

4. L'improbabile detronizzazione del dollaro nel sistema monetario internazionale

di SALVATORE BIASCO

1. Introduzione

“Il sistema monetario internazionale può essere capito solo partendo dal suo cuore, che è a Washington”¹. Questo è per lo meno il suo lineamento presente, ma non è improprio chiedersi se le caratteristiche del sistema abbiano una viscosità tale da far pensare che sarà anche il lineamento del prossimo futuro, o se invece sia in vista una fase in cui il dollaro possa essere sostituito nel ruolo chiave di moneta internazionale. È una delle “sfide della globalizzazione” cui Ferdinando Targetti ha dedicato importanti riflessioni (Fracasso, Targetti, 2008).

È difficile capire se quanto auspicato dal governatore della banca centrale cinese Zhou Xiaochuan (2009) circa un'evoluzione concordata che porti a una moneta mondiale (gestita dal Fondo Monetario Internazionale) sia un *balloon d'essai* o il risultato di un'elaborazione. Dichiarazioni analoghe sono venute da fonti ufficiali russe e una riunione tra i paesi emergenti (BRICS) è stata dedicata al tema. Sono prese di posizione che tradiscono il disagio odierno per una sostanziale assenza di alternative all'impiego in dollari da parte dei paesi che hanno accumulato un ammontare ingente di riserve e che, nel caso della Cina, continueranno ad accumulare. Infatti non è prevedibile nei prossimi anni che il surplus esterno di conto corrente di questo paese si azzeri o che sia accompagnato da controbilanciate uscite private di capitali. Questa preoccupazione è dettata in primo luogo dalla politica statunitense di contrasto agli effetti della crisi del 2007-2008, basata sull'espansione della spesa e sul finanziamento monetario del debito (con tassi di interesse ufficiali vicino allo zero); politica che comporta rischi di inflazione e di svalutazione del dollaro. All'epoca del pronunciamento del governatore cinese², oltre all'espansione della liquidità attuata dalla Federal Reserve (il cosiddetto *Quantitative Easing 1*), preoccupava anche il pacchetto di riforme dell'economia statunitense che avrebbe

contribuito a espanderne anche il deficit pubblico. Era in dubbio la capacità di governare il rientro di queste politiche, e venivano percepiti i pericoli di una nuova dilatazione della leva finanziaria, di un rialzo del prezzo delle materie prime (di cui la Cina è importatrice), e di aumenti di inflazione nei paesi emergenti (via flussi in entrata di “moneta calda”). Da allora le cose non sono migliorate e, complice la bassa crescita del reddito negli USA e l’insoddisfacente dinamica dell’occupazione, al *Quantitative Easing 1* ha fatto seguito il *Q. E. 2* (autunno 2010) e ancora il *Q. E. 3* (estate 2012). Il bilancio pubblico potrà essere stabilizzato solo in un periodo lungo. Tema del giorno negli USA (e nel mondo) è il *fiscal cliff* (baratro fiscale) delle finanze pubbliche del paese chiave.

La necessità di sganciarsi dal dollaro e creare una nuova valuta di riserva internazionale è stata ribadita, dopo Xiaochuan, dai media di stato e da dichiarazioni di personaggi al vertice delle istituzioni cinesi, mentre nel frattempo (12 luglio 2012), l’unica agenzia di rating dell’Oriente, la Dagong, ha retrocesso il giudizio sul debito USA da AA a A+. Successivamente vi sono state altre due retrocessioni, con l’ultima (17 ottobre 2013) che l’ha portato a A- (sotto quello assegnato dalla Botswana).

Quella posta dal governatore della Banca Centrale cinese è l’ipotesi di uno scenario valutario costruito e governato dal consesso internazionale, ma non è l’unico. Prima di esaminare questa ipotesi (c), occorre chiedersi se e come il mercato possa produrre evoluzioni alternative rispetto al quadro attuale, rimpiazzando, in linea teorica, il dollaro con un’altra o altre valute nazionali (ipotesi a), o attraverso un *commodity standard* (ipotesi b). Per ciascuna delle alternative, si tratta di capire la plausibilità delle condizioni che potrebbero portare a quell’esito in un arco di tempo prevedibile, rintracciando le *technicalities* e i condizionamenti politici connessi a ciascuno degli scenari ipotizzabili. Esula dall’interesse del lavoro, invece, il giudizio sulla desiderabilità di un esito rispetto all’altro, vale a dire su benefici o peggioramenti rispetto all’oggi che si avrebbero, in ogni regime alternativo di moneta internazionale, sul terreno della simmetria di aggiustamento, del controllo della liquidità, della portata del dilemma di Triffin³, della creazione di un’ancora di stabilità, o altro ancora.

2. Sostituzione del dollaro con lo yuan?

La sterlina era la valuta dominante nel secolo XIX e per buona parte del XX. Ancora nel secondo dopoguerra ha svolto il ruolo di valuta di riserva per i paesi del Commonwealth. In fin dei conti, sono state scelte monetarie di portafoglio private e pubbliche che hanno finito per sostituirla con il dollaro. Non è il caso di ripercorrere quella storia monetaria. È sufficiente ricordare che, se la fase finale di smobilizzazione delle riserve ufficiali in sterline fu governata da accordi bilaterali e

prestiti internazionali e durò un ventennio (Eichengreen, Flandreau, 2009), il mercato già tendeva a produrre spontaneamente la sostituzione della valuta. Il settore privato, che è quello decisivo in questi processi, non faceva sostanzialmente più uso della sterlina, bensì del dollaro, anche quando persisteva una detenzione di riserve ufficiali in sterline, sempre più residuale.

Può accadere qualcosa del genere con lo yuan rispetto al dollaro? Come già affermato, una valuta si afferma nell'utilizzo internazionale con la forza economica e la stabilità del paese che la emette. È indubbio che l'economia cinese si stia espandendo rapidamente e possa arrivare in breve tempo a essere per dimensione (ma non per reddito pro capite) la prima economia mondiale. È un'economia stabile (almeno allo stato attuale delle cose). Ha accumulato una consistente quantità di riserve (stimabili in oltre 3.000 miliardi di dollari), che può far ricordare la quantità di oro e crediti che gli USA vantavano alla fine della seconda guerra mondiale.

Per avere funzioni di valuta internazionale lo yuan dovrebbe, come primo passaggio, affermarsi come valuta di denominazione e regolazione degli scambi internazionali, che induca i singoli operatori esteri a tenere scorte liquide in questa valuta, necessariamente – in ultima istanza – come titoli liquidi (diciamo, depositi) sul sistema monetario cinese⁴. Si può pensare innanzi tutto agli operatori che commerciano direttamente con la Cina; l'utilizzo di yuan o la fatturazione in yuan tra operatori terzi, diciamo nella transazione tra uno svedese e un brasiliano, è un processo più lungo: è quello terminale della sequenza.

Un secondo passaggio prevede che le eccedenze sui bisogni di liquidità di chi possiede yuan internazionali siano collocate in qualche titolo a più lunga scadenza denominato nella stessa valuta, emesso in Cina o altrove, ma comunque essenzialmente liquidabile senza costo.

Un terzo passaggio richiede che titoli in yuan siano tenuti senza limiti da chiunque desideri compiere investimenti di portafoglio o reali in quella valuta. Ovviamente devono essere yuan ottenuti attraverso il mercato dei cambi (per conversione) o direttamente per riscossioni in quella valuta. Una forte pressione della domanda per costruire posizioni in yuan dovrebbe essere in grado di generare l'offerta corrispondente.

L'affermarsi dello yuan internazionalmente presuppone (e va di pari passo con esso) un quarto passaggio nel quale le banche cinesi non possono più limitarsi alla raccolta e ai servizi tradizionali, in Cina e all'estero, ma diventano *global players*, capaci di misurarsi con la sofisticazione dei servizi finanziari e col governo delle catene mondiali finanziarie, richiesti da un mercato nel quale l'accesso alla liquidità è presupposto fluido.

Un quinto passaggio prevede la possibilità che i privati possano cedere in via indiretta gli yuan alle banche centrali dei paesi titolari della valuta di conversione,

le quali li acquisirebbero intervenendo sul mercato dei cambi e li terrebbero come riserve in qualche titolo di credito presso il sistema finanziario cinese. È ovvio che in tutti questi passaggi si determinerebbe un sempre più esteso utilizzo internazionale dello yuan, anche in transazioni non direttamente riguardanti la Cina. Le banche centrali manterrebbero riserve in yuan anche perché gli operatori nazionali lo utilizzano internazionalmente.

Il sesto, e decisivo passaggio, non riguarderebbe più i flussi, ma gli stock pregressi, che verrebbero distolti da titoli in dollari e convertiti per la gran parte in titoli in yuan, man mano che lo yuan guadagna attrattività e il dollaro la perde. Il processo si consolida quando coinvolge le banche centrali, esclusa ovviamente quella cinese⁵, ma può riguardare anche gli stock di dollari accumulati dai privati⁶. Alla fine del processo lo yuan diventerebbe la valuta-perno del sistema internazionale e il dollaro acquisterebbe un ruolo simile a quello tenuto ora dall'euro: una valida alternativa, ma non il centro del sistema monetario internazionale.

Inframmezzato con questo processo, completandolo, dovrebbero guadagnare momento i mercati delle materie prime e dei derivati che operino in yuan.

Prima di entrare nel merito dei singoli passaggi esposti, è opportuna una precisazione. La progressiva differenziazione delle riserve da parte delle banche centrali, che implichi sostituzione del dollaro con altre valute, non porta di per sé al ridimensionamento dei dollari nella circolazione internazionale. Differenziare vuol dire vendere la valuta indesiderata e comprare quella desiderata. Dal punto di vista dei flussi, non è realistico, ad esempio, che l'eventuale accumulo di yuan da parte di paesi complessivamente in attivo nei pagamenti internazionali avvenga direttamente attraverso l'attivo specifico che tali paesi gestiscono con la Cina. Questo paese, d'altro canto, è esso stesso complessivamente in attivo nella somma algebrica delle transazioni mondiali che lo riguardano, per cui è da presumere che i paesi verso cui ha un passivo siano limitati. È probabile quindi che i paesi che vogliono accumulare yuan nelle riserve li acquisiscano con l'intermediazione di un surplus in dollari (flusso), di cui si vogliono liberare; dollari che vengono ricollocati altrove (verso chi ha yuan) ma che "altrove" devono essere assorbiti da altri operatori, pubblici o privati che siano.

Anche nel caso della Cina, la composizione valutaria del surplus complessivo dei pagamenti non sarà esattamente corrispondente al paniere di riserve valutarie desiderato, ma sarà per lungo tempo sbilanciato verso il dollaro; per differenziare⁷ la composizione delle valute la Cina dovrà convertire quei dollari in eccesso, cioè venderli in mercati dei cambi dove saranno acquisiti da altri operatori (non statunitensi), rimanendo nel circuito internazionale. A maggior ragione, ciò si verifica se la diversificazione, invece di avvenire in via dinamica attraverso i flussi, riguardasse

gli stock pregressi di riserve in dollari. Di nuovo, quei dollari di cui si liberano i paesi che li detengono dovranno essere acquisiti nei portafogli di chi rende disponibili le valute di conversione e, a meno che tali operatori non siano statunitensi, rimangono anch'essi nel circuito internazionale.

Nella conversione delle riserve di dollari sarà inevitabile che la Cina alteri i tassi di cambio delle valute oggetto di differenziazione, provocando reazioni politiche dei paesi emittenti, come è successo recentemente (2011) con gli acquisti di yen che, sebbene per ammontari non eccessivi, hanno sollevato reazioni da parte del Giappone. Nella differenziazione delle riserve di altri paesi verso lo yuan, la Cina è, invece, destinataria di quei dollari e si aprirebbe per lei il dilemma se assorbirli (per non far rivalutare eccessivamente il rapporto dollaro/yuan) perpetuando, ma su scala allargata, la necessità di gestire una notevole quantità di riserve in dollari oppure rivalutare, con le note conseguenze di perdite in conto capitale sulle riserve accumulate e di perdita di competitività.

Non solo non scompaiono i dollari esistenti nel mondo anche quando avviene un ritiro (lordo) di attività sugli USA da parte dei non residenti statunitensi, ma potrebbero incrementarsi qualora i residenti statunitensi continuassero ad apportare flussi in uscita attraverso sia i movimenti lordi di capitali sia il deficit reale dei pagamenti.

Per ipotizzare una riduzione progressiva dei dollari in circolazione dovremmo supporre che le fonti interne di fuoriuscita di dollari si riducano progressivamente. Ciò può avvenire se la minore attrattività del dollaro portasse a una svalutazione consistente della valuta o alla repressione finanziaria o a un innalzamento dei tassi di interesse sul dollaro. Al limite, se quei flussi non fossero più sostenibili il conto corrente degli USA non potrebbe che essere attivo e l'intero circuito di intermediazione e investimento in dollari ridursi di importanza. In fin dei conti, l'espansione del ruolo del dollaro si è avuta anche come conseguenza della domanda di dollari che, se si dovesse ridurre, ridurrebbe anche la quantità assorbibile (e creabile) di dollari internazionali.

Ritornando ai vari passaggi necessari affinché lo yuan possa assumere appieno un ruolo internazionale, è evidente che essi compongono un quadro irrealistico, almeno nel prevedibile futuro. Ciascuno dei passaggi presuppone la convertibilità piena dello yuan e un mercato finanziario cinese aperto e sofisticato (oltre che una politica valutaria priva di eccessive interferenze). Di fatto, oggi il sistema finanziario cinese è ampiamente amministrato e il mercato opera con strumenti elementari. La piazza finanziaria cinese non ha la più pallida somiglianza con quelle dei paesi occidentali quanto a specializzazione degli intermediari, liquidità, preparazione degli operatori, articolazione del mercato. Le banche cinesi mancano di esperienza nella gestione del mercato dei capitali, nel governo dell'investimento estero, nella

valutazione del rischio e degli *asset* internazionali; hanno scarsa capacità di fornire servizi ad alto valore aggiunto ai clienti cinesi e non. L'evoluzione può prendere decenni, perché comporta apprendimento e può produrre perdite per intermediari poco esperti. Ma questa trasformazione può essere solo concomitante a uno yuan liberamente fluttuante che, allo stato attuale, si rivaluterebbe mettendo a repentaglio l'intero processo di crescita del paese. Gli scenari che porterebbero a limitare questa rivalutazione comportano processi che, come vedremo più avanti, possono risultare ancora più dannosi per il paese. È difficile poi credere che possa diventare valuta internazionale dominante la valuta di un paese, per quanto importante, che abbia un modello di sviluppo *export led*. Questo modello potrà forse essere attenuato in futuro (e, infatti, il nuovo piano quinquennale prevede che sia la domanda interna a spingere l'economia cinese), ma non sarà certo sovvertito e comunque la Cina gestirà un surplus di conto corrente e sarà presumibilmente oggetto di entrate nette dal lato dei capitali, cui concorre anche la repressione dei flussi contrari fino a quando ai residenti sarà proibito l'acquisto di titoli esteri. Il diffondersi di una valuta ha bisogno, invece, di ricorrenti fuoriuscite lorde in risposta sia a scelte di portafoglio dei residenti (dal lato dell'offerta) sia alla domanda di quella valuta da parte di non residenti. Per quanto il rifornimento di liquidità internazionale in quella valuta possa teoricamente avvenire solo via movimenti di capitali, dovrebbe tuttavia avere un driver anche in un deficit di conto corrente affinché il processo sia stabile.

Nessuno può escludere un'evoluzione del quadro macroeconomico della Cina che produca le fuoriuscite lorde di yuan necessarie, ma è difficile ipotizzarla finché è data per le autorità cinesi un'opzione alternativa di conduzione dell'economia: finché, cioè, è gestibile il governo del cambio e della competitività alla cui efficacia concorrono proprio l'arretratezza del settore finanziario e lo stretto controllo dei capitali. In un mercato non adeguatamente finanziarizzato, sterilizzare la creazione monetaria che avviene con l'intervento nel mercato dei cambi e l'accumulo di riserve ufficiali è relativamente agevole (affidata al solo coefficiente di riserva obbligatoria⁸), mentre non sarebbe così in un mercato sviluppato. Finché il quadro si mantiene governabile, non è pensabile che la Cina rinunci ai vantaggi dell'alta competitività assicurata da questo sistema di vincoli amministrativi.

Va poi considerato che non si accumulano internazionalmente saldi monetari in una valuta, senza che ciò sia incoraggiato e voluto dal paese emittente. Anche in un contesto di libero mercato, come fu quello del marco tedesco prima della nascita dell'euro, la resistenza delle autorità rese difficile un'espansione su larga scala di quella valuta.

Ma vi è convenienza a gestire una valuta internazionale? I benefici sono molti, ma altrettanti sono i vincoli che ne derivano se l'apertura dei mercati internazionali limita la libertà di politica economica e la capacità di incidenza sui processi

interni dell'economia. Gli USA hanno sicuramente goduto della possibilità di finanziare per anni un deficit esterno ricorrente che ad altri paesi non sarebbe stato consentito. Hanno goduto, inoltre, della libertà di condurre la politica monetaria, espansiva; una libertà, tuttavia, che si è risolta alla lunga nel suo contrario, perché l'economia interna e internazionale, basata sul dollaro, ha avuto endemicamente bisogno di condizioni monetarie lasche attuate dalla Federal Reserve per non implodere. Di fatto, la libertà di fissare discrezionalmente i tassi di interesse (al fine di controllare l'economia interna) è stata limitata e la diffusione della finanza ne è un effetto (oltre che la causa). Inoltre, i vantaggi del ruolo di intermediario finanziario che svolge il centro del sistema sono molti, se i debiti che contrae, in prevalenza a breve termine, sono trasformati in cespiti attivi internazionali a remunerazione più alta (a più lunga scadenza o in attività reali)⁹, mentre non si vede all'orizzonte un sistema cinese così esteso di multinazionali o di fondi pensione o altri investitori istituzionali capaci di essere per lo yuan l'agente di una trasformazione finanziaria che replichi ciò che oggi succede per il dollaro.

Va considerato anche che la transizione verso una piena affermazione dello yuan pone problemi più complessi di quelli posti da una condizione di stato in cui quell'affermazione ipotetica sia già stata pienamente raggiunta. Le banche cinesi godono oggi di una protezione che, in un mercato finanziario poco sofisticato, consente loro ampi margini di profitto, i più alti nel mondo¹⁰ (anche a fronte di imponenti sofferenze). Di fatto, esse possono usufruire di una raccolta a tassi di interesse reali negativi, grazie al tetto fissato amministrativamente agli interessi nominali che possono essere corrisposti (citato nella nota 8). Non è un caso che vi siano in pratica solo quattro banche cinesi con significative filiali all'estero¹¹, le quali seguono essenzialmente i propri clienti nazionali fuori dalla Cina (offrendo loro servizi bancari standard), ma non competono con banche internazionali su servizi ad alto valore aggiunto. Un domani, l'intero sistema bancario cinese dovrebbe competere su un mercato aperto (in casa e fuori), rinunciando a parte dei profitti e ampliando la gamma e la sofisticazione dei servizi. In un contesto di apertura, gli stessi depositanti cinesi si rivolgerebbero a impieghi più redditizi di quelli che oggi possono ottenere in yuan, costringendo le banche ad alzare i tassi di interesse passivi (se liberalizzati) e le autorità a impiegare le riserve ufficiali, che oggi sembrano promettere una sicurezza futura, ma che domani potrebbero ridursi per fughe incontrollate di capitali¹². Certo, ciò limiterebbe il potenziale di apprezzamento dello yuan e comporterebbe uno scenario alternativo a quello supposto in precedenza, ma a un prezzo molto elevato. Nell'uno e nell'altro caso la cautela è preferibile all'innovazione.

L'apertura del mercato finanziario in regime di convertibilità comporta una evoluzione dell'economia verso un profilo di tipo occidentale di inevitabile finanziarizzazione che, specie nella prima fase, nasconde rischi enormi di perdite finan-

ziarie, bolle, instabilità. Non è ignota alle autorità cinesi la parabola del Giappone, quando all'inizio degli anni Ottanta, ha aperto – su pressione internazionale – il proprio sistema finanziario (e ha perfino tentato di far affermare lo yen come valuta internazionale). Alla fine di quel decennio le prime tre banche per capitalizzazione nella graduatoria mondiale erano giapponesi e ve ne erano sei tra le prime dieci; oggi ve ne è solo una tra le prime venti. Ma la stessa esperienza dei paesi emergenti (molti di essi asiatici) che negli anni Novanta hanno liberalizzato i movimenti di capitale prima di rafforzare il sistema finanziario è un monito per le autorità cinesi.

Beninteso, occorre distinguere tra una evoluzione del mercato che porti lo yuan a sostituire il dollaro nel ruolo preminente che ha ora (francamente improbabile) dalle potenzialità per lo yuan di allargare il suo utilizzo internazionale¹³. Oggi alcune banche cinesi hanno filiali autorizzate fuori dal paese, dove accettano depositi in yuan, e svolgono operazioni nella stessa valuta che soddisfano soprattutto domanda di imprese cinesi o che commerciano o investono in Cina. Il mercato di Hong Kong in yuan è in piena espansione e lì la valuta è pienamente convertibile. L'investitore internazionale che desidera accumulare yuan può farlo sui mercati offshore – quale che sia la sua valuta di partenza o impiegando yuan acquisti tramite le sue esportazioni – depositandoli o acquistando titoli di debito emessi dalle filiali estere delle banche cinesi o di imprese cinesi (nell'ammontare consentito dalle autorità della madrepatria). Il processo è sicuramente in espansione e destinato a incrementare il ruolo internazionale dello yuan nel settore privato¹⁴. Nel 2012 l'ammontare delle emissioni di bond sul mercato di Hong Kong ha raggiunto l'equivalente di 12 miliardi di dollari. Tuttavia, la diffusione della valuta non può avvenire solo attraverso una espansione del mercato offshore, senza che la Cina in sé diventi un rilevante mercato finanziario internazionalizzato. Le autorità, al contrario, si preoccupano essenzialmente (e con ragione) di mantenere separato il mercato finanziario interno da quello esterno (con misure autorizzative) e di confinare la convertibilità ai soli mercati offshore (Sau, 2012).

Tuttavia, cauti segnali di allentamento della rigidità delle disposizioni si sono avuti con l'accordo concluso con Londra e Hong Kong (2013) che consente a investitori finanziari di quelle piazze di impiegare direttamente in Cina gli yuan (per un ammontare circoscritto). È vero anche che le autorità stanno oggi incoraggiando gli operatori commerciali e gli investitori finanziari cinesi a fatturare e regolare le operazioni estere in yuan, ma il successo è limitato, perché le controparti difficilmente accettano yuan. Nemmeno i partner asiatici sono propensi ad utilizzare lo yuan; per essi, la quota di esportazioni e importazioni in dollari oscilla tra il 70% e l'80%¹⁵. La regolazione in yuan è il 10% del commercio estero della Cina (dati ufficiali del paese) che, a sua volta è il 10% di quello mondiale, il che implica che lo yuan non superi l'1% delle transazioni globali in valuta estera (meno nelle rile-

vazioni Banca dei Regolamenti Internazionali). Questo rende molto improbabile una sua diffusione tramite il commercio internazionale, data la lontananza dalla massa critica che consentirebbe economie di costo nell'uso della valuta; massa critica, che è difficile di per sé da raggiungere, ma è addirittura impossibile senza la convertibilità (Aubin, 2012). Si aggiunga che nessuna banca cinese ha un seggio nel parterre del London Metal Exchange (per la contrattazione diretta) e una sola può operare nella categoria 2¹⁶, per cui non sembra proprio vicino l'utilizzo dello yuan nel mercato delle materie prime.

Anche sul versante dell'utilizzo ufficiale dello yuan, molti segnali indicano che le autorità cinesi, nel tentativo di limitare l'utilizzo del dollaro nell'intercambio che riguarda il paese, stiano operando una qualche promozione dello yuan, passando per le banche centrali dei paesi emergenti. Esse hanno concluso accordi swap di scambio delle valute nazionali con vari paesi, quali Argentina, Indonesia e altri 15 paesi, per importi complessivi valutabili in 180 miliardi equivalenti di dollari¹⁷, evidentemente per uscire dall'uso della valuta dominante. Tuttavia, questi accordi bilaterali non devono trarre in inganno; sono argomento buono per un articolo giornalistico di effetto (e come avvertimento politico), ma sono assolutamente marginali nel sistema monetario internazionale. Uno sviluppo più interessante è l'accordo di scambio concluso con la Gran Bretagna nel 2013, unico in Occidente, che, tuttavia, non bisogna sopravvalutare non solo per l'esiguità dell'ammontare (grosso modo per l'equivalente di 23 miliardi di dollari) ma anche perché nessuno dei due paesi userà presumibilmente la valuta che riceve dall'altro. Gli accordi di reciproco scambio delle valute possono essere conclusi per un numero circoscritto di paesi e per ammontari limitati. Se è vero che facilitano gli scambi bilaterali senza l'intermediazione del dollaro, è altrettanto vero che l'accumulo di una modesta entità di riserve internazionali in yuan si ha solo se la Cina usa le valute che riceve per saldare un passivo dei pagamenti con i paesi (in generale emergenti) controparte nello swap. Se, invece, è in attivo si ritrova – mentre i suoi yuan tornano indietro – con una quota (non significativa) di riserve in altre valute, alcune delle quali scarsamente utilizzabili o suscettibili di svalutazione rispetto al dollaro. Senza contare che gli accordi swap sono temporanei e alla scadenza, se non rinnovati, si estinguono. Anche la partecipazione della Cina all'accordo monetario interasiatico (*Chang Mai Initiative*¹⁸), può comportare qualche creazione di riserva in yuan, in quanto linee di debito in yuan possono essere accese da qualche paese partecipante, e lo yuan circolare. Ma l'ammontare è limitato e ha un'estensione di 90 giorni (rinnovabile per sette volte). Come veicoli di diffusione dello yuan quale valuta ufficiale di riserva i canali citati sono deboli e non sembrano poter sostituire l'accesso delle banche centrali straniere al mercato del debito pubblico cinese o la convertibilità sul mercato dei cambi. Né il mercato finanziario (offshore) in yuan è in grado

di sopperire al mancato accesso diretto al Tesoro cinese, perché fornisce una quantità limitata di titoli valutati AAA (stimabili al 2% del totale), che sono i titoli verso cui si dirige la domanda pubblica (ma sono anche quelli più appetibili per l'investimento privato).

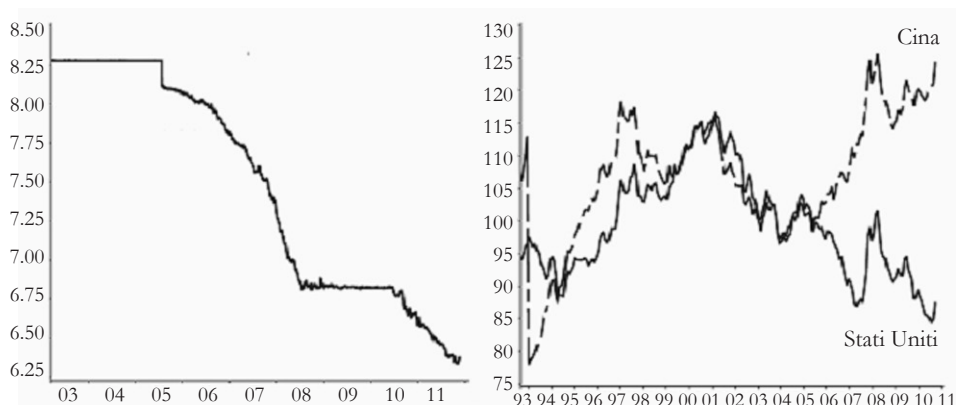
In conclusione, le forze del mercato non sembrano tali da condurre verso l'utilizzo dello yuan come valuta chiave, sebbene un'espansione del suo impiego nei vari ruoli di una valuta usata internazionalmente sia inevitabile. Nel caso dello yuan i processi non sono tutti endogeni e molto dipende da consapevoli interventi di politica monetaria e finanziaria. Dove può giungere la diffusione dello yuan è difficile prevedere, ma – anche in presenza di qualche cauta apertura che venga consentita al mercato finanziario cinese per offrire strumenti idonei ad accogliere investimenti di portafoglio esteri in yuan – è difficile che questa valuta possa arrivare a rappresentare l'equivalente di ciò che ora è l'euro come alternativa al dollaro, per lo meno nell'arco di tempo che abbiamo preso a riferimento. È più probabile che assuma un ruolo di moneta rifugio, come sono ora lo yen, il franco svizzero, il dollaro australiano ecc., più che di valuta concorrente con il dollaro. Sarà anche difficile l'affermazione come valuta prevalente regionale. Tutto, meno che la nuova valuta chiave del sistema.

Senza contare che in tutte le analisi si proietta l'attuale prestazione economica della Cina in un futuro anche lontano, mentre qualche scricchiolio si avverte. È sicuramente vero che, essendo in una fase iniziale di decollo, è difficile che la Cina stia per imbattersi nelle barriere alla crescita tipiche di una fase più matura, ma è pur tuttavia avvertibile una vicinanza a una zona di rischio. Le relazioni industriali sembrano in crescente tensione e gli incrementi salariali stanno lentamente erodendo i margini di competitività del paese¹⁹ (la Figura 1 è eloquente in proposito). A ciò contribuiscono anche l'inflazione e i ritocchi, sia pur marginali, della parità, resi inevitabili dalla pressione internazionale. Qualche notizia aneddotica parla di imprese multinazionali che lasciano il paese e si trasferiscono altrove nel sud est asiatico. È indubbio che oggi il costo del lavoro in Indonesia, Vietnam, Bangladesh sia più basso che in Cina. L'inflazione di tanto in tanto accelera e può essere tenuta a freno solo per vie creditizie che vengono preferite a una sostanziale rivalutazione dello yuan²⁰. Ma anche il settore finanziario presenta dei problemi che minacciano la stabilità del modello cinese. La ricerca dei risparmiatori cinesi di impieghi alternativi ai depositi in yuan sta determinando la corsa all'oro e l'impetuosa impennata dei prezzi degli immobili²¹, l'indebitamento totale viaggia verso il 200% del PIL e cresce in modo preoccupante un settore finanziario parallelo non regolato²²

Tavola 1a e 1b. Tasso di cambio nominale e reale effettivo dello yuan

Tasso spot RMB/\$

Tasso effettivo reale 2003-5 =100



Fonte: FMI. Il tasso effettivo reale è calcolato attraverso la variazione del cambio verso tutte le valute e l'andamento relativo dell'inflazione misurata attraverso l'indice dei prezzi al consumo.

3. E l'euro?

Ciò che attualmente è impensabile per lo yuan potrebbe in apparenza essere di qualche realismo per l'euro. In fin dei conti questa moneta ha già uno status internazionale di valuta di fatturazione e regolazione, di investimento e di riserva. Appartiene a un'area che ha un reddito equivalente a quello degli USA e maggiore partecipazione al commercio mondiale. Tuttavia, l'uso è stato soprattutto limitato all'Europa e ai suoi diretti partner commerciali dell'area del Mediterraneo. Di fatto, nel commercio tra paesi terzi l'euro ha scarso impiego fuori dall'Europa. La sua quota come valuta di riserva internazionale è rimasta pressoché costante da anni attorno al 25-28%, anche nel periodo di svalutazione del dollaro dal 2001 al 2007, e il lieve incremento verificatosi in un decennio è dovuto a un effetto valutazione più che a un salto di scala nella differenziazione delle riserve mondiali (il dollaro ha una quota rimasta vicina al 70%). Anche i mercati finanziari sono molto distaccati distanti per internazionalizzazione da quelli USA (Tavola 2).

Una piena espansione che arrivi a minacciare o soppiantare la primazia del dollaro, portando, cioè, a una convergenza nell'utilizzo di dollaro ed euro se non a una inversione di graduatoria, presuppone – dal lato dell'offerta – una disponibilità ad alimentarne l'uso nel mondo con un deficit dei pagamenti dell'area, associato a una crescita continua dell'economia reale, sostenuta e sostenibile, che ne rafforzi l'attrazione. Il che, a sua volta, presuppone non solo un mutamento di filosofia economica rispetto a quella su cui l'Unione è stata costruita (con spostamento del

Tavola 2. Dimensione dei mercati obbligazionari e azionari (quarto trimestre 2010 ai tassi di cambio correnti)

	Ammontare corrente in miliardi di \$				Percentuali %		
	Totale	Euro	Dollari	Yen	Euro	Dollari	Yen
Misura ristretta*	10.567	2.900	5.145	666	27,4	48,7	6,3
Misura larga*	94.815	25.289	36.185	18.518	26,7	38,2	15,3

(*) La misura ristretta si riferisce solo a titoli tenuti da non residenti dell'area emittente; quella larga include anche i residenti.

Fonte: Banca Centrale Europea.

traino delle economie che la compongono dalle esportazioni alla domanda interna), ma anche un governo macroeconomico adeguato, attuato attraverso un significativo bilancio comunitario, manovrato allo scopo da una autorità unica (anche mediante indebitamento). Sono condizioni lontane da quelle effettivamente poste all'ordine del giorno nell'agenda europea; condizioni in antitesi con la cultura dei governanti e soprattutto idiosincratice con la concezione dell'Europa che hanno il paese leader, la Germania, e i suoi satelliti. Una visione di questo tipo, ammesso che possa divenire quella dell'Unione, presuppone un'unione politica. Si tratta di eventi al di là delle prospettive prevedibili nel futuro prossimo, nonostante qualche timido avvicinamento al traguardo possa determinarsi sotto la pressione della crisi del debito sovrano.

Sono proprio le qualità che mancano all'offerta che fungono da deterrente alla domanda di questa valuta. L'attrazione dell'euro è limitata finché la moneta non è sostenuta da uno stato, perché la conduzione interstatale rende complessi e lenti i processi decisionali e l'intera area è a crescita modesta. In più, il mercato finanziario europeo non è integrato (quello tedesco, italiano, francese ecc. viaggiano ciascuno per conto proprio, e dal punto di vista dei rischi, è come se oggi gestissero il marco, la lira, il franco). I mercati finanziari europei non hanno la stessa sofisticazione e profondità di quelli statunitensi; in ogni caso, molto meno di quanto sarebbe necessario perché l'euro scalzi il dollaro dal ruolo di valuta chiave. In più, l'euro non è mai riuscito a inglobare la sterlina, non tanto per le dimensioni della Gran Bretagna quanto per il ruolo cruciale della piazza di Londra nel sistema finanziario internazionale. La crisi del debito ha fatto intravedere quale fragilità abbia la costruzione monetaria e quali pericoli di implosione contenga. La credibilità delle istituzioni e della sua politica economica è minata e ci vorrà molto tempo per ricostruirla. La BCE, statutariamente ancorata al controllo dell'inflazione, non

è incline a favorire movimenti di capitali in uscita e la sua stella polare è la gestione cauta dei tassi di interesse. Non è un prestatore di ultima istanza. Manca una supervisione centralizzata del sistema bancario e finanziario. Tutto ciò è cronaca quotidiana.

Per il tipo di cultura economica e di visione del mondo le classi dirigenti europee sono impreparate a gestire una valuta globale e non è un caso che scorraggino l'uso unilaterale dell'euro da parte di paesi non-euro²³. Per cui, sono leciti i dubbi che il mercato nutre, se esse siano in grado di intervenire, oltre che a casa propria, anche globalmente, in caso di crisi di liquidità.

Tutto ciò non toglie che l'euro, una volta stabilizzato, possa essere una valida opzione di differenziazione delle riserve (private e ufficiali) se il sentiero in cui si trova l'economia statunitense è percepito non sostenibile e le aspettative sono per un dollaro in discesa. Quella opzione sarebbe ancora più forte se iniziasse una guerra delle valute, che porti gli USA a rappresaglie commerciali contro lo yuan, tenuto artificialmente basso con interventi sul mercato dei cambi, e porti di conseguenza la Cina a controrappresaglie finanziarie dirette ai suoi impieghi valutari (flusso e stock). Ne abbiamo avuto già sentore con la contesa valutaria del 2010. Oggi sembra si stia innescando un'altra guerra con epicentro, questa volta, il Giappone e il valore dello yen (a parte le prese di posizione diplomatiche, sono 60 i Senatori che nel settembre 2013 hanno inviato una lettera al Segretario del Tesoro, esortandolo a prendere atto della "manipolazione" dello yen). In condizioni siffatte, l'euro salirebbe di valore al punto in cui le prospettive di crescita del reddito europeo verrebbero poste a repentaglio; ne risentirebbero soprattutto i paesi europei (PI-IGS) in difficoltà finanziarie e in un processo di difficile (e deflazionistico) rientro dallo stock di debito pubblico; processo che durerà decenni. In questa prospettiva, il flusso di investimenti finanziari internazionali in euro si fermerebbe (o si invertirebbe) per il peso che gli stessi operatori darebbero alla precarietà della situazione e anche per l'inevitabile intervento valutario della BCE, che assorbirebbe i dollari convertiti da altre banche centrali. Il processo di sostituzione del dollaro non potrebbe andare oltre limiti contenuti o comunque oltre limiti che ne sovvertono la funzione di perno. Nel processo di sostituzione o diversificazione avverrebbe l'equivalente di ciò che si è già verificato nel 2010 con il citato acquisto di yen sul mercato valutario da parte dei cinesi: un accumulo di riserve in dollari da parte dell'Unione, accompagnato da una forte reazione diplomatica e dalla determinazione della Banca Centrale a intervenire sistematicamente sul mercato dei cambi per frenare l'ascesa della valuta²⁴. Ma, in questa eventualità, l'Unione (o qualsiasi paese oggetto di diversificazione dal dollaro) si sostituisce a chi diversifica nella detenzione dei dollari e nella loro collocazione sul mercato statunitense, per cui poco cambierebbe nello stock di dollari internazionali e l'inevitabile svalutazione

di quella valuta (unita all'innalzamento dei tassi di interesse) potrebbe perfino ripristinare la fiducia in essa, dopo un periodo di turbolenza.

In definitiva, un conto è la diversificazione delle riserve (anche private) che può indirizzarsi anche verso l'euro e verso la stabile presenza dell'euro tra le valute utilizzate internazionalmente, un altro è l'affermazione dell'euro come principale valuta internazionale nel ruolo che ha attualmente il dollaro. Nel prefigurare questi processi come frutto di un esito del mercato si tende a dimenticare quanto imponente sia lo stock già accumulato di attività internazionali in dollari, quanto esteso sia il network degli operatori che operano in quella valuta, su cui torneremo in chiusura. In fin dei conti, pur se vi fossero le condizioni oggettive di una sostituzione del dollaro (declino rapido e costante dell'economia americana) la sostituzione sarebbe comunque lenta e secolare. Di fatto, in 130 anni l'economia internazionale ha utilizzato (in successione) solo due valute (e, parzialmente, l'oro), con poche altre nel ruolo di comprimarie e di valute rifugio.

4. *Commodities standard?*

Anche l'eventualità dell'affermazione di un *commodity standard* (in termini più usuali, esemplificato da un *gold standard*) è un buon tema a effetto per articoli sui giornali di informazione economica, ma privo di rilevanza concreta nell'analisi monetaria e finanziaria del sistema internazionale. A sorpresa, l'allora presidente della Banca Mondiale è uscito recentemente con una perorazione per una qualche rimonetizzazione dell'oro, ma ha attratto l'attenzione riservata alle posizioni esoteriche (Zoellick, 2010). Nella letteratura si possono trovare riferimenti a riforme basate sul *commodity standard*, ma sono largamente costruzioni intellettuali²⁵. Ciò non toglie che valga la pena esaminarne l'eventualità, vista la funzione quasi monetaria, di beni rifugio, che le materie prime finiscono per assumere in periodi di subbuglio monetario e di percepita debolezza del dollaro. Quella funzione è frutto di reazioni di mercato. È avvenuto così all'epoca del crollo di Bretton Woods e della grande inflazione degli anni Settanta; si è ripetuto dopo il 2001, quando il dollaro, toccato il *peak*, ha cominciato a cedere in un trend durato fino alla crisi finanziaria; ha riacquisito momento al culmine di una paventata guerra delle valute a partire dal 2010 e come reazione all'incertezza che domina nel sistema monetario internazionale in conseguenza della liquidità che è stata creata. Il ciclo ascendente delle materie prime non è unicamente legato al valore (effettivo o atteso) del dollaro e dell'inflazione, ma ha fattori collaterali sia nell'espansione della liquidità internazionale sia nella conseguente sincronizzazione mondiale della fase ascendente del ciclo produttivo. Questa tende a espandere la pressione della domanda mondiale e, di conse-

4. L'IMPROBABILE DETRONIZZAZIONE DEL DOLLARO NEL SISTEMA MONETARIO INTERNAZIONALE

guenza, la domanda fisica dei beni (come si è verificato nelle due fasi ascendenti del ciclo economico negli anni Settanta, che hanno entrambe condotto a una crisi petrolifera. Si è poi ripetuto negli anni Duemila, con culmine prima della crisi economica del 2008). Il boom dei prezzi delle materie prime pone anche le basi per un'inversione endogena di tendenza, per via del rallentamento o della svolta negativa che segue nell'attività economica mondiale, in conseguenza delle reazioni della politica economica all'inflazione e di altre reazioni spontanee nel mercato. Tuttavia, questa inversione è stata alquanto contenuta nell'attuale fase di rallentamento o blocco della crescita. Ha riguardato altre materie prime, tra cui il petrolio, ma non si è quasi verificata per l'oro. Ha riguardato altre materie prime, tra cui il petrolio, ma non si è quasi verificata per l'oro, se non dopo una grande impennata che lo lascia comunque a prezzi storicamente elevati (tavola 3). Il ciclo dei prezzi delle materie prime, della produzione mondiale e del dollaro, in definitiva, si intrecciano e si richiamano, ma molto imperfettamente.

Se anche il sincretismo fosse perfetto e, a titolo di esemplificazione, una svalutazione del dollaro producesse un aumento percentuale equivalente del prezzo dell'oro, il contenuto aureo implicito di un dollaro diminuirebbe²⁶, mentre resterebbe costante quello di un'unità delle altre valute²⁷ (supponendo per semplificazione che fluttuino tutte congiuntamente rispetto al dollaro). Questo non aumen-

Tavola 3. Prezzo dell'oro



Fonte: Bloomberg.

terebbe la stabilità del sistema né eviterebbe una diminuzione della ricchezza per chi detiene dollari.

L'idea che il mercato possa stabilire da solo uno standard reale è *sui generis*. Non solo i prezzi delle materie prime (dell'oro, nel caso dell'esempio più semplice) seguono solo alla lontana il ciclo valutario del dollaro, ma anche gli operatori non si scambiano materie prime – in particolare oro – né titoli rappresentativi di esse nei loro pagamenti e investimenti finanziari: essi ricevono o cedono dollari contro altre valute e viceversa (a meno che non siano operatori nel settore); inoltre le attività accumulate cambiano di valore a seconda dell'andamento dei tassi di cambio e delle coperture, non vengono computate, neppure indirettamente in termini di valore in materie prime.

Nel 2010, esse, nel loro aggregato, sono divenute compratrici nette per la prima volta dal 1988, e nel 2011 hanno superato 455 tonnellate di acquisti netti (l'ammontare più alto dal 1964), per salire ancora nel 2012 a 534 tonnellate e fermarsi nel 2013²⁸.

Per essere uno standard vero, tuttavia, un paniere di materie prime (ragioniamo sempre con riferimento a una di esse, l'oro) dovrebbe rappresentare una quantità fissata in termini di valore di scambio con una valuta, il dollaro o un paniere di valute, mantenendola formalmente quali che siano gli andamenti del mercato valutario, il che è largamente irrealistico. In pratica, l'oro dovrebbe avere un prezzo fisso in dollari (o nel paniere valutario prescelto). Un prezzo fisso è tale se è amministrato. Le attività in dollari (o nel paniere prescelto) non muterebbero di valore aureo, quelli in altre valute si svaluterebbero o rivaluterebbero con la rivalutazione o svalutazione della valuta di denominazione rispetto al dollaro (o rispetto al paniere), quindi, per definizione, non potrebbero avere un contenuto aureo, perché questo attiene a un regime di cambi fissi e non fluttuanti. Certo è fuori dall'immaginabile, nonostante le sortite del candidato repubblicano alla vicepresidenza nelle elezioni del 2012, Ryan, pensare che gli USA possano fornire una garanzia aurea esplicita ai dollari posseduti da non residenti (almeno dalle banche centrali), perché ciò significherebbe un ritorno al *gold exchange standard*, con la convertibilità in oro assicurata dalla Federal Reserve (o dal Fondo Monetario Internazionale, che si sostituirebbe a quest'ultima, nel caso del paniere di valute). La coerenza del prezzo ufficiale con quello che si forma sul mercato libero non potrebbe essere mantenuta neppure attraverso l'arbitraggio (neppure se le banche centrali diventassero una sorta di *traders*) visto che non ci sarebbe alcuna controparte per tale attività, perché nessuna di esse è impegnata a cedere oro al prezzo ufficiale (o ad assorbirlo). Chi dovrebbe allora stabilizzare il mercato con le proprie scorte aurifere? È difficile dire se sia più irrealistico che lo facciano gli USA o lo faccia un Pool dell'oro (come negli anni '60 quando, tuttavia, vi erano cambi fissi tra tutte le valute).

Potrebbe, certo, avvenire che una stabilizzazione si verifici in via informale,

non dichiarata, almeno rispetto agli andamenti estremi di mercato, specie nella fascia superiore (e inferiore) se, di fronte a una continua ascesa (o discesa) dei prezzi in dollari delle materie prime, un paese in particolare o un insieme di paesi ne calmierasse il prezzo vendendo e attingendo dalle proprie scorte e convertendo queste in dollari (viceversa nel caso di caduta del prezzo). Il prezzo dell'oro sarebbe in tal caso costretto dentro una banda. Tuttavia, anche di fronte all'imponente ascesa dell'oro nel 2010, che è salito nel giro di sei mesi da 800 dollari l'oncia a 1300, e alla successiva ascesa che l'ha portato a toccare quota 1.900 dollari per poi stabilizzarsi (a fine 2012) a 1.650, nessun paese sembra aver venduto le sue riserve in oro, anzi alcuni hanno continuato ad accumularne, come si deduce dalle cifre citate in precedenza. Il che si è verificato anche per le altre materie prime, specialmente per iniziativa della Cina. La discesa del prezzo dell'oro 2013 (che lo ha portato fino a 1200 dollari per poi risalire) non è dovuta a vendite (nette) delle banche centrali.

Si tenga conto, poi, che per un ruolo monetario, l'offerta di ciascuna delle materie stoccabili (metalli, in generale) è limitata. È vero che oggi gli strumenti finanziari derivati allargano potenzialmente il mercato per ogni materia prima, ma ciò che conta in ultima istanza per un ruolo monetario è la quantità fisica che potenzialmente si trasferisce tra operatori pubblici o privati, e questa è limitata. Va aggiunto che pochi sono i contratti privati che ancorano, se non su mercati specificamente dedicati, la regolazione di un corrispettivo valutario al suo equivalente in qualche metallo o in altre materie prime (con funzione di garanzia), per cui è difficile parlare di una incipiente diffusione di standard reali, in un caso e nell'altro. Va notato che serve a poco la funzione di metro monetario se poi l'oro (o un *commodity standard*) non fornisce meccanismi automatici di riequilibrio (o quantomeno di disciplinamento delle politiche economiche) e se – data la sproporzione tra la liquidità in dollari generata e generabile da un lato e le riserve auree dall'altro – il sistema debba comunque operare in dollari²⁹.

In definitiva, per quanto il prezzo delle materie prime si connetta alle vicende valutarie, esse rimangono beni rifugio, su cui il mercato può esercitare la speculazione (al rialzo e al ribasso); hanno un ruolo monetario tanto quanto (non) lo hanno le valute minori che in periodi di subbuglio e incertezza monetaria fungono da protezione (franco svizzero e corona norvegese in primo luogo). Nessuno di tali beni primari ha un valore che varia su scala 1:1 con quello effettivo ponderato del dollaro (o di una media di valute) e, se pure lo avesse, la rilevanza sarebbe puramente statistica, non funzionale.

Da ultimo, va notato che anche una conversione su larga scala di dollari in materie prime avverrebbe essenzialmente con contratti *future* (cioè, a tempo), che poco inciderebbero sulla centralità della valuta chiave, perché attraverso di essa avverrebbe la regolazione, con conseguenti flussi effettivi di dollari liquidi. Anche

per la parte per cui la conversione dal dollaro all'oro (o ad altre materie prime) avvenisse con scambi fisici, non si verificherebbe altro che un trasferimento della titolarità dei dollari dagli acquirenti ai venditori di materie prime, semplicemente incidendo sulla lunghezza della catena che regola l'impiego del dollaro nei circuiti internazionali.

5. Valuta internazionale gestita dal Fondo Monetario Internazionale?

In definitiva, una valuta con carattere universale che sostituisca il dollaro nel suo ruolo attuale, può essere solo frutto di architettura finanziaria che il consesso internazionale decida consensualmente di costruire. È la strada cui fa riferimento, sia pur genericamente, il governatore della Banca Centrale cinese. Ovviamente, il candidato principale come alternativa al dollaro sono i Diritti Speciali di Prelievo (DSP), i cui dispositivi vengano fatti evolvere fino ad acquisire il carattere di una valuta governata internazionalmente, la quale svolga le funzioni monetarie oggi svolte dal dollaro, relegando questa valuta a un ruolo complementare. La storia dei DSP e le loro caratteristiche e uso sono largamente delineati in vari lavori, anche divulgativi³⁰, per cui qui non è il caso di sostare se non per i riferimenti salienti, utili a tracciare un quadro di ipotesi per il futuro.

Oggi i DSP sono un paniere di valute solo parzialmente rappresentativo (dollari per il 40%, sterline, yen ed euro per il rimanente). Domani andrebbero pensati come paniere più rappresentativo di quello attuale.

Siccome tutte le valute hanno un valore relativo, fluttuando una rispetto all'altra, i DSP non possono avere un valore assoluto, ma anch'essi avranno un valore relativo in termini di ciascuna delle valute che compongono il paniere (e, per simmetria, delle altre); se è il loro valore a esser preso a metro delle variazioni (e posto pari a 1), i DSP diventano l'unità di misura con valore relativo necessariamente intermedio tra le valute che li compongono. La rappresentatività del paniere già apre una questione non banale, visto che per statuto possono essere incluse solo valute utilizzabili pienamente. Non si tratta dell'esclusione di questa o quella valuta (lo yuan, per esempio) ma del fatto che ai fini dell'attrattività dei DSP la composizione dovrebbe essere permanente (onde evitare continue rimodulazioni del numerario e incertezze sul valore futuro), mentre i caratteri di usabilità delle valute sono in evoluzione³¹. Ma supporremo che il problema sia risolvibile senza occuparcene ulteriormente nel prosieguo.

Ovviamente il tema non è quello dell'unità di misura, ma dell'utilizzo come strumento finanziario dei DSP, in alternativa al dollaro. Oggi i DSP posseduti dai vari paesi non sono moneta in senso proprio, in quanto la loro trasferibilità è limitata e l'ammontare emesso finora è irrisorio³²; domani andrebbero pensati

come veri e propri strumenti di investimento, regolazione e intervento, almeno per le banche centrali. Oggi non sono passività del Fondo, ma nella prospettiva che diventino valuta internazionale dovrebbero esserlo. Si tratterebbe di una sorta di Bancor³³ gestito dal Fondo, presso il quale è presumibile che diminuiscano le disponibilità ufficiali (in DSP) dei paesi in deficit nel saldo dei pagamenti e aumentino le disponibilità dei paesi in surplus (il che non è automatico, perché, a parte condizioni di piena affermazione dei DSP nella circolazione internazionale, i paesi in surplus possono accumulare riserve in valute senza tradurle in DSP).

Nella forma in cui i DSP sono previsti dal dibattito corrente (Padoa Schioppa, 2011), il loro scopo è di consentire alle banche centrali una differenziazione delle riserve, usufruendo di una denominazione delle stesse meno soggetta alla volatilità che potrebbe avere una moneta nazionale, il dollaro, l'euro, lo yen ecc. Ed è proprio la preoccupazione circa la possibilità di perdita di valore delle attività in dollari che spinge cinesi e altri paesi emergenti a chiedere una riforma del sistema monetario internazionale. In realtà, le banche centrali, convertendo le riserve in DSP, è come se investissero in un fondo di investimento valutario, che agisca differenziando in modo rigido l'impiego nelle varie valute. È vero che potrebbero farlo da sole, in modo più personalizzato di quanto consentano i DSP, ma in questa evenienza deprimerebbero il dollaro a loro detrimento, in quanto esso andrebbe venduto sul mercato dei cambi delle valute di destinazione. Passando per il Fondo e acquistando DSP, evitano che questo avvenga (sempre che non sia il Fondo a convertire i dollari ricevuti per dotarsi delle valute del suo paniere, il che è da escludere, perché contraddirebbe la finalità stabilizzatrice dell'operazione di emissione dei Diritti).

Il punto su cui focalizzarsi non è il modo in cui le passività del Fondo verrebbero create ("il dare" nei suoi bilanci) ma le attività corrispondenti che il Fondo accumulerebbe nel processo di creazione dei DSP ("l'aver"). Il paese che vuole differenziare le riserve in un certo senso li acquista (tramite un fondo di sostituzione o comprando obbligazioni o note emesse dal Fondo). Nessun problema se il paese che compie l'operazione di diversificazione ottiene DSP corrispondendo l'equivalente in valute che entrano nel paniere, ciascuna nelle sue proporzioni. In questo caso il FMI avrebbe passività in DSP e attività in valute del paniere nella stessa proporzione, ed entità dei Diritti che crea. Ma, in generale, i paesi che vogliono differenziare, apportano dollari in misura sproporzionata rispetto alla quota nel paniere, per cui il Fondo si troverebbe con attività e passività squilibrate per composizione, esponendosi al rischio valutario. I dollari sarebbero poi ricollocati dal Fondo sul mercato finanziario statunitense. Va notato che quale che sia la scala di conversione delle riserve mondiali in dollari, per assurdo tutte, poco varierebbe nella loro circolazione. Certo, i paesi sistematicamente in surplus si troverebbero

a possedere asset più stabili, ma il ruolo monetario degli USA non cambierebbe semplicemente per questo; gli USA non fanno altro che sostituire il debito ufficiale verso i singoli paesi nazionali con un debito verso il FMI. Le riserve in dollari, inoltre, continuerebbero a formarsi come controparte della fuoriuscita lorda dagli USA di dollari che i riceventi ultimi non destinano a impieghi privati in quella valuta ma convertono attraverso l'intervento delle banche centrali nel mercato dei cambi: i dollari ritornano comunque nel sistema finanziario USA come asset internazionali ufficiali (del Fondo), anche se in fase intermedia, passando per il Fondo, generano attività ufficiali in DSP (per la singola banca centrale).

Il rischio di cambio che corre il Fondo non è un ostacolo secondario che si frappone a questa soluzione. Neppure l'unico (altri ne vedremo). È ovvio che il Fondo non può correre tale rischio nella misura che l'entità che le sue eventuali disponibilità in dollari ora implicherebbe. In teoria, esso potrebbe traslare i rischi se nella sua politica di sostegno ai paesi in difficoltà mettesse loro a disposizione i dollari, ma denominasse i suoi crediti in equivalenti DSP. Ma in tal modo il trasferimento del rischio avverrebbe verso paesi in difficoltà e, tuttavia, pure in questo caso, la copertura che offrirebbe al Fondo il prestito dei dollari raccolti sarebbe molto parziale, perché – a meno che la raccolta in valuta non sia strettamente pari alle esigenze di intervento che ha il Fondo – rimarrebbe comunque una liquidità residua da collocare sul mercato finanziario statunitense.

Tutto indicherebbe che quel rischio di cambio debba essere coperto dai paesi azionisti. Gran parte della letteratura (e gli azionisti stessi) pensano, tuttavia che, trattandosi di dollari, la copertura debba essere fornita dagli USA. Ma questo non è il parere dell'amministrazione statunitense, che verrebbe di fatto a garantire la quotazione del dollaro, per la parte ufficiale, ancorandolo a un valore prestabilito e correndo il rischio di cambio. Se fosse così, il Tesoro statunitense dovrebbe collocare i dollari ricevuti dal Fondo in conti speciali con la doppia denominazione in dollari e in DSP. Il che è del tutto equivalente a emettere direttamente parte del debito fluttuante del Tesoro in DSP, in un mercato in cui siano accreditate solo le banche centrali, sostituendo in tal modo il Fondo nell'emissione degli strumenti di riserva in moneta internazionale comune. Quel debito richiamerebbe alla memoria i Roosa bonds³⁴ (titoli in dollari con garanzia di cambio). Solo che quelli furono emessi in periodo di cambi fissi generalizzati, i nuovi, invece, in periodo di cambi fluttuanti generalizzati, in cui il valore di scambio del dollaro dipende anche da ciò che succede altrove (vedi la politica che il nuovo governo giapponese ha inaugurato nel 2013).

Si tratta di ipotesi molto al di là di ciò che è concepibile possa realizzarsi nell'attuale quadro geopolitico e, per giunta, in un contesto in cui gli USA hanno l'ultima parola in materia di DSP³⁵. In teoria, gli USA potrebbero ugualmente trovarsi costretti ad aderire a soluzioni non gradite qualora rappresentino il male minore

rispetto alla implicita rappresaglia dei detentori di dollari che, frustrati nel loro desiderio di proteggersi, ritirino i dollari per conversioni in altre valute. Ma quei poteri di rappresaglia sono più labili di quanto si percepisca comunemente, perché qualsiasi ritiro massiccio di dollari dal mercato statunitense rischia di deprezzare quella valuta, dando luogo a un evento che, se non proprio desiderato dagli USA, è perlomeno meno sgradito a essi che a coloro che vedono deprezzare i propri stock. Di fronte a un accumulo in eccesso di riserve in dollari, la Cina (o chi per lei) ha sempre l'alternativa di lasciar apprezzare la valuta e incoraggiare le uscite di capitale. Non facendolo, compie scelte consapevoli di politica economica a protezione della propria crescita, esponendo in questo modo le riserve accumulate al rischio di cambio. Sembra impossibile che ci si possa muovere da questo stallo e, anche se fosse, difficilmente la via d'uscita sarà trovata in qualche accordo che dia la facoltà al Fondo di emettere discrezionalmente proprie passività in DSP, con annessa revisione dello statuto stesso dei DSP.

Se anche uno schema che trasformi il Fondo in una sorta di *clearing union* per i DSP da esso emessi e acquisiti dalle banche centrali venisse approvato (sia pure nei decenni e con i compromessi che sono presupposti dal raggiungimento del consenso per tali accordi) saremmo finalmente approdati a una forma di valuta mondiale con caratteristiche universali, che domani possa diventare dominante sul dollaro? Lo schema ipotizzato precedentemente consentirebbe una opportunità per differenziare le riserve delle banche centrali (con i DSP che avrebbero funzione di riserva di valore per quest'ultime, oltre che di unità di misura per autorità ufficiali e privati), ma già in partenza questo non vuol dire superamento della necessità per il sistema monetario internazionale di far uso di valute nazionali (dollaro in primo luogo) create attraverso il credito, né ristabilirebbe alcuna simmetria tra paesi emittenti e non emittenti valute chiave. Tale simmetria presupporrebbe che gli USA decumolino attività sull'estero in pagamento dei deficit di conto corrente in cui incorrono o abbiano altre penalizzazioni che li costringano a correzioni. Schemi che producano tale simmetria potrebbero sì essere previsti, ma con presupposti irrealistici (Alessandrini, Fratianni, 2009). Se non è pensabile che gli USA accettino la penalizzazione che avrebbero qualora si accollassero le garanzie contro le perdite su valuta del Fondo, è altrettanto impensabile che possano attenersi a regole di sterilizzazione monetaria in contropartita dei conti del Fondo tenuti in tesoreria.

Va detto, inoltre, che una moneta è tale se è utilizzata in tutte le sue funzioni, sia da banche centrali che da privati in modo simmetrico. Non che questo sia inconcepibile sul piano concettuale. Le banche commerciali potrebbero cominciare a proporre, anche loro, di denominare i depositi dei clienti in DSP (o emettere obbligazioni in DSP) e offrire a copertura prestiti e mutui denominati in DSP. I privati potrebbero cominciare a denominare in DSP le proprie transazioni, e un

mercato dei cambi in DSP esistere in ogni piazza valutaria. I governi potrebbero emettere debito in Diritti speciali di prelievo, così da fornire al mercato asset di prima qualità per chi voglia costruire un portafoglio in quella valuta composta, in special modo per le banche centrali che vogliano differenziare le riserve senza passare per il Fondo. Se le imprese fossero indotte a emettere parte del loro debito in DSP, altri privati potrebbero tenere la propria riserva di valore in quella valuta, come acquirenti di quel debito nel mercato primario e secondario. Le banche centrali potrebbero accettare quei titoli privati in DSP come garanzia e intervenire sul mercato dei cambi in DSP. Nel frattempo, potrebbe svilupparsi un mercato *future* di DSP contro altre valute (ma essenzialmente contro il dollaro) in cui gli operatori possano coprirsi passando il rischio agli speculatori (e anche le banche centrali possano fare altrettanto). All'ultimissimo stadio, man mano che la diffusione dei DSP acquista momento, il FMI, trasformato in Banca del sistema monetario internazionale, potrebbe emettere banconote in DSP per aiutare la circolazione (facendole acquistare dalle banche centrali) e vari mercati delle materie prime potrebbero cominciare a operare in DSP. Tutto ciò potrebbe essere affiancato dai circuiti del dollaro, ma sarebbe sempre più difficile per tali circuiti operare senza qualche penalizzazione del dollaro in termini di tassi di cambio e di interesse. Se gli USA fossero indotti a essere in attivo di conto corrente (o accettare qualche schema che li costringa a decumulare cespiti attivi in caso di deficit), il ruolo del dollaro potrebbe progressivamente ridursi e la valuta essere detronizzata e sostituita come valuta principe del sistema. Un giorno lontanissimo si potrebbe persino pensare di eliminare la base dai DSP e renderli moneta totalmente fiduciaria (ma qui siamo nel sogno)³⁶.

Questa affascinante costruzione cozza contro una realtà che rende pressoché insormontabili gli ostacoli per realizzarla. I vari fronti dovrebbero progredire tutti assieme per consentire all'uso dei DSP di raggiungere la massa critica che consente esternalità e rende liquida quella valuta. Altrimenti, il rischio di liquidità permarrrebbe durante tutta la lunga fase di transizione rendendo impossibile arrivare al traguardo, perché verrebbero a mancare requisiti di costo e convenienza sia per gli emittenti che per gli acquirenti di titoli emessi in DSP. Lo stesso Fondo Monetario Internazionale calcola in 100 punti base il premio necessario a indurre i creditori a correre il rischio di illiquidità, certamente eccessivo per molte istituzioni finanziarie emittenti. Gli investitori globali e le loro banche hanno bisogno di riequilibrare il loro portafoglio con una certa frequenza e avere accesso a fonti globali di valuta estera con minori costi possibili; ma finché i DSP non consentono queste condizioni, il loro utilizzo è limitato, rischiando così di esserlo permanentemente. Ma, anche ammettendo che una volontà politica di andare nella direzione di promuovere i DSP come moneta internazionale si trovi, è in dubbio che le stesse banche centrali siano attratte da riserve poco liquide, poco governabili e proteggibili, per le quali la tra-

4. L'IMPROBABILE DETRONIZZAZIONE DEL DOLLARO
NEL SISTEMA MONETARIO INTERNAZIONALE

duzione nelle singole valute sia problematica e le coperture indeterminabili. I DSP tenuti sul Fondo non potrebbero poi che essere attività a basso rendimento.

Tutto ciò sembra perfino un problema minore. Il vero ostacolo, che temo insormontabile, verso la piena affermazione dei DSP come moneta mondiale è nell'esistenza di un accumulo pregresso di debiti, crediti e network consolidati nell'economia internazionale. I fattori di network sono aumentati con l'esplosione della finanza negli anni Duemila. Si tratta di trilioni e trilioni di transazioni in dollari (e in altre valute), vale a dire di scambi continui di obblighi finanziari che diventano contestuali in vari mercati, di posizioni che vengono aperte e chiuse, di ricorrente ridefinizione dei portafogli. Dei circa 4.000 miliardi di conversioni che avvengono giornalmente intorno all'85-90%, secondo la stima della Banca dei Regolamenti Internazionali³⁷, riguardano il dollaro, come si può vedere dalla tavola 4.

Anche con uno schema più realistico, circoscritto alle sole banche centrali quali destinatarie delle emissioni in DSP delle passività del Fondo, tutto il sistema continuerebbe a funzionare prevalentemente in dollari. Il paese che avesse disponibilità di DSP presso il Fondo e si trovasse a utilizzarne una parte per finanziare un deficit, potrebbe smobilitarle solo ricevendo effettivamente dollari (o altre valute) dal Fondo per poter operare sui mercati. Quei dollari entrerebbero nella dotazione di altre banche centrali che intervengono sul mercato dei cambi, le quali potrebbero anche mantenere in dollari la loro disponibilità piuttosto che tradurla in DSP. Il paese che si indebitasse presso il Fondo riceverebbe anch'esso concretamente dollari e li immetterebbe nella circolazione internazionale. Nel frattempo, i privati continuerebbero a operare in dollari nelle loro transazioni reali e finanziarie e le fuoriuscite dei residenti statunitensi (via conto corrente o capitale) continuerebbe-

Tavola 4. Distribuzione delle transazioni nei mercati esteri ^(*)

Valuta	2001	2004	2007	2011
Dollaro USA	89.9	88.0	85.6	84.9
Euro	37.9	37.4	37.0	39.1
Yen	23.5	20.8	17.2	19.0
Sterlina britannica	13.0	16.5	14.9	12.9
Dollaro australiano	4.3	6.0	6.6	7.6
Franco svizzero	6.0	6.0	6.8	6.4
Altre valute	25.4	25.3	31.9	30.1

(*) La somma delle percentuali è uguale a 200 poiché le transazioni coinvolgono sempre due valute.

Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali.

ro a incrementare lo stock di dollari. Il sistema internazione è ormai *path dependent*. L'effetto network, che è un misto di comodità, di specializzazione degli operatori, di abitudine a uno standard, è talmente imponente e colossale (reso tale dalla globalizzazione finanziaria) che difficilmente può essere scalfito anche da una svalutazione strisciante del dollaro, a meno di una devastante inflazione negli USA. Le esternalità e le economie crescenti di scala connesse all'uso corrente di una valuta comune sono difficilmente superabili. La tavola 4 dà un'idea solo dell'imponenza delle transazioni che passano per il mercato dei cambi ma, accanto a esse, ci sono le transazioni dollaro-dollaro (*spot e future*) che avvengono fuori dagli USA tra non residenti (o tra residenti e non residenti statunitensi), le quali moltiplicano varie volte quella cifra.

I DSP rimarrebbero sempre e comunque, ammesso che si arrivi mai al consenso politico che un loro uso esteso nelle transazioni ufficiali necessita, una valuta di complemento, col rischio che aggiungano un'ulteriore fonte di speculazione quando le banche centrali, a seconda delle aspettative sul valore di scambio reciproco, decidano di mantenere le riserve ufficiali in dollari o in DSP. Non vi è spinta a migliorare il sistema attuale, figuriamoci a disegnarne un altro.

6. Conclusioni

Sulla possibilità di un'imminente (nei prossimi due o tre decenni) detronizzazione del dollaro dal suo ruolo di valuta chiave del sistema monetario internazionale la conclusione è: *forget about it*. Qui ci siamo proposti di indagare questo tema e non le possibili evoluzioni, per così dire minori, del sistema monetario internazionale, che potrà man mano incorporare un ruolo crescente e rilevante dello yuan o portare a un peso più significativo dei DSP. Tuttavia, il sistema non è indirizzato verso mutamenti che determineranno una rilevante discontinuità rispetto ai lineamenti dollaro-centrici che ha oggi e che rendono Washington il centro del sistema. Tutto ciò è indipendente da un giudizio sulla desiderabilità che soluzioni alternative potrebbero avere sotto i profili – citati all'inizio – della simmetria di aggiustamento, del controllo della liquidità, della portata del dilemma di Triffin, della creazione di un'ancora di stabilità, o altro.

Certo, tutti gli scenari che abbiamo prospettato presuppongono che i vari aspetti della macroeconomia statunitense siano governabili, anche con qualche aggiustamento nel valore dollaro. Ci si può chiedere se un improvviso interrompersi dei flussi di investimento finanziario verso gli USA (svolta che nella letteratura va sotto il nome di *stop flows*, con un crollo verticale del valore del dollaro) sovvertirebbe il quadro tracciato. Non è un'ipotesi presa in considerazione, neanche alla lontana. Ma, se si verificasse, la pressione per la trasformazione dei DSP divente-

rebbe irresistibile, anche se, per ironia degli eventi, si può pure pensare che, assestando il dollaro su valori sostenibili nel lungo periodo possa addirittura rivelarsi favorevole per le sue sorti, perché avverrebbe senza che gli stock abbiano avuto tempo di aggiustarsi. Ma qui siamo nella pura speculazione mentale, essendo un simile evento del tutto improbabile.

Bibliografia

Alessandrini P. e M. Fratianni (2009), *International Moneys, Special drawing Rights and Supernational Money*, *World Economics*, 4, 10(4), pp. 45-67.

Angeloni I., Bénassy-Quéré A., Carton B., Darvas Z., Destais C., Pisani-Ferry J., Sapir A. e S. Vallée (2011), *Global, currencies for tomorrow: a European perspective*, Cepii Research Report 2011-01.

Aubin M. (2012), Use of currencies in international trade: any changes in the picture?, *WTO Staff Working Paper ERSD-2012-10*, maggio.

Biasco S. (2010), *Il ruolo del dollaro e il sistema monetario internazionale*, in G. Bonifati e A. Simonazzi (a cura di), *Il ritorno dell'economia politica*, Donzelli, Roma.

Eichengreen B. J. (1985), a cura di, *The Gold Standard in Theory and Practice*, Methuen & Co., Londra.

Eichengreen B. e M. Flandreau (2009), The rise and fall of the dollar (or when did the dollar replace sterling as the leading reserve currency?), *European Review of Economic History*, 13(3), pp. 377-411.

Fahri E., Gourinchas P.O. e H. Rey (2011), *Reforming the international monetary system*, Centre for Economic Policy Research, Cepr papers.

Fracasso A. e F. Targetti (2008), *Le sfide della globalizzazione. Storia, politiche e istituzioni*, Francesco Brioschi Editore, Milano.

Goldberg L. e T. Cédric (2008), Vehicle Currency Use in International Trade, *Journal of International Economics*, 76(2), pp. 177-192.

IMF (2011), *Enhancing International Monetary Stability-A Role for the SDR?*, 7 gennaio.

Lardy N. e P. Douglass (2011), Capital Account Liberalization and the Role of the Renminbi, *Peterson Institute Working Paper 11-6*, febbraio.

Padoa Schioppa T. (2011), *The ghost of Bancor and the international monetary reform*, Lezione tenuta alla Triffin International Foundation, Louvain-La-Neuve, 25 febbraio, <http://www.notre-europe.eu/media/Speech-TPS-LouvainLaNeuve-25.02.2010.pdf>.

Sau L. (2012), Evolution of China's financial system and its impact on economic development, *International Journal of Economic Policy in Emerging Economies*, 5(1), pp. 1-15.

Ussher L.J. (2008), *International Price Stability, Full Employment and Global Balances: The Case for a Commodity Reserve Currency*.

Vallée S. (2012), The Internationalization Path of the Renminbi, *Bruegel Working Paper* n. 5.

Zoellick R. (2010), *The G20 must look beyond Bretton Woods II*, *Financial Times*, domenica 7 novembre.

Xiaochuan Z. (2009), Reform the International Monetary System, Mimeo, People's Bank of China, maggio, http://www.pbc.gov.cn/publish/english/956/2009/20091229104425550619706/200912_29104425550619706_.html.