

# 2

## Globalizzazione, crisi del credito, valuta di riserva. Verso il dollaro/renminbi?

Fabio Sdogati<sup>1</sup>

**English abstract** On March 26, 2009 Zhou Xiaochuan, President of the People's Central Bank of China, published on the Bank's homepage a paper beginning with the following words:

*"The outbreak of the current crisis and its spillover in the world have confronted us with a long-existing but still unanswered question, i.e., what kind of international reserve currency do we need to secure global financial stability and facilitate world economic growth [...]?"* (Zhou 2009).

The statement hidden in the question appears to make instantly obsolete any existing debate about the role of *national currencies* as international reserve currencies, and opens the door to a question not really discussed after Bretton Woods and the theses Keynes expounded in that occasion on the subject, that is, the need for an international reserve instrument *other than* a national currency.

In this paper I argue that, in general, the choice of the appropriate kind of international reserve instrument is dictated by the kind of international division of labor prevailing in any given period. According to this model, that the US dollar ought to have been the international reserve currency after WW2 is obvious; and that the dominance of the dollar ought to have been weakened in the early seventies and the Bretton Woods agreements dismissed is explained with the new role of the 'Asian tigers', a role associated with an emerging new form of international division of labor later to be called 'international fragmentation of production.' It follows that the question asked by Mr. Zhou is legitimate in that the current crisis and the widespread use of international fragmentation of production and global production networks, particularly efficient and vast between US and China, calls for a new kind of international reserve currency. Furthermore, it is argued that the apparent wish by the US and Chinese fiscal authorities to jointly control the dynamics of world aggregate demand, is also coherent with the underlying division of labor and the call for a 'different kind' of international reserve currency as well. Such reserve currency would be nothing other than a sort of dollar/renminbi weighted average instrument. Thus, the paper shows that a specific form of the new international reserve instrument called for by Mr. Zhou would indeed show a greater degree of coherence with both the existing pattern of international division of labor between China and the US and their roles as 'producer of last resort' and 'consumer of last resort' respectively than the US dollar alone does.

<sup>1</sup>Dipartimento di Ingegneria Gestionale, Politecnico di Milano, fabio.sdogati@polimi.it. Alcune delle ipotesi sviluppate in questo lavoro sono state presentate e discusse in convegni a Como (I) e Yekaterinburg (RU). Desidero ringraziare Jakub Niemirka, Gianluca Orefice, Denis Raimondi, Valentina Reis, Andrej Sokol e Davide Suverato per la ricerca e l'elaborazione dei dati e per le discussioni sui temi di questo lavoro. La responsabilità del lavoro rimane dell'autore.

**Abstract italiano** Il 26 Marzo 2009 Zhou Xiaochuan, Presidente della Banca Centrale della Repubblica Popolare cinese, ha pubblicato sulla homepage della Banca un paper che iniziava con le seguenti parole:

*“Lo scoppio dell’attuale crisi e la sua trasmissione nel mondo ci hanno messo di fronte una domanda latente da tempo, ma a cui non è stata data ancora risposta, cioè di quale tipo di valuta di riserva internazionale abbiamo bisogno per assicurare la stabilità finanziaria globale e facilitare lo sviluppo economico mondiale [....]?” (Zhou 2009).*

L'affermazione, celata sotto forma di domanda, sembra rendere immediatamente obsoleto qualsiasi dibattito esistente in merito al ruolo delle valute *nazionali* quali valute di riserva internazionale, e sviluppa una questione non completamente discussa dopo Bretton Woods e dopo le tesi che Keynes aveva esposto in quell'occasione in relazione al tema, cioè, la necessità di uno strumento di riserva internazionale *diverso* da una valuta nazionale.

In questo lavoro si sostiene che, in generale, la scelta di uno strumento internazionale appropriato di riserva è dettata dalla tipologia di divisione internazionale del lavoro prevalente in un dato periodo.

Il lavoro mostra che una *forma specifica* del nuovo strumento di riserva internazionale auspicato da Zhou possiederebbe in realtà un maggior grado di coerenza (rispetto all'utilizzo del solo dollaro) sia con l'attuale conformazione della divisione internazionale del lavoro fra la Cina e gli Stati Uniti, sia con i loro ruoli di “produttore di ultima istanza” e “consumatore di ultima istanza” rispettivamente.

## 2.1 Introduzione

Il 26 marzo 2009 Zhou Xiaochuan, Presidente della Banca Centrale della Repubblica Popolare Cinese (d'ora in avanti BCC, Banca Centrale Cinese) pubblicava un breve saggio dal seguente incipit:

*“The outbreak of the current crisis and its spillover in the world have confronted us with a long-existing but still unanswered question, i. e., what kind of international reserve currency do we need to secure global financial stability and facilitate world economic growth [....]?” (Zhou 2009).*

L'intervento del Presidente Zhou è importante per diverse ragioni, alcune delle quali hanno a che vedere con la scelta del momento in cui il saggio viene pubblicato e altre con i suoi contenuti.

1. *I tempi.* Il saggio viene pubblicato oltre un anno e mezzo dopo che la crisi del credito, inizialmente ed erroneamente presentata come ‘crisi dei mutui sub-prime’, era stata resa di pubblico dominio nell'estate 2007. A fine marzo 2009 le grandi operazioni di salvataggio pubblico delle banche erano sostanzialmente terminate, i mercati azionari sembravano lanciare segnali se non di ripresa almeno di rallentamento della discesa dei corsi e, soprattutto, i pacchetti fiscali tanto del governo cinese che di quello statunitense erano stati approvati nei rispettivi Paesi e i programmi di spesa erano in via di attuazione. Una fase di calma relativa, dunque, quella scelta dal governo cinese per annunciare la propria linea sullo stato del sistema dei pagamenti internazionali.

2. *I contenuti.* Su questo piano due sono le caratteristiche importanti del saggio. Anzitutto, non vi si pone il problema di una valuta di riserva alternativa al dollaro Usa, non nel senso di una valuta *nazionale* diversa tra quelle esistenti: il titolo stesso del saggio indica che ci si vuole occupare di riforma del sistema mondiale dei pagamenti, e non della (supposta, da alcuni) fine dell'era del dollaro come valuta di riserva a favore, ad esempio, dell'euro.<sup>2</sup> Si pone infatti fin dalla seconda riga del saggio il problema del *tipo* di valuta di riserva idealmente in grado di assicurare il raggiungimento degli obiettivi di crescita e stabilità globale, obiettivi presumibilmente di interesse generale e comune a tutti i Paesi.

Nel porre il problema del *tipo* di valuta di riserva necessaria, a suo modo di vedere, a raggiungere gli obiettivi di stabilità e crescita a livello globale, Zhou rende improvvisamente del tutto obsoleto il dibattito, accademico e non, che dall'inizio degli anni novanta si pone il problema se il dollaro Usa stia subendo la forza crescente dell'euro come valuta di riserva e, se sì, per quanto tempo ancora potrà mantenere il proprio ruolo di riserva di valore a livello mondiale.<sup>3</sup> Zhou pone il problema del *tipo* di valuta di riserva nel senso che prevede il superamento di quello che è stato il solo modello che abbiamo conosciuto fino ad ora: il sistema basato su di una valuta di riserva di origine *nazionale*.

Tra gli osservatori non accademici l'intenzione cinese di discutere del ruolo del dollaro come riserva di valore a livello mondiale viene fatta risalire al timore del governo cinese che la strategia statunitense di uscita dalla crisi includa anche una certa dose di inflazione che, ovviamente, finirebbe per portare ad un sostanziale deprezzamento del dollaro. Questo deprezzamento avrebbe l'effetto di ridurre in proporzione il 'valore' delle riserve in dollari detenute dalla BCC quando vengano espresse in unità di conto alternative, con una perdita sostanziale in conto capitale per la BCC.<sup>4</sup>

Questa tesi, per quanto semplice e intuitiva, non possiede un valore esplicativo delle preoccupazioni del Presidente della BCC. Alla base, essa assume infatti che una banca centrale sia un agente economico qualunque, il cui obiettivo è la massimizzazione dei profitti – in questo caso, la minimizzazione delle perdite in conto capitale: per quanto legittimo e doveroso, non ci sembra essere questo l'obiettivo fondamentale di una banca centrale. Nel presente lavoro si sostiene, invece, che la *proposta avanzata dalla BCC è concepita nello spirito proprio di una*

---

<sup>2</sup>Di questo problema mi sono occupato in Sdogati (2008).

<sup>3</sup>Come mostra il fatto che il 31 dicembre 2007 il *Financial Times* ponesse il problema con un articolo in prima pagina il cui titolo annunciava che "L'euro guadagna terreno sul dollaro nelle riserve ufficiali di valuta estera".

<sup>4</sup>Nell'agosto 2009 le stime circa la consistenza delle riserve detenute in titoli denominati in dollari presso la BCC variano a seconda delle fonti, ma l'ipotesi che esse ammontino a circa millequattrocento miliardi di dollari non è probabilmente del tutto errata. Si ricordi che il Governo cinese non pubblica dati circa la composizione delle proprie riserve.

*banca centrale, e cioè quello di garantire che il sistema dei pagamenti internazionali sia favorevole al ruolo che il proprio Paese ricopre nell'economia mondiale.*

La tesi può essere espressa sinteticamente come segue.

In tutti i sistemi di pagamento internazionale come li abbiamo conosciuti fino ad ora, la valuta di riserva è sempre stata ‘a base nazionale’, vale a dire che la valuta di riserva generalmente adottata a livello mondiale era (ed è tuttora) la valuta del Paese la cui economia ‘comanda’ il processo produttivo mondiale di creazione e distribuzione della ricchezza. Questo ‘comando’ assume forme diverse in epoche storiche diverse: nella forma coloniale, la maggior potenza coloniale al mondo non poteva non essere anche il Paese la cui valuta veniva generalmente detenuta in riserva tanto dalle colonie stesse che da Paesi che desiderassero entrare in rapporti commerciali e finanziari con la potenza coloniale. Oggi, la forma specifica assunta dal ‘comando’ è quella del controllo di processi produttivi frammentati globalmente ma globalmente integrati. Nel linguaggio degli economisti classici, questa configurazione dei processi produttivi, internazionalmente frammentati, corrisponde ad una forma di divisione internazionale del lavoro: laddove i classici vedevano, e noi abbiamo visto fino agli anni settanta del ventesimo secolo, una divisione internazionale del lavoro basata sulle specializzazioni merceologiche, nell’ultimo quarto di secolo almeno essa è venuta prendendo la forma di ‘specializzazione in segmenti di processi produttivi allocati in più Paesi e in più impianti.’

Definitivamente tramontata l’era coloniale, e con essa il ruolo di valuta di riserva detenuto dalla sterlina, la valuta di riserva mondiale non poteva che essere quella del Paese che aveva effettivamente vinto la guerra e che si poneva come ‘consumatore di ultima istanza’, garante della crescita della domanda aggregata e leader del processo di ricostruzione a livello mondiale. Questo processo di ricostruzione ebbe luogo nel quadro di una divisione internazionale del lavoro di tipo classico, centrato cioè sulla specializzazione per prodotti.

Infine, la decisione degli Stati Uniti di recedere dal sistema di Bretton Woods avvenne in un periodo caratterizzato dalla transizione dal modello di divisione internazionale del lavoro basato sulla specializzazione merceologica a quello per segmenti di processi produttivi. È di questa fase anche il progressivo tramonto dei rapporti commerciali esclusivi o quasi tra Stati Uniti e Paesi d’Europa e all’imporsi di quelli tra Stati Uniti e Cina.

Oggi, il processo di integrazione produttiva, e certo anche commerciale tradizionale, tra Stati Uniti e Cina è ormai progredito ad un punto tale da porre il problema della identificazione di una valuta di riserva che, pur trattenendo il suo carattere nazionale, non sia però di esclusivo appannaggio di un solo Paese ma almeno dei due che mostrano anche il maggiore, e più armonico, grado di integrazione commerciale e produttiva al mondo.

Il lavoro è organizzato come segue. Il secondo paragrafo ricostruisce sinteticamente il sistema di Bretton Woods e le problematiche relative al suo funziona-

mento. In estrema sintesi la tesi qui avanzata, che si contrappone alla interpretazione dominante, è che la fine di Bretton Woods sia stata dovuta sì a disaccordi su questioni di ordine monetario e finanziario, ma anche al progressivo aggregarsi delle economie *reali* europee. Questa è la seconda ragione per cui alla denuncia delle condizioni concordate a Bretton Woods gli Stati Uniti accompagnarono il cambio di attenzione dal rapporto con i Paesi d'Europa alle 'tigri asiatiche' prima e alla Cina poi.

Il terzo paragrafo discute del rapporto tra sistema dei pagamenti internazionali e divisione internazionale del lavoro. Nella letteratura economica questo rapporto viene raramente esplorato tanto sul piano teorico che su quello storico; in questa sede si presenta l'ipotesi che i due debbano essere necessariamente coerenti tra loro, e che l'abbandono del sistema di Bretton Woods implicava anche l'abbandono della divisione del lavoro, e del sistema di governo della domanda aggregata, tra Stati Uniti e Paesi d'Europa. Sarà proprio questa chiave di lettura che consentirà di capire le radici profonde del rapporto tra Stati Uniti e Cina, e dunque il modello corrente di gestione della domanda aggregata mondiale e del finanziamento degli eccessi di spesa da parte degli Stati Uniti, ancora una volta il Paese al centro del sistema.

Nel quarto paragrafo vengono analizzati gli effetti della nuova forma di divisione internazionale del lavoro sulla competitività delle merci e dei servizi. Il risultato importante qui è che si riesce a mettere in evidenza come la cosiddetta 'crisi europea' sia il risultato necessario della costituzione dell'asse Usa-Cina, il quale ha generato e continuerà a generare la progressiva marginalizzazione dell'economia europea in termini di competitività internazionale di prezzo.

Il quinto paragrafo conclude discutendo alcune ipotesi circa quali debbano essere le caratteristiche della valuta di riserva mondiale nell'epoca della frammentazione internazionale dei processi produttivi.

## **2.2 La valuta di riserva quando la divisione del lavoro è di natura merceologica: il sistema di Bretton Woods**

È noto che l'accordo di Bretton Woods prevedeva un accesso limitato ad un numero esiguo di Paesi, quelli che sarebbero stati ammessi al sistema degli stati ad economia di mercato. Esso non prevedeva invece obiettivi specifici per quanto riguardava i rapporti tra queste economie e le economie pianificate né, in generale, con quelle che oggi definiremmo 'alla periferia' dell'economia mondiale. Si trattava dunque di una situazione modellabile secondo la tradizione neoclassica à la Heckscher-Ohlin, nella quale due economie di mercato entrano in rapporti com-

merciali tra loro ciascuno specializzandosi nella produzione e nella esportazione di merci.<sup>5</sup>

Sinteticamente, il modello poggiava su cinque pilastri:

1. Gli Stati Uniti avrebbero agito da prestatore di ultima istanza per tutti i Paesi ammessi al sistema. Sembra del tutto ovvio che non avrebbe potuto essere altrimenti: se l'obiettivo prioritario era che tutti i Paesi le cui economie erano, o aspiravano a divenire, economie di mercato, avessero la possibilità di accedere ad un processo di ricostruzione prima e di crescita poi, allora sarebbe stato necessario finanziare tali processi, e sarebbe stato semplicemente impensabile che non fossero gli Stati Uniti a giocare quel ruolo. Dunque, ricostruzione e crescita avrebbero avuto luogo nella misura in cui il dollaro Usa fosse stato reso disponibile al resto delle economie di mercato.
2. La liquidità sarebbe stata resa disponibile al tasso fisso di 35 dollari Usa per oncia d'oro; e il dollaro sarebbe stato la sola valuta convertibile in oro.
3. Le transazioni internazionali sarebbero avvenute in dollari Usa, specialmente quelle di materie prime ed energia. Questa è una condizione che segue dalla prima, e anch'essa appare ragionevole: sarebbe stato veramente difficile immaginare che un Paese vendesse le proprie risorse naturali accettando in cambio una valuta altra da quella del Paese prestatore di ultima istanza e, quindi, la sola convertibile in oro.
4. L'industria statunitense sarebbe stata pronta a fornire i beni di investimento necessari alla ricostruzione e allo sviluppo, ricevendo in cambio beni di consumo e quei beni di investimento che i Paesi in ricostruzione fossero capaci di ricominciare a produrre.
5. Il dollaro Usa diveniva pertanto automaticamente la valuta di riserva internazionale di tutte le banche centrali nel sistema delle economie di mercato (e non solo). Di nuovo, questa è una conseguenza dei punti I e II: le banche centrali avrebbero dovuto essere pronte a finanziare quantomeno l'importazione di materie prime, energia e mezzi di produzione, da saldarsi in dollari Usa.

Che il dollaro Usa assumesse il ruolo di valuta di riserva presentava evidenti vantaggi per tutti i Paesi coinvolti. Il primo di questi vantaggi era che tutti, vincitori e perdenti, avrebbero potuto avviare il processo di ricostruzione rapidamente e ad un costo di finanziamento relativamente basso; inoltre, il sistema a cambi fissi avrebbe generato tassi di inflazione nazionali ‘automaticamente’ sotto controllo,

---

<sup>5</sup>È importante sottolineare che nel pensare al modello di Bretton Woods occorre tenere presente che mentre l'accordo funzionava seconda la logica del modello a due Paesi, il modello stesso escludeva una periferia estesa. Sarà infatti proprio a questa periferia che gli Stati Uniti si riveleranno quando riterranno esaurita la spinta alla crescita organizzata e strutturata secondo il modello di Bretton Woods.

svalutazioni competitive sarebbero state impossibili e, infine, i Paesi produttori di materie prime ed energia sarebbero stati attratti nella sfera delle economie di mercato mediante una domanda crescente dei loro prodotti, il che li avrebbe incentivati ad aumentare la loro produzione per soddisfare quella domanda.

Nel 1971 il presidente Nixon annunciò la decisione (unilaterale) degli Stati Uniti di revocare la parità del dollaro Usa contro l'oro, mentre rinnovava la disponibilità del suo governo a continuare a venderne al prezzo di mercato. Una letteratura molto estesa ha analizzato le radici dell'accordo di Bretton Woods e le ragioni del suo abbandono; qui si vuole enfatizzare il fatto che la decisione non venne presa *soltanto perché* gli Stati Uniti non trovavano quell'accordo corrispondente ai propri interessi dal punto di vista dell'architettura del sistema dei pagamenti tra le economie di mercato. Piuttosto, essa venne presa perché i Paesi d'Europa erano venuti assumendo posizioni politiche che tendevano a porre non solo il problema che fu definito dal presidente De Gaulle del 'privilegio esorbitante' di cui godevano gli Stati Uniti in quanto prestatore di ultima istanza, ma anche quello della formazione di un'area tariffaria prima, di un mercato comune poi, di una politica di allargamento che dichiarava di voler includere i Paesi dell'Europa centro-orientale e, infine, di un'area monetaria comune.<sup>6</sup>

## 2.3 Domanda aggregata e divisione internazionale del lavoro

L'obiettivo fondamentale di un qualsivoglia sistema di pagamenti internazionali è garantire alle economie reali nazionali coinvolte un ammontare di credito sufficiente a finanziare la crescita. Da questo punto di vista Bretton Woods aveva funzionato egregiamente bene, assicurando tassi di crescita della domanda che sarebbero stati definiti 'miracolo economico' in diverse economie, segnatamente Germania, Giappone e Italia. E, come già accennato, in assenza di pressioni inflazionistiche di alcun rilievo. Ma, liquidato Bretton Woods, si rendeva necessario

---

<sup>6</sup>Ho mostrato altrove (Sdogati 2008) che quella che oggi verrebbe definita 'politica di decoupling' doveva necessariamente avvenire prima dal lato reale dell'economia e solo in un secondo momento da quello monetario. Sulle difficoltà ad operare prima dal lato monetario e finanziario si veda Eichengreen (1998, 2007). Se gli anni settanta hanno costituito il punto di rottura dell'equilibrio basato sugli accordi di Bretton Woods, gli anni ottanta sono stati quelli della fase propositiva dell'integrazione europea, tanto sul piano degli allargamenti effettivi che su quello della formulazione dei progetti di rafforzamento dell'Unione (a quel tempo ancora Comunità economica europea). La candidatura greca si conclude con l'ammissione nel 1981; quelle portoghese e spagnola vanno a buon fine nel 1986; il 1984 è l'anno del Libro bianco di Jacques Delors; il 1988 l'anno del Rapporto Cecchini. L'essenza di questo processo sta nel fatto che mentre gli Stati Uniti costruiscono la propria alleanza strategica con la Cina, l'Europa costruisce la propria area di influenza economica mediante allargamenti successivi e, sul piano identitario, attraverso un assetto che la fa sembrare per la prima volta un 'sistema monetario'.

un sistema alternativo, un sistema che ‘inventasse’ una nuova periferia rispetto alla quale gli Stati Uniti potessero porsi ad un tempo come consumatore e come prestatore di ultima istanza; occorreva cioè trovare un Paese, o un’area del mondo, che potesse replicare, al massimo livello di astrazione, il ruolo che era stato dei Paesi d’Europa.

### **2.3.1 La gestione della domanda aggregata a livello mondiale**

Nell’architettura del sistema di Bretton Woods, la gran parte della domanda aggregata mondiale proveniva da Stati Uniti e Paesi d’Europa e, in misura molto minore, dai Paesi produttori di petrolio. Gli Stati Uniti si ponevano già come consumatore di ultima istanza, il che aveva garantito che i Paesi d’Europa potessero accumulare le riserve in dollari Usa necessarie a finanziare le importazioni di petrolio, energia, materie prime, mezzi di produzione che incorporassero le tecnologie non disponibili in Europa. La domanda statunitense di merci prodotte in Europa, e quella europea di merci statunitensi, erano state sostanzialmente bilanciate, come mostra il fatto che il saldo delle partite correnti tra Stati Uniti e Paesi d’Europa fosse in sostanziale equilibrio per gran parte del periodo. Quando ciò non avveniva, essenzialmente perché troppi dollari venivano rispediti dai Paesi d’Europa verso gli Usa, il Piano Marshall provvedeva a rifinanziarli attraverso un vasto numero di programmi di trasferimento unilaterale.

### **2.3.2 La nuova divisione internazionale del lavoro**

Tanto nei modelli classici che in quelli neoclassici di commercio internazionale le sole determinanti del vantaggio comparato sono variabili reali: il cambio non entra mai a spiegare la configurazione dei flussi commerciali internazionali o la configurazione dei prezzi ai quali lo scambio avviene.<sup>7</sup> Inoltre, i processi produttivi vengono modellati in funzione della produzione di sole merci destinate al consumo finale tanto nel Paesi di origine che in quello di esportazione. Esse non vengono mai considerate come potenziali prodotti intermedi, merci che possono entrare come inputs in processi produttivi a valle: è questo uno dei modi in cui si estrinseca l’ipotesi di immobilità internazionale dei fattori della produzione.

Rilevare che nei modelli storici di commercio internazionale il cambio non è presente non equivale ovviamente a dire che il cambio (nominale) non possa avere un suo effetto sulle variazioni della competitività di prezzo: più semplicemente, ma in maniera molto forte, si vuole che siano le condizioni della produzione a

---

<sup>7</sup>Di più: sono quasi sempre e soltanto le variabili dal lato dell’offerta a determinare le condizioni dell’equilibrio di libero scambio internazionale, poiché le strutture delle preferenze che determinano la domanda relativa di merci vengono assunte identiche da Paese a Paese.

determinare il vantaggio comparato. Ora, il sistema dei pagamenti in vigore dalla fine della seconda guerra mondiale al 1971 è, per i Paesi che ne fanno parte, proprio un sistema di cambi fissi: aggiustabili, certo, ma sostanzialmente fissi cionondimeno. Un sistema di cambi fissi garantisce che il vantaggio comparato come definito nei modelli tradizionali non venga ‘disturbato’ da fluttuazioni del cambio nominale, che siano queste di breve o di lungo. Dunque, è lecito pensare che il sistema di cambi fissi allo stato puro consenta di svelare i vantaggi comparati ‘veri’ dei Paesi appartenenti al sistema. Per i fedeli del modello neoclassico del vantaggio comparato, i Paesi ad alta dotazione relativa di capitale (gli Stati Uniti) si specializzeranno nella produzione e nella esportazione di merci prodotte con metodi ad alta intensità di capitale, mentre i Paesi relativamente meglio dotati di lavoro si specializzeranno nella produzione e nella esportazione di merci prodotte con tecniche produttive ad alta intensità di lavoro (non qualificato).

Gli anni sessanta vedevano però evolvere il quadro dei mercati del lavoro nei Paesi d’Europa in una direzione che seppur gradualmente, e seppur con grandi differenze tra l’uno e l’altro, si caratterizzava per l’aumento del costo del lavoro per unità di prodotto (come era il caso in Italia, in particolare a partire dall’ingresso del partito socialista nella coalizione di governo nel 1964), o per l’aumento del costo del lavoro sì, ma accompagnato da un ancor maggiore aumento della produttività del lavoro (come in Germania).

Parallelamente a questi mutamenti in corso nei Paesi d’Europa, venivano progressivamente affermandosi sulla scena economica mondiale alcuni Paesi dell’est asiatico che, all’apparenza, avevano centrato la loro strategia di crescita sulla domanda mondiale delle proprie esportazioni. Si trattava di Paesi molto piccoli, Corea del sud, Hong Kong, Singapore e Taiwan, Paesi politicamente e militarmente legati a doppio filo agli Stati Uniti o alla Gran Bretagna e che alla fine degli anni settanta sarebbero divenuti noti come le ‘tigri asiatiche’. Il loro modo di inserimento nel circuito del commercio mondiale presentava delle caratteristiche di novità rispetto sia al modello ‘export led’ puro che a quello ‘import substitution’ puro. Grazie alla differenza tra il loro costo del lavoro e quello prevalente nei Paesi d’Europa (e di entrambi rispetto a quello statunitense) essi costituivano alternative assai valide ai Paesi d’Europa come fornitori di merci prodotte secondo tecnologie ad alta intensità di lavoro non qualificato, ma costituivano anche luogo adatto per condurre esperimenti di internazionalizzazione dei processi produttivi da parte degli Stati Uniti. Inizialmente, il processo di multinazionalizzazione della produzione venne veicolato dalle ‘multinazionali’ quali queste si erano configurate per decenni; ma presto venne affermandosi quella forma nuova di divisione internazionale del lavoro che sarebbe stata chiamata in letteratura *frammentazione internazionale della produzione* o, alternativamente, *offshoring-cum-outsourcing*: organizzate, approvvigionate, dirette da imprese statunitensi, le imprese locali, che avevano operato inizialmente come fornitori di merci a basso contenuto di

lavoro qualificato, si affermarono progressivamente anche come subfornitori di parti e componenti a contenuto crescente di tecnologia.<sup>8</sup>

Il punto di arrivo di questa argomentazione è semplice: le difficoltà, reali e monetarie, create dal processo di integrazione europea al modello di Bretton Woods, imponevano agli Stati Uniti di cambiare il modello di riferimento su cui era stato costruito quel modello. La scelta di cominciare a sperimentare con il modello ‘delle quattro tigri’ appare come una necessità, lo strumento mediante il quale il governo degli Stati Uniti indirizzava la propria attenzione verso i Paesi della periferia, tra i quali andava cercando uno o più Paesi rispetto ai quali porsi facilmente come *consumatore di ultima istanza*: e nel febbraio 1972, cioè appena sei mesi dopo aver annunciato la cessata validità degli accordi di Bretton Woods, il presidente Nixon si recò in visita ufficiale in Cina.

Nel quadro del modello interpretativo qui adottato, rispondere al quesito ‘perché proprio la Cina?’ non è difficile. Anzitutto, perché era indispensabile che il Paese destinato a recepire il modello sperimentato con le ‘quattro tigri’ - e cioè a funzionare da ‘fornitore di ultima istanza’ - fosse grande abbastanza, per territorio e popolazione potenzialmente impiegabile, da assicurare le funzioni di produzione di merci e servizi che gli Stati Uniti avrebbero progressivamente allocato alle nuove sedi produttive; inoltre, il prescelto doveva essere grande abbastanza in termini di forza lavoro potenzialmente impiegabile, così che la rilocalizzazione dei processi produttivi non generasse nel giro di pochi anni pressioni sulla domanda di lavoro tali da spingere verso l’alto i salari espressi in valuta locale. Inoltre, esso doveva possedere una struttura amministrativa e politica capace di sostenere e comandare un processo di crescita adeguato alle esigenze poste dalla fornitura del Paese più ricco del mondo, il quale intendeva continuare ad esserlo pur riducendo gradualmente la propria base produttiva interna di merci ad alto contenuto di lavoro non qualificato in generale, e manifatturiero in particolare.

I termini dell’accordo tra Stati Uniti e Cina possono essere ben delineati con l’aiuto di un semplice modello così sintetizzabile:

- i. Ci sono *tre Paesi* al mondo, Stati Uniti, Cina ed Europa, ciascuno con la propria moneta e, quindi, con la propria banca centrale.
- ii. *Regime di cambio*: fisso, anche se aggiustabile, tra Stati Uniti e Cina; flessibili entrambi quelli con Europa.<sup>9</sup>

---

<sup>8</sup>Di *divisione internazionale del lavoro* nel senso in cui l’espressione viene usata in questa sede mi sono occupato per la prima volta in Sdogati (2005).

<sup>9</sup>Non vi è modo di discutere in questa sede di modi e tempi dell’origine del sistema di cambio renminbi/dollaro, un sistema che si potrebbe definire ‘unilateralmente fissato da un Paese (la Cina) con l’accordo implicito ma non dichiarato dell’altro (gli Stati Uniti).’ Bastino al riguardo le parole di un Segretario al Tesoro: “At that time [1997], China was neither the leading export market nor a major lender to the rest of the region. It was, however, a competitor in exports, and some in the Chinese government seemed to feel that devaluing the renminbi would serve China interests by ma-

- iii. *Tre prodotti*: un bene di consumo finale, di natura materiale; un bene di consumo intermedio, spesso chiamato ‘*know how*’; e una promessa di pagamento denominata nella valuta del Paese che la emette (gli Stati Uniti).
- iv. Direzione e composizione merceologica dei *flussi commerciali e finanziari*: gli Stati Uniti importano dalla Cina il bene di consumo finale, destinato a soddisfare la domanda delle famiglie, ed esportano il bene di consumo intermedio, destinato a soddisfare la domanda delle imprese americane che hanno spostato in Cina le fasi della produzione ad alta intensità di lavoro non qualificato. Gli Stati Uniti pagano le proprie importazioni in dollari, che le imprese cinesi versano presso la propria banca centrale in cambio di renminbi, la moneta in cui vengono condotte le transazioni all’interno del Paese.
- v. L’eccesso del valore delle esportazioni su quello delle importazioni viene posto in riserva presso la banca centrale cinese (prevalentemente) sotto forma di titolo del debito pubblico statunitense.

Le analogie tra il modello corrente e quello basato sugli accordi di Bretton Woods sono impressionanti per numero e per rilevanza, al punto che esso è stato denominato, assai correttamente, “Bretton Woods II” (Dooley *et al.*, 2009).<sup>10</sup> Le somiglianze principali sono le seguenti:

- i. Proprio come avveniva sotto il regime di Bretton Woods, il sistema presente è basato su un rapporto di cambio fisso, anche se aggiustabile, tra dollaro e renminbi. Certamente il dollaro non è più ancorato all’oro, ma ciò è semplicemente dovuto al fatto che si è finalmente realizzato che la moneta è semplicemente questione di *fiducia* e non, come l’umanità ha creduto per molto tempo, di una misura immutabile di valore di cui la moneta sarebbe stata il fenomeno visibile e la forma “volgare” del valore. In altre parole, il dollaro Usa è il dollaro Usa non perché esso possa essere scambiato contro oro (dalle banche centrali) ad un tasso prefissato, come avveniva nel regime di Bretton Woods 1, bensì perché esso, e il governo che lo controlla, riceve un certo grado di fiducia da parte delle banche centrali che decidono di adottarlo come riserva di valore.
- ii. Proprio come avveniva sotto il regime di Bretton Woods, gli Stati Uniti sono il consumatore di ultima istanza. Mentre però, come si è detto, il saldo di bilancia commerciale tra gli Usa e l’aggregato dei Paesi d’Europa era stato sostanzialmente in pareggio per tutto il periodo, oggi circa un terzo del deficit delle

---

king its exports cheaper. But doing so could have set off a new round of competitive devaluations throughout the region. Several times, in meetings with President Clinton, with other in the administration, or with me, President Jiang Zemin and Premier Zhu Rongji underscored the firmness of their commitment not to devalue the Chinese currency. And they never did.” (Rubin 2003). Gli eventi cui l’autore fa riferimento ebbero luogo nel 1997, nel pieno della crisi finanziaria nel sudest asiatico.

<sup>10</sup>Si tratta dell’ultimo di un numero di lavori i primi tra i quali risalgono all’inizio del secolo. L’articolo citato fa riferimento ai fondamentali.

partite correnti statunitensi è dovuto agli scambi con la Cina. La ragione di questo importante squilibrio è semplicemente che grazie al tasso di cambio fisso tra dollaro e renminbi, i prodotti realizzati su suolo cinese sono competitivi sul mercato americano e vi trovano un eccesso di domanda permanente.<sup>11</sup>

- iii. Proprio come sotto Bretton Woods, il tasso di risparmio aggregato dell'economia cinese è altissimo quando misurato secondo gli standard delle economie ad alto reddito pro capite (ma del tutto comparabile a quello delle economie europee negli anni Cinquanta e Sessanta). Ciò non crea tuttavia problemi di assorbimento alla struttura produttiva cinese, poiché la domanda estera assorbe l'eccesso di offerta sulla domanda interna.
- iv. Infine, proprio come nel sistema di Bretton Woods, gli Stati Uniti pagano in dollari l'eccesso di importazioni dalla Cina rispetto alle proprie esportazioni verso di essa. Gli esportatori cinesi convertono i dollari in moneta locale presso le banche commerciali che debbono, a loro volta, approvvigionarsi di renminbi presso la Banca centrale cinese, pagando in dollari. Questo è il meccanismo, banale, mediante il quale un saldo positivo delle partite correnti si traduce in un aumento delle riserve in valuta estera della banca centrale del Paese che è fornitore netto del resto del mondo *in regime di cambi fissi*.

La rilevanza di questa analisi sta nel fatto che essa mette in evidenza l'assenza di ragioni endogene perché Stati Uniti o Cina abbiano interesse a porre termine allo stato di cose presente. La domanda statunitense è in grado di attivare capacità produttiva localizzata sul suolo cinese a tassi che, probabilmente, la domanda cinese stessa non sarebbe in grado di garantire a causa delle inefficienze interne ancora drammatiche quali, ad esempio, l'incapacità del sistema bancario di finanziare le attività produttive alle condizioni necessarie a sostenere i tassi di crescita degli ultimi anni.

Quanto alle *differenze* tra Bretton Woods 1 e 2, esse possono essere sintetizzate in pochi punti:

- i. Nel modello a tre Paesi Europa contribuisce anch'essa alla domanda aggregata globale di prodotti realizzati sul suolo cinese, il che avviene sia per la differenza nei costi di produzione che la differenziano dalla Cina, sia a causa dell'apprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro, e quindi del renminbi. Ciò costituisce anche un contributo potente alla deindustrializzazione dell'Europa, nel senso che per ogni livello dato di Pil all'interno della Uem la quota di domanda aggregata soddisfatta dalle importazioni dalla Cina deve aumentare.

---

<sup>11</sup>Sarebbe interessante discutere il fatto che la quota del surplus commerciale complessivo cinese con gli Stati Uniti è molto grande, mentre la quota del deficit commerciale complessivo statunitense con la Cina è assai meno rilevante.

- ii. Il modo in cui il lavoro è diviso è radicalmente diverso rispetto al modo prevalente sotto Bretton Woods 1. Gli Stati Uniti avevano allora il ruolo di produttore di beni di consumo e di investimento, entrambi prodotti a livelli tecnologici elevati rispetto a quelli dei Paesi della periferia europea; e, ciò che più conta, l'offerta di esportazioni consisteva, da entrambe le parti dell'oceano, in prodotti finiti. Sotto Bretton Woods la multinazionalizzazione della produzione avveniva essenzialmente mediante la riproduzione all'estero di impianti già sperimentati e ormai serenamente trasferibili all'estero, come insegnava la teoria del ciclo del prodotto.<sup>12</sup> Nel nuovo sistema, quello attuale, le interconnessioni produttive tra Stati Uniti e Cina sono drammaticamente più potenti: la produzione ‘cinese’ non è soltanto assorbita dai consumatori ma, soprattutto, dalle imprese statunitensi, le quali si sono progressivamente venute specializzando nel design, nella prototipazione, nella gestione dei processi produttivi e dei sistemi di controllo di gestione, nel marketing, cioè in tutte quelle funzioni aziendali un tempo sostanzialmente sconosciute al produttore di un'economia pianificata. È evidente come tutto ciò indebolisca l'incentivo a rompere l'accordo sia da una parte che dall'altra.
- iii. L'ultima differenza fondamentale è che il sistema di Bretton Woods 2 si colloca in un contesto globale in cui esiste una valuta che potrebbe, almeno nominalmente, porsi come alternativa al dollaro come valuta internazionale e, al limite, come valuta di riserva.

## **2.4 Gli effetti della nuova divisione internazionale del lavoro sulla competitività delle merci e dei servizi: asse Usa-Cina e progressiva marginalizzazione dell'Unione europea**

Quattro fatti importanti sono sufficienti a caratterizzare l'evoluzione dei rapporti economici tra Stati Uniti e Cina negli ultimi quindici anni:

1. Dal 1994 a luglio 2005, il renminbi è stato scambiato al tasso di 8,2 renminbi per dollaro Usa; un regime di cambi fissi, dunque, per quanto non ufficialmente dichiarato bilateralemente.
2. Nello stesso periodo, l'indice statunitense dei prezzi all'importazione di merci prodotte sul suolo cinese *decresceva* in valore assoluto: un segno inequivocabile di quella ‘disciplina sui prezzi’ che i libri di testo associano ai regimi di cambi fissi.

---

<sup>12</sup>I riferimenti classici sono, ovviamente, Vernon (1966, 1979).

3. I saldi di bilancia commerciale cinese, complessivo e bilaterale con gli Stati Uniti, sono cresciuti sistematicamente, anche se il fenomeno ha subito una forte accelerazione dopo che la Cina fu ammessa all'Organizzazione Mondiale del Commercio nel 2001.
4. Il livello delle riserve ufficiali del governo cinese cresceva sistematicamente, e in particolare cresceva la loro quota detenuta in titoli denominati in dollari Usa.

È bene ricordare che la prima metà del decennio fu caratterizzata da un dibattito che, pur prevalentemente politico e ‘americano’, ha visto impegnati sul fronte sbagliato anche un certo numero di economisti: era il dibattito sulla cosiddetta ‘sottovalutazione del renminbi.’ Secondo buona parte del Congresso degli Stati Uniti, il crescere del disavanzo commerciale bilaterale statunitense con la Cina costituiva un indicatore di due fatti importanti: da un lato la sottovalutazione del renminbi rispetto al dollaro, appunto, e dall’altro la strategia cinese di competere su di un ‘non level playing field’, il che prendeva la forma di lavoro minorile non tutelato e condizioni lavorative inaccettabili (il cosiddetto ‘social dumping’) e della falsificazione di prodotti e del non rispetto della normativa posta a protezione della proprietà intellettuale.<sup>13</sup>

La irrilevanza, o la strumentalità, se si vuole, della richiesta di rivalutazione del renminbi, che alcuni chiedevano venisse imposta a suon di sanzioni commerciali, appare evidente quando la questione del tasso di cambio venga posta all’interno di un modello adeguato, cioè quello a tre Paesi e tre valute illustrato poco sopra.

Quando, nella seconda metà dell’ottobre 2000, alla vigilia della elezione di George W. Bush alla Presidenza, il dollaro cominciava il suo lungo processo di deprezzamento contro l’euro, il dollaro stesso era in cambi fissi con il renminbi da circa sei anni. Ciò implicava, banalmente, che al deprezzamento del dollaro corrispondesse un identico tasso di deprezzamento del renminbi contro l’euro, e l’effetto di questa politica non poteva sfuggire a nessuno: iniziava così un lungo ciclo di perdita di competitività di prezzo delle merci e dei servizi di produzione europea tanto rispetto a quelle di produzione statunitense che a quelle di produzione cinese, o sino-statunitense localizzata in suolo cinese.<sup>14</sup> Parallelamente, la parità controllata del cambio tra dollaro e renminbi, in essere dal 1994, e poi quella tra renminbi e molte delle valute del sud-est asiatico, si rivelava di grande beneficio ai fini della loro competitività, tanto nella cosiddetta ‘area del dollaro’ quanto, a maggior ragione, nell’area dell’euro: una delle ragioni cruciali, que-

---

<sup>13</sup>Il dibattito sulla ‘falsificazione’ era particolarmente virulento in Italia, al punto che un Ministro della Repubblica ritenne di dover allocare fondi pubblici sostanziali per aprire centri di difesa del cosiddetto ‘made in Italy’ in particolare in alcuni Paesi asiatici.

<sup>14</sup>Thorbecke e Zhang (2009) producono evidenza econometrica affidabile a sostegno di questa tesi.

sta, delle difficoltà incontrate dalle economie Uem nei primi anni 2000, quando esse crescevano a tassi inferiori non solo a quelli delle economie asiatiche, ma addirittura a quella statunitense e alla media mondiale.

Che l'euro dovesse apprezzarsi nei confronti del dollaro/renminbi è spiegato dal fatto che l'accordo sino-statunitense si basa su un sistema dei pagamenti ormai ben compreso e già riassunto in questa sede: gli Stati Uniti avrebbero preso a prestito a breve e investito a lungo: il che equivale a dire che essi avrebbero dovuto accumulare deficit crescenti delle partite correnti, e che il corrispondente surplus cinese sarebbe stato usato per dare a prestito al governo degli Stati Uniti mediante l'acquisto di obbligazioni emesse da Washington. Allo stesso tempo, la crescente sottovalutazione della coppia dollaro/renminbi assicura gradi crescenti di competitività internazionale di prezzo a merci e servizi prodotti sul suolo cinese.

Il quesito che a questo punto si pone naturalmente è evidente: data la forma presente della divisione internazionale del lavoro, qual è la forma ottima del sistema dei pagamenti internazionali?

## 2.5 Le caratteristiche della valuta di riserva mondiale nell'epoca della frammentazione internazionale dei processi produttivi

### 2.5.1 Forme possibili della valuta di riserva

Aver postulato che esista una corrispondenza necessaria tra forma della divisione internazionale del lavoro e sistema mondiale dei pagamenti richiede che si identifichi ora la forma ottima dell'architettura dei pagamenti internazionali in corrispondenza della configurazione dominante di divisione internazionale del lavoro, quella della frammentazione internazionale dei processi produttivi. Le alternative possibili non sembrano essere numerose, e possono essere rapidamente elencate e quindi analizzate nel loro merito:

1. il *dollar standard*, come lo abbiamo visto nel regime di Bretton Woods e come continuiamo a vederlo da allora, anche senza gli orpelli degli accordi con i Paesi d'Europa;
2. una valuta di riserva ‘sovranazionale’ nello stile del bancor di keynesiana memoria;
3. una valuta di riserva che sia forma intermedia tra le due ma che rifletta il ruolo che gli apparati produttivi e di spesa dei Paesi emittenti hanno nella gestione dell'economia mondiale nell'epoca della frammentazione internazionale della produzione e nel governo della domanda aggregata.

### 1. Il dollar standard

Si è detto più volte che il sistema del *dollar standard* servì bene le economie di mercato che furono ammesse a prendervi parte. Il “privilegio” di cui il dollaro godeva in quel sistema era un fatto generalmente accettato da tutti, anche se al passar del tempo esso apparve sempre più “esorbitante” e dovette essere abbandonato. Dal 1971 quel privilegio è rimasto immutato in diverse forme, mentre in altre esso è venuto scemando, ma ciò che conta è che tanto le economie di mercato che quelle periferiche durante Bretton Woods non costituiscono la periferia degli Stati Uniti nel senso e con l’intensità con cui lo erano in quegli anni: oggi molti di quei Paesi assomigliano assai più a *partners* commerciali del tipo che studiamo nei libri di testo, entità economiche dotate di un proprio vantaggio comparato e di banche centrali capaci di gestire la politica monetaria sulla base della (relativa) indipendenza garantita loro dal regime di cambi flessibili.

### 2. Una valuta di riserva ‘sovranazionale’

Non manca chi, preso atto delle evoluzioni dei rapporti di forza brevemente sintetizzati sub 1., propone di resuscitare la proposta che Keynes portò a Bretton Woods di una valuta di riserva ‘sovranazionale’. Il quesito che viene spontaneo di fronte a questo tipo di proposte è: perché? Quali sono le ragioni economiche di una tale soluzione? In che senso un valuta genericamente ‘sovranazionale’, bancor o SDR che sia, rappresenta una soluzione migliore rispetto al *dollar standard*?

La risposta che si offre a questa domanda è che la recente crisi del credito ha reso evidente la sub-ottimalità del sistema dei pagamenti presente; lo stesso articolo di Zhou (2009) potrebbe essere interpretato in questo modo. È chiaro tuttavia che la crisi del credito resa di pubblico dominio nell'estate del 2007 non è stata in alcun senso una crisi dei pagamenti. Tutt'altro: il dollaro Usa si è prima deprezzato fino al picco di \$1,6/€ nell'agosto 2008, si è apprezzato fino a \$1,2/€, ed è tornato poi a deprezzarsi fino a \$1,45/€ all'inizio di ottobre 2009: forte ciclicità, certo, ma che va interpretata. In particolare, non è sfuggito agli analisti né agli osservatori che dal luglio 2007 le fasi di apprezzamento del dollaro hanno coinciso in maniera impressionante con le fasi di deterioramento apparente della crisi, mentre quelle di deprezzamento erano sincroniche alle fasi di stabilizzazione della crisi stessa. Questo è particolarmente importante da sottolineare: quando i detentori di dollari ne generano un eccesso di domanda in concomitanza con il deteriorarsi delle prospettive delle condizioni dell’economia mondiale, essi svelano le proprie preferenze in maniera non ambigua: il dollaro è ancora *safe haven*, mezzo privilegiato di detenzione della ricchezza a livello mondiale. Il bisogno di una valuta di riserva ‘sovranazionale’ sembra essere un bisogno circoscritto ad alcuni accademici.

### *3. Una valuta di riserva coerente con la struttura moderna della divisione internazionale del lavoro*

Se, come si è postulato, forma e direzione dei flussi internazionali dei pagamenti hanno una corrispondenza con la forma della divisione internazionale del lavoro, allora chiedersi quale sia la valuta di riserva ha una risposta immediata: il dollaro-cum-renminbi.<sup>15</sup> Che la valuta di riserva attuale sia già il dollaro/renminbi non ha bisogno di argomentazione: dato il regime di cambio fisso tra le due, con aggiustamenti marginali e strettamente controllati verso l'apprezzamento del renminbi, detenere una valuta o l'altra non fa alcuna differenza per il detentore pubblico come per quello privato – ovviamente al netto delle aspettative sulla durata dell'accordo e sulla volontà del governo cinese di mantenere questo sistema nel futuro prevedibile.<sup>16</sup>

Secondo l'approccio adottato in questo saggio, le variabili che la letteratura *mainstream* sull'argomento (Cohen, 2003; Chinn e Frankel, 2008) identifica come 'determinanti' del ruolo di valuta di riserva altro non sono che la forma che il comando del processo produttivo globalizzato assume sui mercati finanziari: affinchè il comando sul processo di produzione della ricchezza possa essere efficace occorre che i mercati finanziari siano liquidi (Cohen), che i Paesi in via di sviluppo detengano ampie quote di titoli denominati nella valuta del Paese che comanda il processo (Chinn e Frankel), e così via. Tutte queste manifestazioni del primato di una valuta sono il risultato di azioni di politica economica che accompagnano la politica di comando sui processi produttivi e sulla allocazione dei loro segmenti in Paesi diversi.

La discussione sul 'ruolo globale della valuta di riserva' deve partire dalla constatazione che il tasso di cambio di una valuta poco ha a che vedere con il suo ruolo di valuta globale, poiché il ruolo internazionale di una valuta non è questione del suo *prezzo*, ma del suo *uso*. Un esempio importante della differenza tra i due sta nel fatto che le banche centrali, e quelle asiatiche in particolare, continuano

---

<sup>15</sup> Ho discusso altrove (Sdogati 2008) della possibilità che l'euro divenga valuta di riserva mondiale, e ne ho concluso che porsi tale quesito equivale a chiedersi se vi siano nel sistema presente germi di un cambiamento nella divisione internazionale del lavoro che generi tale risultato. In breve, il quesito è: può l'euro avere un ruolo nel sistema dei pagamenti basato sulla divisione internazionale del lavoro attuale? O, ancor più precisamente: la divisione internazionale del lavoro corrente *richiede* che un tale ruolo si affermi? O, ancora: non sarebbe soltanto una divisione internazionale del lavoro nuova a richiedere/legittimare l'euro come valuta di riserva globale? Soltanto il ribaltamento radicale del processo di integrazione tra le economie cinese e statunitense potrà dare spazio, in un futuro difficilmente prevedibile, all'euro come valuta di riserva mondiale. La nuova divisione internazionale del lavoro che fa dell'Asia orientale la nuova periferia del centro statunitense, risospinge l'Europa verso il ruolo che era dell'Asia orientale sotto il regime di Bretton Woods: un luogo, in breve, marginale rispetto al modello di governo della domanda aggregata e del sistema dei pagamenti globali, veramente 'periferico' rispetto al centro costituito dall'insieme delle economie di mercato.

<sup>16</sup> La probabilità che nel futuro prevedibile sia la Cina a denunciare il sistema attuale dei pagamenti sembra remota.

ad accumulare riserve denominate in dollari Usa nonostante che esso continui a deprezzarsi nei confronti dell'euro rispetto al massimo storico dell'ottobre 2000.

### 2.5.2 La domanda di valuta di riserva

Una valuta può essere ‘internazionale’ in più di un modo, assolvendo cioè anche soltanto ad una delle funzioni tipiche della moneta in economia aperta. Chinn e Frankel fanno riferimento ad un lavoro di Kenen per enfatizzare il fatto che una valuta può essere ‘internazionale’ lungo certe dimensioni pur non essendola lungo certe altre, così che il ruolo di valuta internazionale non implica necessariamente quello di ‘valuta di riserva internazionale’. La tabella che segue fa corrispondere a ciascuna delle funzioni della moneta in ambito internazionale azioni specifiche da parte di autorità di politica economica e di agenti privati:

**Tabella 2.1** Funzioni della moneta e suoi usi internazionali

Funzioni della moneta	Governi	Agenti economici privati
Store of value	International reserve	Currency substitution
Medium of exchange	Vehicle currency for foreign currency intervention	Invoice currency Financial transactions
Unit of account	Anchor for pegging local currency	Denominating trade and financial transactions

Fonte: Chinn and Frankel (2008).

Esistono tante ragioni per cui autorità di politica economica da un lato e privati dall’altro possono voler (o dover) ricorrere a valute diverse da quella usata internamente nel loro Paese. Da questo punto di vista, qualunque valuta che assolva ad almeno una delle funzioni riportate nel Quadro 1 è, per definizione, valuta internazionale. Il problema allora sta tutto nella prima cella: per quale ragione l’autorità di politica economica di un Paese dovrebbe adottare una valuta come *mezzo di detenzione della ricchezza*, cioè non ‘banalmente’ come valuta in cui denominare le proprie importazioni, ad esempio, o come valuta intermedia tra la propria ed un’altra che fosse per ipotesi non trattabile direttamente contro la propria?

Per gli obiettivi di questo lavoro è sufficiente discutere due sole ragioni perché le autorità di politica economica domandino valuta estera. La prima è che un Paese che non produca prodotti energetici e materie prime per la trasformazione industriale deve necessariamente cercare sul mercato mondiale la valuta nella quale vengono regolate le transazioni relative a quelle merci; a questa domanda si affianca poi quella per l’importazione di semilavorati e prodotti finiti ritenuti essenziali per il proseguo dell’attività produttiva. Dunque, il fatto che i Paesi produttori di petrolio, ad esempio, vogliano essere saldati in dollari Usa equivale a dire che i Paesi che da quelli acquistano petrolio debbono domandare necessariamente dollari. Ma il quesito non è più allora perché i dollari vengano detenuti

genericamente ‘in riserva’, bensì perché i dollari vengano detenuti come quota importante, e ufficiale, della ricchezza sovrana. Perché la Cina detiene da anni quantità crescenti di (titoli denominati in) dollari Usa, pur in presenza di un loro deprezzamento di lungo periodo contro l’euro? La risposta a questo quesito non sta in qualche tecnicismo astruso: semplicemente, questo è uno degli effetti dell’accordo sino-statunitense secondo cui gli Usa giocano il ruolo di consumatore di ultima istanza e la Cina quello di fornitore di ultima istanza. Alternativamente: sarebbe impossibile dal punto di vista contabile, ancor prima che economico, che la Cina godesse del traino della domanda statunitense senza finanziare con le proprie riserve in dollari gli eccessi di spesa tanto delle famiglie che delle pubbliche amministrazioni statunitensi.

La seconda, fondamentale ragione per cui le autorità di politica economica di un Paese chiedono una valuta estera anziché un’altra è, ancora una volta banalmente, che ‘si fidano’ più della prima che della seconda. Quando si parla di moneta, esistono pochi termini che, come ‘fidarsi’, riescono a ricondurre ragioni economiche e psicologiche allo stesso risultato. ‘Fidarsi’ di una valuta estera al punto di detenerla come forma in cui viene immagazzinata la propria ricchezza sovrana implica “fidarsi” della stabilità dell’economia che la sottende, del permanere delle sue capacità di crescita, della sua liquidità su quanti più mercati possibile e, più di qualunque altra cosa, fidarsi del governo e della banca centrale che la emettono, cioè la offrono.

Ovviamente, la ‘fiducia’ sarà tanto maggiore quanto più facile è riconvertire la valuta estera detenuta in riserva nella propria valuta nazionale: ne consegue che i mercati finanziari del Paese la cui banca centrale emette la valuta di riserva dovranno essere esemplari per dimensione e liquidità.<sup>17</sup> Ma nel quadro della forma moderna della divisione internazionale del lavoro basata sulla frammentazione internazionale dei processi produttivi, il cui agente operativo è l’impresa globalmente integrata (Palmisano 2006), non è forse ‘naturale’ che la fiducia vada riposta in chi governa questo processo e, così facendo, governa anche la domanda mondiale? E non sono forse Stati Uniti e Cina fortemente dipendenti l’uno dall’altro, nella misura in cui ciascuno si affida all’altro per la realizzazione del proprio ruolo in maniera assai più simmetrica di quanto non avvenisse tra gli Stati Uniti e i Paesi d’Europa sotto il regime di Bretton Woods 1?

## 2.6 L’offerta di valuta di riserva

Nel suo lavoro, il Presidente Zhou sostiene che la valuta di riserva mondiale adeguata allo stato di integrazione attuale tra le economie nazionali richiede il supe-

---

<sup>17</sup>Per un’analisi attenta di tutti questi aspetti che ‘fanno’ una valuta di riserva nel modello tradizionale non si può che rimandare a Cohen e al suo lavoro quarantennale su tematiche monetarie e valutarie. Si veda, a puro titolo esemplificativo, Cohen 2003, 2008.

ramento della valuta di riserva di origine nazionale. I commentatori e la stampa quotidiana periodica sostengono che il problema che muove il Presidente Zhou è il timore che un deprezzamento rapido e incontrollato della valuta di riserva attuale imponga forti perdite in conto capitale alla BCC, e che questa è la ragione per cui il governo cinese chiede ‘garanzie’ contro tale eventualità.

Che alla BCC non faccia piacere subire una perdita importante in conto capitale è ovvio; ma è anche vero che nei corsi di economia insegniamo che la banca centrale non è una banca qualunque, che essa è banca delle banche, garante della stabilità dei prezzi, ecc. Occorre allora chiedersi se da un deprezzamento più o meno rapido e incontrollato del dollaro Usa nei confronti del renminbi non deriverebbero per l’economia cinese danni assai più gravi della pur consistente perdita in conto capitale sulla parte di riserve denominate in dollari Usa.

Il nostro modello prevede perfettamente la richiesta del governo cinese implicita nel saggio del Presidente Zhou. Tra il 1994 e il 2005 la Cina ha accumulato riserve denominate in dollari mediante attivi crescenti di bilancia commerciale con gli Usa; ciò è avvenuto entro un regime di tasso di cambio nominale bilaterale fisso; nel luglio 2005 il governo cinese annunciava che avrebbe lasciato apprezzare il renminbi sul dollaro ma in maniera controllata e graduale, prevedendo un tasso di apprezzamento medio annuo dell’ordine del 2,5%. È sufficiente uno sguardo a qualunque misura di variabilità dei cambi nominali bilaterali in un periodo qualunque post-Bretton Woods per rendersi conto del fatto che anche il sistema in vigore dal luglio 2005 corrisponde ad un regime di cambio sostanzialmente fisso.

Tutto questo è importante da sottolineare per poter dire a chiare lettere che i rapporti economici tra Stati Uniti e Cina, e di conseguenza tra questi e il resto del mondo, sono cresciuti da quindici anni ormai senza che il cambio venisse usato né da una parte né dall’altra come strumento di competitività di prezzo. Questo non dovrebbe sorprendere per almeno due classi di ragioni. Primo, perché è ovvio che un accordo basato su un modello specifico di divisione del lavoro tra Paesi non può essere violato da svalutazioni competitive: non avvenne sotto Bretton Woods, non poteva avvenire tra Stati Uniti e Cina dal 1994 in avanti; secondo, perché le svalutazioni competitive avevano una giustificazione, e forse degli effetti reali su volumi e composizione dello scambio bilaterale, quando il vantaggio comparato era ancora basato sulla specializzazione produttiva e i prezzi relativi: ma da almeno tre decenni ormai quel modello di specializzazione sta cedendo il passo a processi di redistribuzione mondiale di processi produttivi una volta integrati in un solo Paese e magari in un solo impianto. Si provi a chiedere: qual è il vantaggio ovvio che un’impresa statunitense che si approvvigiona di semilavorati in Cina troverebbe da un deprezzamento del dollaro sul renminbi?

Questo modello induce dunque a ritenere che il problema del governo cinese non è tanto la perdita in conto capitale che BCC e detentori di dollari residenti in Cina subirebbero nel caso di un deprezzamento del dollaro, quanto piuttosto il

fatto che esso andrebbe a determinare un apprezzamento del renminbi sia rispetto al dollaro che a gran parte delle valute nazionali al mondo.

## Bibliografia

- Baldone, S., Sdogati F. e Tajoli L. (2007), *On some effects of international fragmentation of production on comparative advantages, trade flows, and the income of countries*, in “The World Economy”, vol. 29, pp. 1726-1769.
- Chinn, M., e Frankel J. (2008), *Will the Euro Eventually Surpass the Dollar as Leading International Reserve Currency?*, National Bureau of Economic Research working paper No. 11510.
- Cohen, B. J. (2003), *Global Currency Rivalry: Can the Euro Ever Challenge the Dollar?*, in “Journal of Common Market Studies”, vol. 41, n. 4, pp. 575-595.
- Cohen, B. J. (2008), *Towards a Leaderless Currency System*, UCSB Department of Political Science, mimeo.
- Dooley, M., D. Folkerts-Landau e P. Garber (2009), *Bretton Woods II Still Defines the International Monetary System*, in “Pacific Economic Review”, vol. 14, n. 3, pp. 297-311.
- Eichengreen, B. (1998), *The Euro as a Reserve Currency*, in “Journal of the Japanese and International Economies”, 12, 483-506.
- Eichengreen, B. (2007), *Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods*, Mit Press.
- European Central Bank, (2009), *The International Role of the Euro*.
- Palmisano, S. J. (2006), *The Globally Integrated Enterprise*, in “Foreign Affairs”, vol. 85, n. 3, pp. 127-136.
- Rubin, R. e J. Weisberg (2003), *In an Uncertain World*, New York, Radom House.
- Sdogati, F. (2005), *European Union Integration and International Division of Labor*, in G. Papanikos (a cura di), *International Research on Global Affairs*, Athens, the Athens Institute for Education and Research.
- Sdogati, F. (2008), *L'integrazione europea come motore della globalizzazione: può l'euro diventare valuta di riserva globale?*, in R. Gualtieri e F. Pastore (a cura di), *L'Unione europea e il governo della globalizzazione*, Bologna, il Mulino.
- Thorbecke, W. e H. Zhang (2009), *The Effect of Exchange rate Changes on China's Labour-Intensive Manufacturing Exports*, in “Pacific Economic Review”, vol. 14, pp. 98-409.
- Vernon, R. (1966), *International Investment and International Trade in the Product Cycle*, in “Quarterly Journal of Economics”, vol. 80, pp. 190-207.
- Vernon, R. (1979), *The Product Cycle Hypothesis in a New International Environment*, in “Oxford Bulletin of Economics and Statistics”, vol. 41, n. 4, pp. 255-267.

Zhou, X. (2009), *Reform the International Monetary System*, Banca Centrale della Repubblica Popolare Cinese, 24 marzo.