

CHI COMANDA IL MONDO

IL DOLLARO RESTA IMPERIALE

di Giorgio [AREFARAS](#)

La divisa statunitense, che si è rivalutata negli ultimi anni, è la moneta di riserva mondiale per definizione. Solo gli Stati Uniti hanno la forza militare, le garanzie del diritto e il grande mercato finanziario che possono assicurare tale primato.

LA MODALITÀ «CONGIUNTURALE» COMMENTA l'andamento del dollaro legato alle vicende contingenti, mentre quella «strutturale» discute del dollaro come moneta di riserva, ossia come l'architrave del sistema finanziario mondiale. Nel primo caso è difficile pensare che il dollaro possa ancora rivalutarsi in maniera sostanziale, nel secondo è difficile pensare che esistano delle monete che possano aspirare al ruolo di riserva.

Il cambio corrente e quello atteso

Oggi giorno ci vogliono circa 1,06 dollari per avere un euro, e ci si chiede se in futuro ci vorranno più o meno dollari per avere sempre un euro. Già, ma come prevedere il cambio? Alla lunga i cambi si muovono a seconda delle inflazioni rispettive. Per esempio, il cambio del dollaro pesato per l'interscambio commerciale con tutti i maggiori paesi e depurato delle differenze di inflazione è oggi circa allo stesso livello del 1973. Questo alla lunga, anzi lunghissima, ma nel breve e nel medio termine si hanno altre influenze, tanto che è accaduto che il dollaro si sia discostato anche del 30% dal cambio che riflette solo i differenziali di inflazione. La conclusione è che non possiamo basarci sui differenziali di inflazione (che non sono difficili da stimare) per prevedere l'andamento a breve termine del cambio. E dunque si devono seguire altri percorsi (che sono molto difficili da stimare).

Negli ultimi tempi il dollaro si è rivalutato, come si vede dalla *tabella 1*, laddove un rialzo dell'indice indica un apprezzamento della valuta. Prendendo il cambio del dollaro e dell'euro con le maggiori valute con cui gli Usa e l'Eurozona hanno scambi commerciali e senza aggiungere i cambi per le diverse dinamiche di inflazione, si hanno i numeri della *tabella 1*.

| <

IL DOLLARO RESTA IMPERIALE

Tabella 1 - LA RIVALUTAZIONE DEL DOLLARO

2010=100

	2011	2012	2013	2014	2015	2016 III trimestre
Stati Uniti	95,5	98,2	99,4	102,3	115,2	119
Area Euro	100,5	95,8	100,1	102,5	95,1	98,6

Fonte: http://www.bis.org/statistics/tables_i.pdf

Come si vede, il dollaro ultimamente si è rivalutato, ma si vede anche che fino a non troppo tempo fa era sottovalutato. La rivalutazione del dollaro verso l'euro si è materializzata dal 2014, quando si è avuto un forte movimento di capitali dall'Eurozona al dollaro, movimento alimentato dall'aspettativa che i tassi e i rendimenti negli Stati Uniti sarebbero saliti, perché avrebbero anticipato la ripresa dell'economia, mentre gli stessi nell'Eurozona sarebbero stati compressi a ragione della ripresa stentata del Vecchio Continente. Si è avuta negli ultimi anni una certa ripresa dell'economia statunitense, ma non si è avuto un rialzo significativo dei tassi a breve e dei rendimenti delle obbligazioni, perché la Federal Reserve non ha ritenuto (né sembra che ritenga) che fosse (che sia) giunto il momento di passare a una politica monetaria restrittiva. Si è avuto così un forte aggiustamento *una tantum* del cambio. Ma da allora non si è avuto alcun movimento maggiore, perché lo spostamento iniziale degli investimenti alla ricerca di rendimenti maggiori ha lasciato soddisfatti gli operatori¹.

Negli ultimi tempi però si ha chi pensa che il dollaro si apprezzerà molto, soprattutto a seguito delle politiche dell'amministrazione di Donald Trump. Chi la pensa così ha in mente quanto accadde ai tempi di Reagan negli anni Ottanta, quando si ebbe una forte espansione del deficit pubblico (frutto di maggiori spese e minori tasse) combinata con una politica monetaria restrittiva (tassi alti), ciò che fece esplodere il dollaro. Un andamento simile si era avuto anche con la riunificazione della Germania (deficit alto per assorbire la DDR e tassi alti per bloccare l'inflazione) agli inizi degli anni Novanta². Oggi le cose negli Stati Uniti sono diverse sul fronte del deficit (che dovrebbe essere meno elevato di quello dei tempi di Reagan, anche simulando le maggiori spese in infrastrutture e la riduzione delle imposte) e, soprattutto, sul fronte dell'inflazione (che è modesta a differenza di allora).

L'aspettativa di una forte rivalutazione del dollaro trainata dai tassi significativamente maggiori di quelli dell'Eurozona pare quindi poco verosimile³.

CHI COMANDA IL MONDO

Tabella 2 - CHI HA LA MONETA DI RISERVA?

	STATI UNITI	EUROPA	CINA	RUSSIA
Forza militare	Si	Si	Si	Si
Garanzia diritto	Si	Si	No	No
Mercati	Si	Si	No	No

La moneta di riserva

Abbiamo il dollaro, l'euro, lo yuan e il rublo⁴ come monete maggiori di riserva effettive o candidate. Candidate sono lo yuan e il rublo, perché monete di grandi paesi in ascesa (vera o supposta). Non discutiamo qui delle monete di riserva minori, come la sterlina, lo yen e il franco svizzero. Vediamo di tirar fuori una classifica di idoneità (una sorta di *rating*). Partiamo dalla definizione: «Una moneta di riserva è tale se il suo valore è preservato anche in presenza di eventi gravi». Perciò:

- il paese che detiene la moneta di riserva deve avere una forza militare in grado di scoraggiare ogni tentativo di conquista o di influenza rovinosa;
- deve essere in grado di minacciare chi non sta alle regole del gioco attraverso il sequestro di beni dei riottosi; deve, in altre parole, offrire la certezza del diritto alla comunità internazionale;
- infine, il paese con la moneta di riserva deve avere dei mercati finanziari grandi ed efficienti in grado di assorbire gli eventi negativi di un certo peso.

Delle tre condizioni la Cina e la Russia ne soddisfano una, l'Europa e gli Stati Uniti tutte. (L'Europa non è in grado di intervenire militarmente nel mondo, ma non può essere invasa, insomma è una specie di Super Svizzera.) Come dimostra la *tabella 2*.

Si può sostenere che gli Stati Uniti, pur soddisfacendo tutte le condizioni per avere la moneta di riserva, sono in realtà fragili perché indebitati con l'estero, a differenza della Cina e della Russia. Osserviamo allora l'attivo e il passivo degli Stati Uniti, della Cina e della Russia. La posizione netta – pari alla differenza fra l'attivo e il passivo, ossia il debito estero netto – degli Stati Uniti è negativa e per quasi 4.500 miliardi di dollari, quella della Cina è positiva per oltre 1.500 miliardi di dollari, quella della Russia è positiva per quasi 150 miliardi di dollari. I numeri «precisi» sono di quattro anni fa, ma non sono poi cambiati molto, perciò quelli di oggi sono meno precisi ma simili (*tabella 3*).

Si afferma di conseguenza che gli Stati Uniti sono indebitati con l'estero, mentre gli altri due paesi sono creditori dell'estero. Secondo molti, questo è un segno

4. *Limes*, «Cina-Russia-Germania unite da Obama», n. 8/2014, p. 81.

IL DOLLARO RESTA IMPERIALE

di fragilità. Chi è indebitato deve, infatti, rendere conto a chi ha concesso il credito. Chi vuol mostrare la forza di Cina e Russia (della serie «i cinesi e i russi ci comprenderanno», mentre «gli Stati Uniti sono in declino, figurarsi l'Europa») si concentra su questi numeri, chi vuol mostrare il contrario ne esibisce altri.

Il numero finale della posizione netta ha delle componenti molto diverse. Gli Stati Uniti hanno investito molto all'estero – investimenti diretti per oltre 5 mila miliardi di dollari e altrettanti in investimenti indiretti, come le azioni – per quasi 10 mila miliardi di dollari, mentre la Cina ha investito negli stessi campi 650 miliardi di dollari e la Russia quasi 400. Gli Stati Uniti, possedendo la moneta di riserva, non hanno riserve valutarie, la Cina ne ha per quasi 3.500 miliardi di dollari e la Russia per circa 500 (*tabella 3*).

Gli investimenti esteri degli Stati Uniti sono quindi «propulsivi» – investimenti fissi e azioni – mentre quelli di Cina e Russia sono «passivi» – sostanzialmente riserve investite in buoni del Tesoro altrui. Gli Stati Uniti investono nel resto del mondo in maniera diretta – impianti – o in maniera indiretta – azioni – dieci volte più della Cina e della Russia messe insieme. Intanto che avviene questo, la gran parte delle riserve dei paesi che hanno accumulato avanzi commerciali – come la Cina, la Russia e i paesi produttori di petrolio – è trasformata in riserve in dollari (e in minor misura in euro).

La conclusione è che gli allarmi che suonano – i cinesi e forse i russi sono una potenza emergente e gli Stati Uniti e l'Europa, se non soccomberanno, certamente vedranno il loro potere presto ridotto – sembrano anticipare un po' troppo gli eventi.

Complicazioni

Si potrebbe argomentare che non può destare meraviglia che gli Stati Uniti, diventati il centro della finanza mondiale ai tempi della Grande guerra⁵, abbiano poi fatto – peraltro in un secolo – parecchi investimenti – diretti e indiretti – ovunque. A riprova, si osservino i numeri del Regno Unito, la potenza finanziaria che gli Stati Uniti hanno detronizzato. Essi sono simili a quelli statunitensi.

La conclusione sarebbe allora quella che afferma che in un secolo la ricchezza, come mostrano i numeri degli Stati Uniti e del Regno Unito, si è trasformata negli investimenti che abbiamo definito «dinamici», a differenza della Cina e della Russia, che, fino a non molto tempo fa erano dei paesi o molto poveri (la Cina) o poco sviluppati (la Russia, se si escludono alcune tecnologie in campo militare), e che quindi potevano far poco nel campo degli investimenti esteri (tralasciando ogni questione legata al sistema socialista in tempi di guerra fredda).

La maggior ricchezza cumulata da questi due paesi da quando è cambiato il sistema (dagli anni Ottanta in Cina, dagli anni Novanta in Russia) non ha ancora spinto verso la strada della «dinamicità». Questi due paesi, che per ora comprano

CHI COMANDA IL MONDO

Tabella 3 - LA POSIZIONE NETTA DEI PRINCIPALI PAESI

	GERMANIA	GIAPPONE	REGNO UNITO	USA	BRASILE	CINA	INDIA	RUSSIA
Posizione netta	1.394	3.554	-873	-4.416	-690	1.736	-282	138
A. Assets								
Totale	9.543	7.705	16.115	21.489	788	5.175	442	1241
1. Investimenti diretti esteri	1.790	1.055	1.808	5.673	231	503	118	362
2. Portfolio	2.760	3.620	3.556	7.211	24	241	2	44
Azioni	747	723	1.220	4.920	15	130	2	6
Obbligazioni	2.013	2.898	2.336	2.292	9	111	0	38
3. Altri investimenti	3.627	1.765	5.823	4.414	153	1.044	27	331
4. Assets di riserva	249	1.265	98	571	379	3.388	296	499
Riserve in valuta estera	38	1.193	67	50	362	3.312	262	472
5. Derivati finanziari	1.118	0	4.829	3.620	1	0	0	6
B. Liabilities								
Totale	8.150	4.151	16.988	25.905	1.477	3.439	724	1.103
1. Investimenti diretti esteri	1.307	205	1.321	3.799	676	2.160	226	457
2. Portfolio	3.505	2.065	4.201	13.653	606	336	170	226
Azioni	707	927	1.435	4.178	345	262	129	178
Obbligazioni	2.798	1.138	2.766	9.475	261	74	41	49
3. Altri investimenti	2.227	1.881	6.680	4.891	192	943	328	414
4. Derivati finanziari	1.110	0	4.785	3.562	4	0	0	6

Fonte: Eswar Prasad, *The dollar trap*, Princeton & Oxford, 2014, pagina 312 di 408 di Kindle

– per bilanciare i propri avanzi commerciali – i buoni del Tesoro degli Stati Uniti, potrebbero però – col passare del tempo – diventare dinamici nel campo degli investimenti esteri.

Possono diventare dinamici nel campo degli investimenti esteri, ma possono ambire ad avere una moneta di riserva? Si noti che per ora sia la Cina sia la Russia investono all'estero, mentre spingono per l'uso della propria moneta come mezzo di scambio, che però è cosa ben diversa dalla moneta come riserva di valore.

Siamo – discutendo della moneta di riserva – giunti all'importanza delle istituzioni in finanza. Si parta da un'osservazione banale. Un dittatore di un paese in via di sviluppo porterà il malloppo in Europa e/o negli Stati Uniti, ma non in un altro paese in via di sviluppo governato da un altro dittatore. Perché mai? Intanto, perché ha paura che il malloppo possa essere sequestrato invece di passare per tribunali, e poi perché il mercato finanziario di un paese in via di sviluppo non è in grado di assorbire – proprio perché sottosviluppato – delle transazioni cospicue, se non con notevoli escursioni di prezzo. Nel caso non di un dittatore, ma di un paese che voglia investire il proprio avanzo di bilancia dei pagamenti, non abbiamo

IL DOLLARO RESTA IMPERIALE

il bivio sequestro *versus* tribunali, ma abbiamo l'importanza del mercato finanziario liquido a sufficienza per reggere gli eventuali stress.

Un mercato finanziario liquido si forma nel corso del tempo solo se le istituzioni funzionano – come separazione dei poteri, come dialettica politica eccetera – perché si investe con orizzonti lunghi se e solo se si ha certezza che i diritti di proprietà non saranno toccati. Per ora in Cina abbiamo un sistema a partito unico, con tutti i problemi che sorgono per la commistione fra classe dirigente politica ed economica, mentre in Russia abbiamo una autocrazia elettiva (ciò che sembra un ossimoro...). Gli Stati Uniti – fin tanto che i paesi aspiranti ad avere una moneta di riserva saranno «frenati» nello sviluppo democratico – possono star tranquilli. Il dollaro resterà la moneta di riserva.