

Politica Valutaria II

Sistema Monetario Internazionale, Egemonia del Dollaro e Risposta Europea

Giorgio Ricchiuti

www.grarchive.net

Corso di Politica Economica, UniFirenze

Fluttuazione pura e fluttuazione gestita

Nella lezione precedente: due regimi estremi (cambi fissi e flessibili). Nella realtà: quasi tutti i paesi operano in regime di **fluttuazione gestita** (*managed float*).

Due tipi di intervento:

Non sterilizzato

- ▶ BC acquista valuta estera
- ▶ M^s aumenta $\Rightarrow r$ scende
- ▶ Cambio si deprezza
- ▶ Effetti sull'economia reale

Sterilizzato

- ▶ BC acquista valuta estera...
- ▶ ...e vende titoli domestici (OMO)
- ▶ M^s rimane invariata
- ▶ Obiettivo: modificare E senza toccare r

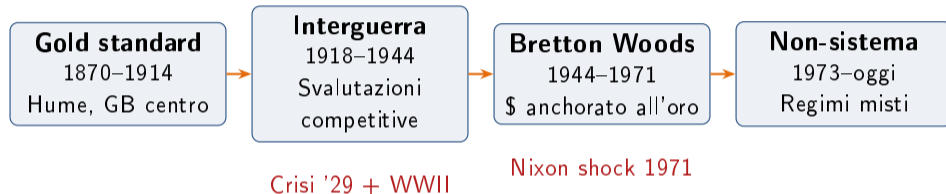
Con perfetta mobilità dei capitali

L'intervento sterilizzato è in linea di principio **inefficace**: se M^s e r non cambiano, non vi è ragione perché E si muova stabilmente. Funziona solo attraverso il *canale del portafoglio* o il *canale della segnalazione*.

Obiettivi della gestione del cambio — spesso in conflitto

1. **Competitività esterna:** cambio debole \Rightarrow +esportazioni. Rischio: *beggar-thy-neighbour* — si esporta disoccupazione ai partner.
2. **Stabilità dei prezzi:** cambio debole \Rightarrow +costi import \Rightarrow inflazione importata. Per l'Italia: gas, petrolio, beni intermedi. Effetto stagflazionistico (vedi curva J).
3. **Stabilità finanziaria:** volatilità scoraggia gli IDE; per i paesi con debito in valuta estera un deprezzamento brusco può essere devastante (*original sin*).
4. **Accumulo di riserve:** assicurazione contro i deflussi di capitali. Memori delle crisi degli anni '90 (Messico 1994, Asia 1997, Argentina 2001), molti paesi emergenti accumulano riserve — creando paradossalmente flussi netti dai paesi poveri verso quelli ricchi.

Una breve storia del Sistema Monetario Internazionale



La lezione di Keynes dall'interguerra: un SMI stabile richiede regole condivise e un meccanismo di aggiustamento che non gravi solo sui paesi in *deficit* (proposta del *bancor* a Bretton Woods, respinta dagli USA).

Bretton Woods (1944): architettura e logica

Il compromesso Keynes–White:

- ▶ Cambi fissi ma aggiustabili, ancorati al \$
- ▶ \$ convertibile in oro a **35 \$/oncia**
- ▶ FMI (prestatore di ultima istanza) e Banca Mondiale
- ▶ Gli USA: unico paese con riserve d'oro sufficienti
- ▶ Il \$ diventa la valuta di riserva mondiale

Perché funzionò (per un po'):

- ▶ Disciplina fiscale americana negli anni '50
- ▶ Ricostruzione europea e giapponese
- ▶ Controlli sui movimenti di capitali

Il dilemma di Triffin (1960)

Per soddisfare la domanda mondiale di \$, gli USA devono avere *deficit*.
Ma il deficit erode la fiducia nella convertibilità.

Uscita impossibile:

No deficit \Rightarrow deflazione globale
Deficit \Rightarrow crisi di fiducia

Il Nixon shock (1971) e il non-sistema attuale

Perché Bretton Woods crollò:

- ▶ La guerra del Vietnam e la *Great Society* generano deficit crescenti
- ▶ Le riserve d'oro americane non coprono più i \$ in circolazione
- ▶ De Gaulle converte i \$ in oro (1965): la contraddizione è aperta
- ▶ **15 agosto 1971**: Nixon sospende la convertibilità
- ▶ 1973: i principali paesi passano a cambi flessibili

Il non-sistema post-1973:

- ▶ Nessun accordo formale globale — un insieme di regimi diversi
- ▶ Paesi avanzati: cambi flessibili tra loro (\$, €, ¥, £)
- ▶ Molti emergenti: cambi gestiti o ancorati al \$ *de facto*
- ▶ Il \$ rimane valuta di riserva dominante — senza l'ancoraggio all'oro
- ▶ FMI: sorveglianza e prestatore di ultima istanza con risorse limitate

Il “privilegio esorbitante” (Giscard d’Estaing, 1965)

1. Signoraggio internazionale

Gli USA emettono \$ (carta) e ricevono beni reali. Chi detiene \$ concede un prestito a costo zero agli USA.

2. Indebitamento in valuta propria

Se il \$ si deprezza, il debito americano si riduce in termini reali automaticamente. I paesi con debito in valuta estera non godono di questo vantaggio.

3. Costo di finanziamento ridotto

La domanda strutturale di Treasury come riserva mantiene i rendimenti americani artificialmente bassi.

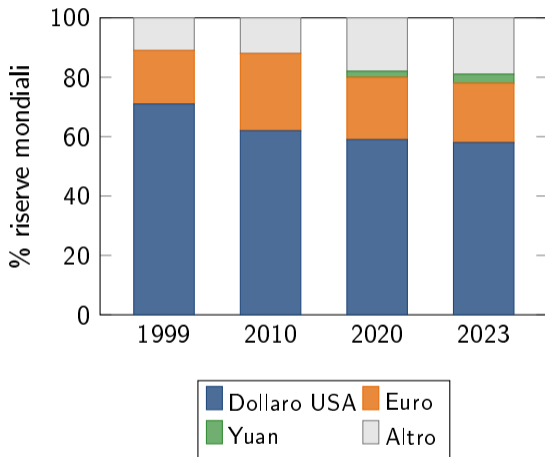
4. Potere geopolitico

Controllo su SWIFT e banche corrispondenti ⇒ sanzioni finanziarie come arma. Iran, Russia (2022), Venezuela.

Perché il \$ mantiene il suo ruolo

Rete di esternalità auto-rafforzante: mercato Treasury il più liquido al mondo; effetti di rete nei pagamenti internazionali; rule of law e protezione dei diritti di proprietà; inerzia contrattuale e istituzionale.

La quota del dollaro nelle riserve mondiali (FMI COFER)



Fonte: FMI, COFER database (2024)

Letture chiave:

- ▶ Il \$ perde ~13 pp dal 1999: declino *reale ma lento*
- ▶ L'euro non ha mantenuto il momentum post-2010
- ▶ Lo yuan supera il 3% dopo l'inclusione negli SDR (2016)
- ▶ La "de-dollarizzazione" è graduale, non un crollo

Il \$ rimane dominante non per imposizione ma per **equilibrio di coordinazione**: tutti lo usano perché tutti se lo aspettano.

Perché il dollaro è sotto pressione

Piano economico

- ▶ Quota USA nel PIL mondiale: dal 50% post-WWII al ~25% oggi
- ▶ Cina: partner commerciale principale di 120+ paesi
- ▶ Eppure il commercio con la Cina è ancora fatturato in \$

Piano geopolitico

- ▶ Le sanzioni finanziarie come arma accelerano la ricerca di alternative
- ▶ Accordi bilaterali in valuta locale (Cina-Russia, BRICS)
- ▶ Chi dipende dal \$ è vulnerabile alla politica estera USA

Piano strutturale

- ▶ Il dilemma di Triffin non è scomparso
- ▶ Deficit commerciale USA e debito pubblico crescenti
- ▶ Tensione a lungo termine sulla stabilità del \$

Lo scenario più probabile: frammentazione in blocchi

Non una sostituzione rapida ma una graduale frammentazione: blocco dollar-centrico (Americhe, parte Asia, Medio Oriente) · blocco euro-centrico · blocco yuan-centrico in espansione (Asia centrale, Africa, America Latina via BRI).

Le alternative al dollaro: limiti strutturali

Alternativa	Punto di forza	Limite strutturale
Euro	2 ^a valuta di riserva (~20%)	Mercato titoli frammentato; nessun asset sicuro europeo; EDIS incompiuto
Yuan	3%+ riserve; negli SDR dal 2016	Controllo sui capitali; rule of law limitata; fiducia istituzionale bassa
DSP/SDR	Paniere 5 valute; proposto da Triffin	Piccola quota riserve; riforma FMI richiede consenso USA; ostacolo politico
Cripto	De-nazionalizzate	Volatilità estrema; nessun asset sottostante; scalabilità limitata

Conclusione

Non ci sono alternative pronte. Il multipolarismo valutario è più probabile di un cambio egemonico netto — ma non è necessariamente più stabile.

Oltre l'economia standard: Gramsci e Arrighi

Per capire le tensioni del SMI contemporaneo occorre andare oltre gli strumenti dell'economia standard e adottare una prospettiva storica più ampia.

Gramsci: egemonia come consenso

L'egemonia non è solo forza militare: è la capacità di far apparire *naturali* le proprie regole, i propri valori, le proprie istituzioni.

Applicato al \$: non è valuta di riserva per imposizione ma per **equilibrio di coordinazione**. Stabile finché i pilastri reggono.

Arrighi: cicli sistemici

Ogni fase egemonica: Genova → Olanda → Gran Bretagna → USA.

La fase di *espansione finanziaria* — il capitale abbandona la produzione per la speculazione — è maturità egemonica che è anche declino relativo.

La finanziarizzazione USA degli anni '80 come parallelo storico.

“Il vecchio muore e il nuovo non può nascere.” — Gramsci (ripreso da Arrighi)

I tre pilastri dell'egemonia americana — sotto pressione

Economico-produttivo

- ✓ Leadership tecnologica (AI, biotech, spazio)
- ✗ Quota PIL mondiale in declino relativo
- ✗ Deficit commerciale strutturale
- ✗ Cina 1° partner di 120+ paesi

Militare

- ✓ Prima potenza per spesa e alleanze
- ✗ Spesa militare cinese +500% (2000–2022, SIPRI)
- ✗ Guerre per procura mostrano i limiti

Simbolico-culturale

- ✓ Università, cinema, linguaggio globale
- ✗ Nuovi poli: K-culture, piattaforme cinesi, India digitale
- ✗ Trump erode il soft power americano dall'interno

La reazione coercitiva

I dazi, i muri, la retorica aggressiva non sono segni di forza ma **sintomi di fragilità**: la reazione di un'egemonia che sente il terreno sfuggirle sotto i piedi. Quando la leadership consensuale si indebolisce, il potere si affida sempre più alla coercizione.

Tre scenari per il futuro ordine mondiale

Scenario 1

Ascesa egemonica della Cina

Centralità produttiva + BRI + soft power in espansione.

Egemonia fondata su infrastrutture e cooperazione, non supremazia militare.

Ostacolo: credibilità istituzionale e resistenza americana.

Scenario 2

Restaurazione USA

Logica “America First”:
riaffermare il primato sfidando i concorrenti. Gli USA restano centrali tecnologicamente e finanziariamente.

Domanda: la coercizione può sostituire il consenso?

Scenario 3

Multipolarismo instabile

Il più realistico nel breve termine. Nessuna potenza si impone. Istituzioni multilaterali arrancano. Crisi si intensificano per mancanza di beni pubblici globali.

Il “caos sistemico” delle transizioni egemoniche storiche.

Questa fase si svolge in un mondo interdipendente con sfide — clima, pandemie, AI — che nessun attore può affrontare da solo. L'assenza di un corpo egemonico amplifica l'instabilità.

Il paradosso europeo

L'Europa è...

- ▶ Il più grande mercato unico al mondo
- ▶ La seconda valuta di riserva (~20% riserve globali)
- ▶ Uno dei principali attori commerciali globali

Eppure...

- ▶ Un attore politico frammentato
- ▶ Senza un asset sicuro europeo paragonabile ai Treasury USA
- ▶ Con politica monetaria comune ma politiche fiscali nazionali

Il nodo strutturale

L'euro ha la moneta di un grande paese ma le istituzioni fiscali di un'area di libero scambio.

Senza un titolo del debito pubblico europeo *senza rischio*, la domanda di euro come valuta di riserva rimane strutturalmente limitata.

⇒ Il trilemma di Mundell: mobilità dei capitali + cambi fissi (UEM) = nessuna autonomia monetaria nazionale. Ma senza unione fiscale, chi gestisce gli shock asimmetrici?

L'Unione Bancaria: tre pilastri, uno mancante

Pilastro 1 SSM (2014)

Meccanismo di Vigilanza Unico

BCE supervisiona ~120 banche significative. Vigilanza nazionale per le banche minori.

✓ Operativo

Pilastro 2 SRM (2016)

Meccanismo di Risoluzione Unico

CRU + Fondo Unico di Risoluzione (FUR, ~55 mld€).

Banco Popular (2017): prima applicazione.

✓ Operativo

Pilastro 3 EDIS (?)

Schema Europeo Garanzia Depositi

Germania e Paesi Bassi bloccano: temono risk-sharing con sistemi bancari fragili.

Il *diabolic loop* non è spezzato.

× Incompiuto

Il diabolic loop residuo

Le banche detengono grandi quantità di debito sovrano del proprio paese. La proposta di ponderare o limitare queste esposizioni è politicamente bloccata. Il circolo vizioso banche-sovrani è ridotto ma non eliminato.

Rapporto Draghi (settembre 2024): la diagnosi

*L'Europa perde terreno rispetto a USA e Cina su tutti i fronti che contano per il futuro.
Se non inverte la rotta, è destinata a diventare un attore marginale.*

I quattro nodi strutturali:

- 1. Divario di innovazione:** dal 2000 nessuna grande impresa tech europea. Mercato troppo frammentato per raggiungere la scala necessaria.
- 2. Dipendenza energetica:** costo del gas in Europa 4–5× quello USA. Svantaggio competitivo strutturale per l'industria manifatturiera.
- 3. Frammentazione dei mercati di capitali:** imprese finanziate via credito bancario; risparmio europeo fluisce verso Wall Street. Nessuna Unione dei Mercati dei Capitali pienamente operativa.
- 4. Mancanza di autonomia strategica:** semiconduttori, AI, tecnologie pulite, difesa — dipendenza da USA o Cina. Chips Act, NZIA, CRMA: passi importanti ma senza regia politica comune.

Rapporto Draghi: la proposta

750–800 miliardi di €/anno di investimenti aggiuntivi (~5% PIL UE)

Finanziato in parte da debito comune europeo — strutturale, non temporaneo

I quattro pilastri operativi:

- ▶ **Poche missioni comuni:** energia pulita, semiconduttori, AI civile, difesa. Finanziamento continuo, non a pioggia.
- ▶ **Unione dei Mercati dei Capitali:** convogliare il risparmio europeo verso le imprese europee.
- ▶ **Governance fiscale riformata:** distinguere spesa corrente da investimenti strategici. Superare la logica del 3% come vincolo assoluto.
- ▶ **Innovazione distribuita:** non solo hub metropolitani. Università e R&S in città medie, connettività, formazione diffusa.

Il Rapporto Draghi come argomento per completare il trilemma

Per avere BCE efficace + CMU + euro competitivo come riserva \Rightarrow occorre completare l'unione fiscale con la capacità di emettere debito comune. Senza questo, l'Europa rimane in un equilibrio di secondo livello.

Il punto di svolta: politica prima dell'economia

In un mondo multipolare senza centro stabile, l'Europa non può restare un "mercato con regole": deve diventare un **soggetto politico**.

Cosa non ha funzionato

- ▶ 30 anni di liberalismo come automatismo
- ▶ Regole pro-cicliche e austerità nei momenti sbagliati
- ▶ Costi dell'apertura scaricati sempre sugli stessi
- ▶ Terreno fertile per sovranismo e populismo
- ▶ Brexit: shock da importazioni + insicurezza
⇒ ritiro

La risposta necessaria

- ▶ Un progetto politico europeo, non solo regole
- ▶ Poche missioni strategiche condivise
- ▶ Capacità fiscale comune e stabile
- ▶ Innovazione diffusa: non solo hub metropolitani
- ▶ Criteri sociali e territoriali in ogni strumento

"Un'Europa che innova solo nei grandi centri è un'Europa fragile; un'Europa che redistribuisce l'innovazione è un'Europa che dura."
— G. Ricchiuti

Conclusioni

- 1. Il trilemma come chiave storica.** Bretton Woods, Nixon shock, euro, crisi 2010–12: ogni grande evento monetario internazionale è la collisione tra la logica del trilemma e le aspirazioni dei governi.
- 2. Egemonia monetaria = fenomeno politico ed economico.** Il \$ non è valuta di riserva per imposizione: è un equilibrio di coordinazione stabile. Ma non eterno — dipende dalla credibilità delle istituzioni, dalla profondità dei mercati, dalla capacità di proporre un ordine condiviso.
- 3. L'Europa al bivio.** Restare mercato frammentato \Rightarrow irrilevanza. Appoggiarsi a un polo \Rightarrow perdita di autonomia. Completare l'unificazione politica ed economica \Rightarrow la strada del Rapporto Draghi.
- 4. La posta in gioco.** Il multipolarismo senza ordine può essere più instabile del sistema egemonico. Le sfide globali — clima, pandemie, AI — richiedono cooperazione che nessun attore può garantire da solo.