

LUISS Guido Carli
PREMIO TESI D'ECCELLENZA

**La moneta invisibile:
i Diritti Speciali di Prelievo
e il nuovo assetto
geopolitico mondiale**
Oscar Rosario Gugliotta

3
2016-2017

LUISS Guido Carli / Premio tesi d'eccellenza
Working paper n. 3/2016-2017
Publication date: February 2019
*La moneta invisibile: i Diritti Speciali di Prelievo
e il nuovo assetto geopolitico mondiale*
© 2019 Oscar Rosario Gugliotta
ISBN 978-88-6856-140-6

This working paper is distributed for purposes of comment and discussion only. It may not be reproduced without permission of the copyright holder.

LUISS Academy is an imprint of
LUISS University Press – Pola Srl
Viale Pola 12, 00198 Roma
Tel. 06 85225485
e-mail lup@luiss.it
www.luissuniversitypress.it

Editorial Committee:

Leonardo Morlino (chair)
Paolo Boccardelli
Matteo Caroli
Giovanni Fiori
Daniele Gallo
Nicola Lupo
Stefano Manzocchi
Giuseppe Melis
Marcello Messori
Gianfranco Pellegrino
Giovanni Piccirilli
Arlo Poletti
Andrea Prencipe
Pietro Reichlin

La moneta invisibile: i Diritti Speciali di Prelievo e il nuovo assetto geopolitico mondiale

Oscar Rosario Gugliotta

Abstract

In 2015, the International Monetary Fund introduced one of the largest and most significant reviews about the method of valuation of the SDR, which entered into force by October 1. In particular, this review allowed the entrance of the renminbi, the currency of the People's Republic of China, within the basket of the SDR. The main purpose of this analysis is to trace the excursion of the aforementioned reform, focusing on its main elements and reasons for which it has come to it and, the fundamental consequences for the monetary economy and international relations between the great economic powers.

In order to reconstruct the economic development and the renewal path that has been planned and implemented in the last forty years by the Chinese government, this paper examines the reform, that has formalized China's position as a global economic player and has encouraged the renminbi as a possible currency for international exchange and reserve. China will benefit from this strongly desired recognition both to consolidate its status among the global affairs and as a stimulus, in domestic politics, to carry on the path of reforms, for example in terms of liberalization of the capital market, that is yet in evolution. It is unlikely that the renminbi can aspire to downsize the role played by the dollar, as a reference currency in trade and in international finance, without the achievement of the necessary reforms.

1. Il sistema monetario internazionale da Bretton-Woods alla crisi economica

Una delle riforme più recenti e significative del Fondo Monetario internazionale è stata la modifica, approvata nel gennaio 2015 ed entrata in vigore il 1° ottobre 2016, del paniere di valutazione dei Diritti Speciali di Prelievo. In particolare, oltre alle monete delle quattro economie globali più avanzate - quali Stati Uniti, Unione Europea, Regno Unito e Giappone -, è stata accolta nel paniere la moneta della Repubblica Popolare Cinese, il renminbi¹.

L'importanza di questa riforma, che riguarda un'entità monetaria internazionale - i Diritti Speciali di Prelievo, per il proseguito DSP - costituente la valuta di conto del Fondo Monetario internazionale e di altre istituzioni sovranazionali, riguarda il riconoscimento da parte della comunità economica internazionale del ruolo della RPC nella *governance* economica mondiale, che fino a quel momento era stato attribuito soltanto alle grandi economie occidentali e al Giappone.

Pertanto, lo studio di questa riforma, insieme con un suo corretto inquadramento nell'ambito dell'economia monetaria internazionale, comporta da un lato la comprensione delle condizioni dell'economia globale che hanno condotto ad essa e, dall'altro, la ricostruzione del percorso che la Cina, in quanto potenza economica, ha compiuto negli ultimi decenni, raggiungendo gradualmente, ma inesorabilmente, delle tappe che la collocano a pieno titolo fra le grandi economie del Pianeta.

Più in particolare, per comprendere in *toto* le questioni legate ai DSP, al loro utilizzo e alla loro valutazione in termini delle principali valute mondiali è opportuno tenere presente la storia dell'economia monetaria internazionale, a partire dalla metà degli anni Quaranta del secolo scorso, che ha determinato l'attuale funzione e assetto del Fondo Monetario internazionale e le relazioni di forza fra le economie dei suoi Stati membri.

La «Conferenza monetaria e finanziaria delle nazioni unite e associate», svoltasi a Bretton Woods, dal 1° al 22 luglio del 1944, alla quale hanno partecipato i rappresentanti dei Paesi del blocco degli Alleati, può ritenersi il momento di avvio nella configurazione di un nuovo sistema di regole e procedure sul quale delineare il nascente futuro ordine economico mondiale².

Come è noto, gli indirizzi teorici della conferenza furono dati dall'economista John Maynard Keynes per la delegazione britannica e dall'economista Harry Dexter White per la delegazione statunitense³. La proposta keynesiana era ispirata da un'analisi delle prospettive post-belliche della Gran Bretagna e riguardava l'istituzione di una *International Clearing Union*, una sorta di Banca Centrale delle Banche Centrali nazionali con l'obiettivo di evitare squilibri nelle bilance dei pagamenti, attraverso l'emissione di un nuovo strumento di liquidità - il *bancor* - che avrebbe dovuto compensare le posizioni degli Stati debitori con i surplus degli Stati creditori. Diversamente, la proposta americana, fortemente influenzata dall'esperienza della Grande Depressione negli Stati Uniti, riguardava l'introduzione di un codice di condotta in materia valutaria, attraverso la

¹ Il Renminbi (o RMB), come noto, è la moneta ufficiale della Repubblica Popolare Cinese (RPC) e letteralmente vuol dire "valuta del popolo"; da non confondere con lo yuan che è l'unità di base del renminbi usato per esprimere cifre aggregate. Questa sottigliezza linguistica è simile a quella tra sterling e pound, che si riferiscono rispettivamente alla moneta britannica e alla sua unità di peso. Company R. (2015), *What's the difference between the renminbi and the yuan? The answer to this and other questions in "renminbi internationalization"*, Brookings Institution Press.

² Tra i numerosi testi sulla conferenza di Bretton Woods si possono consultare i seguenti testi, a dimostrazione dell'importanza storica della conferenza, che ha avuto ripercussioni sull'aspetto geopolitico mondiale: Steil B. (2015), *La battaglia di Bretton Woods* (ed. it. Becchi A.), Donzelli Editore; Bordo M.D., Eichengreen B. (1993), *A retrospective on the Bretton Woods system*, National Bureau of Economic Research, The University of Chicago Press; Hazlitt H. (2009), *From Bretton Woods to world inflation: a study of causes and consequences*, Ludwig Von Mises Institute; James H. (1996), *International Monetary cooperation since Bretton Woods*, Oxford University Press; Boughton J.M., Sarwar Lateef K. (1995), *Fifty years after Bretton Woods. The future of the IMF and the World Bank*, IMF-WB.

³ Cesarano F. (2001), *Gli accordi di Bretton Woods. La costruzione di un ordine monetario internazionale*, Laterza.

costituzione di un «fondo di stabilizzazione» che assicurasse la stabilità delle valute ed evitasse ricorrenti svalutazioni competitive e restrizioni ai pagamenti internazionali⁴.

Tuttavia, sebbene differenti su diversi punti fondamentali, entrambe le proposte concordavano sulla necessità di una forte cooperazione in campo economico, monetario e finanziario per la stabilità del sistema economico internazionale portando alla nascita del Fondo Monetario internazionale⁵.

Il ruolo degli Stati Uniti nell'esito degli accordi di Bretton Woods fu chiaramente preponderante. D'altro canto, gli Stati europei erano prostrati dal conflitto, che aveva inciso sui Paesi coinvolti, vincitori e vinti, non soltanto dal punto di vista logistico e fisico, danneggiando in modo considerevole le loro infrastrutture, ma anche dal punto di vista finanziario, riducendo in ginocchio le economie europee. Pertanto, gli Stati Uniti, in questa contingenza⁶, potevano svolgere un ruolo di sostegno alle economie degli altri Stati: questa circostanza consentiva loro di uscire dall'isolamento monetario che aveva caratterizzato l'economia statunitense nella prima metà del secolo⁷.

Di fatto, gli accordi di Bretton Woods, per garantire la stabilità del sistema monetario internazionale, prevedevano l'invarianza del cambio col dollaro – il cosiddetto *fixed dollar parity* -: se il cambio di una moneta nazionale con il dollaro subiva una fluttuazione, le banche centrali dovevano ristabilire il tasso di cambio con operazioni di mercato.

Naturalmente tale circostanza costituì un vantaggio per l'economia statunitense e offrì agli Stati Uniti una supremazia monetaria, che pesò sia a livello economico sia politico; nello specifico, le politiche macroeconomiche interne agli altri Stati erano influenzate dal vincolo di fissità del tasso di cambio e, soprattutto, dalla possibilità per gli Stati Uniti di immettere moneta sul mercato, data l'inesistenza di una necessità di coordinamento con gli altri Paesi⁸.

D'altra parte, nel 1945, gli Stati Uniti avevano accumulato gran parte dell'oro disponibile nelle loro riserve potendo, quindi, definire in autonomia le proprie politiche monetarie e i propri livelli di prezzo; mentre gli altri Paesi riscontravano la necessità di vincolare, seppur parzialmente, le proprie politiche monetarie, per mantenere la parità nel cambio col dollaro.

Questo meccanismo si rivelò solido, poiché il governo statunitense riuscì a stabilizzare il proprio livello dei prezzi, in dollari, e non interferì nelle modalità che gli altri Paesi adottarono per fissare i propri tassi di cambio, nei confronti della moneta statunitense.

Inoltre, la stabilità economica statunitense e l'ormai avallato ruolo del dollaro come valuta di riferimento per le monete nazionali dell'Europa occidentale, indussero i Paesi comunisti a utilizzare il dollaro come unità monetaria⁹. Infatti, i sovietici istituirono un Consiglio per la Mutua Assistenza Economica (COMECON) in seno al quale, con cadenza annuale, i Paesi del blocco comunista negoziavano i tassi di cambio rispetto a un paniere di beni commerciabili allineandosi per le materie

⁴ Horsefield J.K. (1969), *The Keynes and White plan in the International Monetary Fund 1945-1965, twenty years of international cooperation, volume I: Chronicles*, IMF.

⁵ Clift J. (2001), *What is the International Monetary Fund?*, IMF, p. 2 ss.

⁶ Nello specifico nel testo l'autore evidenzia le difficili condizioni nelle quali i Paesi europei si trovavano alla fine del secondo conflitto mondiale: Steil B. (2015), op. cit.

⁷ Durante la politica isolazionistica statunitense, la FED guardava unicamente agli indicatori interni dell'economia americana, quali nello specifico tasso di inflazione, disoccupazione o posizioni finanziarie delle banche americane. Giova a tal proposito rinviare a Mckinnon R.I. (2013), *The unloved dollar standard. From Bretton Woods to the rise of China*, Oxford University Press, p. 7 ss.

⁸ Non si può, tuttavia, omettere un aspetto della vicenda prioritario: non sussistevano molte alternative al dollaro; quello che si voleva scongiurare, in special modo, era una dipendenza dalle *commodities*, che si riteneva avessero inciso nei fatti della Grande depressione del 1929, in particolare nel favorire la volatilità dei tassi di cambio.

⁹ Holzman F.D. (1976), *International trade under communism: politics and economics*, Macmillan.

prime con il *Chicago Board of Trade* e, per il settore manifatturiero, con i cataloghi dell'industria della Germania occidentale¹⁰.

Ma a lungo andare gli Stati Uniti non furono più nelle condizioni di convertire in oro tutti i dollari da loro emessi, e l'eccesso di domanda del metallo prezioso finì per farne aumentare il prezzo, fino a farlo fluttuare: così, il 15 agosto del 1971 a Camp David il presidente Nixon¹¹ dichiarò abolita la convertibilità del dollaro in oro, ponendo di fatto fine al regime di Bretton Woods, e con esso al sistema dei cambi fissi fra le monete degli stati membri del Fondo Monetario internazionale, sostituito da un sistema di cambi variabili governato da logiche di mercato, che perdura ancora oggi¹².

L'abbandono del regime dei cambi fissi, a partire dal 1971, ha determinato un profondo cambiamento nella natura del Fondo. L'FMI, nato con lo scopo di mantenere la stabilità dei tassi di cambio e la convertibilità delle valute, si è trasformato in un'istituzione con maggiori responsabilità estendendo le sue competenze ai mercati bancari e capitali, al sistema dei pagamenti e svolgendo un importante ruolo nella formulazione di proposte di riforma del sistema finanziario globale¹³.

La decisione dell'amministrazione Nixon di dismettere il sistema di cambi fissi di Bretton Woods trova una spiegazione, sia nella sostanziale disparità fra il valore della moneta e quello dell'oro, sia nella conseguente instabilità, che un sistema di cambi fissi poteva generare in quel contesto. In realtà, già dal 1960 i problemi legati ai tassi di cambio fissi e alla convertibilità del dollaro in oro erano stati rilevati dall'economista Robert Triffin¹⁴, il quale riteneva che il sistema concordato a Bretton Woods, da poco in vigore, non si sarebbe prolungato nel tempo, perché il suo funzionamento interno conteneva una contraddizione intrinseca¹⁵.

Per far fronte al «Dilemma di Triffin» i tecnici del Fondo Monetario internazionale ipotizzarono la creazione di una moneta artificiale di riserva, per integrare l'offerta di oro. Per questo motivo, riprendendo le idee originarie di Keynes si decise di immettere sul mercato una nuova moneta di riserva internazionale, con l'espressa finalità di proporla come strumento di liquidità sui mercati internazionali. Così, fra il 25 e il 27 settembre del 1967, durante il ventiduesimo incontro annuale, tenutosi a Rio de Janeiro, il Board of Governors del Fondo Monetario approvò la Risoluzione No. 22-8 che diede origine ai Diritti Speciali di Prelievo¹⁶.

¹⁰ Brine J. (1992) *Comecon: the rise and fall of an international socialist organization*, Clío Press, International Organizations series, Oxford, vol. 3.

¹¹ Si riporta testualmente la dichiarazione del Presidente Nixon per l'importanza rivestita nella fine del sistema di Bretton Woods: « I have directed Secretary Connally to suspend temporarily the convertibility of the American dollar except in amounts and conditions determined to be in the interest of monetary stability and in the best interests of the United States. »

¹² Bordo M. D., James H. (2001), *The adam klug memorial lecture: Haberler versus Nurkse: the case for floating exchange rates as an alternative to Bretton Woods?*, The University Of Chicago Press, National Bureau of Economic Research Working Paper No. 8545, October.

¹³ Per maggiori approfondimenti sull'evoluzione del ruolo del Fondo Monetario Internazionale si rimanda ai seguenti testi: Yago K., Asai Y., Itoh M. (2015), *History of the IMF. Organization, policy, and market*, Springer; Schlitzer G. (2011), *Il Fondo Monetario Internazionale*, Il Mulino; Adinolfi G. (2012), *Poteri e interventi del Fondo Monetario Internazionale*, CEDAM.

¹⁴ Triffin R. (1960), *Gold and the Dollar crisis. The future of convertibility*, Yale University Press.

¹⁵ Il «Dilemma di Triffin» si chiedeva quale decisione il mondo economico internazionale avrebbe preso: terminare in breve la propria liquidità o indebolire la fiducia sul valore effettivo della moneta statunitense. L'esito, in entrambi i casi, sarebbe stato l'esplosione di una crisi. Altman, O. L. (1961), *Professor Triffin's diagnosis of international liquidity and proposals for expanding the role of the IMF*, in *Current economic situation and short-run outlook, hearings, 86th Congress, 2nd Session, December 7-8, 1960*, U.S. Congress, Joint Economic Committee, Government Printing Office, pp. 175-207.

¹⁶ IMF (2001), *Financial organization and operations of the IMF*, Pamphlet Series n. 45, IMF.

In effetti, i DSP sono nati espressamente per sostituire il dollaro, costituendo un credito potenziale sulle monete liberamente utilizzabili dai membri del Fondo Monetario internazionale: il loro prezzo rispetto all'oro venne fissato in modo che un dollaro statunitense equivalesse a un DSP¹⁷.

Tuttavia, il mercato dei DSP non riuscì a raggiungere una liquidità soddisfacente, il che è uno dei problemi che impedirono l'affermarsi dei DSP come valuta di riserva alla prova dei fatti¹⁸.

Nella fase iniziale, il valore di 1 DSP era stato fissato come equivalente a 0.888671 grammi di oro fino, cioè il valore nominale all'epoca del dollaro statunitense, il cui cambio con l'oro era stato stabilito dal regime di Bretton Woods¹⁹. Tale soluzione di compromesso andava incontro sia alla necessità di introdurre una nuova valuta di riserva internazionale, sia alla necessità di sostituire adeguatamente tanto l'oro quanto il dollaro come bene di riserva²⁰.

Quando l'amministrazione Nixon svincolò il valore del dollaro dal prezzo dell'oro, svalutando di fatto la moneta statunitense, il DSP ha mantenuto il suo valore nominale in oro, tanto da essere definito "paper gold"²¹. E fu proprio in quel momento che il valore del DSP cessò di essere determinato unicamente in riferimento al dollaro, secondo un rapporto di unità 1-1.

L'unica alternativa possibile, in un regime di tassi di cambio variabili, era quella di valutare i DSP sulla base di un paniere di valute²². Inizialmente, a partire dal 1974, esso constava di 16 valute e gli Stati emittenti erano coloro i quali rappresentavano almeno più dell'1% delle esportazioni mondiali. Ma il paniere derivante dalla combinazione di 16 valute risultava scarsamente efficiente, come unità di conto: era difficile ed oneroso da replicare e alcune delle valute che comprendeva erano scambiate in misura poco significativa. Inoltre, con questo meccanismo di valutazione, il DSP diveniva una valuta di riserva scarsamente attraente, in quanto possedeva rendimenti più bassi degli asset di riserva che intendeva sostituire²³.

Per questi motivi, nel 1981, a poco più di dieci anni dall'introduzione dei DSP, il calcolo del paniere fu rivisto e allineato in relazione alle valute dei cinque Stati membri che registravano il numero più consistente di esportazioni di beni e servizi nei precedenti cinque anni.²⁴

Successivamente, a seguito dell'introduzione dell'euro, nel 1999, le valute costituenti il paniere usato nel calcolo del valore dei DSP scesero a quattro, dato che franco francese e marco tedesco furono entrambi assorbiti dall'euro. In tale occasione, il Fondo Monetario modificò il criterio per la scelta delle valute da includere nel paniere: oltre a una valutazione sui livelli di esportazioni di singoli Stati, è stato considerato come elemento valutativo anche il livello di esportazione delle unioni monetarie, di cui fanno parte gli Stati aderenti al Fondo Monetario, escludendo dal calcolo le esportazioni che avvengono tra i Paesi della stessa unione monetaria. In questo modo, si concedeva all'euro di proporsi come moneta candidabile per il paniere²⁵.

Inoltre, durante la *review* del 2000, viene introdotto un secondo criterio di selezione, già presente negli *Articles of Agreement* del 1978 ma mai applicato. Tale requisito quantitativo

¹⁷ Coats E. L. Jr (1990), *Special Drawing Rights. Operations and role in development finance*, Allied Publishers Limited.

¹⁸ Bird G. (2003), *The IMF and the future. Issues and options facing the Fund*, Routledge, p. 268 ss.

¹⁹ IMF (2017), *Special Drawing Rights*, IMF, Factsheet.

²⁰ Sommariva A. (1970), *Il sistema monetario internazionale: da Bretton Woods ai Diritti Speciali di Prelievo*, Editore L. di G. Pirola, Milano.

²¹ Nome comunemente usato per riferirsi ai DSP durante la metà degli anni Sessanta proprio per la resistenza del suo valore nominale in oro mantenuto invariato nonostante le svalutazioni del dollaro con l'oro e con le altre monete. Mussa M., Boughton J.M., Isard P. (Eds.) (1996), *The future of the SDR in light of changes in the international financial system*, IMF.

²² Tornare a un gold standard, ancorando il valore del DSP al valore dell'oro non era ormai più possibile, per le stesse ragioni che avevano indotto l'amministrazione Nixon a svincolare il dollaro da un tale ancoraggio.

²³ IMF (2016), *Financial operations of the IMF*, IMF.

²⁴ Francia, Germania, Giappone, Regno Unito e Stati Uniti. Williamson J. (2009), *Understanding Special Drawing Rights (SDRs)*, Peterson Institute For International Economics, Policy Brief No. 09-11, June.

²⁵ IMF (1999), *Annual report*, chapter 10, IMF.

garantisce al paniere di essere costituito solo da monete liberamente utilizzabili, cioè ampiamente utilizzate nelle operazioni e nei pagamenti internazionali e negoziate nei principali mercati di cambio²⁶.

A tal proposito, va ricordato che, con cadenza quinquennale, il Fondo rivede la composizione del paniere, i pesi delle valute costitutive e gli strumenti finanziari utilizzati per calcolare il tasso di interesse dei DSP. Il peso di ciascuna valuta viene approvato dal Board del Fondo durante le *reviews* e convertito in importi fissi di ciascuna valuta²⁷. A seguito della riforma, qui oggetto di analisi, il paniere che determina il valore di un DSP è così ripartito²⁸:

Tabella 1.1

Valuta	Peso %
Dollaro	41,73%
Euro	30,93%
Sterlina	8,09%
Yen	8,33%
Renminbi	10,92%

Fonte: Elaborazione personale, dati: Fondo Monetario internazionale.

2. L'entrata del renminbi del paniere dei Diritti Speciali di Prelievo

Il 1° ottobre 2016 rappresenta un momento significativo per la Repubblica Popolare Cinese nel suo processo di affermazione come potenza nell'ambito del sistema economico, monetario e commerciale internazionale. Di fatto, è la prima volta che una valuta emessa da un paese emergente entra a far parte del paniere dei DSP del Fondo Monetario internazionale, acquisendo lo *status* attivo di riserva al pari delle altre valute internazionali.

Questa *review*, per il Fondo Monetario internazionale, è un passo ulteriore nel processo di riforma, lanciato negli anni duemila per elevare il profilo delle economie emergenti nella *governance* dell'istituzione finanziaria, al fine di sancire il loro crescente peso nell'ambito dell'economia mondiale. Il nuovo paniere – in linea con il Sistema Monetario internazionale, all'interno del quale il numero di poli di rilevanza va moltiplicandosi, costituisce un *setting* di

²⁶ Questa seconda condizione venne introdotta come requisito formale all'interno dell'art. XXX parte (f) che citiamo testualmente: "A freely usable currency means a member's currency that the Fund determines (i) is, in fact, widely used to make payments for international transactions, and (ii) is widely traded in the principal exchange market." *Articles of Agreement*, IMF.

²⁷ La conversione viene effettuata l'ultimo giorno lavorativo precedente la data in cui il nuovo paniere diventa effettivo. Gli importi in valuta sono determinati in modo tale che a) il valore dei DSP espresso in dollari USA sia lo stesso utilizzando il nuovo paniere come valore dei DSP in vigore il giorno prima della modifica del paniere (principio di equiparazione/perequazione), e b) il peso di ciascuna valuta calcolato al tasso di cambio medio nel periodo di tre mesi che termina il giorno prima della variazione nel paniere non si discosta di oltre mezzo punto percentuale (limite tollerato) dal peso approvato dal Fondo al momento della *review*. L'Hotellerie-Fallos P., Sanchez L., Serra X. (2016), *Inclusion of the Renminbi in the Special Drawing Rights basket*, in *Economic bulletin*, Banco De España, December, p. 24 ss.

²⁸ Le pagine web del sito istituzionale del Fondo Monetario internazionale: <http://www.imf.org/en/news/articles/2015/09/14/01/49/pr10434>

riferimento che dovrebbe essere, in linea di principio, più favorevole al rilancio dell'utilizzo dei DSP come *asset* di riserva internazionale. Tuttavia, un maggiore utilizzo dei Diritti Speciali di Prelievo comporterebbe come conseguenza una loro maggiore promozione da parte della comunità finanziaria internazionale, guidata dal G20 e dal Fondo Monetario stesso²⁹.

L'inclusione del renminbi nel paniere dei DSP costituisce il riconoscimento da parte del *forum* multilaterale della liberalizzazione finanziaria dell'attività intrapresa dalle autorità cinesi negli ultimi anni e allo stesso tempo un incentivo a portare avanti l'agenda delle riforme interne. Inoltre, tale riforma offre l'opportunità di consolidare la posizione del renminbi come valuta di riserva e di estendere il suo utilizzo e scambio oltre il continente asiatico, rafforzando lo sviluppo dei due aspetti chiave, di seguito esplicitati, affinché una valuta venga ammessa – e rimanga – nel paniere. Di fatto, come si vedrà si seguito, il supporto delle banche centrali e dei mercati internazionali – fondamentali per l'internazionalizzazione – dipenderà principalmente dall'implementazione, o meno, delle riforme in sospeso³⁰.

In tale ottica vanno interpretate le riforme economiche, promosse a partire dal 1978 dai vari governi che nel tempo si sono susseguiti, relative a tutti i settori dell'economia, nell'ambito delle quali si possono individuare alcuni elementi determinanti per la svolta economica della Cina³¹.

In *primis*, rileva la privatizzazione delle imprese statali consistente nella loro trasformazione in società per azioni, in grado di determinare notevoli incrementi di produttività nonché ragguardevoli economie di scala³².

A ciò si aggiunge l'interesse per la creazione di un mercato finanziario che ha condotto, sin dall'inizio degli anni novanta al riconoscimento di un mercato dei capitali, mediante l'istituzione ufficiale delle due borse valori nazionali Shanghai Stock Exchange (SHSE) e Shenzhen Stock Exchange (SZSE). In linea con tale orientamento può essere letta l'importante riforma della struttura del settore finanziario cinese avviata il 29 aprile 2005 con l'inizio da parte di *China Securities Regulatory Commission* (CSRC) di un importante progetto, riguardante una graduale riduzione delle azioni *non-tradable*.

Non da ultimo, elemento indiscusso della trasformazione economica cinese è sicuramente la liberalizzazione degli investimenti preordinata all'integrazione del sistema nazionale con il contesto delle relazioni internazionali, che attualmente viene gestito da un catalogo guida per le operazioni inerenti gli IDE aggiornato al 10 aprile 2015. Nell'ambito di tale indirizzo innovatore si colloca l'importante successo ottenuto per una maggiore liberalizzazione della valuta cinese realizzata attraverso l'emissione da parte del Ministero del Commercio cinese, della circolare *Draft Circular on Issues Concerning Cross-Border RMB Direct Investment*, che ha previsto la possibilità per i possessori di fondi *offshore* in RMB di effettuare investimenti in un'azienda nazionale rispettando le disposizioni previste dalla legge della Repubblica Popolare Cinese³³.

²⁹ Leech D., *Transparency and democracy in the governance of the International Monetary Fund and reforms in progress: A Voting Power Analysis*, In Sciso E. (Eds.) (2017), *Accountability, transparency and democracy in the functioning of Bretton Woods institutions*, Giappichelli-Springer.

³⁰ Momani B., *China at the IMF*, in Lombardi D., Wang H. (2015), *Enter the dragon: China in the international financial system*, Centre for the International Governance Innovation, p. 267 ss.

³¹ Kau M.Y.M., Marsh S.H. (Eds.) (2016), *China in the era of Deng Xiaoping. A decade of reform*, Routledge.

³² Vogel E.F. (2013), *Deng Xiaoping and the transformation of China*, The Belknap Press of Harvard University Press.

³³ Tale guida classifica gli investimenti in tre tipologie ossia incoraggianti, ristretti e vietati. I primi riguardano i settori ritenuti strategici per lo sviluppo del paese, dove gli investitori stranieri godono di determinati benefici come incentivi fiscali e procedure autorizzative semplificate; i secondi sono invece caratterizzati da vincoli più stringenti quali un esame più approfondito nell'approvazione dei progetti. Infine, ci sono i settori vietati che riguardano attività pericolose per la sicurezza nazionale o per l'interesse pubblico. Le attività che non rientrano in tali classi vengono considerate semplicemente permesse e pertanto né godono di particolari benefici, né sono sottoposte a particolari restrizioni. In Cina vige la regola della preliminare approvazione governativa dei progetti d'investimento stranieri all'interno del suo territorio. Tale criterio è

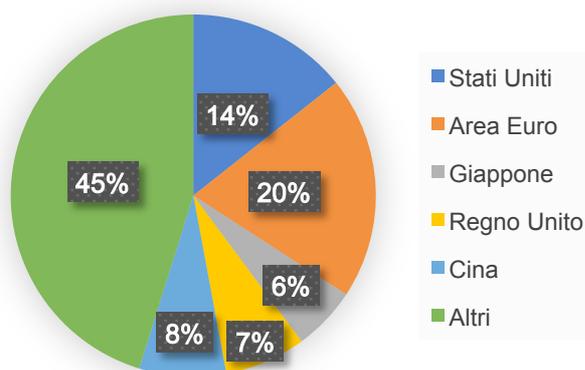
Il susseguirsi di riforme è dunque condizione necessaria e inevitabile per l'inserimento del RMB nel paniere dei DSP del Fondo Monetario Internazionale a partire dal 1° ottobre 2016; di fatto, però, il raggiungimento di tale traguardo è anche la risultante di un percorso politico istituzionale alquanto difficile³⁴.

A tal proposito, è bene ricordare che, affinché una moneta possa partecipare alla composizione del paniere dei DSP, sono necessari due requisiti quantitativi: il primo prevede che il Paese, sia esso Paese in quanto tale o unioni monetarie, deve figurare tra i primi dieci esportatori mondiali³⁵, con una quota di almeno l'1% del commercio globale; il secondo riguarda la moneta, che deve essere liberamente utilizzabile, quindi ampiamente utilizzata nelle operazioni e nei pagamenti internazionali e negoziata nei principali mercati di cambio, così come afferma l'art. XXX (f) dello statuto del Fondo³⁶.

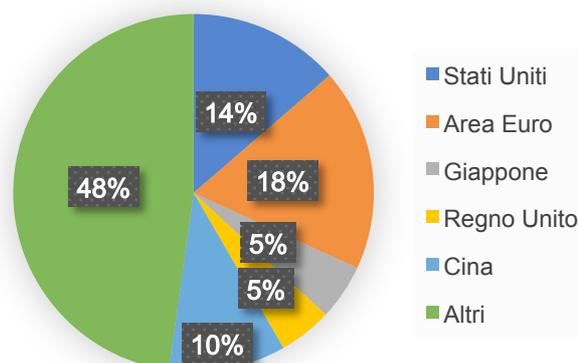
È proprio in relazione a questo secondo requisito, durante la prima *review* avvenuta nel 2010, il RMB non venne inserito tra le monete che concorrono alla formazione del paniere. Infatti, sebbene la Repubblica Popolare Cinese fosse il terzo esportatore mondiale di beni e servizi dopo l'area dell'euro e gli Stati Uniti, come mostra il Grafico 2.1, la sua moneta non rispettava pienamente il

Grafico 2.1 Esportazioni globali. Media quinquennale, come percentuale del totale delle esportazioni globali.

1. 2005-2009



2. 2010-2014



stato applicato sin dagli anni settanta ed è coevo alle riforme economiche che hanno interessato il paese in quel periodo. Esso tutt'ora è uno dei cardini della disciplina cinese sugli investimenti esteri. In occasione della terza sessione plenaria della conferenza governativa svoltasi tra il 9 ed il 13 novembre 2013, il Governo di Pechino aveva annunciato l'intenzione di snellire ulteriormente il procedimento di approvazione, fino a rimuoverlo del tutto, nonché di implementare riforme in direzione di una maggiore liberalizzazione del mercato. Il Governo della Repubblica Popolare mira in tal modo ad accrescere l'interesse per il mercato cinese negli investitori stranieri. Con la nuova circolare dal 2015 gli IDE in Cina non saranno più sottoposti ad approvazioni o a pressanti e gravosi vincoli subendo un trattamento discriminatorio rispetto a quello accordato agli impieghi di capitale cinese. Il Progetto di legge prevede la realizzazione di un Catalogo Speciale che sostituirà l'attuale Catalogo per gli IDE. Esso sarà composto da due sezioni: nella prima verranno incluse le tipologie di investimenti vietati, mentre nella seconda sezione verranno iscritti gli investimenti ristretti, dove è ammesso l'investimento di capitale straniero solo in presenza di determinati requisiti, come per esempio la costituzione di una società mista con una partecipazione del capitale cinese pari al 51% delle azioni del capitale straniero. Per maggiori approfondimenti consultare il sito in lingua inglese del Ministero del Commercio cinese: www.english.mofcom.gov.cn

³⁴ Prasad E.S. (2017), *Gaining currency. The rise of Renminbi*, Oxford University Press.

³⁵ Il Fondo prende come riferimento la media annuale delle esportazioni di beni e servizi in un periodo di 5 anni che termina dodici mesi prima della revisione del paniere. Il calcolo esclude il commercio all'interno delle unioni monetarie considerate, v. Unione Europea. IMF (2015), *Review of the method of valuation of the SDR*, IMF.

³⁶ Si rimanda alla nota 26 del p. 1.

Fonte: L'Hotellerie-Fallois P., Sanchez L., Serra X. (2016), op. cit. *Dati : IMF, World Economic Outlook, Census and Statistics Department Hong Kong SAR.*

Nonostante l'insuccesso iniziale il governo cinese ha continuato il percorso di riforme intrapreso e sotto il profilo valutario, già a partire dal 2009, la Banca Popolare Cinese inaugurò la stagione degli accordi bilaterali *swap* con gli istituti centrali degli altri Paesi, al fine di potenziare la propria moneta ed introdurla nei più importanti canali di pagamento internazionali con lo scopo di intensificarne l'uso sia nell'ambito del settore delle transazioni finanziarie, sia in quello del commercio internazionale³⁷.

Nello specifico, il governo cinese tra il dicembre del 2008 e il giugno del 2011 ha concluso ben dodici accordi *swap*, per un totale di oltre 840 miliardi di *yuan* corrispondenti ad oltre 130 miliardi di dollari americani, con i suoi più importanti *partner* commerciali, come dimostra la tabella qui di seguito riportata³⁸:

Tabella 2.1 Accordi bilaterali *swap* tra la Banca Popolare Cinese e le altre banche centrali ed autorità monetarie.

Paesi	Ammontare dell'accordo <i>swap</i>	Ammontare dell'interscambio commerciale nel 2010	Durata (in anni)	Data in cui è stato firmato l'accordo
Argentina	70 RMB mld	87,2 RMB mld	3	aprile 2009
Bielorussia	20 RMB mld	14,6 RMB mld	3	marzo 2009
Hong Kong	200 RMB mld	1556,9 RMB mld	3	gennaio 2009
Indonesia	100 RMB mld	288,5 RMB mld	3	marzo 2010
Islanda	3,5 RMB mld	0,8 RMB mld	3	giugno 2010
Kazakhstan	7 RMB mld	132,2 RMB mld	3	giugno 2011
Korea	180 RMB mld	1398,9 RMB mld	3	dicembre 2008
Malaysia	80 RMB mld	501 RMB mld	3	febbraio 2009
Mongolia	5 RMB mld	26,8 RMB mld	3	maggio 2011
Nuova Zelanda	25 RMB mld	44 RMB mld	3	aprile 2011
Singapore	150 RMB mld	385,1 RMB mld	3	luglio 2010
Uzbekhstan	0,7 RMB mld	16,7 RMB mld	3	aprile 2011

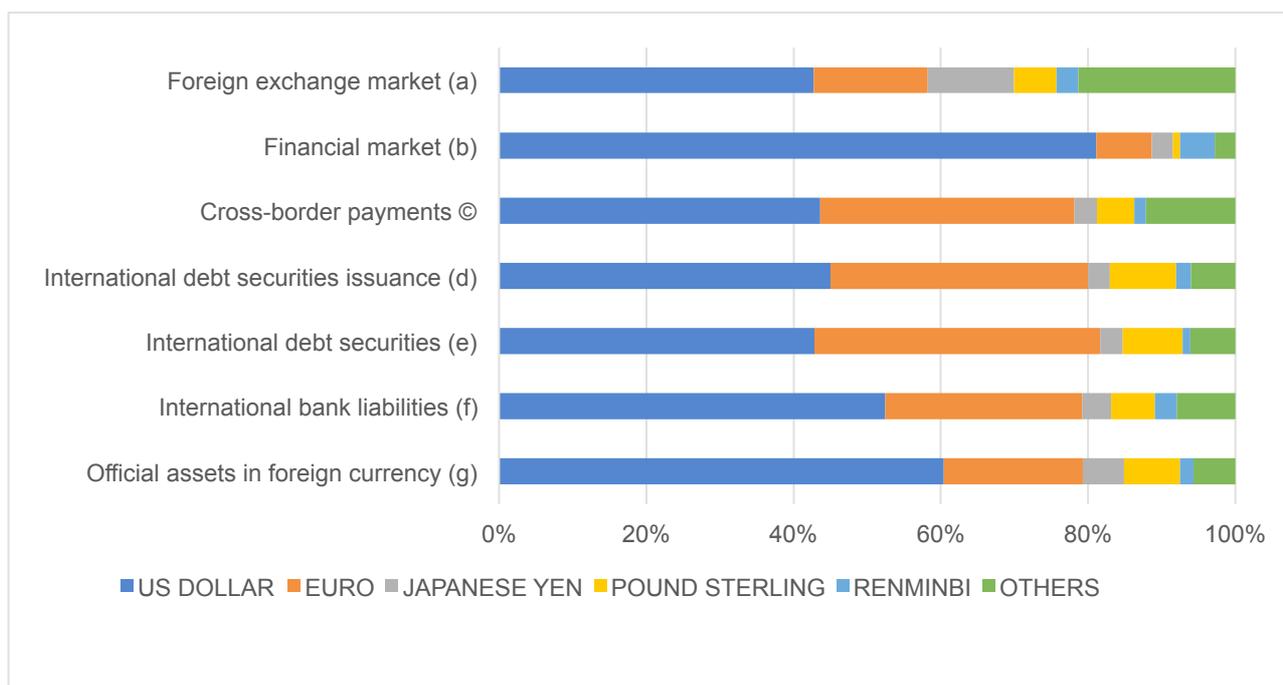
Fonte: Banca Popolare Cinese, CEIC data, www.ceicdata.com/en.

³⁷ Momani B., *China at the IMF*, in Lombardi D., Wang H. (2015), *Enter the dragon: China in the international financial system*, Centre for the International Governance Innovation.

³⁸ Zahalka J., *Yuan: internazionalizzazione di una valuta made in Cina* (2015) – First online. [online] Disponibile a: <<https://www.firstonline.info/cina-verso-la-globalizzazione-dello-yuan/>> [Ultimo accesso 27 Settembre 2017].

Secondo l'analisi svolta dal Fondo³⁹, solo nel 2015 il renminbi ha soddisfatto il secondo criterio, infatti l'uso della valuta cinese nei pagamenti nazionali è aumentata in modo sostanziale dalla precedente revisione del paniere del 2010 e l'attività del renminbi sui mercati valutari nelle principali aree commerciali (Asia, Europa e Stati Uniti) ha dimostrato, a giudizio dello staff del Fondo, una crescita sufficiente per poter ospitare le transazioni in linea con la grandezza richiesta dal Fondo (Grafico 2.2).

Grafico 2.2 Uso e scambio del renminbi.



Fonte: L'Hotellerie-Fallois P., Sanchez L., Serra X. (2016), op. cit, dati: IMF, BIS, Haver Analytics and national sources.

Le politiche di internazionalizzazione portate avanti dal governo cinese si considerano fondamentali per il ruolo del renminbi nell'ambito dei pagamenti internazionali e dei principali mercati dei cambi. Nel 2014, il RMB si classificava settimo in termini di quota di riserve ufficiali, sotto le valute del paniere e sotto il dollaro australiano e canadese – monete non incluse nel paniere dei DSP. Nel secondo trimestre del 2015, la valuta cinese figurava quinto in termini di peso nelle passività delle banche internazionali, al di sotto delle altre monete del paniere, e nono nello *stock* degli strumenti di reddito fisso internazionale, dietro il franco svizzero, il dollaro australiano e canadese e la corona svedese. Infine, risultava la terza valuta più utilizzata nelle transazioni di credito tra il 2014 e il 2015, dietro dollaro statunitense ed euro⁴⁰ e secondo i dati SWIFT⁴¹ nel 2016, il renminbi ha raggiunto il sesto posto nella classifica delle valute dei pagamenti mondiali.

³⁹ IMF (2015), *Review of the method of valuation of the SDR*, IMF.

⁴⁰ Eichengreen B., Kawai M. (2015), *Renminbi internationalization. Achievements, prospects, and challenges*, Brookings Institute Press, February.

⁴¹ Dove SWIFT è l'acronimo di Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication ed è l'Organizzazione delle Transazioni Internazionali. SWIFT (2017), *RMB Tracker*, SWIFT.

Per quanto riguarda, invece, il volume di scambio del renminbi nei mercati di cambio estero vi è stato un aumento dallo 0.4% nel 2010 al modesto 1.1% alla fine del 2013, muovendosi dalla diciassettesima posizione alla nona. Va altresì detto che il volume degli scambi del renminbi è elevato in Asia, basso – ma in crescita – in Europa e molto basso nel Nord America. Le sue principali piazze di scambio sono Hong Kong, Singapore e la Cina, che contano il 75% delle transazioni⁴².

Così, alla luce di quanto appena esposto, l'Executive Board del Fondo ha approvato l'entrata del renminbi nel paniere considerando il fatto che tale moneta offre ragionevoli garanzie non solo all'istituzione finanziaria, ma anche ai membri e ai detentori di DSP. Tale inclusione è stata sostenuta dai risultati ottenuti con il processo di liberalizzazione finanziaria (sia interno sia esterno) intrapreso dalla Cina negli ultimi anni. Inoltre, a favorire l'inclusione è stato l'impegno delle autorità cinesi a seguire *standard* di trasparenza e di diffusione dei dati più rigorosi e iniziative multilaterali sulla fornitura di informazioni statistiche⁴³.

Sempre all'interno del quadro delle riforme per l'internazionalizzazione del renminbi, la Cina ha siglato, fino al 2016, ben trentaquattro accordi⁴⁴ con banche centrali, tra le quali Austria, Australia, Malesia, Pakistan, Tanzania, Sudafrica, Svizzera, Russia e Regno Unito, per verificare l'ipotesi di includere il RMB nell'ambito dei loro portafogli di riserva⁴⁵.

Oltre alle suddette intese bilaterali, la Cina aderisce agli accordi *swap* multilaterali della *Chiang Mai Initiative*, alla quale partecipano i paesi membri dell'ASEAN Plus Three⁴⁶, il quale gestisce un fondo composto da riserve in valuta estera dell'ammontare di 240 miliardi di dollari americani finalizzato a fronteggiare problemi regionali di liquidità a breve termine⁴⁷.

⁴² Huang Y., Wang D., Fan G. (2014), *Paths to a reserve currency: internationalization of the Renminbi and its implications*, Asian Development Bank Institute Working Paper No. 482, May.

⁴³ Yulu C. (2014), *Chinese currency and global economy*, McGrawHill.

⁴⁴ Tale strategia, volta all'aumentato dell'uso internazionale del renminbi, è stata accompagnata dall'impegno della Banca Centrale di Pechino ad allargare il numero degli Stati utilizzando strumenti finanziari in valuta cinese. Ciò nonostante, il Fondo ha negato la possibilità di identificare gli accordi swap come indicatore relativo alla rilevanza dello *yuan* nell'economia mondiale. Tuttavia, nonostante le difficoltà del renminbi ad emergere come moneta internazionale, la politica valutaria cinese ha consentito allo *yuan* di guadagnare un crescente, seppur modesto, ruolo in alcuni portafogli di riserva delle banche centrali. Infatti, a settembre 2011, la Nigeria aveva annunciato la sua decisione di diversificare le riserve esterne includendo il renminbi nel *currency mix*. Allo stesso modo il Cile ha valutato l'ipotesi di includere attività denominate in renminbi nel proprio portafoglio di riserva.

⁴⁵ Panda A., *The Renminbi joins the IMF's SDR basket. Now what?* (2015) – The Diplomat. [online] Disponibile a: <<https://thediplomat.com/2015/12/the-renminbi-joins-the-imfs-sdr-basket-now-what/>> [Ultimo accesso 30 Settembre 2017].

⁴⁶ L' ASEAN Plus Three è un gruppo formato dai Paesi appartenenti all'ASEAN (Birmania, Brunei, Cambogia, Filippine, Indonesia, Laos, Malesia, Singapore, Thailandia, Timor Est e Vietnam) ai quali si aggiunge la Repubblica Popolare della Cina, il Giappone e la Corea del Sud.

⁴⁷ Inizialmente il fondo gestito dalla CMIM ammontava a 120 miliardi di dollari americani, dove Cina e Giappone contribuivano con una quota pari al 32%, mentre la Corea del Sud con il 16% e la restante parte i Paesi dell'ASEAN. Nel 2012, tale fondo è stato potenziato passando a 240 miliardi di dollari, con quote di contributo non modificate. Ciorciari J. (2011), *Chiang Mai Initiative Multilateralization: international politics and institution-building in Asia*, Asia Survey, vol. 51, No. 5, October, pp. 926-952.

Altra importante tipologia di accordi bilaterali, da non confondere con quelli *swap* sopra descritti, sono quelli firmati dalla Cina con Russia e Brasile, al fine di concordare l'impiego del RMB nelle relative transazioni commerciali, al fine di ridurre l'uso del dollaro⁴⁸.

A ciò si aggiunge la realizzazione, già nel 2009, di un progetto finalizzato a disciplinare l'impiego del RMB nell'ambito delle transazioni commerciali tra cinque regioni e città principali della Cina⁴⁹ e gli stati dell'*Asean*, con lo scopo ultimo di sostituire la valuta cinese a quella statunitense, all'euro, alla sterlina ed al dollaro di Hong Kong⁵⁰.

La realizzazione delle riforme e delle iniziative intraprese dal governo cinese negli ultimi anni al fine di posizionare il Paese al pari delle principali economie occidentali e di internazionalizzare la propria moneta consente di configurare un quadro generale di sintesi delle principali politiche economiche, commerciali e valutarie riportato nella Tabella 2.2.

Tabella 2.2 Matrice delle politiche commerciali, finanziarie ed economiche propedeutiche all'ingresso del RMB nel paniere dei DSP del Fondo monetario internazionale.

Politiche governative	Iniziative	Effetti
Politiche di mercato	Privatizzazione delle imprese	Aumento della produttività del sistema nonché conseguimento di economie di scala
Liberalizzazione degli investimenti	Realizzata attraverso l'aggiornamento del catalogo guida per gli IDE nonché attraverso le disposizioni sui fondi <i>off shore</i> contenute nella <i>Draft Circular on Issues Concerning Cross-Border RMB Direct Investment</i>	Incremento del grado di attrattività del sistema paese nei confronti degli IDE effettuati in RMB.
Politiche di innovazione finanziaria	Creazione di mercati finanziari	Istituzione delle due borse valori "nazionali" Shanghai Stock Exchange (SHSE) e Shenzhen Stock Exchange (SZSE).

(segue)

⁴⁸ Nel 2013, la Banca Popolare Cinese e la Banca Centrale del Brasile hanno firmato un accordo Bilateral Currency Swap (BCS) per un valore di 190 miliardi di RMB/60 miliardi di Real, per la durata di 3 anni. http://www.fmprc.gov.cn/mfa_eng/wjb_663304/zzjg_663340/lmzs_664952/gjlb_664956/3473_665008/ Allo stesso modo, nel 2014, la Banca Popolare Cinese e la Banca centrale della Federazione Russa hanno siglato un accordo BSC allo scopo di promuovere ulteriormente il commercio bilaterale e gli investimenti reciproci. La dimensione dell'accordo swap è di 150 miliardi di RMB/850 miliardi di rubli. http://www.cbr.ru/eng/press/PR/?file=13102014_154405eng2014-10-13T15_41_13.htm OECD (2014), *Development co-operation report 2014, Mobilising resources for sustainable development*, OECD Publishing.

⁴⁹ In particolare, rientrano nel progetto le regioni del delta del fiume Yangtze e del fiume Perla, la regione dello Guangxi Zhuang, la provincia di Yunnan, Hong Kong e Macao.

⁵⁰ Tale iniziativa ebbe un enorme successo ed estese la portata del progetto ad altre diciotto province e municipalità cinesi, tra le quali: Beijing, Tianjin, Inner-Mongolia, Liaoning, Jilin, Heilongjiang, Jiangsu, Zhejiang, Fujian, Shandong, Hubei, Guangxi, Hainan, Chongqing, Sichuan, Yunnan, Tibet e Xinjiang. Cfr. Pradas E. (2016), *China's efforts to expand the international use of the renminbi*. Report prepared for the US-China economic and security review commission.

Politiche governative	Iniziative	Effetti
Politica Valutaria	Attivazione di 14 accordi bilaterali <i>swap</i>	Potenziamento del peso del RMB a livello internazionale attraverso accordi che prevedono l'uso di tale moneta nelle transazioni commerciali e finanziarie.
Politica Valutaria	Accordi <i>swap</i> multilaterali della <i>Chiang Mai Initiative</i>	Tali accordi sono finalizzati a fronteggiare problemi regionali di liquidità a breve termine
Politica Commerciale	Attivazione di 2 accordi bilaterali di natura commerciale rispettivamente con Russia e Brasile	In tali accordi è stato concordato l'uso del RMB nelle transazioni commerciali evitando pertanto l'uso del dollaro.

Fonte: Elaborazioni proprie.

I progressi ottenuti dalla Cina sotto il profilo valutario sono stati apprezzati dall'FMI attraverso l'attribuzione al Paese di un maggior peso all'interno del Fondo stesso.

Con tale atteggiamento l'istituzione finanziaria internazionale mira a contenere gli sforzi cinesi per creare nuove istituzioni finanziarie e di sviluppo alternative a quelle del Fondo Monetario e della Banca Mondiale, come la *Multilateralisation di Chiang Mai Initiative* (CMIM), l'*Asian Investment Infrastructure Bank* (AIIB) e la *New Development Bank*⁵¹.

Al tempo stesso il riconoscimento della Cina come nuova superpotenza economica rappresenta anche una strategia per legare il paese in questione all'interno di un quadro globalmente riconosciuto e far rispettare anche da questo Paese le regole del sistema finanziario internazionale.

Il processo per includere il renminbi ha ricevuto un notevole sostegno sia politico sia istituzionale. Primo fra tutti, l'allora premier cinese, Li Keqiang, ha chiesto espressamente al Managing Director, Christine Lagarde, in viaggio a Pechino di includere il renminbi nel marzo 2015⁵². In quell'occasione il capo del Fondo ha dichiarato che l'inclusione era solo una questione di tempo. Di fatto, a luglio, il Fondo ha accolto con favore la decisione della Banca popolare cinese di modificare il metodo di determinazione del tasso di cambio del renminbi a favore di un sistema maggiormente basato sul mercato. Inoltre, la dichiarazione congiunta Cina-Stati Uniti in seguito all'incontro tra Xi Jinping e Obama, ha contribuito ad attenuare la posizione ostile degli Stati Uniti⁵³. Pertanto, il 30 novembre 2015, l'Executive Board ha dato il via libera per l'inclusione della valuta cinese nel paniere⁵⁴.

⁵¹ Marzovilla O., Romagnoli G. C., (Eds.) (2016), *Il sistema monetario internazionale: dall'approccio egemone a quello multivalutario*, FrancoAngeli, p. 59 ss.

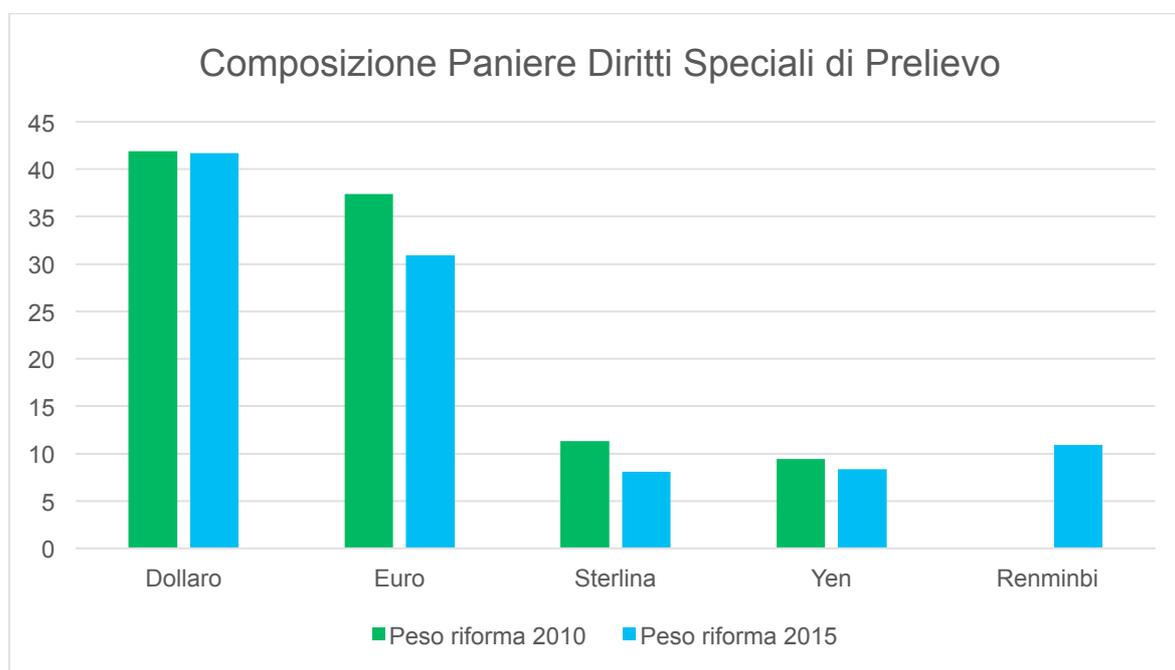
⁵² Si riportano di seguito anche le parole che il premier Keqiang ha pronunciato qualche mese dopo durante il Summer Davos nel settembre 2015: 'China wishes to join the SDR, not just for making the RMB more internationalized, but also for fulfilling China's due international responsibilities as a big developing country. China is not a source of risks for the global economy; China is a driver of world economic growth.' A dimostrazione del forte impegno cinese nel portare avanti il processo di internazionalizzazione del RMB. Cfr. Donnan S., Anderlini J., *IMF poised to admit China's Renminbi in elite currency basket* (2015), Financial Times. [online] Disponibile a: <<https://www.ft.com/content/fd81211a-96a9-11e5-9228-87e603d47bdc>> [Ultimo accesso 30 Settembre 2017].

⁵³ Si rimanda al testo originale: Garden R., *Remarks by President Obama and President Xi of the People's Republic of China in joint conference* (2015), White House. [online] Disponibile a: <<https://obamawhitehouse.archives.gov/the-press-office/2015/09/25/remarks-president-obama-and-president-xi-peoples-republic-china-joint>> [Ultimo accesso 28 Settembre 2017].

⁵⁴ A dimostrazione dell'importanza di questa *review*, si riportano le parole del DG del Fondo dopo l'approvazione: "La decisione del comitato esecutivo [del Fondo Monetario internazionale] di inserire il RMB nel paniere dei DSP è anche una tappa importante nell'integrazione dell'economia cinese all'interno

Secondo il programma per le revisioni quinquennali del paniere dei Diritti Speciali di Prelievo, l'inclusione del renminbi avrebbe dovuto verificarsi il 1° gennaio 2016, ma è stata di fatto posticipata di ben nove mesi, fino al 1° ottobre. La ragione di questo ritardo è stata la decisione adottata nell'agosto del 2015 di estendere il periodo di cinque anni per consentire la continuità delle operazioni del Fondo utilizzando i DSP e quindi evitare drastici cambiamenti nella composizione del paniere a fine anno. La *review* del 2015 ha anche contribuito a modificare la formula di calcolo del peso di ciascuna valuta costituente il paniere. In effetti, la formula utilizzata dal 1978 combinava le variabili delle esportazioni e delle riserve con una propensione implicita nei confronti della prima e non teneva conto della rapida crescita di variabili finanziarie come i flussi di capitali privati negli ultimi decenni⁵⁵. Al contrario, la nuova formula assegna un peso del 50% alle esportazioni e un indicatore finanziario composito che combina riserve, fatturato di valuta estera, passività bancarie e titoli di debito internazionali, a parità di peso. La nuova formula accoglie il renminbi riaggiustando i pesi delle altre valute nel paniere. L'attuale conversione dei pesi è stata approvata dall'Executive Board del Fondo in importi fissi di ciascuna valuta il 30 settembre 2016⁵⁶.

Grafico 2.3 Variazione della composizione del paniere dei DSP dopo l'introduzione del renminbi.



Fonte: Elaborazione personale, dati Fondo Monetario internazionale.

del sistema finanziario globale. Si tratta anche di un riconoscimento dei progressi che le autorità cinesi hanno compiuto negli anni passati, nel riformare il sistema monetario e il sistema finanziario cinesi. La continuazione e l'intensificarsi di questi sforzi porterà a un sistema finanziario e monetario internazionale più solido, che potrà a sua volta offrire un sostegno alla crescita e alla stabilità della Cina e dell'economia globale". Cfr. Weiss M. (2015), *IMF reforms: issues for Congress*, Congressional Research Service.

⁵⁵ IMF (2015), *Review of the method of valuation of the SDR*, IMF Policy Paper.

⁵⁶ Il Fondo ha anche semplificato il metodo di calcolo degli importi fissi delle valute comprendenti il paniere dei DSP, da applicare l'ultimo giorno lavorativo prima della modifica del paniere. Il nuovo metodo garantisce il principio di equalizzazione in modo più diretto e con un limite di tolleranza inferiore. L'Hotellerie-Fallois P., Sanchez L., Serra X., (2016), op. cit.

Infine, dal momento della decisione dell'entrata del renminbi nel paniere sino al suo ufficiale ingresso, il Fondo e i suoi membri hanno affrontato diverse questioni di natura contrattuale e operativa per adattarsi al nuovo status della valuta cinese all'interno del paniere⁵⁷.

3. Le principali conseguenze del renminbi nel paniere dei DSP e il nuovo assetto geopolitico

Analizzati i presupposti e i motivi posti alla base della decisione del 2015 relativa alla modifica del metodo di calcolo del paniere e al conseguente ampliamento dello stesso, si ritiene opportuno dedicare un focus sui principali effetti che questa *review* ha determinato nell'equilibrio del Sistema Monetario internazionale.

L'inclusione del renminbi nel paniere dei DSP contribuisce al processo di internazionalizzazione della valuta cinese, ad accelerare le riforme intraprese nel sistema finanziario del Paese e a sostenere, nel lungo periodo, i cambiamenti del Sistema Monetario internazionale⁵⁸.

Sin dall'inizio della crisi finanziaria scoppiata nel 2007, le autorità cinesi hanno lavorato per estendere maggiormente l'utilizzo del renminbi a livello internazionale. In tale percorso, l'Europa ha avuto un ruolo determinante grazie ai rilevanti legami economici tra Pechino e l'Unione Europea, come testimoniato dall'accordo *swap*⁵⁹ firmato nell'ottobre 2013 per un importo complessivo di 45 miliardi di euro.⁶⁰

L'entrata nel paniere costituisce un'opportunità per aumentare l'uso del renminbi come valuta di riserva internazionale e non solo come moneta del continente asiatico. Va altresì detto che il tempo impiegato dalla valuta cinese per acquisire tale *status* internazionale e per poter competere con le altre valute di riserva è strettamente correlato alla fiducia che le altre banche centrali, rispetto alla Banca Popolare cinese, e i mercati internazionali mostreranno nel prossimo futuro verso il renminbi⁶¹.

La presunzione diretta di poter diventare una riserva attiva nel panorama internazionale, una volta entrata nel paniere dei DSP, va smentita: infatti, il Fondo non impone ai Paesi membri in quale valute accumulare le proprie riserve. In ogni caso, la decisione del Board contribuisce a ridurre la dipendenza dei DSP dal dollaro e allo stesso tempo offre la possibilità di una maggiore diversificazione degli *asset* di riserva⁶².

Osservando il grafico 4.1, di seguito riportato, possiamo notare l'evolversi, nel corso delle ultime quattro *review*, della composizione del paniere: in particolare, è evidente come la valuta

⁵⁷ Tra le quali: a) determinare i tassi di cambio renminbi off-shore/on-shore da applicare nella determinazione giornaliera del tasso di cambio dei Diritti Speciali; b) garantire ai titolari di DSP di effettuare transazioni utilizzando il renminbi, aprendo conti on-shore e stabilendo relazioni corrispondenti con le istituzioni nazionali; c) facilitare l'uso del renminbi nelle erogazioni e nei rimborsi dei prestiti del Fondo nell'ambito del piano delle transazioni finanziarie (FTP); d) selezionare lo strumento finanziario di riferimento per il renminbi da tre a sei mesi per il calcolo del tasso di interesse dei DSP settimanale e il suo tasso di interesse derivato; e) modificare la composizione dei portafogli di investimento per valuta del Fondo per riflettere il peso relativo del renminbi nel paniere; e f) garantire la liquidità del mercato dei cambi e del mercato a reddito fisso della valuta cinese intorno alle date della modifica nel paniere. L'Hotellerie-Fallos P., Sanchez L., Serra X. (2016), op. cit.

⁵⁸ Huang Y., Wang D., Fan G. (2014), op. cit.

⁵⁹ L'accordo *swap* tra due banche centrali consente ad una banca centrale di ottenere liquidità in valuta estera presso la banca centrale che emette tale valuta.

⁶⁰ L'accordo stipulato dalla BCE e dalla PBC, della durata di 3 anni, per un importo massimo di 350 miliardi di renminbi e di 45 miliardi di euro, è stato definito in considerazione della rapida crescita delle transazioni commerciali e degli investimenti tra l'area dell'euro e la Cina, nonché al fine di promuovere la stabilità finanziaria dei mercati. Nel 2016, l'accordo è stato prorogato, con stesse condizioni e parametri, per altri tre anni. <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2013/html/pr131010.en.html>

⁶¹ Eichengreen B., Kawai M. (2015), *Renminbi internationalization. Achievements, prospects, and challenges*, Brookings Institute Press, February.

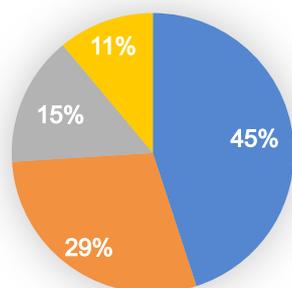
⁶² Mckinnon R.I. (2013), *The unloved Dollar standard. From Bretton Woods to the rise of China*, Oxford University Press. Schelzer V., *Analysis: Dollar still premier reserve currency* (2014) - For Now. [online] Disponibile a: <<https://mninews.marketnews.com/content/analysis-dollar-still-premier-reserve-currency-now>> [Ultimo accesso 16 Settembre 2017].

cinese entri con un peso pari al 10,9% del paniere superando yen e sterlina che scendono, rispettivamente, all'8,3% e 8,1%⁶³.

Inoltre, altro dato, che emerge dal grafico, risulta essere che il nuovo paniere si mostra riequilibrato a scapito dell'euro ma non del dollaro, il quale rimane intorno al 42% del paniere, laddove il peso dell'euro viene ridimensionato di ben sette punti percentuali⁶⁴.

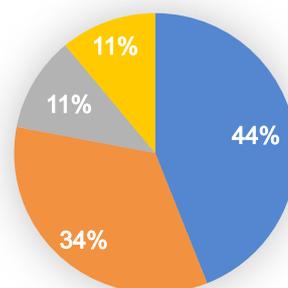
Grafico 4.1 Peso di ogni valuta nel paniere dei DSP.

1. Revisione del 2000



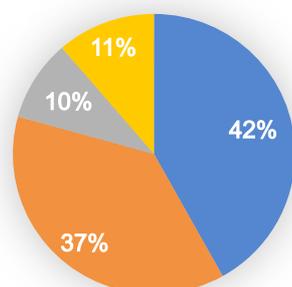
■ Dollaro ■ Euro ■ Yen ■ Sterlina

2. Revisione del 2005



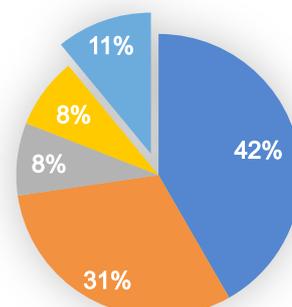
■ Dollaro ■ Euro ■ Yen ■ Sterlina

3. Revisione del 2010



■ Dollaro ■ Euro ■ Yen ■ Sterlina

4. Revisione del 2015



■ Dollaro ■ Euro ■ Yen ■ Sterlina ■ Renminbi

Fonte: L'Hotellerie-Fallois P., Sanchez L., Serra X. (2016), op. cit. Dati: IMF.

A prescindere dal prestigio connesso all'introduzione del RMB nel paniere dei DSP, l'effettivo vantaggio per il governo cinese, nonostante le pressioni per un eventuale apprezzamento della moneta, è di ricondurre alla possibilità per le Banche Centrali di aumentare le proprie riserve di tale valuta, permettendo di fatto alla Repubblica Popolare Cinese di trarre beneficio sia dall'emissione della propria moneta che dall'uso del renminbi nel resto del mondo⁶⁵.

⁶³ Prasad E.S. (2017), *Gaining currency. The rise of Renminbi*, Oxford University Press.

⁶⁴ IMF (2016), *Review of the Special Drawing Rights (SDR) currency basket*, IMF Factsheet.

⁶⁵ Hentov E., Hoguet G., *After RMB inclusion in the SDR: Why does China want the RMB to be a reserve currency?* (2015), State Street Global Advisors Worldwide Entities. [online] Disponibile a: <<https://www.ssga.com/investment-topics/general-investing/2015/After-RMB-inclusion-in-the-sdr.pdf>> [Ultimo accesso 22 Settembre 2017].

Tale nuovo assetto del Sistema Monetario internazionale costituisce la premessa per l'apertura della Cina al dialogo con gli Stati Uniti nell'ambito dello scacchiere internazionale. Allo stesso tempo, il Fondo esercita la propria autorità sulle politiche valutarie e monetarie della Cina inducendola ad allinearsi con i mercati valutari internazionali.⁶⁶

L'importante traguardo raggiunto dal governo cinese, tuttavia, non consente di svincolare la propria valuta dal dollaro, in quanto la Cina è caratterizzata da un sistema finanziario ancora in via di sviluppo, nel quale si registrano pesanti debiti contratti dai governi locali che hanno realizzato infrastrutture ed abitazioni eccedenti le effettive necessità⁶⁷.

In particolare, lo *yuan* è stato sempre controllato dalle autorità monetarie cinesi. Per anni la valuta cinese è stata ancorata a quella del dollaro americano fino al 2005 quando il governo ha messo in campo una graduale riforma valutaria finalizzata a svincolare il renminbi dal dollaro e renderlo totalmente autonomo⁶⁸. Tale intervento ha portato la moneta a rivalutarsi di ben diciotto punti percentuali nei confronti del dollaro, raggiungendo nel 2008 il rapporto di 6,83 yuan per dollaro, con la possibilità di fluttuazione del cambio entro una ristretta banda di oscillazione compresa tra 6,81 ed 6,89 RMB per dollaro.⁶⁹

Il mantenimento del suddetto rapporto di cambio, ad un valore che non rifletteva quello reale in quanto sottovalutato del 30% rispetto a quest'ultimo, ha suscitato non poche critiche da parte degli altri paesi e soprattutto da parte degli Stati Uniti⁷⁰. La posizione di contrasto maggiore si riferisce al fatto che la politica di cambio fatta dal governo cinese rappresenta un vero e proprio sussidio all'esportazione, che favorisce le imprese cinesi, falsando la concorrenza dei mercati internazionali a discapito degli operatori esteri⁷¹.

Per sostenere una moneta a livello internazionale, naturalmente, non conta soltanto la quantità di scambi (elemento in relazione al quale la RPC ha raggiunto livelli anche maggiori di altre potenze economiche internazionali), ma anche quella inerente alle transazioni finanziarie. Secondo questa prospettiva, la Cina necessita di un importante sforzo per raggiungere i livelli di penetrazione degli Stati Uniti; per esempio, nel 2010 il mercato degli strumenti finanziari a rendita fissa, che tipicamente attraggono gli investitori stranieri in cerca di riserva, era ancora molto esiguo, con una capitalizzazione di 2.500 miliardi di dollari, a fronte della capitalizzazione statunitense di oltre 25.000 miliardi di dollari⁷².

⁶⁶ Una prima conseguenza diretta dell'internazionalizzazione della divisa cinese sarà la possibilità per il governo di Pechino, e non solo, di emettere debito *offshore* anche in RMB. Ocampo, J. A. (2010), *Special Drawing Rights and the Reform of the global reserve system*, In Sundaram J. K. (Ed.) *Reforming the international financial system for developments*, Columbia University Press, pp. 314-342; Romagnoli G.C., *Il sistema economico e monetario internazionale: il caso della Cina*, In Marzovilla O., Romagnoli G.C. (Eds.) (2016), *Il sistema monetario internazionale: dall'approccio egemone a quello multivalutario*, Franco Angeli.

⁶⁷ Momani B., *China at the IMF*, in Lombardi D., Wang H. (2015), *Enter the dragon: China in the international financial system*, Centre for the International Governance Innovation.

⁶⁸ Donnan S., Anderlini J. (2015), op. cit.

⁶⁹ A seguito di tali politiche di svalutazione monetaria il FMI elaborò la "Decisione del 2007" in materia di vigilanza, in modo da rafforzare le facoltà del comitato del Fondo nel negoziare le politiche sui tassi di cambio degli Stati Membri, specie in condizione di instabilità finanziaria. Per maggiori approfondimenti si rimanda ai documenti del Fondo Monetario internazionale: IMF (2008), *Communiqué of the International Monetary and Financial Committee of the Board of Governors of the International Monetary Fund*, IMF e IMF (2007), *IMF Executive Board adopts new decision on bilateral surveillance over members' policies*, Public Information Notice No. 07/69.

⁷⁰ IMF (2015a), *IMF's Executive Board completes review of SDR basket, includes chinese Renminbi*, Press release No. 15/540, IMF.

⁷¹ Momani B. (2015), op. cit.

⁷² Eichengreen B. (2011), *The Renminbi as an international currency*, Journal of Policy Modeling, vol. 33, No. 5, pp. 723-730.

Altro aspetto di grande importanza nel processo di internazionalizzazione della valuta cinese è il suo utilizzo come mezzo di pagamento internazionale: sebbene nel breve periodo svolgerà un ruolo secondario, nel lungo periodo, la Repubblica Popolare Cinese dovrà rafforzare il ruolo della sua moneta nei mercati internazionali, incentivando il percorso di riforme intrapreso per creare una maggiore domanda *non-trade* del renminbi⁷³.

Nonostante l'attivazione di politiche di liberalizzazione dello *yuan* da parte del governo cinese, si può osservare come il suddetto processo risulti ancora imbrigliato da determinati ostacoli e vincoli.

Infatti, la Cina mantiene ancora il controllo della propria valuta sulla piazza di Hong Kong, considerando che, se da un lato le banche locali possono erogare prestiti in renminbi ed offrire servizi di conversione in tale moneta, dall'altro sono tenute a concordare le proprie posizioni aperte con la Bank of China di Hong Kong, che opera come istituto di compensazione valutaria della città⁷⁴.

A ciò si aggiunga che l'autorità monetaria di Hong Kong ha predisposto maggiori controlli in relazione al rispetto delle disposizioni che regolano le restrizioni dei flussi in valuta cinese all'estero da parte delle imprese, al fine di evitare che le stesse effettuino operazioni di arbitraggio sui differenziali di prezzo tra il mercato interno e quello di Hong Kong.

Inoltre, il governo cinese ha previsto apposite sanzioni per gli istituti di credito che non svolgono gli adeguati controlli volti a verificare la legittimità delle transazioni eseguite. Infatti, le banche, che non si adeguano alla disciplina sui controlli valutari, rischiano di essere escluse dalla *Shanghai conversion window*, ossia il programma relativo alla commercializzazione della valuta cinese⁷⁵.

L'inclusione del renminbi nel paniere dei DSP ha determinato delle ripercussioni nella gestione degli affari economici internazionali. In *primis*, si registra un aumento dell'utilizzo del renminbi nelle transazioni commerciali e finanziarie; inoltre, la decisione del Fondo si ritiene possa influenzare l'avvio di un percorso per un deprezzamento della stessa valuta: potrebbe avviare il percorso per un deprezzamento della valuta: è infatti necessario che la Banca Popolare Cinese avvii un'azione per rendere la moneta nazionale *market based* in conformità con le altre banche centrali delle principali economie avanzate. La Cina, per soddisfare i requisiti richiesti dal Fondo, ha dovuto rinunciare a diversi strumenti di controllo monetari, con effetti sul tasso di cambio che hanno determinato un'inevitabile svalutazione, come già trattato, nel terzo trimestre 2015. Tutto questo si è verificato in un momento storico in cui l'economia cinese sta sperimentando nuovi squilibri – quali l'alto debito interno nel settore finanziario, le bolle di mercato e le richieste di salari più alti – avviandosi verso un ciclo di rallentamento⁷⁶.

L'inserimento del renminbi nel *basket* dei DSP ha determinato alcuni cambiamenti nell'attività finanziaria del Fondo Monetario internazionale. In particolare, dal momento che le singole valute del *basket* contribuiscono a influenzare il tasso di interesse collegato alle operazioni di prestito, l'ingresso della Cina, che tradizionalmente ha tassi d'interesse più elevati rispetto agli altri paesi occidentali, rappresenta probabilmente un elemento in grado di causare un aumento degli stessi con ripercussioni anche sulle operazioni di credito⁷⁷.

Sotto il profilo geopolitico, il renminbi nel paniere dei DSP non si configura come una minaccia, nel breve e medio periodo, per la supremazia del dollaro USA negli scambi monetari

⁷³ Li R. (2015), *Reform of the international monetary system and internationalization of the Renminbi*, World Scientific Publishing Co Pte Ltd.

⁷⁴ Momani B., (2015), op. cit.

⁷⁵ Panda A., (2015), op. cit.

⁷⁶ Gili A., *China and the IMF: a troubled relationship*, In Sciso E. (Eds.) (2017), *Accountability, transparency and democracy in the functioning of Bretton Woods institutions*, Giappichelli-Springer.

⁷⁷ Romagnoli G.C. (2016) op. cit.

globali⁷⁸, in quanto una moneta per essere considerata affidabile e di ultima istanza dipende da fattori valutabili nel tempo quali stabilità dei mercati di debito domestici, assorbimento di massicci flussi finanziari globali, *governance* d'impresa e della trasparenza e applicazione dello stato di diritto, tutti elementi ancora in fase di stabilizzazione per la Cina⁷⁹.

Tuttavia, l'importanza crescente dello *yuan* nel mondo dell'economia, innescata dalle recenti decisioni dell'FMI, potrebbe indebolire la capacità dei paesi occidentali di imporre sanzioni finanziarie a paesi accusati di violazioni dei diritti umani o considerati una minaccia per la sicurezza internazionale, come il Sudan o la Corea del Nord⁸⁰.

Il riconoscimento della moneta cinese come una delle valute più importanti nelle operazioni del Fondo, potrebbe anche inficiare la resistenza dei Paesi occidentali a concedere lo *status* di economia di mercato a Pechino⁸¹.

Va, altresì, sottolineato il ruolo di *responsible stakeholder* che il Paese asiatico sta, lentamente ma in modo inesorabile, assumendo nell'attuale ordine economico internazionale, attraverso la sua azione volta ad ottenere una voce influente all'interno del processo decisionale dell'FMI, non solo per rappresentare la posizione dell'economia cinese, ma anche e soprattutto quelle dei Paesi emergenti, sottorappresentate all'interno del Fondo⁸².

Alla luce di quanto esposto, è chiaro che i vincoli finanziari dell'economia cinese ostacolano il riequilibrio della crescita economica e la necessità di raggiungere, nel minor tempo possibile, gli standard di qualità delle altre valute del paniere.

Infine, come già espresso in più occasioni dai principali vertici cinesi⁸³, il dollaro non può più sostenere il ruolo di valuta di riferimento del Sistema Monetario internazionale, sia per ragioni economiche che geopolitiche. A tal riguardo, la Repubblica Popolare Cinese ha spinto, sin dagli anni duemila, per un maggiore uso dei DSP come valuta di riserva sostitutiva⁸⁴.

Di fatto, considerato che le riserve in DSP ammontano solo al 2% circa delle riserve mondiali totali, nel breve periodo sembra improbabile che l'uso dei DSP aumenti. Inoltre, è difficile distinguere la strategia multilaterale della Cina a favore della riforma del Sistema Monetario internazionale dall'azione di internazionalizzazione del renminbi, sebbene la sua entrata nel paniere possa servire a entrambi gli obiettivi⁸⁵.

In relazione al Fondo, la *review* del 2015 rappresenta una maggiore diversificazione del paniere e una più elevata rappresentatività della realtà economica mondiale, che contribuisce a mantenere l'istituzione finanziaria al centro del Sistema Monetario⁸⁶.

⁷⁸ Gli stessi Stati Uniti hanno sostenuto l'inclusione dei renminbi nel paniere dei DSP, a condizione che la valuta soddisfi i criteri previsti dal FMI. <https://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Pages/jl0271.aspx>.

⁷⁹ Cruz P.C., Gao Y., Song L.L. (2014), *The People's Republic of China's financial markets: are they deep and liquid enough for Renminbi internationalization?*, Asian Development Bank Institute Working Paper No. 477, April.

⁸⁰ Bradsher K., *China's Renminbi is approved by I.M.F. as a main world currency* (2015), New York Times. [online] Disponibile a: <<https://www.nytimes.com/2015/12/01/business/international/china-renminbi-reserve-currency.html>> [Ultimo accesso 10 Settembre 2017].

⁸¹ Panda A., (2015), op. cit.

⁸² Gili A., (2017), op. cit.

⁸³ In particolare, si fa riferimento ai governatori della Banca popolare cinese, Dai e Zhou, i quali sostenevano l'importanza e la necessità di utilizzare i Diritti Speciali di Prelievo con l'obiettivo per i quali erano nati.

⁸⁴ Si riporta il discorso che il Governatore della Banca popolare cinese, Dai, ha tenuto dinanzi al Comitato Monetario e Finanziario Internazionale (IMFC) nel 2002: "È, ovviamente, vantaggioso poter espandere l'uso dei DSP come valuta di riserva internazionale. Occorre creare le condizioni per favorire un tale sforzo".

www.imf.org/external/spring/2002/imfc/stm/eng/chn.htm

⁸⁵ Stuenkel O. (2015), *The BRICS and the future of global order*, Lexington Press.

⁸⁶ Boorman J., *Governance of the global economic, financial and monetary system*, in Kohli H. S. (Ed.) (2016), *The world in 2050: striving for a more just, prosperous, and harmonious global community*, Oxford University Press.

In tal modo, nel lungo periodo, l'apertura al renminbi potrebbe condurre l'attuale Sistema Monetario, oggi con una propensione prevalente all'uso del dollaro USA, ad un sistema multipolare, in cui il dollaro, l'euro e il renminbi potrebbero coesistere. Infatti, l'obiettivo principale di avere un sistema basato su più di una valuta è quello di minimizzare il rischio e l'incertezza e fornire una maggiore stabilità economico finanziaria mondiale.

4. Conclusioni

Nel delineare il contesto di riferimento della riforma, varata dal Fondo Monetario Internazionale nel 2015, che ha determinato l'immissione della valuta cinese all'interno del paniere di monete utilizzate per la valutazione dei Diritti Speciali di Prelievo, non si può dunque prescindere dalla trattazione sia dello sviluppo economico cinese sia della crescente autorevolezza, che la politica monetaria della Repubblica Popolare Cinese ha conquistato nei mercati globali.

La "lunga marcia" cinese verso il libero mercato, perdurante negli anni, ha consentito al grande Paese asiatico di conquistare dei successi notevoli e di giungere ai vertici dell'economia mondiale, senza tuttavia sconvolgere il proprio ordinamento politico o rinunciare alla propria storia e tradizione amministrativa.

Risulta, dunque, evidente come la riforma del 2015 abbia rappresentato un momento significativo sia per la Cina, nel suo cammino di affermazione come potenza economica internazionale e di legittimazione del suo mercato economico e della sua moneta, sia per il Fondo Monetario Internazionale, reduce dalla gestione di una difficile crisi economica globale.

Quest'ultimo ristagnava in una condizione di debolezza e stallo, che perdurava almeno dal 2010, la cui principale motivazione consisteva nel veto posto dal Congresso degli Stati Uniti alla ratifica di un accordo, sottoscritto dal medesimo Stato, implicante un raddoppiamento delle risorse destinate al credito da parte di tutti i Paesi membri del Fondo. Questa contingenza aveva reso meno incisiva l'azione del Fondo nei confronti dei Paesi in difficoltà, rendendolo in qualche modo manchevole in uno dei suoi compiti fondamentali. La riforma del 2015 costituisce, quindi, un elemento determinante di cambiamento per il riavvio del ruolo e delle azioni del Fondo.

L'inserimento del renminbi nel paniere dei Diritti Speciali di Prelievo assume una connotazione simbolica per la valuta e l'economia cinese in relazione alla sua legittimazione inconfutabile a livello internazionale, aspetto maggiormente ragguardevole rispetto ai vantaggi effettivi, riscontrabili nell'economia cinese e legati all'impiego di questa valuta.

I Diritti Speciali di Prelievo mantengono, infatti, a livello pragmatico, un'entità monetaria principalmente afferente ai conti degli organismi internazionali e che, pur essendo utilizzata come unità di conversione, stenta tuttavia ad affermarsi come valuta di riserva. Le monete legate agli Stati nazionali e alle economie territoriali sembrano insostituibili, in questo senso, e il renminbi potrebbe giocare un ruolo proprio in virtù del suo nuovo *status*.

Pertanto, una prima conclusione desumibile dalla riforma del 2015 è legata al riconoscimento, attraverso quest'ultima, da parte del Fondo Monetario Internazionale, dell'esistenza di un nuovo equilibrio tra le economie mondiali, includendo fra esse quella di uno Stato che, sebbene siano in corso trattative per riconoscere formalmente alla Cina lo stato di economia di mercato, viene ancora ritenuto "emergente".

Del resto, la presenza del renminbi nel paniere ha necessariamente modificato i pesi precedenti delle altre monete, poiché sono state immesse nuove proporzioni, direttamente rispondenti alla valutazione tecnica del Fondo sulla rilevanza delle singole monete nazionali, concorrenti al paniere dei Diritti Speciali di Prelievo e, quindi, anche delle rispettive economie.

La gestione delle questioni economiche internazionali, da parte delle istituzioni globali come il Fondo Monetario Internazionale, non potrà essere più la stessa e una prima conseguenza sarà un maggiore utilizzo del renminbi, come valuta di scambio, specialmente nell'area asiatica, consolidando quindi il ruolo della Cina come potenza economica globale.

In secondo luogo, la valuta cinese potrebbe al tempo stesso essere ancora più soggetta, di quanto non sia attualmente, ai movimenti del mercato e quindi meno influenzabile dalle politiche

centrali del governo cinese, che risconterà sicuramente più difficoltà nel controllare i movimenti dei tassi di cambio. Ecco perché la riforma potrebbe rappresentare un volano per la prosecuzione delle riforme del mercato cinese e, in particolare, per una maggiore indipendenza dell'economia dal controllo politico. Va infatti ricordato che il valore di apertura di questi tassi è determinato, a discrezione della Banca centrale cinese, sulla base di valutazioni non puramente economiche ma anche di natura politica e geopolitica.

Quanto detto finora non deve indurre a ipotizzare che l'inclusione del renminbi nel paniere dei Diritti Speciali di Prelievo possa comportare, nell'immediato, una "minaccia" al predominio del dollaro come valuta di riserva e di scambio internazionale, sebbene, come abbiamo analizzato nel presente lavoro, alcuni dei requisiti fondamentali, doverosi per poter internazionalizzare la propria valuta e promuoverla come valuta internazionale di riserva, siano stati già acquisiti dalla Repubblica Popolare Cinese, per mezzo delle riforme già attuate e agendo in linea con un preciso trend di innovazione. A tal proposito rammentiamo che l'economia internazionale cinese opera oggi rispettando quei criteri, imprescindibili per il libero mercato, e che sono riconosciuti dalle istituzioni internazionali preposte al controllo dell'economia globale, come per esempio l'apertura dei mercati; la trasparenza e la predicibilità; la competitività e la correttezza nel commercio ed anche il commercio senza discriminazioni (cioè senza discriminazioni fra soggetti con i quali si commercia, né rispetto agli Stati).

La capacità della Cina di porsi alla pari nell'interloquire con le grandi potenze occidentali, per quel che riguarda le istituzioni economiche, come il Fondo Monetario Internazionale, o altre economie globalizzate, è maggiormente tangibile e il suo prestigio risulta consolidato a seguito dei risultati che abbiamo appena richiamato e discusso in dettaglio in questo lavoro.

Tra le pagine di quest'ultimo abbiamo anche avuto modo di sottolineare come le modalità relazionali che la Cina ha instaurato, e presumibilmente continuerà a instaurare, con i suoi partner e competitor commerciali a livello globale si configurino in modo assai differente rispetto a quelle degli Stati Uniti, i quali tradizionalmente hanno dominato l'economia internazionale operando in molti casi secondo una prospettiva unilaterale.

Se ci soffermiamo al complesso di riforme di Pechino, che ha comportato i risultati precedentemente ricordati, esso appare sostanzialmente "incrementale" perché, come abbiamo ripetutamente mostrato in questo lavoro, le azioni della Cina sono state dettate dalla massima prudenza possibile nell'introduzione delle proprie riforme economiche, quasi a voler prima sperimentare il loro impiego per poi successivamente diffonderle e renderle dunque irreversibili.

Basti citare, a tal riguardo, l'istituzione delle Zone economiche speciali con la funzione di "laboratori economici", dove mettere alla prova le nuove politiche di liberalizzazione e privatizzazione, in riferimento soprattutto allo sviluppo economico delle industrie e delle esportazioni, ma anche dove operare secondo una logica che volgesse lo sguardo agli investimenti esteri.

D'altra parte, oltre a circoscrivere geograficamente l'area di applicabilità delle riforme, i governi cinesi hanno sempre tenuto ben separato l'ambito politico centralizzato da quello economico locale, al fine di evitare conflitti istituzionali e consentire quindi alle riforme di diffondersi su scala nazionale, senza destare allarme né preoccupazione a livello politico. Queste decisioni sono state un'ovvia propaggine di una forma di governo ancora socialista nel suo ordinamento statale e nella sua organizzazione di potere accentrato.

La via cinese al socialismo "economicamente sostenibile" è mutata nel tempo e le politiche di pianificazione centralizzata sono state abbandonate gradualmente e in modo "naturale" senza forzature e, quindi, senza strappi fra potere politico e potere economico. Se molte aziende permangono di proprietà dello Stato, abbiamo menzionato nei capitoli precedenti il caso di autorevoli istituzioni bancarie, è pur vero che sono state anche istituite numerose imprese private, sulle quali lo Stato non ha un controllo diretto.

Non va comunque dimenticato, come abbiamo più volte evidenziato, che lo Stato cinese continua ad esercitare forme di controllo sulle attività imprenditoriali e, in particolare, sul settore

bancario, “intromissioni” che hanno comunque avuto esiti positivi in occasione della crisi economica del 2008. Citiamo le politiche fiscali, adottate dal governo cinese, che hanno arginato la recessione economica durante la crisi e sono state efficaci proprio per la capacità di penetrazione dello Stato, che è peculiare della Cina, negli affari economici.

In modo analogo la struttura sostanzialmente accentrata, potremmo dire autoritaria se confrontata con i Paesi occidentali, del potere politico cinese ha consentito di mantenere alti tassi di crescita senza le interferenze legate alle politiche sociali, pensiamo all’osservanza dei diritti civili tutelati invece in altri Stati. Nei capitoli precedenti abbiamo citato l’esempio della manifattura e della sua notevole espansione, altrove non sarebbe stata possibile secondo le modalità impiegate nella Repubblica Popolare Cinese.

Altra problematica è quella della sostenibilità ambientale che, solo in tempi assai recenti, inizia ad essere affrontata in Cina; un esempio di rilievo in tal senso è rappresentato dalla questione dell’inquinamento dei centri urbani, dovuto essenzialmente a un *laissez-faire* nel nome della produttività e dell’aumento dei consumi.

L’iter riformatore, che attende la Cina in fatto di modernizzazione dell’economia, è lungi dall’essere esaustivo, in particolare per quanto riguarda: un maggiore sviluppo dei mercati finanziari, cioè una maggiore liquidità per strumenti finanziari più sofisticati; una reale flessibilità dei tassi di cambio, questione che è stata motivo di contesa con gli Stati Uniti in molte occasioni; una completa liberalizzazione della bilancia dei pagamenti; una modernizzazione e un rafforzamento del sistema fiscale nazionale; e infine, un’attenzione alle tematiche della sostenibilità, per esempio ai problemi ambientali, che promuova una crescita sostenibile compatibile con i livelli di sviluppo attesi.

Senza il completamento di questi riordinamenti le dinamiche di mercato non potranno agire nel modo più efficiente e flessibile, né potranno promuovere effettivamente l’emersione del renminbi come nuova valuta internazionale di riferimento. Non bisogna poi trascurare il fatto che il dollaro e l’euro non sono monete facilmente sostituibili nel ruolo che attualmente, di fatto, hanno sempre svolto a livello internazionale.

La strada della Cina verso l’internazionalizzazione della propria moneta e il primato della propria economia è ancora in salita, anche se la direzione intrapresa dal grande Paese asiatico potrebbe essere considerata a forte connotazione positiva verso una crescita esponenziale.

Bibliografia

- Adinolfi G. (2012), *Poteri e interventi del Fondo Monetario Internazionale*, CEDAM.
- Aggarwal V.K., Newland S.A. (2015), *Responding to China's rise. Us and Eu strategies*, Springer.
- Altman O. L. (1961), *Professor Triffin's diagnosis of international liquidity and proposals for expanding the role of the IMF*, in *Current economic situation and short-run outlook, hearings, 86th Congress, 2nd Session, December 7-8, 1960*, U.S. Congress, Joint Economic Committee, Government Printing Office.
- Bird G. (2003), *The IMF and the future. Issues and options facing the fund*, Routledge.
- Boorman J., *Governance of the global economic, financial and monetary system*, in Kohli H. S. (Ed.) (2016), *The world in 2050: striving for a more just, prosperous, and harmonious global community*, Oxford University Press.
- Bordo M. D., James H. (2001), *The Adam Klug memorial lecture: Haberler versus Nurkse: the case for floating exchange rates as an alternative to Bretton Woods?*, The University Of Chicago Press, National Bureau Of Economic Research Working Paper No. 8545, October.
- Bordo M. D., Eichengreen B. (1993), *A retrospective on the Bretton Woods system*, National Bureau Of Economic Research, The University Of Chicago Press.
- Boughton J.M., Sarwar Lateef K. (1995), *Fifty years after Bretton Woods, the future of the IMF and the World Bank*, IMF-WB.
- Bradsher K., *China's Renminbi is approved by I.M.F. as a main world currency* (2015), New York Times. [online] Disponibile a: <<https://www.nytimes.com/2015/12/01/business/international/china-renminbi-reserve-currency.html>> [Ultimo accesso 10 Settembre 2017].
- Brine J. (1992) *Comecon: the rise and fall of an international socialist organization*, Clio Press, International organizations series, Oxford, vol. 3.
- Cesarano F. (2001), *Gli accordi di Bretton Woods. La costruzione di un ordine monetario internazionale*, Laterza.
- Ciorciari J. (2011), *Chiang Mai Initiative Multilateralization: international politics and institution-building in Asia*, Asia Survey, vol. 51, No. 5, October.
- Clift J. (2001), *What is the International Monetary Fund?*, IMF.
- Coats W. L. Jr (1990), *Special Drawing Rights. Operations and role in development finance*, Allied Publishers Limited.
- Campany R. (2015), *What's the difference between the Renminbi and the Yuan? The answer to this and other questions in "Renminbi internationalization"*, Brookings Institution Press.
- Cruz P.C., Gao Y., Song L.L. (2014), *The People's Republic Of China's financial markets: are they deep and liquid enough for Renminbi internationalization?*, Asian Development Bank Institute Working Paper No. 477, April.
- Donnan S., Anderlini J., *IMF poised to admit China's Renminbi in elite currency basket* (2015), Financial Times. [online] Disponibile a: <<https://www.ft.com/content/fd81211a-96a9-11e5-9228-87e603d47bdc>> [Ultimo accesso 30 Settembre 2017].
- Eichengreen B. (2011), *The Renminbi as an international currency*, Journal of Policy Modeling, vol. 33, No. 5.
- Eichengreen B., Kawai M. (2015), *Renminbi internationalization. Achievements, prospects, and challenges*, Brookings Institute Press, February.
- Garden R., *Remarks by President Obama and President Xi of the People's Republic of China in joint conference* (2015), White House. [online] Disponibile a: <<https://obamawhitehouse.archives.gov/the-press-office/2015/09/25/remarks-president-obama-and-president-xi-peoples-republic-china-joint>> [Ultimo accesso 28 Settembre 2017].
- Gili A., *China and the IMF: a troubled relationship*, In Sciso E. (Eds.) (2017), *Accountability, transparency and democracy in the functioning of Bretton Woods institutions*, Giappichelli-Springer.

Hazlitt H. (2009), *From Bretton Woods to world inflation: a study of causes and consequences*, Ludwig Von Mises Institute.

Hentov E., Hoguet G., *After RMB inclusion in the SDR: Why does China want the RMB to be a reserve currency?* (2015), State Street Global Advisors Worldwide Entities. [online] Disponibile a: <<https://www.ssga.com/investment-topics/general-investing/2015/After-RMB-inclusion-in-the-sdr.pdf>> [Ultimo accesso 22 Settembre 2017].

Holzman F.D. (1976), *International trade under communism: politics and economics*, Macmillan.

Horsefield J.K. (1969), *The Keynes and White plan in the International Monetary Fund 1945-1965, twenty years of international cooperation, volume I: Chronicles*, IMF.

Huang Y., Wang D., Fan G. (2014), *Paths to a reserve currency: internationalization of the Renminbi and its implications*, Asian Development Bank Institute Working Paper No. 482, May.

IMF (1999), *Annual report, chapter 10*, IMF.

IMF (2001), *Financial organization and operations of the IMF*, Pamphlet Series n. 45, IMF.

IMF (2007), *IMF executive board adopts new decision on bilateral surveillance over members' policies*, Public Information Notice No. 07/69.

IMF (2008), *Communiqué of the international monetary and financial committee of the Board Of Governors of the International Monetary Fund*, IMF.

IMF (2015), *Review of the method of valuation of the SDR*, IMF Policy Paper.

IMF (2015a), *IMF's Executive Board completes review of SDR basket, includes chinese Renminbi*, Press Release No. 15/540, IMF.

IMF (2016), *Articles of Agreement*, IMF.

IMF (2016), *Financial operations of the IMF*, IMF.

IMF (2016), *Review of the Special Drawing Rights (SDR) currency basket*, IMF Factsheet.

IMF (2017), *Special Drawing Rights*, IMF, Factsheet.

James H. (1996), *International monetary cooperation since Bretton Woods*, Oxford University Press.

Kau M.Y.M., Marsh S.H. (Eds.) (2016), *China in the era of Deng Xiaoping. A decade of reform*, Routledge.

L'Hotellerie-Fallois P., Sanchez L., Serra X. (2016), *Inclusion of the Renminbi in the Special Drawing Rights basket*, in *Economic Bulletin*, Banco De España, December.

Leech D., *Transparency and democracy in the governance of the International Monetary Fund and reforms in progress: a voting power analysis*, In Sciso E. (Eds.) (2017), *Accountability, transparency and democracy in the functioning of Bretton Woods institutions*, Giappichelli-Springer.

Li R. (2015), *Reform of the international monetary system and internationalization of the Renminbi*, World Scientific Publishing Co Pte Ltd.

Marzovilla O., Romagnoli G. C., (Eds.) (2016), *Il sistema monetario internazionale: dall'approccio egemone a quello multivalutario*, Franco Angeli.

Mckinnon R.I. (2013), *The unloved dollar standard. from Bretton Woods to the rise of China*, Oxford University Press.

Momani B., *China at the IMF*, In Lombardi D., Wang H. (2015), *Enter the dragon: China in the international financial system*, Centre For International Governance Innovation.

Mussa M., Boughton J.M., Isard P. (Eds.) (1996), *The future of the SDR in light of changes in the international financial system*, IMF.

Ocampo, J. A. (2010), *Special Drawing Rights and the reform of the global reserve system*, in Sundaram J. K. (ed.) *Reforming the international financial system for developments*, Columbia University Press.

OECD (2014), *Development co-operation report 2014: mobilising resources for sustainable development*, OECD Publishing.

- Panda A., *The Renminbi joins The IMF's SDR Basket. Now what?* (2015) – The Diplomat. [online] Disponibile a: <<https://thediplomat.com/2015/12/the-renminbi-joins-the-imfs-sdr-basket-now-what/>> [Ultimo accesso 30 Settembre 2017].
- Prasad E.S. (2009), *Effects of the financial crisis on the U.S.-China economic relationship*, Cato Journal, vol. 29, No. 2.
- Prasad E.S. (2017), *Gaining currency. the rise of Renminbi*, Oxford University Press.
- Romagnoli G.C., *Il sistema economico e monetario internazionale: il caso della Cina*, In Marzovilla O., Romagnoli G.C. (Eds.) (2016), *Il sistema monetario internazionale: dall'approccio egemone a quello multivalutario*, Franco Angeli.
- Schelzer V., *Analysis: Dollar still premier reserve currency* (2014) - For Now. [online] Disponibile a: <<https://mninews.marketnews.com/content/analysis-dollar-still-premier-reserve-currency-now>> [Ultimo accesso 16 Settembre 2017].
- Schlitzer G. (2011), *Il Fondo Monetario Internazionale*, Il Mulino.
- Sciso E. (2017), *Appunti di diritto internazionale dell'economia*, Terza Ed., Giappichelli Editore.
- Sciso E. (Ed.) (2017), *Accountability, transparency and democracy in the functioning of Bretton Woods institutions*, Giappichelli-Springer.
- Sommariva A. (1970), *Il sistema monetario internazionale: da Bretton Woods ai Diritti Speciali di Prelievo*, Editore L. di G. Pirola, Milano.
- Steil B. (2015), *La battaglia di Bretton Woods*, (ed. it. Becchi A.), Donzelli Editore.
- Stiglitz J., Greenwald B. (2003), *Toward a new paradigm in monetary economics*, Cambridge University Press.
- Stuenkel O. (2015), *The Brics and the future of global order*, Lexington Press.
- SWIFT (2017), *RMB tracker*, SWIFT.
- Triffin R. (1960), *Gold and the Dollar crisis. The future of convertibility*, Yale University Press.
- Vogel E.F. (2013), *Deng Xiaoping and the transformation of China*, The Belknap Press of Harvard University Press.
- Vreeland J. R. (2007), *The International Monetary Fund. Politics of conditional lending*, Routledge.
- Nelson R.M., Weiss M.A. (2015), *IMF reforms: issues for congress*, Congressional Research Service Report No. R42844.
- Williamson J. (2009), *Understanding Special Drawing Rights (SDRs)*, Peterson Institute For International Economics, Policy Brief No. 09-11, June.
- Yago K., Asai Y., Itoh M. (Eds) (2015), *History of the IMF. Organization, policy, and market*, Springer.
- Yulu C. (2014), *Chinese currency and global economy*, Mcgrawhill.
- Zahalka J., *Yuan: internazionalizzazione di una valuta made in Cina* (2015) – First online. [online] Disponibile a: <https://www.firstonline.info/cina-verso-la-globalizzazione-dello-yuan/> [Ultimo accesso 27 Settembre 2017].
- Zhou X. (2009), *On reforming the international monetary system*, People's Bank of China.
- Zhou X. (2010), *IMFC statement by Zhou Xiaochuan, Governor, People's Bank of China, international monetary and financial committee twenty-second meeting*, International Monetary And Financial Committee.
- Zhou X. (2010), *Statement by the Hon. Zhou Xiaochuan, Governor of the IMF for People's Republic of China*, IMF.