



Moneta e Ricchezza

Angelo Federico Arcelli

Paper no. 5 – August 2023

Angelo Federico Arcelli, Professore straordinario a t.d., Università telematica Guglielmo Marconi, Rome; Senior Fellow, ISEA; Senior Fellow, Center for International Governance Innovation (CIGI, Waterloo, ON, CN)

✉ f.arcelli@unimarconi.it



ISEA – Istituto di Studi per l'Economia Applicata srls

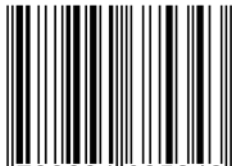
🌐 www.iseacentrostudi.com

✉ info@iseacentrostudi.com

All rights reserved. Photocopies for personal use of the reader, not exceeding 15 per cent of each volume, may be made under the payment of a copying fee to the SIAE, in accordance with the provisions of Law 633/1941 (Article 68, paragraphs 4 and 5). Reproductions which are not intended for personal use may be only made with the written permission of ISEA – Istituto di Studi per l'Economia Applicata srls, Via Po, 2A, 00198 Roma, e-mail: info@iseacentrostudi.com

© 2023 Angelo Federico Arcelli

ISBN 978-88-946853-4-3



9 788894 685343

Moneta e Ricchezza

Angelo Federico Arcelli

abstract

This short article summarizes some reflections on the current trends concerning currencies and distribution of wealth according to very high-level observations about what is happening on the markets internationally.

Whilst the author tries to give a more general economic and historical overview, particularly on a monetary angle, on the topics considered, it is important to remember that the points developed here are based on some intuitive considerations and less on a specific quantitative analysis. In particular, the parallel amongst the idea of trust in the banking sector and trust in the currencies is something which leads to easy conclusions in terms of a possible parallel, but will also need to be seen in terms of the effects that the lack of trust in the financial economy might cause, including unwanted consequences in terms of financial stability.

Keywords: Economic Growth, Globalization, Money, Currencies.

JEL Classification: F620 Macroeconomic Impacts of Globalization

Angelo Federico Arcelli, Professore straordinario a t.d., Università Telematica Guglielmo Marconi, Rome; Senior Fellow, ISEA; Senior Fellow, Center for International Governance Innovation (CIGI, Waterloo, ON, CN)

Moneta e Ricchezza

Angelo Federico Arcelli

1. La moneta immateriale.

A partire dal caso storico, notissimo, delle operazioni del finanziere John Law¹, che, non a caso, sono considerate antesignani del diffondersi delle banconote, alle varie crisi che si sono succedute nel tempo, non si può non notare che il *trend* storico ha sempre denotato un graduale abbandono della moneta “riserva di valore” (quella d’oro o d’argento o con valore intrinseco) verso nuove forme di pagamento meno legate a un sottostante di garanzia.

Nel momento presente, il denaro sembra avere, quindi, un ruolo diverso rispetto al passato: esso, specialmente nei paesi avanzati, è in gran parte “immateriale”², e, ormai da oltre cinquant’anni, non è convertibile in oro³. Mai come in precedenza nella storia, la ricchezza della società umana oggi dipende enormemente dalla fiducia nel sistema finanziario.

¹ Cfr. a titolo di background, James Buchanan, “*John Law: A Scottish Adventurer of the Eighteenth Century*”, MacLehose Press, 2018.

² Per fare alcuni riferimenti storici, senza pretesa alcuna di rilevanza ed esaustività, ma solo per citare alcuni testi interessanti per i concetti proposti, cfr. (ad esempio), Charles P. Kindleberger, “*A Financial History of Western Europe*”, Oxford University Press, Oxford (UK), 1993; e M. Flandreau “Was the Latin Monetary Union a Franc Zone?” in Reis J. (ed.), “*International Monetary Systems in Historical Perspective*”, Palgrave Macmillan, London (UK), 1995; ed anche di Kenneth Moure, “*The Gold Standard Illusion: France, the Bank of France, and the International Gold Standard, 1914-1939*”, Oxford University Press, Oxford (UK), 2002; o L. Einaudi (2000). “*From the Franc to the ‘Europe’: Great Britain, Germany and the attempted transformation of the Latin Monetary Union into a European Monetary Union.*” *Economic History Review*, 53 (2), 284–308, anno 2000.

³ Solo a titolo di background, cfr. ad esempio, Ben S. Bernanke, “*The World on a Cross of Gold: A Review of “Golden Fetters”: The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939*”, in *Journal of Monetary Economics*, I, 1993; e Craig K. Elwell, “*Brief History of the Gold Standard in the United States*”, Congressional Research Service, Washington, DC (USA), 2011; e anche Richard N. Cooper “*The Gold Standard: Historical Facts and Future Prospects*” in *Brookings Papers on Economic Activity*, Washington, DC (USA), 1982.

Tuttavia, proprio perché oggi la moneta non è più legata ad alcuna “*commodity*” (l’oro ad esempio), essa è, nei fatti, accettata ed apprezzata solo in base alla fiducia del mercato, e dall’essere la valuta necessaria ai commerci con l’area monetaria che la emette.

E, in un certo senso, essa, oggi, più che un credito verso la banca centrale dello stato che la emette (quindi una “riserva di valore”) sembra essere soprattutto uno strumento di pagamento e unità di conto per commerci con quell’area (o con le aree che accettano una data moneta, che nel caso del dollaro americano e, in modo minore, dell’euro, è naturalmente un concetto più vasto).

Ma questa evoluzione del ruolo della moneta, che oggi ci pare non solo normale ed ovvia, ma anche un *trend* verso un ulteriore trasformazione, sempre più immateriale, del denaro, ha anche una importante conseguenza: nel periodo contemporaneo per la prima volta nella Storia ci si sta rendendo conto che non basta la garanzia dello stato e della legge a fare di una moneta un efficiente strumento di pagamento (e lo vediamo bene con le cosiddette “criptovalute digitali” che, peraltro, valute in effetti non sono dal punto di vista legale). O perlomeno non basta il supporto di “uno” stato, in quanto anche per gli stati vige il principio della fiducia del mercato.

Ma il fatto che il denaro oggi sia sempre più unità di conto, e immateriale, sta riducendo in modo sostanziale la diversa percezione di rischiosità tra quello che è il sistema finanziario (ad esempio le banche nel loro insieme) e il merito di credito degli stati in cui esse sono basate. Questo dato di fatto potrebbe avere significativi impatti sulla stabilità finanziaria se i *trend* che oggi vediamo fossero confermati nel tempo.

Infatti, noi tutti sappiamo come funzionano le banche, e che il sistema bancario si regge - per semplificare molto - su di un assunto statistico, ovvero sul fatto che solo una minima parte del denaro depositato “a vista” dai correntisti possa poi effettivamente venire ritirato, rendendo la “raccolta” di queste ultime una fonte di capitali relativamente stabile, e consentendo alle banche di operare e prosperare come vediamo che esse fanno, con gran beneficio non solo dei loro azionisti, ma dell’economia tutta.

Eppure, una crisi, appunto, di “fiducia”, con una conseguente “corsa agli sportelli” dei depositanti, potrebbe provocare il dissesto anche dell’istituzione più solida. Il che è quello che succede quando cominciano a circolare notizie negative (fondate o meno) su di una istituzione: se vengono ritenute credibili, in generale, i correntisti di quella banca si recheranno spaventati agli sportelli a ritirare/trasferire i loro depositi, e, facendo questo accelereranno un disastro che, invece, in assenza di un’azione da parte loro (e, soprattutto, dell’impatto combinato delle loro varie scelte individuali, che, da sole, non avrebbero, probabilmente, la rilevanza sufficiente per causare effetti e conseguenze), forse non si sarebbe realizzato.

Si potrebbe parlare di un “fallimento del mercato”, ovvero, a tutti gli effetti di un’inefficienza causata da asimmetrie di informazione o da conclusioni erronee prese da una molteplicità di attori economicamente rilevanti.

Tuttavia, non possiamo che concludere che il mercato funzioni benissimo: esso, infatti, riflette l’effetto dell’insieme dei comportamenti individuali dei correntisti della banca che agiscono razionalmente per proteggere il loro capitale. Che essa fosse, poi, davvero meritevole di fallimento oppure un’istituzione “sana” travolta da notizie negative malauguratamente reputate credibili⁴, dimostra quanto fosse essenziale la “fiducia” del mercato.

Intuitivamente tutti comprendiamo che l’insieme delle azioni economiche individuali, guidate dall’interesse personale (la sicurezza dei propri risparmi o investimenti), non sempre consente soluzioni che portino anche al bene complessivo⁵.

⁴ Quasi tutte le crisi bancarie degli ultimi anni non sono arrivate a causa di file di correntisti agli sportelli, ma perché i regolatori (le banche centrali e i governi *in primis*) hanno disposto la cessazione dell’attività e la risoluzione (o aggregazione, o altra ipotesi) della banca in crisi prima dell’evento del collasso. Questo spesso è giustificato con la necessità di preservare la stabilità del sistema, ma è anche la conferma più evidente dell’importanza della fiducia del mercato, sia nel regolatore e nel sistema, sia in ogni singola istituzione bancaria e finanziaria regolata.

⁵ Non discutiamo qui le posizioni classiche di Adam Smith in “*The wealth of the nations*” (“*An inquiry into the nature and causes of the wealth of the nations*”, marzo 1776) e il convincimento che la “mano invisibile” data dal buon funzionamento del libero mercato porti sempre a risultati ottimali. Essendo dibattito noto e lontano dagli oggetti che trattiamo lascio al lettore di formarsi un’idea.

Infatti, l'aggregato dei comportamenti dei clienti di quella banca ha provocato un effetto “*spillover*” che è un danno, in effetti, per il sistema dove quegli stessi individui risiedono e per i loro concittadini.

2. Può esistere un parallelo tra rischio sovrano e rischio bancario nei comportamenti dei mercati?

E', tuttavia, assai meno intuitivo considerare che, probabilmente, lo stesso modello statistico di comportamenti aggregati che consente la vita prospera del sistema bancario in ogni paese è anche il modello, su scala più larga e con differenze, che regola i rapporti tra le aree ricche e quelle povere del Mondo, e consente ai paesi ricchi, che poi sono anche quelli con le valute più “forti”, o “di riserva” (dollaro ed euro ad esempio), di avere una grandissima ricchezza “immateriale” che attrae verso di loro i beni reali anche dai paesi meno ricchi.

Ad esempio, è evidente che il cittadino di un paese emergente preferisca essere pagato e detenere valuta “forte” (dollari, euro...⁶) in cambio di suoi beni e servizi, data la sua “sfiducia” nella moneta nazionale e la sua convinzione che quella valuta “forte” lo garantisca meglio. Se lo fa uno solo non è un problema. Ma se tutti fanno lo stesso, allora automaticamente la valuta (e il sistema economico) di quel paese emergente ne vengono penalizzati, perché la ricchezza (non solo quella immateriale) prodotta in quello stato sarà in gran parte trasferita all'estero, nei fatti nelle disponibilità di quei paesi con valute più forti⁷.

⁶ Cfr. ad esempio le pubblicazioni di Benoit Coeuré, già membro del comitato esecutivo della ECB, “*Should the ECB Care About the Euro’s Global Role?*”, Voxeu, CEPR, 2019; anche in European Central Bank, “*The International Role of the Euro*”, Frankfurt (D), 2019; e poi, di Barry Eichengreen, “*The Breakup of the Euro Area*,” NBER Working Paper No. 13393, 2007.

⁷ Cfr. anche John Maynard Keynes, “*The Collected Writings*”. Vol. 26, Activities, “*1941-46: Shaping the Post-War World: Bretton Woods and Reparations*”, London, (UK), Macmillan, ried. 1980. L'analisi degli impatti delle cosiddette “riparazioni” al termine della Prima Guerra Mondiale e delle possibili implicazioni della creazione di un sistema monetario non equilibrato al termine della Seconda Guerra Mondiale evidenziano come il funzionamento corretto del Sistema monetario e del Sistema dei commerci sia interdipendente. L'eventuale asimmetria potrebbe avere conseguenze gravi (come poi la Storia ha dimostrato).

Questo provocherà anche il permanere di una generale sfiducia nei paesi “deboli” che di fatto renderà praticamente inesistente la possibilità di mantenere un accumulo di ricchezza con valute deboli (che poi spesso sono anche “non convertibili” quindi non cambiabili con valute forti – e questo perché le banche centrali che le emettono non dispongono di riserve in valute forti sufficienti per garantire questa libertà ai cittadini dei loro paesi).

In realtà si potrebbe anche commentare che non sono i comportamenti economici di alcuni a generare la crisi, quanto più la premessa di quei comportamenti, ovvero la mancanza di fiducia in quel sistema economico, in quel paese, eccetera. Alla fine, tutto ritorna a un concetto di fiducia. Proprio questa fiducia, tuttavia, sta diventando nell’attualità contemporanea qualcosa di molto diverso rispetto al passato, anche storico, in cui l’effetto apparentemente moltiplicativo creato da comportamenti degli operatori di mercato era sempre stato legato a forme di beni o titoli materiali.

Infatti, fino che anche il denaro era quasi una “*commodity*” (ovvero era più o meno convertibile in oro⁸ o valori equipollenti), la fiducia nel sistema bancario e finanziario aveva bisogno (e ciò bastava largamente a tutelare gli interessi particolari e collettivi) della garanzia dello stato e della legge.

Tale supporto concedeva agli stati un privilegio, ovvero di essere i garanti di ultima istanza dell’economia. Questo però voleva anche dire che la politica aveva un “primato”. E questo primato, che in origine era fondato sull’autorità del sovrano, a sua volta di emanazione divina, come era la regola nell’*Ancien Régime*, nel periodo successivo alla Rivoluzione Francese si è basato anche su modelli economici, ideologie ed idee, che, poi, si realizzavano in proposte concrete di ordine sociale.

Quindi la moneta, oggi, avrebbe sostanzialmente perso gran parte del suo ruolo di “riserva di valore”? Questo non è del tutto vero: le

⁸ Cfr. anche Barry Eichengreen “*The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939*”, Oxford University Press, Oxford, 1992 e Michael D. Bordo con Barry Eichengreen “*The Rise and Fall of a Barbarous Relic: The Role of Gold in the International Monetary System*”, University of Chicago Press, Chicago (IL), USA, 1998.

valute come il dollaro USA – che mantiene il suo “privilegio esorbitante”⁹ come moneta di riserva mondiale – e le poche altre (euro incluso) che sono diffuse ben al di là dei confini dello stato (o stati) che le emette, offrono maggiori “gradi di libertà” al detentore rispetto alle altre valute. Per questo restano monete detenute anche a scopo di riserva di valore, pur se molto meno che in passato e in maniera asimmetrica (maggiormente in quelle aree del Mondo che definiremmo “economie emergenti”, meno nei paesi ricchi dove sono emesse).

Però, per queste valute - senza pretesa di trattare esaustivamente di temi economici complessi - si potrebbe osservare anche che la politica monetaria dei paesi che le emettono (Stati Uniti d’America in testa) è implicitamente beneficiaria di un effetto simile a quello del monte dei depositi di una banca.

Perché questo? Un esempio semplice è quello di legare la capacità di spesa riferibile a una moneta e il suo mercato. Se immaginiamo una moneta di un paese emergente, essa è nella forma simile alle monete dei paesi avanzati. Tuttavia, spesso essa non è convertibile facilmente in altre valute, o lo è a condizioni molto penalizzanti. E questo, a volte, accade indipendentemente dalla volontà del governo di quel paese o della sua banca centrale. Infatti se una banca centrale non è in grado di disporre di riserve adeguate in altre valute, perché il suo paese non riesce a generare un surplus commerciale che porti un surplus valutario o, altrimenti, ad accedere al credito internazionale per ragioni varie (che possono variare da restrizioni al credito, rischi legali, rischi politici...), essa sarà spinta dal mercato (dalla somma dei comportamenti degli operatori, inclusi gli stessi cittadini di quel paese) a rendere la valuta non convertibile.

Inoltre, quella banca centrale, trovandosi in un paese strutturalmente incapace di generare surplus, ed essendo, quindi, senza la capacità di detenere valute di riserva (“forti”), avrà ben poco margine di manovra per rimediare alla situazione. La teoria economica consente

⁹ Cfr. Henry M. Paulson Jr., “*The Future of the Dollar*” sulla rivista *Foreign Affairs (USA)*, 19 maggio 2020. Secondo Paulson, già Segretario al Tesoro americano, il privilegio esorbitante non fu “ricercato” dagli USA ma una conseguenza dello schema che uscì dal negoziato di Bretton Woods e dagli eventi dei decenni seguenti.

alla banca centrale di operare sui tassi (ad esempio abbassandoli, svalutando la sua moneta e favorendo le esportazioni) o sulla quantità di moneta in circolazione (aumentandola, con effetto simile al precedente), ma così anche generando inflazione, e probabilmente creando un contesto di “sfiducia”, con poche vie di ritorno, nella sua stessa valuta. La sfiducia sui mercati alimenterà ulteriormente la crisi, perché vi sarà una tendenza degli operatori ad evitare di detenere la valuta di quel paese (debole) o a portarla immediatamente in banca centrale per convertirla in valuta forte, depauperando costantemente le riserve di quell’istituto di emissione.

Alla fine, è probabile che quella banca centrale non riesca a preservare il valore della sua moneta, che facilmente diventerà “non convertibile”, cioè non scambiata o scambiabile con altre valute sui mercati, dato che sui mercati stessi rapidamente tutti gli operatori privati (e le altre banche centrali di conseguenza) sapendo che la banca centrale di quel paese non è più in grado di cambiare la sua moneta in altre valute, non avendo riserve o accesso al credito, rifiuteranno di detenerla o di utilizzarla per regolare i loro commerci e i loro affari.

Non è detto che, nei “fondamentali”, la situazione di quel paese sia, poi, così compromessa, ma il fatto che il mercato (i comportamenti aggregati dei vari operatori, dai più piccoli ai più grandi, che agiscono razionalmente in base ad aspettative¹⁰ di eventi considerati più probabili – qui il possibile *default* nella convertibilità – per preservare il loro capitale) lo “creda”, di fatto, determina in gran parte gli eventi e le conseguenze¹¹. Paradossalmente in un modo

¹⁰ A questo proposito, cfr. il volume di Graham K. Shaw “Aspettative razionali. Una esposizione elementare”, ISDN 9788813168780, trad. di M.G. Legrenzi, edito da CEDAM, Padova, 1990.

¹¹ Queste idee sono state espone già nel 1987 dal noto finanziere George Soros, nel suo libro “The Alchemy of Finance – reading the mind of the markets” - ed. John Wiley and Sons, London (UK), 1987. Come tutti ricordiamo bene, il suo nome era ignoto al grande pubblico fino agli eventi del settembre 1992, quando le posizioni prese dai suoi “*hedge funds*” determinarono la crisi del sistema monetario europeo e la rapida uscita della lira italiana e della sterlina inglese dal sistema. Soros aveva scommesso sul fatto che il mercato credesse che le autorità di quei due paesi non potessero “difendere” le parità ufficiali della loro valuta, che non erano sostenibili nei fondamentali economici. Nonostante gli sforzi delle due banche centrali e i proclami di governatori di statura storica, come l’italiano Carlo A. Ciampi, in pochi giorni i mercati determinarono la sconfitta delle autorità. Era forse il primo caso nella Storia, o almeno

simile al caso della crisi di una banca, l'attesa del mercato di un evento negativo rispetto a uno stato crea una situazione di incertezza che progressivamente accelera verso il realizzarsi di quell'evento, quasi autoalimentandosi nel progredire di un *fumus* negativo che assume effetti reali.

Come per le banche, anche nel caso degli stati la crisi si traduce nella necessità di restaurare una situazione di credibilità, con iniziative risolutive, che, nell'attuale sistema monetario mondiale, spesso assumono la forma di un "programma" del Fondo Monetario Internazionale, con una almeno parziale e temporanea limitazione della sovranità di quel paese. Quindi, anche qui è – e, certo, non è solo – una questione di fiducia. Non lontana dalla fiducia che i correntisti hanno (o meno) nella loro banca, con la differenza che qui parliamo di banche centrali e di stati.

Infatti, la "crisi di fiducia" ha conseguenze importanti ed immediate (che possono spiegare il perché della necessità del "programma"): se l'insieme dei comportamenti degli attori sui mercati denoterà una totale assenza di fiducia, quel paese (e, forse, anche i suoi cittadini) difficilmente potranno avere accesso al credito internazionale, e, senza di esso, non avranno disponibilità di valute necessarie per comprare beni prodotti in altri paesi. Infatti, l'eventuale creditore osserverà che un paese in *deficit* commerciale strutturale e senza una valuta convertibile non sarà probabilmente in grado di ripagarlo (non avrà modo di avere una valuta per farlo, e in quelle condizioni non avrà accesso al credito facilmente). Il che alimenterà ulteriormente un circolo vizioso. Infatti, verso quel paese si esporterà sempre meno (non vi sarebbero mezzi per i pagamenti) e, alla fine, il suo sistema economico e i suoi cittadini saranno sempre più poveri.

Sembra banale, ma è il parallelo della descrizione di un fallimento bancario. Anche qui, la gran parte delle conseguenze si avverano per un avvitamento di percezioni crescenti di sfiducia, come la fila allo sportello prima che la banca fallisca. Quasi paradossalmente, se tutti

il primo di tale rilevanza, in cui una serie di iniziative di operatori speculativi privati riusciva a imporre alle autorità pubbliche e ai governi dei paesi Occidentali di abbandonare una linea di politica economica dichiarata ufficialmente e sostenuta con azioni concrete. Per la prima volta fu palestese che la "credibilità" delle istituzioni, anche le più significative, aveva un limite.

pensassero che la situazione è sostenibile, anche un paese con “fondamentali” deboli resterebbe integrato nei mercati e la sua valuta convertibile, perché si continuerebbe a fargli credito: esattamente quello che accade nel rapporto tra clientela e istituzione bancaria.

Ma, nel caso di uno stato, vi sarà anche un’ultima, grave, conseguenza: i beni in quel paese, denominati in una valuta debole e non convertibile, perderanno di “valore relativo”. In pratica (e questo indipendentemente dalla situazione legale – assumiamo pure che vi siano tutte le tutele legali per la proprietà), il valore di mercato (in valuta “forte” ad esempio) di un bene in un paese siffatto sarà proporzionalmente molto inferiore allo stesso bene o a un bene simile se valorizzato in un paese ricco.

Questo potrà sembrare strano, ma non lo è: è intuitivo il famoso esempio del prezzo degli hamburger di una nota catena americana indicatore del reale potere di acquisto a seconda del paese dove esso viene acquistato.

Ora, immaginiamo che questo si riferisca a grandi immobili o a estensioni di terra: questo vorrebbe dire che la ricchezza intera di un paese è valorizzata di meno, proporzionalmente, se il suo sistema e la sua valuta sono deboli. E, infatti, l’investitore estero che comprasse un bene importante è consapevole di avere facilità a farlo se usa, ad esempio, i dollari americani per il suo affare (ad esempio il comprare un palazzo) in un paese con una valuta debole. Ma il giorno che volesse vendere quel bene, egli non potrebbe facilmente prevedere quale sarà il prezzo del dollaro, magari molto penalizzante, o se un acquirente potrà procurarsi dei dollari laggiù, né se sarà possibile convertire la valuta. Quindi sconterà il prezzo del bene di questa incertezza. E questo vale per tutte le transazioni in generale in tale situazione, con una chiara conseguenza non solo sui prezzi, ma sui valori reali di tutti i beni in un paese con valuta “debole”.

Tutto questo può avere varie motivazioni (incluso gli aspetti legali, geopolitici e altro), ma, alla fine, si tratta di una sfiducia generalizzata nella valuta nazionale, nella banca centrale e nel sistema paese. Al contrario, se si è in un paese “ricco” si genera un circolo virtuoso parallelo e crescente, e quel paese attrarrà ricchezza.

In pratica, per fare un esempio dei due casi, immaginiamo un individuo di un paese “debole” che detiene, ad esempio, dei dollari: egli preferisce continuare a detenerli (anche all'estero) che convertirli in valuta locale. Qual è il motivo di una tale scelta? Semplicemente l'operatore è convinto che con i dollari potrà facilmente accedere ad ogni tipo di bene sul mercato o convertirli in altre valute, mentre pensa che la valuta del suo paese non gli consentirà facilmente nessuna delle due cose. E, infatti, solo nei paesi ricchi, quelli con valute forti e convertibili, c'è un vero mercato finanziario, che include anche capitali stranieri che ritengono – forse a torto, forse a ragione – di poter essere velocemente e prontamente liquidati in caso di necessità da posizioni e investimenti in quei paesi e nelle loro valute.

Alla fine, il divario tra paesi in grado di avere un mercato di capitali e quelli esclusi da questo circuito si amplierà enormemente, con i primi in grado di polarizzare la ricchezza e i secondi, invece, impoveriti. Non tanto, e non solo, per una responsabilità di quei governi, ma anche perché i loro stessi cittadini cercheranno di salvare i loro propri capitali investendoli o detenendoli all'estero e la loro valuta, l'unità di conto per valorizzare i beni reali nazionali, non essendo più convertibile o accettata, penalizzerà la valutazione dei beni di quei paesi, rendendola irrisoria rispetto a quella dei paesi ricchi.

Tutto questo potrebbe contribuire a spiegare perché un appartamento in un paese avanzato può valere più di un palazzo in un paese emergente (questo, naturalmente, se le tutele legali laggiù ne consentano l'acquisto e siano equipollenti nei due paesi. Tuttavia, assumendolo, il paragone rende bene le ragioni puramente economiche). In realtà questo comportamento si autoalimenta (se tutti gli operatori di quel paese lo pensano, nessuno vorrà la valuta nazionale ed essa varrà sempre di meno). Ma è anche sintomo di una peculiarità del mercato che “legge il futuro” nella sostanza delle aspettative¹².

¹² Anche qui, cfr. il volume di Graham K. Shaw “Aspettative razionali. ...”, cit.

3. Alcune considerazioni.

Tornando al tempo presente, ci pare evidente che la moneta si sta trasformando, ovvero stia sempre più assumendo una prevalente funzione di “unità di conto” e di “mezzo di pagamento” a scapito di quella di “riserva di valore”. Tuttavia, questo sta accadendo in modo incontrollato e non per scelta dei regolatori e dei governi.

Paradossalmente, mentre anche le valute più forti oramai non sono detenute a solo scopo di preservare il risparmio – e questo a causa dei rischi da inflazione – abbiamo assistito nel periodo 2019-2022 alla nascita e rapida crescita di un mercato globale per alcune “criptovalute”¹³ che sono state oggetto di acquisti finalizzati a investimenti e attese di profitto speculativo.

La “bolla digitale” ha, però, anche dimostrato che alcune funzioni in precedenza intrinseche alla moneta oggi non trovano più nella detenzione della moneta legale una piena soddisfazione.

Se, fino ad oggi, poteva sembrare che quest’ultima stesse solo evolvendo verso un ribilanciamento del suo ruolo (appunto l’unità di conto e mezzo di pagamento come ruolo prevalente), quello che sta accadendo negli ultimi anni sui mercati, e la possibile risposta delle banche centrali, ovvero le valute digitali ufficiali (“CBDCs”¹⁴) sta dimostrando che il concetto stesso di moneta è cambiato.

Ma in una cosa c’è continuità: anche oggi la moneta è, più che mai, dove è la fiducia dei suoi detentori¹⁵. E, sorprendentemente, oggi non

¹³ Le “criptovalute” come BitCoin, Heterium e altre simili, non sono “moneta”, legalmente parlando, data l’assenza di una banca centrale e di valore legale.

¹⁴ L’acronimo “CBDCs” indica le “Central Bank Digital Currencies” o valute digitali di banca centrale. Esse per definizione non sono altro che “forme” diverse delle valute esistenti (un dollaro, un euro rimangono tali, solamente – e non è ancora ben definito in che perimetro – acquisirebbero nuove funzioni e si trasformerebbero in moneta puramente digitale).

¹⁵ Sono interessanti le considerazioni della Capo economista del Fondo Monetario Internazionale, G. Gopinath, nell’articolo “*Digital currencies will not displace the dominant dollar*” pubblicato sul *Financial Times* del 7 gennaio 2020.

sono più gli stati i garanti finali del sistema (o, almeno, non sono i soli e non sono sufficienti a garantirne la credibilità)¹⁶.

Non è detto che le cose davvero cambieranno sui mercati monetari in futuro, e, ad esempio, che il ruolo del dollaro possa essere ridimensionato (è uno degli scenari della corsa alla *leadership* valutaria tra Stati Uniti e Cina, ma, al momento, sembrerebbe una eventualità remota). Essendo scenari di lungo periodo è difficile fare considerazioni e previsioni.

Però, ciò che vediamo è anche il segnale di un *trend* evidente a tutti, che porterà nel tempo a un'evoluzione del ruolo della moneta e del denaro. Moneta che sarà sempre più immateriale e, quindi, slegata da quello che poteva essere in passato il garante pubblico finale (lo stato che la emette)¹⁷.

Questo perché la “fiducia” negli stati, come nelle istituzioni, ed anche nella stessa Unione europea o nelle Nazioni Unite (enti molto diversi naturalmente) è oggi molto minore. Tanto da costringere il Fondo Monetario Internazionale a lanciare (2023) programmi come l'UniCoin, non tanto perché vi sia convinzione su di un successo dello strumento, ma perché quell'istituzione vuole mantenere il controllo del suo “spazio” e del suo ruolo¹⁸. Perché uno degli effetti collaterali della rivoluzione strisciante determinata dalla crisi di fiducia nel denaro e nel sistema economico è la possibile nascita di alternative¹⁹ ed anche le conseguenti necessità di ridisegnare l'architettura finanziaria nata a Bretton Woods nel 1944²⁰.

¹⁶ Questo è ben dimostrato non solo proprio dalla bolla delle valute digitali degli ultimi anni, ma anche dalla ricerca di nuove forme, non bancarie, di regolamento dei propri impegni finanziari, con un trend che sembra acuirsi anziché ridursi in una situazione di tensione geopolitica come quella esplosa nel 2022-23.

¹⁷ Cfr. *Oliver Wyman Forum, AWS: “Retail Central Bank, Digital Currency: From Vision to Design - A framework to align policy objectives and technology design choices”, March 2022, page 9.*

¹⁸ Sul ruolo del FMI, è sempre interessante richiamare Keynes (“Proposals for an International Clearing Union”, in Keith Horsefield et al, *The International Monetary Fund 1945-1965: Twenty Years of International Monetary Cooperation*, Volume 1. Chronicle, International Monetary Fund, Washington DC., 1965.

¹⁹ Oggi, per la verità, non se ne vedono ancora in grado di determinare una rivoluzione nel sistema, ma non si può escludere un domani.

Ma se la fiducia nello strumento monetario è, davvero, così importante, cosa dovremmo concluderne? Intanto, dovremmo renderci conto che la ricchezza dei paesi oggi considerati avanzati è molto legata al fatto che le loro monete (l'euro e il dollaro americano *in primis*) continuano a restare al centro del sistema.

Quindi, è anche evidente che la guerra “non combattuta” che si sta verificando ormai da qualche anno nel sistema economico mondiale vede la chiara preferenza delle potenze emergenti (in testa la Cina), e dei paesi più arretrati, per un nuovo sistema multipolare che, però, non può essere accettato facilmente dagli Occidentali: un nuovo sistema post-Bretton Woods, sganciato dalle valute attualmente più forti, ne ridimensionerebbe ruolo e valore: nel tempo, ciò determinerebbe un sistema di commerci non più regolato prevalentemente in dollari e la fine del primato delle valute dei paesi Occidentali, con la conseguenza pratica di una graduale riduzione del divario di ricchezza tra i vari paesi del Mondo, nella pratica a svantaggio dei paesi Occidentali e a vantaggio di quelli emergenti.

Sembra un paradosso, ma ciò che più di tutto rappresenta la ricchezza oggi è l'insieme immateriale di aspettative e diritti (l'idea che con una certa valuta si sarà sempre in grado di acquistare beni o convertirla in altre valute convertibili) legato alla nostra fiducia nel sistema economico in cui ci troviamo.

E in un futuro che ormai sembra sempre più prossimo, più questo sistema sarà transazionale e “privatizzato”, più sarà difficile localizzare geograficamente la ricchezza, con evidente pregiudizio del ruolo degli stati e della politica, ma anche “ribilanciando” i valori espressi dalle unità di conto più affidabili, in particolare valorizzando maggiormente *asset* immateriali e facilmente trasferibili rispetto a beni reali e concreti (ad esempio gli immobili).

Ma, soprattutto, dato che la moneta resta lo strumento (unità di conto) per determinare i valori, se essa non è più collegata a dei sistemi statali, e, in particolare, alle economie di mercato dei paesi

²⁰ Cfr. John Maynard Keynes “*The Collected Writings*”. Vol. 26, Activities, 1941-46: “*Shaping the Post-War World: Bretton Woods and Reparations*”, London (UK), Macmillan ed., ristampa 1980.

democratici Occidentali, l'effetto implicito di un sistema monetario decentralizzato o, comunque, di una nuova "Bretton Woods" che ponga una sorta di nuovo "Bancor" al centro, determinerebbe non solamente una differenza sostanziale nel modo con cui i commerci internazionali si regolano (la valuta di regolamento), ma anche una probabile riduzione della forbice dei valori dei beni reali detenuti nelle varie aree del mondo.

In pratica, senza che noi ne siamo completamente coscienti, di fatto l'utilizzo di valute come il dollaro o l'euro nei paesi Occidentali determina anche che il desiderio del resto del mondo di detenere tali valute e si traduce in un apprezzamento generale del valore dei beni nelle economie più forti.

E non è solo una questione di aspetti legali e titoli di proprietà. Non sfugge, come già accennato a titolo di esempio, che, per ipotesi, un medio appartamento nel centro di una grande città europea valga di più di un bel palazzo in una grande città di un paese emergente. Ma questo non è solo una questione di prezzi relativi (le "PPP" delle valutazioni del Fondo Monetario Internazionale dovrebbero poter dare un'indicazione più accurata dei reali "poteri d'acquisto" a prezzi locali), ma anche la dimostrazione che un insieme di considerazioni immateriali associate all'uso di una valuta "forte" e convertibile rende preferibile ciò che è denominato in tale valuta rispetto a beni denominati in valute deboli (per varie ragioni)²¹.

Se immaginassimo che il sistema internazionale non faccia più differenza tra valute deboli e forti²², perché i pagamenti internazionali fossero regolati prevalentemente con una sorta di nuovo "bancor", magari digitale, l'effetto (involontario?) sarà quello

²¹ Per riprendere l'esempio già citato, è assai probabile che il cittadino del paese emergente preferisca detenere o acquistare un bene in un paese che percepisce come più stabile (con una valuta più "forte") per salvaguardare il suo capitale. E questo provocherà, come comportamento aggregato, un divario sempre maggiore tra i due paesi. E peggiorerà la situazione della valuta più "debole" a vantaggio di quella più "forte".

²² Cfr. Masera R., "Old and New Risks: Challenges Ahead", Enel Risk Academy, Rome, November 9th, 2021.

di annullare il vantaggio implicito²³ che l'area economica con la valuta "forte" aveva prima dell'introduzione del nuovo sistema²⁴.

In questi anni noi stiamo assistendo ad una serie di evoluzioni che sembrano mettere in dubbio il vecchio sistema "Bretton Woods", così come esso è stato ridefinito dopo l'agosto del 1971²⁵, e, in particolare la centralità del dollaro USA e delle valute dei paesi Occidentali, euro in primis.

Oggi il primato del dollaro come valuta per regolare i commerci internazionali non è in discussione, e quanto non è regolato in dollari lo è largamente in euro²⁶. Ma se in un domani si trovasse un nuovo sistema per regolare i pagamenti lo scenario cambierebbe sostanzialmente²⁷.

Dato però quanto rischia l'Occidente in questo scenario, il fatto che il dollaro venga di fatto "*weaponized*"²⁸ dagli americani può sembrare un approccio rischioso, ma, dato che è nell'interesse di tutto l'Occidente che esso resti centrale, ogni alternativa che ne riduca il ruolo è per i paesi avanzati assai rischiosa. E questo costringe tali

²³ E, in pratica, questo vorrà dire che il cittadino del paese "debole" non vorrà necessariamente più detenere asset nel paese "forte" perché potrà salvaguardare il suo capitale detenendo dei "nuovi ancor". Quindi, alla fine, la forbice del valore dei beni nelle due aree probabilmente si restringerà (salve le altre cause di differenza, naturalmente) e questo ridurrà la ricchezza dei paesi "forti" e, forse, aumenterà quella dei paesi "deboli".

²⁴ Cfr. Arcelli A., Masera R., Tria G., «Da Versailles a Bretton Woods: errori storici e modelli ancora attuali per un sistema monetario internazionale sostenibile», in *Moneta e Credito*, Rome, dicembre 2021.

²⁵ Cfr. Michael D. Bordo "The Bretton Woods International Monetary System: A Historical Overview", in "A retrospective on the Bretton Woods System: Lessons for International Monetary Reform" di Michael D. Bordo and Barry Eichengreen, University of Chicago Press, Chicago (IL), USA, 1993.

²⁶ Cfr. come referenza le tesi di Patricia S. Pollard in "*The Creation of the Euro and the role of the Dollar in International Markets*", papers of The Federal Reserve Bank of St. Louis, USA, 2001.

²⁷ Cfr. anche A. Greenspan "*Hearing, House Oversight Committee*", Us Congress, Proceedings, October 23rd, 2008.

²⁸ Cfr. Henry Farrell & Abraham L. Newman, "*Weaponized Interdependence. How Global Economic Networks Shape State Coercion*", International Security, Vol. 44, No. 1., 2019.

paesi, tutti, a seguire gli USA nella loro politica, con ben poco margine per alternative.

Cosa potrebbe essere uno scenario futuro? A breve sembra difficile immaginare alternative, ma, se emergesse un nuovo sistema parallelo al dollaro, certo esso avrebbe un grande impatto sulla redistribuzione della ricchezza nel mondo. Oggi sembra improbabile immaginare un sistema alternativo credibilmente promosso da alcuni stati. E ciò che è la cosa più interessante è proprio la necessità di utilizzare il termine “credibilmente”. Sembra un paradosso, ma le cosiddette “criptovalute” hanno dimostrato (almeno per un periodo, salvo poi dimostrare anche i limiti dell’assenza di un regolatore centrale a loro sostegno) di poter attrarre assai più fiducia di ogni alternativa valutaria che sia oggi sostenuta da stati.

E questo dato di fatto ci dimostra che in un sistema crescentemente immateriale e legato alla fiducia, non è più il sistema legale e politico ciò che determina l’accettabilità di una valuta. Perché il fatto di accettare o meno di essere pagati con un certo tipo di valuta o di bene (le criptovalute sono di fatto beni/*commodities* e non monete in senso stretto) è una scelta personale e non un’imposizione legale.

Non dimentichiamoci che i comportamenti determinati dalle preferenze economiche (l’esempio dei cittadini del paese con una valuta “debole”) non sempre raggiungono risultati ottimali per tutti e per il sistema. E oggi non vi è una facile alternativa per ammortizzare eventuali divergenze, perché il mondo è diviso e competitivo e le decisioni degli stati (orientati al proprio interesse) sono lontani da quelli di partner a un tavolo alla ricerca della soluzione ottimale per tutti, e, se mai, assai più simili al comportamento dei clienti di fronte alla filiale di una banca in crisi... Quindi, il futuro del sistema economico, sempre di più, sarà legato alla fiducia che i sistemi di pagamento che utilizzeremo sapranno conquistarsi sul mercato. Al momento non si vedono vere alternative al dollaro e alle valute comunque legate al sistema dei paesi Occidentali. E questo implica anche che, implicitamente, la ricchezza mondiale continuerà ad essere di fatto “attratta” verso i paesi ricchi, proprio per l’aggregato dei comportamenti individuali dei singoli detentori di beni e valute.

4. Conclusioni.

Cosa potrebbe mettere in crisi questo sistema? Probabilmente un crescente “*decoupling*” dell’economia²⁹ e una spaccatura tra il sistema Occidentale e la Cina e i paesi emergenti creerà una tensione importante e, in prospettiva, potrebbe causare una crisi del ruolo centrale del dollaro. Oggi non sembrerebbe probabile, ma ora più che mai prima nella Storia è una questione di fiducia più che di elementi reali.

Cosa accadrebbe se, a un certo punto, la fiducia venisse meno e il comportamento dei mercati fosse simile a quello dei correntisti di una banca in crisi? Sembra uno scenario impossibile, ma se accadesse tutto cambierebbe. Probabilmente il fatto di riportare al centro del sistema economico e monetario dei principi etici potrebbe sortire un effetto importante almeno, ovvero ridefinire l’idea stessa di fiducia nel sistema finanziario.

Oggi noi, infatti, possiamo agevolmente intuire gli effetti perversi dei meccanismi monetari. E, a seconda di dove siamo nel mondo - quindi probabilmente se ci trovassimo tutti nel caso del famoso esempio del “velo di ignoranza” di Rawls³⁰ non è detto che il sistema monetario attuale sarebbe il preferito dalla maggioranza del genere umano – possiamo valutare che tale sistema ci sia conveniente o meno. Ma non è certamente sulla base di considerazioni etiche.

In teoria, tutti noi in Occidente siamo a conoscenza dei vantaggi che ci comporta il fatto di vivere in un’area ricca del mondo, cosa che sembra evidente a tutti, ma siamo molto meno disposti a prendere coscienza del fatto che il sistema economico dove viviamo dovrebbe evolvere per assicurare la sua stessa sopravvivenza e sostenibilità.

Questo non accade, e non solo perché in un sistema così complesso non sono solo le scelte delle istituzioni pubbliche o democratiche a determinare il corso degli eventi economici. Piuttosto, sono spesso le

²⁹ Cfr. A. F. Arcelli e G. Tria G., “*Time to reset?*”, in “World Commerce Review”, 2Q 2021, disponibile alla URL: https://www.worldcommercereview.com/publications/article_pdf/1966 .

³⁰ Cfr. J. B. Rawls, “Una teoria della giustizia” (ed. orig. 1971), Feltrinelli, Milano, 2008.

regole del mercato a influire sulla volontà e sulle preferenze degli stessi cittadini (in effetti, il noto economista John Kenneth Galbraith³¹, sosteneva che il capitalismo è l'unico sistema dove tutti hanno qualcosa da perdere, perciò il più stabile), a volte con effetti subottimali, come il generalizzato guardare in priorità al breve periodo, a scapito di scelte di prospettiva.

Paradossalmente il sistema attuale è suscettibile di influenze (in particolare, certo, quelle dei sistemi economici più "forti") ma non esiste un modo per determinarne in modo certo gli sviluppi (nemmeno in sedi come il G7 o il FMI). E' forse proprio la fine del primato della politica e il crescente ruolo dell'economia ad avere, invece, determinato, più di ogni altra cosa, la Storia per come la stiamo vivendo e la abbiamo vissuta negli ultimi 50 anni.

Il ritorno a forti basi etiche nei valori fondanti la società civile, specie nei paesi che si definiscono democrazie liberali, è forse l'unico modo per emergere da una crescente incertezza che, gradualmente, sta evolvendo in un apparente ordine multipolare ma, in pratica, lascia molti quesiti su quello che siano i futuri possibili. Questo però non può essere un semplice proclama, ma necessità di una riflessione che vada al di là di un semplice dibattito su economia, etica ed equilibri geopolitici.

³¹ Cfr. J.K. Galbraith, "The Affluent Society" (ed. orig. 1958), trad. it. di Giorgio Badiali e Sergio Cotta, Economia e benessere, Ed. di Comunità, Milano, 1959; poi come La società opulenta, ivi, 19632; Boringhieri, Torino, 1969.