro statunitense dopo il 1995, possiamo individuare almeno quattro periodi in cui la moneta giapponese ha avuto un comportamento ambiguo:

- Aprile 1995- Agosto 1998: Deprezzamento (84¥/\$ a 145¥/\$)
- Agosto 1998- Dicembre 1999: Apprezzamento (145¥/\$ a 103¥/\$)

- Dicembre 1999- Luglio 2007: Deprezzamento (103¥/\$ a 122¥/\$)¹⁰⁰
- Luglio 2007- Agosto 2011: Apprezzamento (122¥/\$ a 76 ¥/\$)

I movimenti destabilizzanti dello yen derivano da una politica monetaria incoerente e tesa esclusivamente a risolvere i problemi temporanei dell'economia, piuttosto che sulla focalizzazione di un'azione monetaria tendente alla creazione di un piano di sviluppo sostenibile.

La caduta dei tassi d'interesse e l'acquisto in quantità massiccia di riserve valutarie statunitensi per favorire il deprezzamento della moneta nel primo periodo analizzato (1995-1998), fu seguita ad un incremento del tasso d'interesse reale di lungo termine rispetto a quello statunitense che creando aspettative di deflazione, fece apprezzare il valore della moneta asiatica (1998-1999) .

La Banca Centrale del Giappone (BoJ), attuò una politica di mantenimento dei tassi d'interesse a livello molto basso, per stimolare l'economia del paese e riuscire a superare la fase di deflazione.

Nel 1999 si verificò una situazione da molti economisti denominata *trappola della liquidità*, il tasso d'interesse a breve termine scese fino a un decimo di punto percentuale. Se si considera il modello IS-LM, questa manovra era tesa a stimolare l'economia attraverso lo stimolo all'investimento grazie ad un costo del denaro molto basso. La politica monetaria espansiva però, non sortisce più alcun effetto, quando i tassi d'interesse si avvicinano in questo modo allo zero poiché il costo del denaro non può assumere valori negativi e se anche paradossalmente li assumesse nessuno fornirebbe prestiti a tasso negativo potendo detenere moneta in alternativa¹⁰¹ .

Gli effetti di una politica monetaria espansiva in queste condizioni sono nulli, perché la liquidità eccessiva non è in grado di influenzare né il reddito né l'occupazione.

¹⁰⁰ Time of Troubles: The Yen and Japan's Economy, 1985-2008, Maurice Obstfeld, University of California, Berkeley, March 2009.

¹⁰¹ Mankiw, N. G. & Taylor M. (2009). *Macroeconomia*. Bologna: Zanichelli. Cap11. pag.262

Altri economisti sostengono, invece, che l'incremento di liquidità ha effetti, in quanto aumenta le aspettative d'inflazione e quindi tende a deprezzare la divisa nazionale, stimolando così le esportazioni.

In ogni caso, il problema della trappola della liquidità potrebbe essere risolto innalzando il target d'inflazione ottimale, in maniera tale da portare i tassi d'interessi nominali al di sopra dello zero¹⁰², di conseguenza è possibile avere più spazio per manovre espansive ed evitare il problema della *trappola della liquidità*¹⁰³.

A causa di un'economia che versava in condizioni deflative e del problema della *trappola della liquidità* lo yen riuscì a deprezzarsi in maniera significativa rispetto al dollaro statunitense dopo un periodo molto lungo di tempo e così, nel Luglio 2006, la BoJ decise di sospendere definitivamente il regime dei tassi d'interessi prossimi allo zero.

Il deprezzamento della valuta continuò fino al Luglio 2007, quando, però il trend fu invertito, a causa della crisi dei mutui *subprime*. Inoltre, ad uno yen così forte si aggiunse un calo esogeno della domanda di esportazioni, che mise a serio rischio la crescita dell'economia giapponese¹⁰⁴.

Le catastrofi naturali avvenute nel paese in tempi più recenti hanno paradossalmente favorito il continuo apprezzamento della valuta.

Gli speculatori sui mercati, sulla base di aspettative di rientro dei capitali esteri per far fronte alle spese interne di ricostruzione, hanno iniziato a detenere valuta giapponese e a richiederla sui mercati facendone lievitare il prezzo.

Per le autorità giapponesi, la rivalutazione della valuta è esclusivamente frutto della speculazione, poiché gli assicuratori detengono già abbastanza liquidità in yen e non avranno bisogno di rimpatriare gli assets denominati in dollari per far fronte alle spese di ricostruzione.

Sia che l'apprezzamento sia frutto di speculazioni basate esclusivamente sulle aspettative, sia che esistano condizioni reali dell'economia giapponese tali da

¹⁰² Si noti che il tasso d'interesse nominale è composto dalla somma tra il tasso d'interesse reale e del tasso di inflazione attesa. ($i = r + \pi$). Se la Banca Centrale del paese fissa un target d'inflazione al di sopra dello zero può innalzare il tasso d'interesse nominale ed evitare la trappola della liquidità.

¹⁰³ Mankiw, N. G. & Taylor M. (2009). *Macroeconomia*. Bologna: Zanichelli. Cap11. pag.262

¹⁰⁴ Time of Troubles: The Yen and Japan's Economy, 1985-2008, Maurice Obstfeld, University of California, Berkeley, March 2009

far aumentare il valore della valuta, il governo giapponese dovrà fare i conti con i pericoli e gli effetti negativi creati da questa situazione.

I primi effetti si sono già visti in campo politico. Il 30 Agosto 2011 è stato nominato premier Yoshihiko Noda, sesto primo ministro in cinque anni (a conferma del grave periodo di crisi che sta attraversando questo paese), che da ex ministro delle Finanze avrà, in primo luogo, il compito di risolvere i problemi di una valuta troppo forte¹⁰⁵.

Le misure per risolvere il problema dell'apprezzamento della valuta sono già state adottate, tentando di incrementare i finanziamenti per le imprese ed incentivando le fusioni allo scopo di non danneggiare le esportazioni in maniera troppo gravosa¹⁰⁶.

Le misure, però, sono arrivate con troppo ritardo e fino ad adesso non hanno prodotto i risultati sperati sulla valuta.

Una tale situazione mette in luce i problemi di un regime di cambio flessibile, che è continuamente assoggettato agli sbalzi dei mercati dei cambi e alle vicende internazionali.

Naturalmente, di fronte a certi eventi, anche un regime di cambio fisso sarebbe sottoposto a tali pressioni e rischierebbe di saltare con effetti ancor più dannosi sull'economia del paese. La capacità di resistenza agli attacchi di fronte alla speculazione internazionale diventa, in questo caso fondamentale, perché permetterebbe al paese di uscire dall'attacco (con qualche riserva valutaria in meno) quasi illeso.

La necessità di una moneta asiatica unica, sulla scia dell'euro è, considerando questi fattori, ancora più forte. Un'unione monetaria permetterebbe il mantenimento di una stabilità interna e allo stesso tempo la capacità di far fronte alle oscillazioni in maniera unitaria.

Il Giappone è lo Stato, che da più tempo manifesta questa esigenza e che per primo si è mostrato disposto ad aprire le trattative per questo progetto lungo ed ambizioso.

¹⁰⁵ Corriere della sera. (2011, Agosto Martedì 30). Esteri pag 23.

¹⁰⁶ <http://www.iljournal.it/2011/pericoli-yen-troppo-forte/256723> (Ricci, 2011)

L'est asiatico è una regione molto particolare, dove insieme convivono povertà e ricchezza, e dove paesi sviluppati mostrano ancora tratti di governo antidemocratici.

Un'area in continuo progresso deve essere capace di affrontare con ottimismo i cambiamenti e non aver paura di abbandonare il vecchio per gettarsi in progetti nuovi ed innovativi.

Lo stato del sol levante, in quanto paese all'avanguardia, con una popolazione in media con un livello di reddito e un tenore di vita tra i più alti al mondo, fa eccezione. Proprio per questo, deve proporsi per diffondere misure di buona *governance* e progetti di crescita solidali, alla luce non solo delle esigenze interne, ma soprattutto in prospettiva globale.

La propagazione di un pensiero economico politicamente corretto passa anche dalle misure monetarie e dal regime di cambio dei paesi.

Ciò non significa che i paesi debbano perdere la propria sovranità interna ed adottare un sistema di cambio flessibile per evitare di gravare sull'economie esterne, ma al contempo dovrebbero combinare le esigenze di sviluppo con le richieste dell'economia globale.

I responsabili della politica monetaria rendendosi disponibili ad una pronta collaborazione, possono intavolare le trattative di sviluppo economico, dapprima con le economie asiatiche ed in secondo luogo con le economie europee, evitando di ripetere conflitti e comportamenti predatori.

L'economia di oggi sente più che mai l'esigenza di una collaborazione a livello globale, e nel contesto di oggi la regione asiatica è un'area, per popolazione e per tassi di crescita di rilievo notevole.

Capitolo 4

Hong Kong: piccola economia in grado di gareggiare con le grandi potenze asiatiche

4.1. Storia del Dollaro di Hong Kong

Il trattato di Nanchino del 29 Agosto 1842, mise fine alla guerra dell'oppio tra Impero Britannico. L'articolo 3 dello stesso trattato prevedeva, inoltre, la cessione da parte del governo Qing dell'isola di Hong Kong, per offrire al governo britannico un porto dove scaricare le merci¹⁰⁷.

Questo ha fatto sì, che nel corso degli anni Hong Kong sviluppasse una logica sociale, politica ed economica molto differente dalla Cina comunista.

Hong Kong, nonostante le radici cinesi del suo popolo ha sviluppato un sistema capitalistico simile agli Stati occidentali. Il sistema di cambio del paese è quindi rimasto autonomo dalla Repubblica popolare Cinese.

Il 1 Luglio del 1997, a seguito di lunghi accordi tra il governo britannico e quello cinese, la penisola asiatica è diventata a tutti gli effetti una Regione Amministrativa Speciale(SAR) della Cina

Grazie alla politica “*un paese due sistemi*”, Hong Kong possiede un alto grado di autonomia, mantenendo un sistema economico, giudiziario e amministrativo proprio.

Dal punto di vista finanziario il paese adotta una propria valuta, il dollaro di Hong Kong (HKD), e un regime di politica economica autonomo.

Il percorso di politica economica seguito dal paese è senza ombra di dubbio molto particolare e degno di essere approfondito.

I primi anni successivi alla cessione all'impero britannico, il porto commerciale di Hong Kong utilizzò valute straniere nelle transazioni. Successivamente fu creato un sistema di aggancio delle valute all'argento, in maniera tale da rendere il sistema stabile.

Nel 1895, dopo una serie di tentativi, fu creato il “*silver British dollar*”, che fu denominata moneta standard nella regione di Hong Kong. Dal 1920 la Banca di

¹⁰⁷ Têng Ssu-yü. Chang Hsi and the Treaty of Nanking, 1842. Edizioni dell'Università di Chicago. Chicago, 1944.

Hong Kong si rifiutò di accettare questa valuta che, tuttavia, rimase in corso fino al 1935¹⁰⁸.

A causa del grave deficit sulla bilancia dei pagamenti, nel 1935, la Cina abolì il “*Silver Standard*” e introdusse il sistema cartaceo, questo creò l’occasione adatta al governo britannico di unificare il territorio di Hong Kong attraverso un sistema di cambio collegato.

Nel Giugno del 1935, il sistema argenteo fu inizialmente sostituito con un sistema di *crawling peg* di Hong Kong rispetto alla sterlina britannica, che fece svalutare da subito il valore della divisa asiatica.

Solamente nel 1937, però, attraverso l’Ordinanza sulla Banconota da un dollaro, la divisa di Hong Kong fu riconosciuta come moneta unica della regione ed ebbe finalmente corso legale.

Nel 1939, la valuta fu agganciata, attraverso un sistema di cambi fissi alla sterlina britannica con tasso di cambio pari a 16 HK\$ per 1 £.

Hong Kong divenne membro a tutti gli effetti dell’area monetaria della sterlina, e tutte le operazioni di cambio, compresa la gestione delle riserve estere, furono trasferite a Londra, con l’obiettivo di stabilizzare la sterlina nei confronti del dollaro statunitense¹⁰⁹.

Nel Novembre 1967, la sterlina fu svalutata del 14.3% nei confronti del dollaro statunitense. Allo stesso modo, la valuta ufficiale di Hong Kong si svalutò, generando un innalzamento del livello generale dei prezzi di circa il 20%.

Le autorità asiatiche non furono molto soddisfatte della manovra, poiché le riserve detenute erano quasi tutte denominate in sterline britanniche.

La decisione, del governo inglese di lasciar fluttuare la propria valuta nel Giugno 1972, indusse i responsabili della politica monetaria asiatica ad uscire dal regime cambio agganciato alla moneta britannica.

¹⁰⁸ Chan, S.-S. (1997). Choosing an exchange rate regime for a sub-national economy from an optimum currency area perspective : the case of Hong Kong. *University of Hong Kong* .

¹⁰⁹ Chan, S.-S. (1997). Choosing an exchange rate regime for a sub-national economy from an optimum currency area perspective : the case of Hong Kong. *University of Hong Kong* .

Nel Luglio dello stesso anno il dollaro di Hong Kong fu agganciato a quello statunitense con un rapporto di cambio pari a 5.65HKD/USD ed una banda di fluttuazione minima pari a $\pm 2.25\%$ ¹¹⁰.

Si formava così un sistema di *crawling peg* nei confronti della moneta più rappresentativa del periodo.

In un primo momento, la misura avrebbe dovuto avere un carattere temporaneo, con la promessa di ritornare ad un aggancio con la moneta della madrepatria nel momento in cui la sterlina si fosse stabilizzata.

A causa della fine del sistema di Bretton Woods, la promessa non fu mai mantenuta, poiché le autorità asiatiche sospesero qualsiasi aggancio della valuta nazionale e la resero libera di oscillare nel mercato dei cambi.

I primi anni di fluttuazione furono molto soddisfacenti per la valuta di Hong Kong, che sperimentò un apprezzamento consistente a riflesso dell'ottimo stato di salute della propria economia capitalista.

Nel 1982, però, a seguito delle dichiarazioni cinesi di voler riottenere una sovranità su questa regione, il dollaro di Hong Kong iniziò a deprezzarsi in maniera consistente. Si pensava, infatti, che il sistema capitalistico della penisola sarebbe stato soppresso insieme alla valuta nazionale e che il governo cinese avrebbe imposto il renminbi anche in questa regione.

La paura di un ritorno della piccola economia alla Cina, creò una spirale negativa che raggiunse il culmine il 24 Settembre del 1983. Durante il “*Sabato Nero*” il valore della moneta locale si deprezzò del 14% in soli due giorni ed il tasso di cambio raggiunse un valore di 9.6 HKD/USD. Le banche furono costrette nazionali furono costrette a sospendere il cambio tra il dollaro asiatico e quello americano.

Il 15 Ottobre 1983, il ministro delle Finanze di Hong Kong, annunciò la decisione di creare un sistema di cambio fisso tra i due dollari al tasso di 7.8 HKD/ USD allo scopo di stabilizzare l'economia della piccola penisola¹¹¹.

¹¹⁰ Chan, S.-S. (1997). Choosing an exchange rate regime for a sub-national economy from an optimum currency area perspective : the case of Hong Kong. *University of Hong Kong* .

¹¹¹ Chan, S.-S. (1997). Choosing an exchange rate regime for a sub-national economy from an optimum currency area perspective : the case of Hong Kong. *University of Hong Kong* .

Dal 17 Ottobre 1983, nella piccola regione asiatica di Hong Kong si sviluppa un sistema molto rigido di cambi fissi il “*currency board*”.

Il sistema di *currency board* fa molto affidamento sulle forze del mercato, piuttosto che sugli interventi diretti da parte delle autorità monetarie, poiché esiste un controllo diretto sui cambi o un intervento governativo diretto sui mercati allo scopo di mantenere il livello del tasso di cambio ad un livello predeterminato.

Il *currency board* è un’istituzione monetaria creata allo scopo di rilasciare liquidità nel sistema solo se questa è completamente coperta dalle riserve di cambio estere al tasso di cambio con cui si è fissata la parità centrale tra le valute¹¹². Dunque, il *board* istituito ha il divieto di rilasciare valuta nazionale se non esiste un surplus della bilancia dei pagamenti interna. Il modo di funzionare del sistema dovrebbe contribuire alla disciplina economica nell’applicazione della politica monetaria e fiscale in modo tale da infondere sicurezza sui mercati e creare le condizioni per una stabilità¹¹³.

A dispetto di quanto si possa pensare, il sistema di *currency board* ha una tradizione molto lunga perché fu sviluppato per la prima volta nella colonia inglese delle Mauritius nel 1849¹¹⁴.

Questo sistema fu molto in voga fino al periodo precedente alla seconda guerra mondiale; successivamente, anche grazie alle teorie Keynesiane, fu messo da parte poiché gli Stati mostrarono interesse per condurre la sviluppare una politica monetaria autonoma.

Durante gli anni 90’ il sistema fu ristrutturato ed adottato da molte economie. Oltre ad Hong Kong, si svilupparono con risultati più o meno soddisfacenti, sistemi analoghi in Argentina (1991), Estonia (1992), Lituania (1994), Bulgaria e Bosnia (1997) e Indonesia (1998) che utilizzò questo sistema per uscire dalla crisi valutaria¹¹⁵.

¹¹² Schwartz, Anna J. 1993. “Currency Boards: Their Past, Present and Possible Future Role.” Carnegie-Rochester Conference on Public Policy 39, 147–193.

¹¹³ Hanke, Steve H., and Kurt Schuler. 1994. *Currency Boards for Developing Countries*. San Francisco: International Center for Economic Research.

¹¹⁴ Schwartz, Anna J. 1993. “Currency Boards: Their Past, Present and Possible Future Role.” Carnegie-Rochester Conference on Public Policy 39, 147–193.

¹¹⁵ Tsang, S.-k. (May 2002). *The Currency Board Arrangement in Hong Kong, China Viability and Optimality Through the Crisis*. Hong Kong, SAR: Department of Economics, Hong Kong Baptist University.

Il *currency board* adottato da Hong Kong era quasi analogo a quello sviluppato dallo stesso paese durante il periodo tra il 1935 ed il 1972 con due eccezioni:

- Il dollaro di Hong Kong era fissato con il dollaro statunitense, invece che con la sterlina.
- I controlli sul sistema di cambio estero effettuati nel periodo antecedente al 1972 erano stati smantellati ed ad oggi, i flussi internazionali di capitali avevano un peso più significativo¹¹⁶.

In aggiunta, il nuovo sistema di *currency board* aveva una differenza fondamentale rispetto ai sistemi tradizionali e allo stesso sistema pre-1972. Non era stata creato un istituto atto al rilascio di liquidità nel sistema (un *currency board* appunto), bensì quest'operazione era affidata ad un numero definito di banche commerciali selezionate.

Questo meccanismo indiretto e ingiustificatamente pomposo creava nel sistema delle imperfezioni che si riflettevano nella tendenza al continuo deviamiento del tasso di cambio di mercato rispetto al tasso ufficiale prestabilito.

Sebbene, la distorsione del tasso di cambio si attestasse a valori modesti (circa l'1% dal annuo in media), le autorità asiatiche dovettero adottare pronte misure tese a respingere le pressioni per un apprezzamento della divisa nazionale negli anni tra il 1987 ed il 1988¹¹⁷.

¹¹⁶ Tsang, S.-k. (May 2002). *The Currency Board Arrangement in Hong Kong, China Viability and Optimality Through the Crisis*. Hong Kong, SAR: Department of Economics, Hong Kong Baptist University.

¹¹⁷ Tsang, S.-k. (May 2002). *The Currency Board Arrangement in Hong Kong, China Viability and Optimality Through the Crisis*. Hong Kong, SAR: Department of Economics, Hong Kong Baptist University.

Tasso di Cambio HKD-USD dal 1982 ad oggi

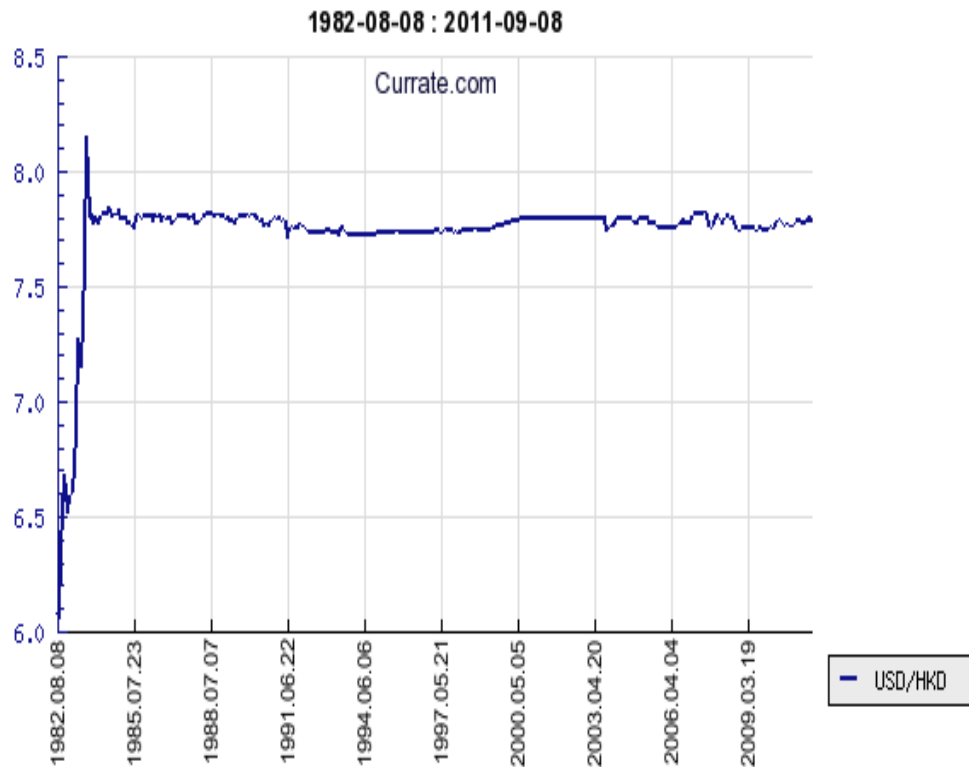


Figura 4.1: Tasso di Cambio HKD-USD dal 1982 ad oggi

Fonte: <http://currate.com/historical-exchange-rates.php>

4.2. *Il regime di cambio del currency board ad Hong Kong.*

Nella letteratura economica il sistema di cambio denominato *currency board* è basato su tre cardini chiave per la fissazione del tasso di cambio: 1) la disciplina economia, perché ogni banconota o moneta può essere messa in circolazione solo dopo copertura completa della valuta straniera *benchmark* di riserva; 2) lo stabilizzatore automatico del flusso di specie; 3) l'arbitraggio di valuta, che lega il tasso di cambio a pronti tra la divisa nazionale e quella estera¹¹⁸.

In particolare i cardini 2) e 3) funzionano nella maniera seguente.

¹¹⁸ Tsang, S.-k. (May 2002). *The Currency Board Arrangement in Hong Kong, China Viability and Optimality Through the Crisis*. Hong Kong, SAR: Department of Economics, Hong Kong Baptist University.

Il flusso di specie fa sì che l'uscita di capitali dal paese, derivante da stati di debolezza interna o dubbi sul tasso di cambio, sia controbilanciata da un afflusso di fondi, grazie all'innalzamento dei tassi d'interesse interni. L'intero processo è automatico e veloce, pertanto il tasso di cambio prefissato può essere ristabilito senza l'intervento governativo¹¹⁹.

Si può, però, individuare una falla nel processo. Qualora, infatti, il tasso di cambio continuasse a fluttuare senza indurre sicurezza agli investitori, l'incremento del tasso d'interesse potrebbe essere interpretato come segno di debolezza (incremento del premio a rischio) e non controbilanciare il deflusso netto di capitali con un corrispondente afflusso.

Si può, quindi concludere, che da solo il flusso di specie non è un meccanismo affidabile per fissare il tasso di cambio.

Da qui, nasce la necessità per l'arbitraggio di valuta che fissa direttamente la parità centrale tra le monete. Questo congegno non entra in gioco fin quando, il *board* ha abbastanza riserve da poter coprire la liquidità in circolazione. Se, invece il tasso di cambio mostra una tendenza ad indebolirsi nei confronti di quello prefissato, gli investitori dopo aver convertito in valuta estera i propri depositi nazionali al più alto tasso di cambio interno, e successivamente vendendo sui mercati internazionali la valuta estera al tasso di cambio più basso imposto dal mercato, sperimenterebbe un profitto grazie all'arbitraggio. L'incremento delle vendite di valuta estera per ottenere valuta nazionale allo scopo di ottenere un profitto riporta il tasso di cambio iniziale al livello di cambio iniziale prestabilito¹²⁰.

Il processo automatico, appetibile a molti per la semplicità con cui ottenere dei profitti consistenti, può creare al paese notevoli danni finanziari, fino all'uscita dallo stesso sistema di *currency board* così come accadde nella crisi in Argentina del 2001.

Il modello di *currency board* è tanto più efficiente e sicuro quanto più i tre principi cardine sono collegati fra loro e sono in grado di sostenersi a vicenda.

¹¹⁹ Hanke, Steve H., Lars Jonung, and Kurt Schuler. 1993. *Russian Currency and Finance*. London: Routledge.

¹²⁰ Tsang, S.-k. (May 2002). *The Currency Board Arrangement in Hong Kong, China Viability and Optimality Through the Crisis*. Hong Kong, SAR: Department of Economics, Hong Kong Baptist University.

La Regione Amministrativa Speciale di Hong Kong ha raggiunto negli anni un ottimo score per quanto riguarda i primi due obiettivi, continuando, però, a denotare mancanze per il terzo.

Il modello di cambio di *currency board* è stato analizzato dall'economista Williamson che in una pubblicazione del 1995 ha individuato 4 vantaggi e 7 possibili svantaggi.

I vantaggi di un tale sistema sono:

1. La capacità di assicurare la piena convertibilità delle valute grazie alla copertura completa dell'aggregato monetario circolante
2. L'abilità di infondere una disciplina macroeconomica prevenendo la monetizzazione del deficit fiscale e la fissazione della valuta rispetto ad un'altra con bassa inflazione
3. La creazione di un garantito meccanismo di aggiustamento dei pagamenti sotto il quale i flussi monetari sono endogeneizzati ad un tasso fisso, dunque inducono un equilibrio nel settore reale.
4. Grazie ai vantaggi sopra enunciati, s'instaura un circolo virtuoso che crea fiducia nel sistema monetario, promuovendo commercio investimenti e crescita.

I possibili svantaggi per lo stesso sistema sono enunciati di seguito:

1. L'impossibilità nell'utilizzo del signoraggio: a causa della necessità di mantenere gli assets denominati in valuta straniera come riserva.
2. La problematica di *start-up*: un modello di *currency board* potrebbe non avere la necessaria disponibilità iniziale di assets esteri per lanciare il sistema.
3. Il problema della transizione: un tale sistema potrebbe essere creato in risposta ad un problema d'inflazione cavalcante all'interno del paese, e pertanto la transizione per il passaggio ad una valuta fissata potrebbe far sopravvalutare la valuta del paese
4. Il problema dell'aggiustamento: un tale sistema non può più far ricorso ai meccanismi naturali del tasso di cambio per assicurare alla

bilancia dei pagamenti aggiustamenti in caso di shock esterni; il problema si acuisce se la flessibilità nel settore reale non è elevata.

5. Problemi di amministrazione e management: un *currency board* non può gestire una politica monetaria indipendente, inoltre, ha la tendenza ad ampliare gli effetti del ciclo economico.
6. La possibilità di una crisi del sistema: un modello di cambio di questo tipo non permette al paese di poter prestare valuta nazionale alle istituzioni finanziarie, in ultima risorsa, poiché violerebbe il precetto alla base del sistema, cioè rilasciare valuta nazionale solo in cambio di valuta straniera come riserva.
7. Un problema politico: il sistema di *currency board* potrebbe essere non in grado di creare un sistema d'imposizione fiscale, perché i politici potrebbero giocare a favore del ministro delle finanze¹²¹.

Il sistema applicato ad Hong Kong sembra rispettare i punti enunciati da Williamson, poiché sono sfruttati a pieno i vantaggi ed al contempo si cercano di levigare i difetti e le falle del sistema.

Per quanto riguarda l'analisi dei vantaggi, Hong Kong riesce a superare il sistema detenendo una quantità di riserve in valuta straniera superiore al 100% della valuta nazionale messa in circolazione.

¹²¹ Williamson, John. 1995. What Role for Currency Boards? Institute for International Economics, US.

Hong Kong SAR, China: Reserves analysis

Data in Millions of SDRs(unless scale is otherwise specified or expressed as ratio, index, or percentage)

			2007	2008	2009	2010	2011
Total Reserves	SDRs		96,592.76	118,467.95	163,151.94	174,446.35	173,144.10
Total Reserves	Minus	SDRs	96,590.41	118,465.59	163,149.60	174,444.00	173,141.75
Gold	Fine Troy Ounces		0.067	0.067	0.067	0.067	0.067
Reserve Position in the SDRs Fund			0.000	0.000	0.000	0.000	11.700
Foreign Exchange	SDRs		96,590.41	118,465.59	163,149.60	174,444.00	173,130.05

Figura 4.2: Hong Kong SAR, Cina: Analisi delle riserve, dati denominati in SDRs

Fonte: IMF

Inoltre, fissare la moneta nei confronti del dollaro statunitense ha significato esporsi in maniera molto limitata ai pericoli dell'inflazione.

La flessibilità nell'economia reale del paese garantisce aggiustamenti rapidi del meccanismo dei pagamenti sotto un tasso di cambio bloccato ad un livello predeterminato. In aggiunta, il collegamento geografico, economico e sociale con la Cina, ha creato i presupposti per l'aumento della fiducia da parte degli investitori ed ha quindi sviluppato il commercio, gli investimenti e la crescita del paese.

Il sistema asiatico è riuscito nel tempo ad eliminare o a ridurre alcuni svantaggi caratteristici del sistema.

Hong Kong non ha avuto ad esempio il problema dello *start-up* né tantomeno della crisi, grazie all'enorme quantità di riserve detenute. Il problema dell'aggiustamento è stato minimizzato grazie all'enorme flessibilità

dell'economia reale del paese ed infine non è mai esistita la possibilità per la creazione di un sistema politico avverso all'imposizione fiscale, perché essendo Hong Kong una regione speciale della Cina dal 1997 è costretta a sottostare a stringenti imposizioni fiscali da parte del governo cinese.

Tuttavia, sono riscontrabili degli svantaggi anche nel modello applicato da Hong Kong. Ad esempio, la quantità di riserve straniere detenute dal paese è troppo elevata rispetto ai normali standard del modello di cambio, e anche se in questa maniera la parità centrale della valuta può essere mantenuta senza problemi, l'ammontare complessivo di riserve va oltre le considerazioni ottimali¹²².

La regione cinese ha subito, inoltre, i danni derivanti da non avere un sistema di politica monetaria autonomo, fidandosi cecamente delle autorità statunitensi ed importando la loro inflazione.

A proposito, Williamson si è chiesto quale fosse per questo paese la valuta ottimale da prendere come punto di riferimento. In linea generale il paese ideale, dovrebbe essere quello con il quale si ha un'interazione economica più elevata¹²³ (il fissaggio alla sterlina inglese, madrepatria nel periodo post-guerra conferma questa teoria), ed infatti, quasi un terzo delle esportazioni di manufatti della regione asiatica negli anni 80' erano destinate al mercato statunitense. Inoltre, circa il 70% di tutte le esportazioni erano prezzate in dollari statunitensi. La scelta quindi di selezionare la valuta americana, come valuta di riferimento parve ovvia.

Dal 1997, però, Hong Kong è stato assorbito dalla Cina, incrementando le relazioni economiche con la grande potenza asiatica. Sulla base delle considerazioni sopra esposte, e considerando le prospettive di sviluppo monetario dello yuan, analizzate nel secondo capitolo di questo elaborato, sembra naturale la scelta futura di sostituire il dollaro statunitense al renminbi cinese come valuta di riferimento, per creare dapprima un'area monetaria ottimale e successivamente adottare lo yuan come valuta interna o, ipotesi ben più ambiziosa, aderire al progetto di valuta asiatica unica.

¹²² Tsang, S.-k. (May 2002). *The Currency Board Arrangement in Hong Kong, China Viability and Optimality Through the Crisis*. Hong Kong, SAR: Department of Economics, Hong Kong Baptist University.

¹²³ Williamson, John. 1995. *What Role for Currency Boards?* Institute for International Economics, US.

Naturalmente gli elevati costi di abbandono e gli ottimi risultati ottenuti dal modello *currency board* sono un deterrente da cui non si può prescindere di tener conto; ma l'ambizione e le ottime prospettive del progetto possono spingere il paese ad intraprendere nuove soluzioni di politica monetaria allo scopo di adottare un modello di cambio ancor più performante.

4.3 Benefici nel formare un'area monetaria ottimale con la Cina e con le principali economie asiatiche

Dal 1997, quando Hong Kong è diventata a tutti gli effetti una Regione Amministrativa Speciale cinese, l'economia mondiale si è domandata sulle possibilità di un'integrazione monetaria con la Repubblica Popolare Cinese.

Negli anni sono stati condotti molti studi empirici che hanno analizzato i vantaggi e gli svantaggi derivanti da tale unione.

La massima utilità di un'area monetaria ottimale si ha quando i tassi di cambio reali delle economie dei paesi si muovono il più possibile all'unisono ovvero mostrino segnali di correlazione positiva molto elevata.

Il trend dei tassi di cambio reali dei due paesi analizzato da Hong Liang, mostra che, nonostante le due economie siano interrelate sufficientemente nelle variabili economiche fondamentali (tasso di crescita reale del paese, variazioni nella produttività reale), i tassi di cambio reali dei due paesi risultano essere molto distanti tra loro¹²⁴.

Gli studi effettuati si basano sul modello della parità del potere d'acquisto generalizzato (G-PPP) proposto da Enders e Hurn. L'ipotesi postulata dal modello è che generalmente i tassi di cambio reali tra due economie sono non stazionari e per tanto la condizione generale di parità del potere d'acquisto non è valida; qualora invece tra le economie ci fosse una correlazione, si creerebbe almeno una combinazione lineare dei tassi di cambio reali che li renderebbe stazionari¹²⁵.

¹²⁴ Liang, H. (1999). Do Hong Kong SAR and China Constitute An Optimal Currency Area? An Empirical. *International Monetary Fund*.

¹²⁵ Enders, Walter, 1995, *Applied Econometric Time Series*, John Wiley & Sons, Inc. and Stan Hurn, 1994, "Theory and Tests of Generalized Purchasing-Power Parity: Common Trends and Real Exchange Rates in the Pacific Rim," *Review of International Economics*, Vol. 2, pp. 179-90.

Lo studio è stato condotto attraverso un modello econometrico multivariato del

tipo: $Q_t = \beta X_t + E_t$ ¹²⁶,

dove gli elementi regressori X_{jt} denotano la presenza di variabili macroeconomiche, come uno shock produttivo od il tasso d'interesse reale; β_j è il vettore dei coefficienti; infine ε_{jt} è il termine di errore stazionario.

La regressione cerca di spiegare la presenza o meno della parità del potere d'acquisto (PPP) tra i paesi analizzati, attraverso il vettore Q_t ¹²⁷.

Se il rango della matrice β fosse uguale a 0 (ossia ci fosse dipendenza lineare completa tra le variabili), la condizione di PPP sarebbe valida per ogni relazione bilaterale di tassi di cambio reali utilizzati. Qualora, invece, la matrice β avesse rango pieno, non ci sarebbe alcuna evidenza di relazione di lungo termine tra le $n+1$ economie analizzate. Se il rango della matrice fosse uguale ad 1, i tassi di cambio reali dell'economie dei paesi avrebbero lo stesso trend.

Lo studio condotto ha analizzato la possibilità di formazione di un'area monetaria ottimale tra Hong Kong, Cina e Stati Uniti (questi ultimi inseriti poiché entrambe le regioni asiatiche fissano la propria valuta con il dollaro americano), ma l'ipotesi di parità del potere d'acquisto tra le tre economie non prova evidenza significativa, e pertanto le 3 economie non soddisfano le condizioni per formare un'area monetaria ottimale.

Successivamente, è stata analizzata l'esistenza di una relazione integrata tra i tassi di cambio delle economie asiatiche di Hong Kong, Cina e Giappone rispetto a quella statunitense. L'ipotesi nulla rigettata al livello di significatività del 5%, prova evidenza per la formazione di un'area monetaria ottimale tra queste economie, giacché è soddisfatta la condizione di G-PPP.

I risultati analizzati mostrano che un'area monetaria ottimale tra Cina ed Hong Kong non sarebbe auspicabile, poiché le economie dei due paesi hanno subito percorsi molto differenti in termini di sviluppo. Nonostante ciò, il legame

¹²⁶ Equazione espressa in forma matriciale ridotta. Q rappresenta il vettore degli elementi q al tempo t ; β rappresenta la matrice dei coefficienti β moltiplicata per i regressori X ; infine E è il vettore degli errori ε al tempo t , tenendo presente che il valore medio atteso dell'errore è uguale a zero, $E(\varepsilon) = 0$.

¹²⁷ Liang, H. (1999). Do Hong Kong SAR and China Constitute An Optimal Currency Area? An Empirical. *International Monetary Fund*.

molto forte che lega le due economie con il mondo esterno, mostra che l'area monetaria ottimale avrebbe un impatto benefico molto elevato qualora il Giappone e gli Stati Uniti (partner principali in termini di rapporti commerciali), si unissero al progetto. La condizione di parità generalizzata del potere d'acquisto è valida per le quattro economie considerate nell'insieme¹²⁸.

Un'unione monetaria asiatica che includa gli Stati Uniti è fuori discussione ed inimmaginabile. Gli U.S.A. sono inseriti, negli studi in quanto *benchmark* fondamentale per l'analisi, dato che i tassi di cambio di molte economie asiatiche sono agganciati ad essi ed inoltre, rappresentano il partner commerciale principale di molte economie orientali.

La creazione di un'unica valuta asiatica, oltre a dei vantaggi consistenti potrebbe portare alcuni problemi. I principali sono collegati soprattutto alla mancanza di flessibilità dei lavoratori asiatici, soprattutto in Giappone ed in Corea¹²⁹.

Inoltre, per molti economisti l'elevata correlazione tra i tassi di crescita dei paesi asiatici durante le fine degli anni 90' è stata influenzata in maniera distorta dall'effetto della crisi asiatica del 1997-1998.

In particolare il tasso di correlazione tra i paesi crebbe dallo 0.155 (del periodo tra il 1968 ed il 1991) allo 0.562 (nel periodo compreso tra il 1992 ed il 2005). Nonostante ciò se non sono considerati gli anni della crisi nel campione dei dati la correlazione ritorna allo 0.365¹³⁰.

Lo stesso risultato si ha se si effettua l'analisi su un campione di paesi selezionati per aderire all'unione monetaria (cioè i paesi appartenenti al gruppo ASEAN¹³¹). Anche qui la crescita è molto elevata (dallo 0.178 pre-1992 al

¹²⁸ Liang, H. (1999). Do Hong Kong SAR and China Constitute An Optimal Currency Area? An Empirical. *International Monetary Fund*.

¹²⁹ Willett, T. D. & , Permpoon, Orawan & Srisorn Lalana (2008). Asian Monetary Cooperation: Perspectives from the Optimum Currency Area Analysis. *Ph.D in Politics and Economics,CGU*.

¹³⁰ Willett, T. D. & , Permpoon, Orawan & Srisorn Lalana (2008). Asian Monetary Cooperation: Perspectives from the Optimum Currency Area Analysis. *Ph.D in Politics and Economics,CGU*.

¹³¹ ASEAN è l'Associazione delle Nazioni del Sud-Est Asiatico (Association of South-East Asian Nations).

L'Associazione politica,economia e culturale è stata fondata nel 1967 per favorire la cooperazione tra gli Stati membri ai fini di velocizzare il progresso economico e la stabilità dell'area considerata. Di questa organizzazione fanno parte: Malesia, Indonesia, Filippine, Singapore, Thailandia (in quanto membri fondatori) ed anche Brunei, Vietnam, Laos, Birmania e Cambogia (in ordine di tempo d'ammissione).

0.554 tra il 1992 ed il 2005), ma si riduce significativamente allo 0.404 se si escludono gli anni della crisi dell'Est Asiatico¹³².

Tenendo conto di questi dati, non si può comunque ignorare una correlazione positiva esistente tra le economie asiatiche ed i rispettivi tassi di cambio. L'incremento della correlazione dei differenziali di crescita e le evidenze empiriche sui collegamenti dei tassi di cambio sono dati troppo importanti per considerare l'unione monetaria una soluzione sbagliata.

Le instabilità politiche, la mancanza di piena asimmetria negli shock ed il basso grado di flessibilità del mercato del lavoro indicano di operare con cautela per un progetto arduo e dispendioso in termini di risorse nazionali.

Agli Stati si chiede uno sforzo notevole nella creazione e nello sviluppo di meccanismi istituzionali per costruire percorsi di comunicazione, fiducia e cooperazione interna. Il progetto deve partire essendo consci delle implicazioni esterne di determinate politiche fiscali o monetarie su un paese appartenente nell'area asiatica circostante, ed in particolare nei paesi selezionati per aderire.

Il percorso richiede pazienza e diplomazia, poiché nel breve periodo i vantaggi potrebbero essere non in grado di coprire i costi.

Da un punto di vista internazionale, la realizzazione di un simile progetto creerebbe prospettive di collaborazione internazionale; verrebbe meno l'utilizzo del tasso di cambio come espediente per guadagnare un vantaggio competitivo ingiusto sulle esportazioni attraverso una moneta una moneta troppo deprezzata.

Nello specifico l'area di Hong Kong, si libererebbe di una politica di cambio, che nonostante abbia prodotto buoni risultati negli anni, è troppo esposta ad attacchi speculativi in grado di creare seri danni all'economia del sistema.

L'esempio della crisi del *currency board* in Argentina non può essere sottovalutato. Con le dovute premesse (dato che il confronto è tra due paesi completamente differenti per struttura economica, morfologica e collocazione geografica), i due sistemi possono essere allineati.

¹³² Willett, T. D. & , Permpoon, Orawan & Srisorn Lalana (2008). Asian Monetary Cooperation: Perspectives from the Optimum Currency Area Analysis. *Ph.D in Politics and Economics, CGU* .

4.4 Hong Kong ed Argentina: un confronto tra sistemi di currency board

Gli accordi di cambio del *currency board* in Argentina furono creati nel 1991 all'uopo di bloccare il problema di iperinflazione nel paese sudamericano. La fissazione legale del peso argentino nei confronti del dollaro con un rapporto di 1 a 1, proposta dal ministro Domingo Cavallo, sembrava essere una soluzione innovativa e creativa per riportare a livelli di sviluppo adeguati l'economia del paese.

In effetti, nei primi anni di vita il sistema di cambio si rivelò adeguato, grazie all'afflusso diretto di capitali dall'estero che incrementarono gli investimenti del paese e soprattutto grazie all'aumento della propensione internazionale ad accettare i pesos argentini e quindi a bloccare l'inflazione.

Durante la fine degli anni 90', però i problemi vennero a galla. La corruzione politica avanzata ed il riciclaggio di denaro agevolarono l'uscita di capitali del paese. In aggiunta, le crisi dei paesi vicini, come Messico e Brasile, crearono un vero e proprio effetto contagio che si propagò anche nell'economia argentina. Il ricorso alle esportazioni competitive era impedito dal modello di cambio attuato, pertanto l'Argentina cominciò a perdere terreno in campo commerciale sia nei confronti dei paesi vicini (Brasile che uscì dalla crisi, grazie ad una svalutazione competitiva), che nei confronti dei paesi europei, anche a causa della rivalutazione consistente del dollaro statunitense, moneta a cui il peso era agganciato incontrovertibilmente.

Nel 1999 l'economia entrò in recessione, passando dall'inflazione alla deflazione.

S'incontrarono difficoltà nell'abbandonare le politiche di cambio (a causa della legalizzazione del regime di cambio) adottate e nacquero nuove valute emesse dalle provincie argentine.

La creazione di aspettative di impossibilità di convertire i pesos in dollari da parte degli enti monetari sudamericani crearono una spirale speculativa, che portava gli investitori a richiedere un'enorme quantità di dollari al tasso di cambio (insostenibile) stabilito tra le monete. Il governo sopperì a tale situazione fino a quando trovò riserve disponibili. Al momento in cui, anche la popolazione, conscia del problema, accorse agli sportelli bancari per prelevare

pesos da convertire in dollari; il governo adottò misure d'emergenza congelando i conti corrente dei propri cittadini.

Le proteste e i tumulti condussero alle dimissioni di molti esponenti politici. Nel Gennaio del 2002 l'Argentina dichiarò lo stato di default nel risanamento del debito ed abbandonò il sistema di *currency board* lasciando fluttuare il cambio liberamente¹³³.

La divisa argentina subì un deprezzamento che portò il rapporto di cambio a circa 4 pesos per 1 \$ statunitense, che indusse il paese in un'inflazione vertiginosa ed ad un abbassamento delle qualità di vita, con conseguente depressione dei consumi e chiusura di molte imprese¹³⁴.

L'esperienza del *currency board*, non fu per nulla felice per il paese, tanto che questo modello fu accusato di non essere adeguato.

Quali sono i motivi per cui lo stesso modello di cambi ha avuto performance diverse nell'economia asiatica di Hong Kong e quella sudamericana dell'Argentina?

Alla luce dei risultati storici dell'economia, condizioni indispensabili per l'applicazione di tali regimi di cambio sono la flessibilità economica del mercato agli shock interni ed esterni e la conduzione di una politica fiscale prudente che allontani la possibilità di attacchi speculativi¹³⁵.

Per tanti, inoltre, l'errore principale commesso dal paese sudamericano a differenza di quello asiatico è stata la fissazione della parità centrale tra le valute ad un tasso insostenibile.

Le condizioni ottimali dell'economia argentina durante la fine degli anni 80' hanno fatto sì che erroneamente il paese si equiparasse agli Stati Uniti, così da fissare la parità ad un tasso di 1 a 1. Il tasso di cambio doveva, invece, essere deprezzato in modo tale da poter sfruttare, per i periodi iniziali, le svalutazioni competitive.

Gli effetti sulle due economie dopo i rispettivi shock economici che le hanno colpite durante il secondo quinquennio degli anni 90' sono stati, inoltre, molto

¹³³ Lindsey, B. (2002). How Argentina Got Into this Mess. *The Wall Street Journal* .

¹³⁴ Maute, J. (2006). *Hyperinflation, Currency Board, and Bust: The Case of Argentina*. Peter Lang Publishing.

¹³⁵ Lai, K. & Ha, J. & Leung, C. (2002). Comparing flexibility in Argentina and Hong Kong. *Research Department Hong Kong Monetary Authority* .

diversi, e questo è un chiaro segnale di una struttura interna profondamente divergente. Ad Hong Kong, il tasso di cambio effettivo reale crebbe all'inizio della crisi asiatica, ma la seguente discesa dei prezzi di consumo, aiutò a restaurare la competitività esterna del paese. In Argentina, a causa di un mercato interno molto rigido, non si ebbe questo calò dei prezzi in grado di controbilanciare, seppur parzialmente la crescita del tasso di cambio effettivo reale¹³⁶.

Tutto ciò denota, nel paese sudamericano la mancata capacità dei salari e dei canoni immobiliari di aggiustarsi a seconda delle condizioni reali dell'economia del paese. Il tasso di disoccupazione naturale è un indice molto significativo dei problemi frizionali del lavoro. Il fatto che in Argentina fosse di circa tre volte superiore a quello di Hong Kong nel 2001 è un segnale del lento aggiustamento dell'economia americana confrontata con la Regione Amministrativa Speciale della Cina¹³⁷.

Riguardo la politica fiscale, l'Argentina è da sempre un paese che ha mostrato molte pecche nella gestione della politica fiscale e ha fallito nel tentativo di migliorare le finanze pubbliche. L'eccessivo indebitamento del paese ha incrementato pesantemente il premio a rischio, accrescendo il costo del capitale per il paese.

Dall'altro lato Hong Kong ha mantenuto quasi sempre una situazione finanziaria abbastanza buona, determinata dal quantitativo ingente di riserve possedute dal paese.

La politica fiscale, in una situazione di cambi fissi, rimane l'unico elemento a disposizione per far fronte agli shock.

I paesi a cambi fissi sono più propensi ad avere situazioni finanziarie passive superiore a quelli a cambio flessibile, per una combinazione delle politiche espansive e degli effetti ciclici dell'economia.

La credibilità finanziaria, nel medio periodo, è un elemento determinante per avere la fiducia dei mercati. La strategia politica deve essere coerente ed in

¹³⁶ Lai, K. & Ha, J. & Leung, C. (2002). Comparing flexibility in Argentina and Hong Kong. *Research Department Hong Kong Monetary Authority*.

¹³⁷ Lai, K. & Ha, J. & Leung, C. (2002). Comparing flexibility in Argentina and Hong Kong. *Research Department Hong Kong Monetary Authority*.

linea con il modello di cambio adottato, in maniera tale da evitare gli attacchi speculativi.

Hong Kong, ha mostrato le caratteristiche adeguate per il mantenimento di un sistema così particolare come quello del *currency board*. La flessibilità del mercato e la disciplina fiscale hanno preservato durante gli anni il tasso di cambio da attacchi mirati a minarne la stabilità.

L'esempio dell'Argentina, nonostante le profonde divergenze economiche, deve essere, in ogni caso, tenuto a mente dai decisori politici asiatici. Un sistema che ha garantito affidabilità nell'economia per molti anni, può essere rivisitato od abbandonato per l'inserimento in un nuovo progetto di valuta asiatica comune. Dapprima, però, è necessario creare le condizioni affinché possa partire un progetto, in grado di avere un rendimento migliore ed un minore rischio per la piccola economia cinese, rispetto a quello attualmente utilizzato.

4.5 Nuove prospettive di politica economica per la regione asiatica e la necessità di aiutare le zone asiatiche in transizione.

La regione cinese ha saputo fino ad oggi riuscire autonomamente a condurre una politica economica adeguata e coerente che ha saputo dare stabilità al paese.

Grazie alla politica “*un paese, due sistemi*”, Hong Kong ha saputo mantenere rapporti commerciali con le maggiori economie: dalle vicine Cina e Giappone, agli Stati Uniti passando per l'Europa.

Grazie al proprio sistema di politica economica e alla politica capitalista di scambio, ha mantenuto il proprio stato di porto franco, concludendo accordi di scambio internazionali con il proprio nome.

Nel 2010 ha potuto collocarsi in decima posizione, in termini di commercio mondiale con l'esterno tra tutti i paesi¹³⁸.

¹³⁸ <http://www.tid.gov.hk/english/aboutus/publications/factsheet/eu2010.html> (Trade and Industry Department, Government of the Hong Kong Special Administrative Region, 2010)

Classifica del commercio internazionale dei paesi.

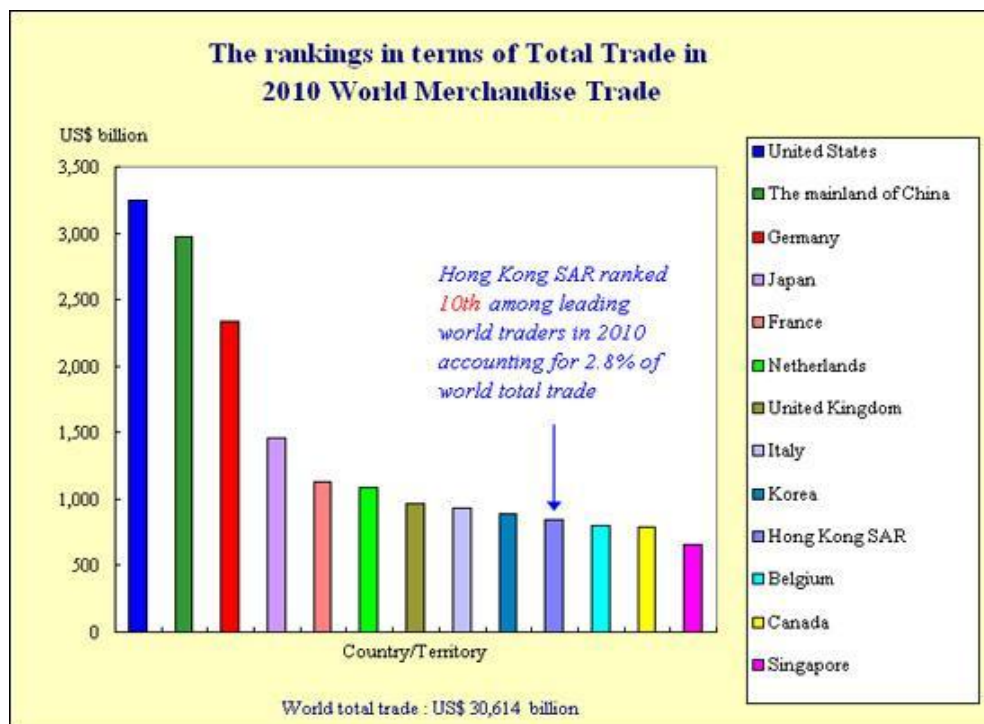


Figura 4.3 : Classifica del commercio internazionale dei paesi

Fonte: World Trade Organization

Mantenendo le proprie barriere commerciali, può applicare tariffe preferenziali ai principali partner commerciali. Hong Kong ,infatti, è un fedele sostenitore del sistema di commercio multilaterale ed aderisce ai principi base del WTO/GATT di non discriminazione e della clausola di MFN¹³⁹, pertanto non mantiene barriere sul commercio.

Le esportazioni rappresentano per l'economia del paese la fonte principale di sviluppo e progresso economico. Questo sistema è stato favorito negli anni grazie ad un tasso di cambio stabile che ha infuso certezza e stabilità nei partner commerciali del paese.

Ad oggi, però, la politica di cambio "quasi-predatoria" applicata dalla Cina mina le certezze dello stesso paese che non può, invece, effettuare svalutazioni competitive. Lo stesso Giappone, lasciando la valuta libera di fluttuare si trova in una situazione meno rischiosa rispetto a quella della piccola economia; potendo intervenire in maniera autonoma sulla politica di cambio qualora ce ne fosse bisogno.

¹³⁹ Most Favoured Nation

I costi d'abbandono del *currency board* sono così elevati da non poter rispondere rapidamente ad un ipotetico calo consistente dell'export per il paese. Per di più non è chiaro, se dati gli sviluppi internazionali che fanno pensare ad un ruolo sempre più marginale delle piccole economie, la regione asiatica possa competere con le grandi potenze internazionali che si stanno configurando e che appaiono avere un ruolo predominante nelle dinamiche economiche mondiali.

Il progetto di valuta unica, analizzato in questo elaborato, eviterebbe per il paese di incorrere in tali rischi. Hong Kong, potrebbe continuare a mantenere l'autonomia in campo politico, affidando le operazioni monetarie ad un ente asiatico di controllo.

Il passaggio ad un tale sistema da quello attuale sembra essere quello più naturale, considerando che lo stesso paese, ad oggi, è impossibilitato nell'utilizzo della politica monetaria. L'ente asiatico monetario sostituirebbe gli Stati Uniti ed allo stesso tempo garantirebbe in misura superiore contro eventuali ed imprevisi attacchi speculativi e contro la concorrenza *unfair* delle valute asiatiche deprezzate.

La zona dell'est Asia è in grande sviluppo, pur permanendo nell'area economie fortemente sottosviluppate. I costi di formazione della valuta asiatica sono di tipo redistributivo. Il rischio è quello di sacrificare i progressi raggiunti distribuendo i vantaggi alle economie meno sviluppate.

Per evitare tutto questo è necessario un percorso a vari stadi. In primo luogo l'Unione Monetaria deve essere costituita e portata avanti dalle economie asiatiche più sviluppate. In un secondo momento, e solo dopo aver raggiunto determinati parametri economici di garanzia (parametri di crescita, fiscali, di stabilità) si potranno inserire nel progetto anche le aree che risultano ad oggi in transizione.

Naturalmente i paesi asiatici ad elevata crescita economica devono aiutare e proteggere lo sviluppo dei vicini, creando piattaforme di diffusione di *best practice*, istituendo Enti di finanziamento a basso costo per investimenti nei territori in via di sviluppo e qualora ce ne fosse bisogno redistribuendo la propria ricchezza interna.

La creazione di stabilità monetaria incrementerebbe il commercio tra paesi asiatici in maniera significativa ed in pochi anni sarebbe possibile per le grandi potenze asiatiche recuperare gli investimenti effettuati.

Un progetto di tale portata presuppone una collaborazione politica e accordi intra-istituzionali tra Stati membri. Fino ad adesso l'ostacolo principale è rappresentato dal basso grado di democrazia e collaborazione presente nell'area analizzata.

Hong Kong, essendo stata una colonia britannica, è in questo contesto la zona più occidentale dell'Asia, pertanto deve essere insieme al Giappone il promotore principale di pratiche politiche eque, basate sulla democrazia e sul diritto fondamentale di eguaglianza di tutti gli esseri umani.

Il progresso economico e quello istituzionale si muovono molto spesso all'unisono, così che gli eccellenti risultati performati da alcune economie asiatiche nell'ultimo decennio lasciano immaginare buoni propositi ed effetti di *spillover* benefici anche nelle aree in via di sviluppo.

Guardando al contesto internazionale stanno emergendo tre aree destinate a decidere le sorti del globo: Stati Uniti, Europa e Asia.

La collaborazione sana e leale, tra di esse, è indispensabile per risolvere problemi legati allo sviluppo delle restanti macro-aree del pianeta che versano in condizioni di povertà e per stipulare accordi diplomatici, regole di convivenza comune e principi generali in grado di garantire la convivenza pacifica su questo mondo.

CONCLUSIONI

L'area dell'Est asiatico racchiude, nella varietà dei paesi e delle zone geografiche, potenzialità immense che possono essere sfruttate adeguatamente. La mancanza di esperienza unita allo sviluppo repentino di molte aree della zona, ha contribuito a spostare la focalizzazione del raggiungimento di obiettivi di lungo termine a quelli di breve termine. L'analisi squisitamente tecnica operata, considera le politiche di cambio attuate, destinate al vantaggio immediato piuttosto che alla costruzione di un percorso stabile e coerente.

Il possibile impatto negativo derivante dalla preferenza di modelli di cambio estremi o predatori, finalizzati al mantenimento di vantaggi competitivi attraverso l'uso di qualsiasi mezzo disponibile, potrebbe ripercuotersi sullo stessa crescita cavalcante degli Stati analizzati.

Come si evince da questo elaborato, non è la tipologia di una struttura di cambio a rendere un paese preferibile rispetto ad altri in termini di *performance* economiche. Il tasso di cambio è una variabile da adattare alle esigenze interne e al contesto periodale del momento.

La flessibilità nel modificare un regime in maniera significativa o meno è l'elemento caratterizzante e distintivo che può rendere una determinata economia preferibile rispetto ad un'altra.

Inoltre, le problematiche economiche mondiali necessitano di una risoluzione congiunta tra paesi e aree in grado di evitare sopraffazioni prepotenti nei confronti dei paesi meno sviluppati.

I paesi dell'est asiatico analizzati sono oggi in grado di proporre un percorso adeguato e coerente per lo sviluppo delle zone in transizione. Una guerra delle esportazioni, attraverso l'adozione di politiche di cambio destinate ad aumentare il proprio *share* rispetto ai propri vicini, è completamente inutile per il benessere globale complessivo.

Configurare una moneta unica asiatica potrebbe risolvere questo problema ed aprire le trattative per una collaborazione politica tra i paesi.

Una valuta comune, gestita da un ente sovranazionale indipendente, garantirebbe una ripartizione equa dei benefici nell'intera area.

In aggiunta, potrebbe adattare il regime valutario dell'Est asiatico alle esigenze contestuali del momento dotandolo di una flessibilità elevata.

Requisito fondamentale per la creazione di un'economia gestita da tre grandi potenze (Area Nord-America, Area Europa e Area Asia) e basata su tre grandi valute, è la fiducia di tutta la popolazione globale.

I decisori politici e monetari avrebbero il compito di evitare le lotte economiche e soprattutto dovrebbero promulgare l'idea per lo sviluppo delle zone in transizione, così che tutti possano trarre i benefici da un mondo in grado di reggersi sulle proprie gambe.

Il ragionamento che potrebbe sembrare utopistico nel breve periodo, va considerato in un'ottica di lungo termine.

La situazione economica globale segnala in questo contesto storico l'esigenza di una nuova grande valuta per creare stabilità nel pianeta.

Cina, Giappone ed Hong Kong, aree guida dello sviluppo monetario, hanno mostrato ottimi risultati in relazione alla valutazione empirica per la formazione di un'area monetaria ottimale.

Il passaggio dai propri rispettivi modelli di cambio alla valuta unica non può non avvenire senza un'integrazione economica e politica più completa.

La prospettiva ideale è quella di adottare un modello di transizione comune per le tre grandi economie, in modo tale da rendere questo passaggio più naturale e graduale.

Lo scopo dell'elaborato è di ridimensionare la valenza del regime di cambio adottato da ogni singolo Stato, poiché produce risultati differenti a seconda del periodo storico o delle caratteristiche intrinseche del paese analizzato. Ciò non significa affermare l'inutilità dello strumento di cambio valutario, ma piuttosto riconoscerne le proprie caratteristiche di amplificatore o riduttore degli effetti prodotti dall'economia reale del paese.

Il modello di cambio, alla luce di ciò, è un'arma a doppio taglio da usare con prudenza, dati i massicci effetti interni ed esterni che è in grado di creare.

La gestione delle politiche economiche sul cambio ad un ente sovranazionale indipendente è necessaria per spostare la visione dall'interesse di un singolo paese a quello di un'intera area di mercato.

BIBLIOGRAFIA

Aizenman, J. and N. Marion. (2003). The High Demand for International Reserves in the Far East: What's Going On? *Journal of Japanese and International Economics* 17 , 370-400.

Bertoldi, Moreno. (Dicembre 2002). *Perchè la politica economica è stata così inefficace nella crisi giapponese?* Le edizioni del Mulino.

Calvo, G. A. & Izquierdo, A. & Mejia, L. F. (2004). On the Empirics of Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects. *Federal Reserve Bank of San Francisco* .

Chan, Sau-San. (1997). Choosing an exchange rate regime for a sub-national economy from an optimum currency area perspective : the case of Hong Kong. *University of Hong Kong* .

Cooper, R. (2000). Toward a Common Currency. *International Finance*, 3(2) , p.287-308.

Corriere della sera. (2011, Agosto Martedì 30). *Corriere della Sera* , p. Esteri pag 23.

De Cecco, M. (1971). *Economia e finanza internazionale dal 1980 al 1914*. Bari: Laterza.

Drabek, Z. (1998). Exchange Rate Regimes and the Stability of Trade Policy in Transition Economies. *Journal of Comparative Economics* .

Eichengreen, B. and M. Hatase. (2005). Can a Rapidly-Growing Export-Oriented Economy Smoothly Exit a Peg? Lessons for China from Japan's High Growth Era. *Working Paper No. 11625 National Bureau of Economic Research* .

Enders, W. (1995). Theory and Tests of Generalized Purchasing-Power Parity: Common Trends and Real Exchange Rates in the Pacific Rim. *Review of International Economics*, Vol.2 , 179-90.

Evenett, S. J. (2010). *The US-Sino Currency Dispute: New Insights from Economics, Politics and Law*. London: CEPR.

Frankel, J. A. (September 1999). No Single Currency Regime is Right for All Countries or At All Times. *Essays in International Finance*, no. 215, Princeton: Princeton University Press.

Frankel, Jeffrey A. and Shang-Jin, Wei. (April 2007). Assessing China's Exchange Rate Regime. *Harvard University and National Bureau of Economic Research* .

Garofalo, P. (2005). Exchange Rate Regimes and Economic Performance: The Italian Experience. *Banca D'Italia. Quaderni dell'Ufficio Ricerche Storiche*, 10 , 1-50.

- Ghosh, A.R., Ostry, J.D., Gulde, A.M. and Wolf, H.C. (1997). Does the Exchange Rate Regime Matter for Inflation and Growth? *IMF Economic Issues* , 1-19.
- Goldstein, M. (2004). Adjusting China's Exchange Rate Policies. *Working Paper 04-1, Petersen Institute for International Economics, Washington, DC.*
- Goldstein, M. (2002). *Managed Floating Plus*. Washington DC: Institute for International Economics.
- Hanke, Steve H. & Jonung, Lars & Schuler, Kurt. (1993). *Russian currency and finance : a currency board approach to reform*. London ; New York: Routledge.
- Hanke, S. H., and Schuler, K. (1994). Currency Boards for Developing Countries. *San Francisco: International Center for Economic Research.*
- Huang, H. and Malhotra, P. (2004). Exchange Rate Regimes and Economic Growth: Evidence from developing Asian and Advanced European Economies. *IMF Working paper series* , 1-32.
- Ito, T. (2008). Influence of the Renminbi on Exchange Rate Policies of Other Asian Currencies. *Institute for International Economics* , 239-258.
- Itō, T. & Cargill, T. F. & Hutchison, M. (1997). *The political economy of Japanese monetary policy*. Cambridge, Massachusetts: MIT Press.
- Ito, Takatoshi and Krueger, Anne O. (1999). Changes in Exchange Rates in Rapidly Development Countries: Theory, Practice, and Policy Issues (NBER-EASE volume 7). *University of Chicago Press* , Chapter 12.
- Krugman, P. (2010). China's swan song. Washington: Economic Policy Institution.
- Krugman, P. (2009, Dicembre 31). Chinese New Year. *New York Times* .
- Krugman, Paul R. & Obstfeld, Maurice. (2007). *Economia Internazionale*. Pearson Addison Wesley.
- Kuroda, H. (2004). The "Nixon Shock" and the "Plaza Agreement" :Lessons from Two Seemingly Failed Cases of Japan's Exchange Rate Policy. *China & World Economy / 3-10, Vol. 12, No. 1* .
- Lai, K. & Ha, J. & Leung, C. (2002). Comparing flexibility in Argentina and Hong Kong. *Research Department Hong Kong Monetary Authority* .
- Levy-Yeyati, E. and Sturzenegger, F. (2002). To Float or to Fix: Evidence on the Impact of Exchange Rate Regimes on Growth. *American Economic Review* , 1-49.
- Liang, H. (1999). Do Hong Kong SAR and China Constitute An Optimal Currency Area? An Empirical. *International Monetary Fund* .
- Lindsey, B. (2002). How Argentina Got Into this Mess. *The Wall Street Journal* .

- Magnifico, G. (2005). *L'euro: ragioni e lezioni di un successo sofferto*. Roma: Luiss University Press.
- Malhotra, P. and Huang, H. . (September 8, 2004). Exchange Rate Regimes and Economic Growth: Evidence from Developing Asian and Advanced European Economies. *Research Department, International Monetary Fund* .
- Mankiw, N. Gregory and Taylor, Mark P. (2009). *Macroeconomia*. Bologna: Zanichelli.
- Maute, J. (2006). *Hyperinflation, Currency Board, and Bust: The Case of Argentina*. Peter Lang Publishing.
- Mussa, M. and Fellow, S. (October 2007.). IMF Surveillance over China's Exchange Rate Policy. *Peterson Institute for International Economics* .
- Mundell, R. (2002). Does Asia need a common currency? *Pacific Economic Review*, 7 .
- Nilsson, K. and Nilsson, L. (2000). *Exchange Rate Regimes and Export Performance of Developing Countries*. Blackwell Publishers.
- Obstfeld, M. (March 2009). Time of Troubles: The Yen and Japan's Economy, 1985-2008. *University of California, Berkeley* .
- Ohno, K., and Shirono K. (1997). Persistence of the East Asian Dollar Zone. *Graduate School of Policy Science, Saitama University* .
- Petreski, M. (2009 Luglio). Exchange-Rate Regime and Economic Growth: A Review of the Theoretical and Empirical Literature. *PHD for Staffordshire University* .
- Petreski, M. (2004). To Fix or to Float: Pros and Cons for the Different Regimes. *Economist* .
- Quirk, P. (1977). Exchange rate policies in Japan: leaning against the wind. *IMF Staff Paper* .
- Rajan, R. S. and C. H. Shen. (2006). Why are Crisis-Induced Devaluations Contractionary?: Exploring Alternative Hypotheses. *Journal of Economic Integration* , 526-50.
- Rajan, R. S. (July 2010). The Evolution and Impact of Asian Exchange Rate Regimes. *Asian Development Bank* , 24.
- Rosen, H. S. (2007). *Scienza delle finanze*. Milano: McGraw-Hill.
- Schnabl, G. (2000). Japan und die Asienkrise — international Übertragungsmechanismen von Konjunkturbewegungen. *List Forum für Wirtschafts- und Finanzpolitik, Vol. 26, No. 1* , 16-32.
- Schnabl, G. (2004). Weak Economy and Strong Currency , The Origins of the Strong Yen in the 1990s. *University of Tübingen, School of Business and Economics* .

Schwartz, A. J. (1993). Currency Boards: Their Past, Present and Possible Future Role. *Carnegie-Rochester Conference on Public Policy* 39, (p. 147-193).

Shirono, K. (July 2007). Real Effects of Common Currencies in East Asia. *IMF Working Paper* .

Ssu-yü, T. (1944). *Chang Hsi and the Treaty of Nanking, 1842*. Edizioni dell'Università di Chicago: Chicago.

Stockman, C. A. (1999). Choosing an Exchange Rate Regime. *Journal of Banking and Finance*, 23 , 1483-1498.

Subramanian, A. (April 2010). New PPP-Based Estimates of Renminbi Undervaluation and Policy Implications. *Peterson Institute for International Economics: Washington DC* , Policy Brief 10-8.

Thorbecke, W. (2008). The Effect of Exchange Rate Volatility on Fragmentation in East Asia: Evidence from the Electronics Industry. *Research Institute of Economy, Trade, and Industry Tokyo, Japan and Department of Economics George Mason University Fairfax, VA ,USA* .

Thorbecke, W. & Hanjiang, Z. (2008). The Effect of Exchange Rate Changes on China's Labor-Intensive Manufacturing Exports. *George Mason University and RIETI & University of Texas* .

Tsang, S.-k. (May 2002). *The Currency Board Arrangement in Hong Kong, China Viability and Optimality Through the Crisis*. Hong Kong, SAR: Department of Economics, Hong Kong Baptist University.

Willett, T. D. & Permpoon, O. & Srisorn, L. (2008). Asian Monetary Cooperation: Perspectives from the Optimum Currency Area Analysis. *Ph.D in Politics and Economics, CGU* .

Williamson, J. (1995). What Role for Currency Boards? *Institute for International Economics, US*.

Zhang, Z. & Sato, K. & McAleer, M. (December 2001). Is East Asia an Optimum Currency Area? *The International Centre for the Study of East Asian Development, Kitakyushu* .

SITOGRAFIA

AGI China 24. (2011, Maggio 26). *BERSANI A PECHINO SULLA GOVERNANCE MONDIALE*. Tratto il giorno Agosto 7, 2011 da <http://www.agichina24.it/repository/categorie/in-primopiano/politica-internazionale/notizie/bersani-a-pechino-sulla-governance-mondiale>

AGI. (s.d.). *YUAN: SOTTO QUOTA 6,4 DOLLARI, ORA SI PENSA AD APPREZZAMENTO*. Tratto il giorno Agosto 3, 2011 da <http://it.notizie.yahoo.com/agi-yuan-sotto-quota-6-4-dollari-ora-084600715.html>

Chineseculture.about.com. (s.d.). Tratto il giorno Luglio 8, 2011 da <http://chineseculture.about.com/od/thechinesegovernment/a/RMB.htm>

Dipartimento Economia Unimib. (s.d.). Tratto il giorno Giugno 30, 2011 da <http://dipeco.economia.unimib.it/persona/colombo/econinter-b%5Cregimi.pdf>

Dizionario Finanziario.it. (s.d.). *Bilancia dei pagamenti*. Tratto il giorno Giugno 30, 2011 da Dizionario Finanziario.it: http://www.dizionariofinanziario.it/significato/b/1255598830/bilancia_dei_pagamenti.html

economia.bloglive.it. (2011, Agosto 14). *Cina, yuan sotto soglia di 6,4 contro il dollaro*. Tratto il giorno Agosto 17, 2011 da <http://economia.bloglive.it/cina-yuan-sotto-soglia-di-64-contro-il-dollaro-6464.html>

europa.eu. (s.d.). Tratto il giorno Giugno 20, 2011 da http://europa.eu/legislation_summaries/economic_and_monetary_affairs/institutional_and_economic_framework/l25082_it.htm

IAI-Istituto Affari Internazionali. (s.d.). Tratto il giorno Agosto 6, 2011 da <http://www.iai.it/content.asp?langid=1&contentid=449>

IMF. (s.d.). *Articles of Agreement of the International Monetary Fund, Article IV - Obligations Regarding Exchange Arrangements*. Tratto il giorno Luglio 27, 2011 da <http://www.imf.org/external/pubs/ft/aa/aa04.htm>

IMF. (2008, Aprile 30). *De Facto Classification of Exchange Rate Regimes and Monetary Policy Frameworks*. Tratto il giorno Giugno 22, 2011 da <http://www.imf.org/external/np/mfd/er/2008/eng/0408.htm>

Ricci, S. (2011, Agosto 25). *I pericoli di uno Yen troppo forte*. Tratto il giorno Agosto 30, 2011 da Il Journal: <http://www.iljournal.it/2011/pericoli-yen-troppo-forte/256723>

The World Bank. (s.d.). Tratto il giorno Luglio 8, 2011 da <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG/countries/CN?display=graph>

Trade and Industry Department, Government of the Hong Kong Special Administrative Region. (2010, June). *European Union and Hong Kong Special Administrative Region*. Tratto il giorno September 8, 2011 da <http://www.tid.gov.hk/english/aboutus/publications/factsheet/eu2010.html>

Unicredit . (s.d.). *Glossario*. Tratto il giorno luglio 2, 2011 da <http://www.unicreditbanca.it/it/glossario/index.php?idc=759>

Yahoo. (s.d.). Tratto il giorno Agosto 30, 2011 da <http://finance.yahoo.com/q?s=USDJPY=X>