



# Moneta e Credito

vol. 76 n. 302 (giugno 2023)

Note bibliografiche

Pittaluga G.B. e Seghezza G. (2021), *Building Trust in the International Monetary System. The Different Cases of Commodity Money and Fiat Money*, Cham: Springer, pp.264, ISBN: 9783030784911.

Questo testo di Pittaluga e Seghezza affronta un tema di estrema importanza sia economica che politica. È, infatti, una disamina storica e teorica dello sviluppo del sistema monetario internazionale (SMI) dagli albori del *gold standard* a oggi. Uno studio storico dello sviluppo della moneta e del sistema monetario appare tanto più importante in questa congiuntura di svolta, in cui, a decenni di iper-globalizzazione, sta facendo seguito una fase di *retrenchement* nazionale dei processi produttivi, anche a seguito della pandemia e della guerra in Ucraina, una dinamica che avrà necessariamente conseguenze sul SMI. Riandare alle epoche di svolta di questo sistema, come il crollo del *gold standard* o il sorgere del *framework* di Bretton Woods, è fondamentale per provare ad anticipare le prospettive future. Delle numerose possibili chiavi di lettura del susseguirsi delle epoche monetarie, gli autori evidenziano che: “It seemed to us that the transition from one type of money to another could be explained in the light of the neo-institutionalist theory” (p. IX).<sup>1</sup> Nuove istituzioni, o almeno una loro nuova forma, inclusa quella della moneta, sono rese necessarie dal complesso dello sviluppo economico. Una delle conseguenze principali dello sviluppo economico è proprio la necessità di una maggiore flessibilità della divisa che rende il metro monetario più efficace per sostenere le ragioni della crescita ma anche più fragile nel senso di più connesso al tema della fiducia. Tale maggiore flessibilità permette alla moneta di rispondere più prontamente ai cambiamenti anche repentini delle politiche monetarie. Sebbene questo aspetto avesse una sua rilevanza anche in fasi precedenti (Kregel, 2019), quanto più la moneta si separa dalle sue origini auree, tanto più diviene decisiva la questione: come si produce e si mantiene la fiducia nella moneta e nelle istituzioni che la controllano? Poiché già dagli albori dell’economia capitalistica il commercio si svolge a livello internazionale, ciò pone subito anche il tema delle relazioni tra valute, che sono sempre necessariamente anche relazioni politiche.

Tali relazioni non si sono modificate radicalmente dopo la grande crisi finanziaria del 2008. Questo periodo ha però posto le basi per futuri sconvolgimenti profondi, basti pensare al ruolo che avranno le valute digitali delle banche centrali, in particolare l’e-yuan. Il nuovo ordine monetario mondiale non potrà che conseguire dalle drammatiche vicende degli ultimi anni che hanno visto una pandemia mondiale che ha bloccato l’attività economica di interi continenti e subito dopo lo scoppio di un doloroso e prolungato conflitto che segna una frattura che appare difficile da sanare tra blocchi politico-economici. Se il presidente francese Giscard d’Estaing aveva criticato il “privilegio esorbitante” che Bretton Woods dava al dollaro, oggi sono la Cina e altri paesi di nuova industrializzazione che cercano alternative alla valuta statunitense. Non è però possibile delineare il possibile futuro del dollaro se non si analizza con cura, come fa il libro, l’origine del suo predominio. L’idea chiave degli autori è che questo

<sup>1</sup> “Ci è sembrato che il passaggio da un tipo di moneta a un’altra potesse essere spiegato alla luce della teoria neoistituzionalista”.



strapotere non è solo la conseguenza dell'egemonia militare e politica americana, né deriva solo da un libero accordo di cooperazione, ma era, ed è, alla base di uno scambio con la "sicurezza". In altri termini, in quegli anni i paesi dell'Europa occidentale e molti paesi non allineati hanno assunto nelle proprie strategie di politica economica il predominio americano come un fatto compiuto, cercando di farne conseguire, in cambio, stabilità monetaria.

È dunque importante sottolineare, come fanno gli autori, la rilevanza del tema istituzionale e i legami tra cambiamento istituzionale e monetario ma non bisogna trascurare la natura contingente degli eventi trattati: le guerre mondiali, da cui scaturì Bretton Woods, sono eventi irripetibili da cui è difficile trarre teorie generali. Nel periodo tra le due guerre emerse l'impossibilità di tornare al *gold standard* e dunque la scotomizzazione tra moneta nazionale e internazionale. Sorsero blocchi valutari temporanei e, dopo la seconda guerra mondiale, Bretton Woods e il predominio del dollaro, eventi appunto unici. È comunque sicuramente importante, per gli economisti, superare la visione ingenuamente individualista à la Menger in cui la moneta è un bene tra i molti il cui successo consegue alla semplice interazioni tra atomi economici. Del resto, senza la *rule of law* garantita dallo Stato non esisterebbero né mercati né circolazione monetaria.

La discussione sul SMI non può dunque prescindere dal tema dei rapporti di forza tra le principali potenze. Si osserva dunque giustamente:

After the Second World War, due to the new balance of power between states, the conditions emerged for the adoption of an international fiat money and to guarantee the functioning of the monetary system based on it. In particular, American leadership made it possible with the Bretton Woods Agreements to create rules and institutions capable of guaranteeing trust in an international monetary system based on currencies anchored only indirectly to a commodity (p. 26).<sup>2</sup>

Sono innanzitutto l'esito della seconda guerra mondiale e la preminenza dell'economia americana che permettono la transizione a un sistema valutario che va progressivamente sganciandosi da una base metallica; la struttura di Bretton Woods e del Fondo Monetario Internazionale delineano una gerarchia di valute che corrisponde alla scala gerarchica dei rispettivi stati.

*L'exorbitant privilege* si vede dunque tanto nelle centinaia di basi militari americane all'estero quanto nella possibilità di Washington di accumulare disavanzi commerciali con l'estero senza paura di subire svalutazioni significative. Il libro vede in questa *fiat money* internazionale cinque vantaggi rilevanti per gli Stati Uniti: i) i proventi del signoraggio, l'aspetto più immediato connesso alla crescita dell'emissione di dollari; ii) tassi d'interesse più bassi, poiché il dollaro si poneva (e si pone) come valuta rifugio quando si determinano turbolenze sui mercati internazionali; iii) una maggiore flessibilità nelle scelte di policy, potendo tener in minor conto vincoli che limitano le scelte di altri paesi, si pensi all'equilibrio della bilancia commerciale; iv) il potere monetario mondiale, che condiziona le scelte altrui, come si è visto ancora in questi mesi con le sanzioni alla Russia; v) un maggior vantaggio competitivo per le proprie aziende che commerciavano nella valuta dominante con numerosi vantaggi, tra cui poter più facilmente programmare costi e ricavi futuri. Vanno però anche considerati i possibili svantaggi e in particolare: i) la domanda estera di moneta non è controllabile; ii) occorre impegnarsi a garantire la stabilità monetaria mondiale.

Nel 1971 Nixon concluse che gli svantaggi erano superiori ai costi e ruppe il meccanismo, liberando il dollaro dagli obblighi di Bretton Woods mantenendone però di fatto i benefici. La

---

<sup>2</sup> "Dopo la seconda guerra mondiale, per effetto dei nuovi rapporti di forza tra gli stati, si crearono le condizioni per l'adozione di una moneta fiat internazionale e per garantire il funzionamento del sistema monetario basato su di essa. In particolare, la leadership americana, con gli accordi di Bretton Woods, rese possibile creare regole e istituzioni capaci di garantire la fiducia in un sistema monetario internazionale basato su valute ancorate solo indirettamente a una merce".

principale e più profonda conclusione di questa analisi, che può fungere da principio guida per la descrizione storica che poi segue è che:

At the international level, as at the national level, money has become more and more abstract, passing from commodity money, to quasi-fiat money, to fiat money. This process has made it possible to significantly increase the elasticity of the money supply, but at the same time it has posed the problem of how to build trust in it (p. 34).<sup>3</sup>

Questo è il senso profondo dell'analisi di due secoli di storia della moneta. Lo sviluppo del capitalismo richiede un sempre maggior ruolo della finanza e una moneta sempre più flessibile. Le varie fasi del sistema monetario riflettono tale esigenza.

Si passa quindi alla descrizione delle varie fasi di sviluppo del SMI, partendo dall'epoca d'oro, è il caso di dire, del *gold standard*, che durò dal 1871 al 1914 e che era basato sull'impegno delle nazioni partecipanti a mantenere la convertibilità aurea delle proprie divise. Il successo del modello fu crescente: se prima del 1870 solo quattro paesi l'avevano adottato (in particolare il Regno Unito), mentre gli altri erano ancora fermi al bimetallismo, in pochi anni molti altri vi si aggiunsero. Il problema principale di un sistema basato sull'oro, ma anche sull'argento, è che il valore dei metalli preziosi è legato ad aspetti anche casuali quali la scoperta di giacimenti aurei, la variazione dei costi del trasporto, ecc. Così parte del successo del *gold standard* fu legato alla scoperta delle miniere d'oro in California. Questo e altri aspetti rendevano il *gold standard* efficace, per la sua capacità di imporre una politica fiscale di rigore, ma poco flessibile. Non a caso la legge chiave per il sistema monetario e bancario britannico, il *Bank Charter Act* del 1844 che trasformò la Bank of England nella prima banca centrale moderna, fu sospesa in occasione di tutte le crisi finanziarie dei decenni successivi. Se la piena e continua convertibilità conferiva una certa automaticità al meccanismo, il punto chiave rimaneva la cooperazione internazionale tra governi e banche centrali. Il *gold standard* garantiva alla City e alla sterlina di dominare il mondo; per questo molti studiosi – nel libro viene citato ad esempio Schumpeter – si sono domandati perché paesi come la Germania o l'Italia lo adottarono. La risposta degli autori è: per dimostrare di essere pronti a confrontarsi con i migliori, qualcosa che sarebbe oggi interpretato come l'esito di un gioco di segnalazione. Facilitava e consolidava il ruolo della sterlina a livello mondiale il fatto che la Gran Bretagna fosse il principale creditore del mondo e la City la cassaforte della ricchezza planetaria. A ciò si aggiungeva il tema del commercio mondiale, dato che Londra nel 1870 era responsabile per oltre il 25% del commercio mondiale. Il *gold standard* dunque, era difeso dal governo britannico per consolidare la centralità della sterlina nel SMI e così rafforzare l'impero; di converso, la prosperità dell'impero risultava vitale per la sopravvivenza di questa architettura (De Cecco, 1979).

Il capitolo successivo riprende la storia dopo la crisi del *gold standard* seguita alla Grande Guerra, che determinò la sospensione della convertibilità da parte dei paesi belligeranti. Finito il conflitto, tutti si domandavano se avesse senso tornare al *gold standard*; la risposta non era agevole, per via del forte aumento dei prezzi (anche al di là del caso eclatante dell'iperinflazione tedesca) che rendeva difficile stabilire le nuove parità per riavviare il sistema. Ancor più rilevante era l'instabilità politica, che rendeva difficile trovare una mediazione tra ex paesi belligeranti, impegnati sul tema delle riparazioni di guerra, e nel caso russo a una transizione a un'economia pianificata, che dunque non erano interessati alla necessaria cooperazione. Ad ogni modo, la forza della tradizione, e l'assenza di alternative valide, portarono, dopo la conferenza di Versailles e quella di Genova, a una seconda, e breve, vita del sistema monetario pre-bellico. Dal '24 al '29, con il piano Dawes che poneva la questione delle riparazioni tedesche

<sup>3</sup> "A livello internazionale, come a livello nazionale, il denaro è diventato sempre più astratto, passando da moneta-merce, a moneta quasi fiat, a moneta fiat. Questo processo ha permesso di aumentare notevolmente l'elasticità dell'offerta di moneta, ma allo stesso tempo ha posto il problema di come costruire la fiducia nella moneta".

su un piano ragionevole, sempre più paesi tornarono all'oro. In questa "seconda vita", però, il *gold standard* risultò meno adeguato. Tale minore adeguatezza emergeva dalle difficoltà delle nazioni nel fissare le parità valutarie, e dalla frequenza con cui le difficoltà di un paese spingevano il suo governo a scaricare queste difficoltà sui cambi e dunque sul funzionamento del *gold standard*. Non vi era, dunque, la cooperazione che era prevalsa prima del conflitto. Le crisi parallele del '29 (borsistica) e del '31 (bancaria) segnarono la fine del *gold standard*. Il fatto che il Regno Unito fu tra i primi a rinunciarvi dimostra non solo che il *gold standard* appariva disfunzionale persino a chi lo aveva coltivato per decenni, ma che il passaggio di testimone tra Londra e New York come piazze finanziarie sarebbe stato tumultuoso. Il declino economico e politico di Londra privava il sistema di un *primus inter pares*: "the multipolar equilibrium prevailing in the immediate postwar period was extremely unstable, since the alliance between the winning countries had dissolved, each of them now sought their own national interests" (p. 114)<sup>4</sup> e questo sino allo scoppio del secondo conflitto mondiale.

La fine della guerra vide, tra l'altro, l'inizio della guerra fredda e lo strapotere americano per le economie occidentali. L'esito degli accordi di Bretton Woods riflettevano questa nuova situazione. Il predominio americano facilitava i cambi fissi. Vi è da osservare che il distacco della moneta dall'oro fu discussa già prima della fine del conflitto. Gli autori ricordano il piano Funk, ministro nazista che nel 1940 propose una specie di *clearing union* internazionale staccata dall'oro, piano che venne ripreso da Keynes e si discusse anche a Bretton Woods. Il piano White era meno ambizioso ma più realistico. Il punto chiave era configurare un SMI in grado di evitare guerre commerciali e favorire la ripresa economica internazionale. Del resto, anche le principali vecchie potenze europee erano alla mercé degli Stati Uniti sul piano militare, politico ed economico. Il caso inglese era il più eclatante: "In 1947 the British currency represented 87.4% of international liquidity. However, at the end of the Second World War, England was the most indebted country in the world. Not only did it owe £3 trillion to its wartime creditors, but its balance of payments had large and persistent deficits" (p. 138).<sup>5</sup> Che Bretton Woods non fosse un accordo tra pari è ovvio: ogni paese, per farne parte, doveva avere un rapporto con il dollaro. Tuttavia, per funzionare l'accordo non si reggeva solo sulla centralità del dollaro, richiedeva anche una forte repressione finanziaria (banche pubbliche o fortemente regolate, ridotta innovazione finanziaria) e una scarsa libertà di movimenti dei capitali. Fu insomma l'epoca in cui il sistema finanziario era più controllato e più stabile. Nonostante il miracolo economico occidentale non mancarono i problemi, legati anche ai movimenti di decolonizzazione e specularmente alla crisi delle vecchie potenze coloniali, umiliate nelle vicende del canale di Suez del '56. De Gaulle in particolare risentiva dell'eccessiva potenza del dollaro. Per cercare di ridurre la strutturale mancanza di dollari e dare una maggiore corralità al sistema, nel 1968 vennero creati gli *special drawing rights* del Fondo Monetario, che però non giocarono nessun ruolo concreto come moneta internazionale. Dopo tre anni, le debolezze del dollaro segnarono la fine di Bretton Woods, annunciata il 15 agosto 1971 da Nixon in televisione. Perché il sistema crollò? Gli autori espongono numerose spiegazioni. Vi è innanzitutto la "loss of trust" negli Stati Uniti, legata alla crescita di Giappone e Germania e alla conseguente crisi della bilancia commerciale americana. Non bisogna dimenticare, infatti, che alla fine del conflitto mondiale, la produzione industriale americana, da sola, valeva la metà di quella mondiale. Dal '50 al '75 la quota della produzione manifatturiera dei principali paesi cambiò così: gli Stati Uniti passarono dal 62% al 42%, quella giapponese salì dal 2% al 13%, quella tedesca dal 10% al 16%. In secondo luogo incise la forte

<sup>4</sup> "L'equilibrio multipolare che prevalse nell'immediato dopoguerra era estremamente instabile, poiché l'alleanza tra i paesi vincitori si era dissolta, e ciascuno di essi perseguiva ora i propri interessi nazionali".

<sup>5</sup> "Nel 1947 la valuta britannica rappresentava l'87,4% della liquidità internazionale. Tuttavia, alla fine della seconda guerra mondiale, l'Inghilterra era il paese più indebitato al mondo. Non solo doveva 3 trilioni [sic] di sterline ai suoi creditori in tempo di guerra, ma la sua bilancia dei pagamenti presentava deficit ampi e persistenti".

crescita monetaria legata sia alla guerra del Vietnam che alle politiche della "Great Society" del presidente Lyndon Johnson. Esplose la spesa pubblica, sia militare che per lo stato sociale. Inoltre, a partire dagli anni '60 gli Stati Uniti videro la propria bilancia commerciale peggiorare e poco dopo, con l'*oil shock*, anche la dinamica dei prezzi si deteriorò rapidamente.

Alla fine di Bretton Woods seguirono anni di turbolenze quando non di vero e proprio caos monetario e finanziario. Questo non solo perché la decisione di Nixon fu presa senza nessuna consultazione con gli alleati (a proposito di coordinamento delle banche centrali e delle politiche economiche) ma a causa dell'*oil shock* e di poderosi movimenti sociali e politici in occidente, basti pensare per tutti, all'autunno caldo. Continuava a prevalere comunque il libero commercio, nonostante il disordine monetario che fu massimo dal 1971 al 1974. Il disancoraggio dall'oro, assieme all'esplosione dei costi energetici e alla forte crescita della politica fiscale volta a contenere le spinte politiche, determinarono anni di elevata inflazione soprattutto in Italia, Gran Bretagna ma anche Stati Uniti, mentre per Germania e Svizzera andò meglio, a dimostrazione che le stesse dinamiche internazionali non producono identici esiti nazionali. Se l'inflazione era prodotta dall'instabilità monetaria ed economica, a sua volta la accentuava. In Europa, dopo anni di caos, con l'accordo del Sistema monetario europeo (SME) del 1979 si riuscì a ristabilire un certo ordine, mentre a livello internazionale bisognò aspettare gli accordi del Plaza e del Louvre, quasi un decennio dopo, che confermavano il calo dell'importanza del dollaro pur ancora dominante. Gli anni '80 sono però soprattutto gli anni in cui prevalse una visione *laissez-fairista* della politica economica, gli anni in cui la nuova macroeconomia classica, basata sulle aspettative razionali, trionfò nell'accademia e nelle banche centrali. Ne conseguirono la *deregulation*, la piena libertà ai mercati dei capitali, la più ampia indipendenza delle banche centrali. Quando all'inizio degli anni '90 il progetto dell'euro entrò nel vivo, le coordinate erano ben fissate: cambi flessibili, mercati liberi, banche universali con *light regulation*, bassa inflazione.

Lo SME divenne il perno delle iniziative europee per una maggiore integrazione economica e politica. L'idea era di evitare fluttuazioni violente tra le divise del vecchio continente, spingendo verso una maggiore cooperazione e una convergenza dell'area, e in questo senso funzionò. Ciò che i creatori dello SME non potevano prevedere fu il crollo del blocco sovietico che condusse, tra l'altro, all'unificazione tedesca. A sua volta questa condusse a forti movimenti dei tassi che contribuirono decisamente, nel 1992, al crollo dello SME, che fu attribuito alla non credibilità del meccanismo: un accordo di cambi semi-fissi è reversibile e dunque soggetto ad attacchi speculativi. Francia e Germania, per motivi diversi, si accinsero a sviluppare il progetto che, attraverso il Trattato di Maastricht, condusse all'euro. Nacque così l'Unione Economica e Monetaria come scambio politico tra Berlino, nuovamente capitale tedesca, e Parigi. Sino a oggi lo scambio ha avvantaggiato principalmente l'economia tedesca: la Germania da malato d'Europa, in pochi anni, prese il controllo delle catene produttive a est, divenendo un'inarrestabile macchina esportatrice. Nel frattempo esplodeva la finanziarizzazione. Liberati dai pressanti controlli precedenti e potendo ora agire sull'intero pianeta, i mercati finanziari diedero vita a ogni genere di innovazione di processo e di prodotto, dall'*internet trading* ai derivati creditizi. L'esito fu un forte aumento della profittabilità ma anche dell'instabilità finanziaria, tanto che, nel quindicennio che va dalla fine dello SME alla grande crisi finanziaria del 2008, abbiamo assistito a una crisi importante ogni due anni circa.

In tutto questo, nell'epoca della moneta liberata da ogni legame con una base metallica, di cambi flessibili e catene produttive mondiali, il dollaro è rimasto la valuta dominante, anche per la vittoria nella guerra fredda e l'assenza, a oggi, di un credibile concorrente. In astratto, l'Eurozona avrebbe dimensioni economiche paragonabili a quelle statunitensi, e sicuramente i prodotti finanziari denominati in euro sono cresciuti rapidamente. Tuttavia, il libro sottolinea nuovamente il tema istituzionale e politico: in assenza di una reale convergenza economica e politica, l'euro rimane un progetto incompiuto. Senza il pilastro politico non può aspirare ad

altro. Il dollaro rimane così la riserva di valore del mondo, oltre che il suo mezzo di pagamento e l'unità di conto. Petrolio, acciaio, grano, si prezzano tuttora in dollari e Wall Street rimane il mercato dei capitali più grande e organizzato del pianeta.

Giunti alla conclusione di questa disamina storica, il testo si concentra sulle questioni aperte e più specificamente si domanda quali siano le principali fonti di instabilità per il SMI oggi. Ne vengono identificate due. In primo luogo, ampi e crescenti sbilanci commerciali soprattutto tra Stati Uniti e resto del mondo, che sono controbilanciati da un cospicuo aumento della domanda di titoli denominati in dollari, il che però rende la situazione instabile e la funzione del dollaro nella sua doppia veste di riserva di valore e mezzo di pagamento, molto fragile. In secondo luogo ripetuti cicli di boom creditizi (connessi anche a boom dei mercati immobiliari), favoriti anche dalla crescita dello *shadow banking system*, a cui fanno poi seguito ricorrenti crisi finanziarie. Nel libro troviamo un interessante passaggio sugli strumenti analitici utili per spiegare la situazione:

Minsky's theory of the financial cycle suggests considering gross capital flows instead of net flows in the explanation of the GFC. The indication that gross flows have been a key determinant of the GFC comes not only from the discrepancy between the US current account balance and capital inflows into the US, but also from the fact that, in the case of advanced economies such as the euro area, Japan and the UK, the levels of capital inflows and outflows to and from the US in 2007 were very similar (p. 235).<sup>6</sup>

L'interpretazione tradizionale, che si cullava nella ridotta differenza dei flussi netti, si è dimostrata incapace di comprendere le dinamiche reali in atto. Infatti il saldo netto indica solo la differenza che nel periodo considerato si è prodotta nei flussi finanziari tra le diverse economie, ma non le dinamiche più complessive legate, ad esempio, agli investimenti esteri in un determinato paese, alle scelte di portafoglio, ecc. Queste dinamiche sono emerse in modo drammatico nel 2008 e hanno spinto, prima la Federal Reserve, e poi la BCE "with some delay", ad agire pragmaticamente per salvare il sistema finanziario mondiale (tassi a zero, QE, *bilateral swap agreement*, ecc.). È seguita un'ondata di *re-regulation* che però non ha mutato i termini di fondo del capitalismo finanziarizzato moderno.

La pausa nel processo di globalizzazione si è però ora tramutata in una decisa inversione di tendenza. Il libro si ferma alla pandemia e non può quindi tener conto dei drammatici eventi bellici dell'ultimo biennio, che hanno fortemente accelerato, per effetto delle sanzioni alla Russia, della guerra commerciale contro la Cina, e delle dirette conseguenze del conflitto, il ritorno a blocchi economici contrapposti. Con gli autori ci domandiamo se il renminbi possa mettere in discussione il ruolo del dollaro.

Alcuni osservatori, sulla scorta, dapprima, della crisi del 2008 da cui la Cina è uscita rafforzata rispetto all'occidente, e poi della nuova guerra fredda in cui siamo entrati, hanno preconizzato l'apertura di un sistema multi-valutario attorno a diversi blocchi. Tuttavia, il SMI ruota attorno a complesse strutture anche tecnologiche, si pensi a Target-2 nell'Eurozona, al sistema SWIFT e così via. Lo scontro sempre più acceso tra i blocchi renderà l'accesso a queste infrastrutture un'arma a disposizione delle potenze in campo.<sup>7</sup> La Cina dovrà sviluppare le sue, probabilmente a partire da una valuta digitale della banca centrale cinese, e non sarà semplice. Vi è poi da chiedersi: Pechino è interessata a internazionalizzare il renminbi? Sinora, l'approccio è sembrato piuttosto prudente e graduale. Diventare una valuta internazionale, come abbiamo visto, non ha solo vantaggi ma comporta anche degli obblighi, tra cui la piena

<sup>6</sup> "La teoria del ciclo finanziario di Minsky suggerisce di considerare i flussi di capitale lordi anziché i flussi netti nella spiegazione della GFC. L'indicazione che i flussi lordi sono stati un fattore determinante della crisi finanziaria globale deriva non solo dalla discrepanza tra il saldo delle partite correnti degli Stati Uniti e gli afflussi di capitali negli Stati Uniti, ma anche dal fatto che, nel caso delle economie avanzate come l'Eurozona, il Giappone e il Regno Unito, i livelli di afflussi e deflussi di capitali da e verso gli Stati Uniti nel 2007 sono stati molto simili".

<sup>7</sup> Sul tema cfr. Esposito e Tori (2022) e più in generale i contributi al numero di *Moneta e Credito* del giugno 2022.

agibilità dei mercati finanziari su cui si trattano attivi in quella valuta. Non sembra probabile che il governo cinese sia interessato a liberalizzare il proprio sistema finanziario sino al punto da renderlo simile alla City o a Wall Street. Piuttosto preferisce servirsi degli hub di Hong Kong e Singapore come zone di confine tra sistema finanziario interno e internazionale. Osservano giustamente gli autori: “The Chinese authorities would like the RMB to become the most traded currency in the world before liberalizing their capital market and rendering the currency convertible” (p. 252),<sup>8</sup> ma mentre la prima parte è certamente una finalità del governo cinese, la seconda è molto eventuale. Osservano ancora gli autori che ciò presupporrebbe riforme radicali e in particolare la fine del controllo che il Partito Comunista Cinese ha sull’economia. Con la nuova guerra fredda la direzione appare decisamente un’altra, e non solo in Cina.

Le ripetute crisi finanziarie, che anche dopo il 2008 non sono cessate, acquisiscono oggi una nuova natura, poiché i diversi blocchi economico-politici dovranno impedire che un esteso crollo dei mercati finanziari minacci l’economia e dunque lo sforzo bellico. Questo significa che progetti di riforma condivisi del SMI sono ormai tramontati. Gli interessi in gioco non appaiono conciliabili. Ciò favorisce soprattutto i paesi occidentali che mantengono una posizione di superiorità che non corrisponde più alla realtà economica. Ad esempio, gli autori osservano:

the IMF voting shares should be aligned with the changing economic importance of member countries. At present EU members have 29.6% of votes; the USA, 16.5%; Japan, 6.2%; but China only 6.1% and India 2.6%. If the IMF is to remain a globally relevant institution, the voting shares must be re-weighted, particularly in favour of Asian countries (p. 257).<sup>9</sup>

È una situazione fortemente iniqua verso i giganti asiatici, ma è impensabile che nello scontro feroce che si è aperto in questi anni, in cui gli Stati Uniti provano a contenere l’espansione cinese con ogni mezzo, l’occidente rinunci al suo predominio nelle istituzioni internazionali. È vero che dal 2015 il renminbi è tra le valute che il FMI utilizza per calcolare il valore dei propri *special drawing rights*, come riflesso del successo dell’economia cinese degli ultimi decenni: come ha osservato Zöllner (2016, p. 2): “No other country in modern history has achieved such high rates of growth for so long”.<sup>10</sup> Tuttavia il governo cinese non sembra intenzionato ad accelerare sulla strada della liberalizzazione dei propri mercati finanziari necessaria per rendere il renminbi una valuta assimilabile alle altre nel paniere utilizzato dal FMI.

Hanno dunque ragione Pittaluga e Seghezza a ritenere poco probabile una pacifica coesistenza multi-valutaria nel periodo che si apre, come invece ritengono autori come Eichengreen (2011a e 2011b). Il dollaro ha preso il posto della sterlina nell’arco di decenni tumultuosi e dopo due guerre mondiali. Solo un profondo cambiamento dei rapporti politici a livello mondiale determinerà un nuovo passaggio di testimone nel SMI.

Così, in questi mesi abbiamo visto l’estromissione di numerose banche russe da SWIFT, il congelamento delle riserve valutarie russe all’estero, una guerra commerciale totale contro la Cina, con il tentativo di emarginarla in settori chiave, come i microchip di ultima generazione, e di spingere su un binario morto la sua “Belt and Road Initiative”. Come risposta, abbiamo visto lo sviluppo di sistemi alternativi a SWIFT da parte cinese e russa, e l’annuncio di numerosi accordi bilaterali tra Cina e partner commerciali per l’esclusione del dollaro dai pagamenti reciproci. Se con nazioni quali India, Brasile, Iran e paesi del Medio Oriente il progetto sembra relativamente agevole, colpisce la capacità della Cina di aumentare gradualmente ma

<sup>8</sup> “Le autorità cinesi vorrebbero che il renminbi diventasse la valuta più scambiata al mondo prima di liberalizzare il loro mercato dei capitali e rendere la valuta convertibile”.

<sup>9</sup> “Le quote di voto del FMI dovrebbero essere allineate con il mutare dell’importanza economica dei paesi membri. Attualmente i membri dell’UE hanno il 29,6% dei voti, gli Stati Uniti, 16,5%, il Giappone il 6,2%; invece la Cina solo il 6,1% e l’India il 2,6%. Se il FMI vuole rimanere un’istituzione di rilevanza globale, le quote di voto devono essere ripponderate, in particolare a favore dei paesi asiatici”.

<sup>10</sup> “Nessun altro paese nella storia moderna ha raggiunto tassi di crescita così elevati per così tanto tempo”.

sensibilmente la proporzione di interscambio commerciale nella propria valuta anche con la Corea, un paese che per ovvi motivi geo-politici è da sempre fortemente legato agli Stati Uniti. Questa quota non arrivava al 2% nel 2006, mentre si aggira oggi sul 15% (Shang-Jin, 2023). Inoltre, la banca centrale di Pechino ha stretto numerosi accordi di *currency swap* per fornire una garanzia ai propri partner commerciali contro il rischio di cambio. Nel frattempo Pechino sta rapidamente riducendo le proprie riserve in dollari, sia per evitare la sorte toccata all'alleato russo, che si è visto congelare centinaia di miliardi di dollari dall'occidente, sia per mettere sotto pressione Washington, che deve gestire un ingombrante debito pubblico che arriverà presto a 35 mila miliardi di dollari.

Keynes nel 1937, di fronte alla nuova guerra mondiale che si delineava come sempre più inevitabile, osservò che “la vita e la storia sono fatte di brevi periodi”. Non fece però questa affermazione con intento pessimistico, ma contrapponendosi alla sua stessa idea, celebre, che nel lungo periodo ci vede tutti morti. “Il grande vantaggio del breve periodo – spiega Keynes – è che nel breve periodo siamo ancora vivi”. Il SMI è un crocevia decisivo dello sviluppo economico mondiale; bisognerà vedere se le potenze dominanti riusciranno, nel breve periodo che abbiamo di fronte, a ritrovare la via della cooperazione.

La lezione più importante che questo libro ci consegna è che la teoria economica ha la necessità di riflettere su temi istituzionali e su vicende storiche, superando la visione ordinaria della teoria dove ciò che non si riesce a inquadrare in un modello econometrico non è suscettibile di discussione economica. Questo è tanto più vero nei momenti di svolta dell'economia mondiale come quello attuale, dove risulta essenziale lo studio delle vicissitudini del sistema monetario ed economico internazionale.

Lorenzo Esposito\*

Banca d'Italia, e Università Cattolica del Sacro Cuore,  
email: [lorenzo.esposito@unicatt.it](mailto:lorenzo.esposito@unicatt.it)

## Riferimenti bibliografici

- De Cecco M. (1979), *Moneta e impero*, Torino: Einaudi.
- Eichengreen B. (2011a), *Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System*, Oxford: Oxford University Press.
- Eichengreen B. (2011b), “The Renminbi as an International Currency”, *Journal of Policy Modeling*, 33, pp. 723-730.
- Esposito L. e Tori D. (2022), “Guerra e moneta: come il conflitto in Ucraina cambierà il sistema monetario internazionale”, *Moneta e Credito*, 75(298), pp. 163-183.
- Keynes J.M. ([1937] 2013), *Social, Political and Literary Writings*, vol. 28 di *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Kregel J. (2019), “Democratizing Money”, *Levy Economics Institute Working Paper*, n. 928, maggio, Annandhale-on-Hudson (NY): Levy Economics Institute of Bard College.
- Shang-Jin W. (2023), “A Reality Check for the Renminbi”, *Project Syndicate*, 6 Aprile, disponibile all'indirizzo internet: <https://www.project-syndicate.org/commentary/renminbi-still-no-match-for-us-dollar-by-shang-jin-wei-2023-04>
- Zöllner P. (2016), “The renminbi in the SDR basket and its future role in the international financial system”, Dar Es Salaam, 20 Giugno, Bank for International Settlements, disponibile all'indirizzo internet: <https://www.bis.org/speeches/sp160620.pdf>

---

\* Le opinioni espresse dall'autore sono personali e non impegnano l'Istituto di appartenenza.