

**LUISS** 

**Dipartimento Di  
Economia e Management**

Tesi di laurea triennale  
Cattedra di Macroeconomia ed Economia Politica

**IL SISTEMA MONETARIO  
INTERNAZIONALE:  
LA SFIDA VALUTARIA NELL'ERA  
DIGITALE**

***RELATORE:***

***PROF. SALVATORE NISTICÒ***

***CANDIDATO: CARMINE FERRARA***

***MATRICOLA: 251221***

## **Indice**

### *Introduzione*

#### **Capitolo I – EVOLUZIONE STORICA DEL SISTEMA MONETARIO**

- 1.1 La genesi e l'evoluzione della moneta
- 1.2 Storia del sistema monetario e delle varie fasi di ancoraggio
- 1.3 Le funzioni e l'utilità della moneta
- 1.4 La moneta come riserva di valore internazionale, l'affidabilità
- 1.5 I vantaggi della moneta con funzione di riserva: il signoraggio del dollaro

#### **Capitolo II – LA SFIDA DOLLARO, EURO, YUAN**

- 2.1 Il peso del dollaro in ambito internazionale
- 2.2 Il ruolo dell'euro sulla scena mondiale
- 2.3 L'ascesa dello yuan e la posizione cinese
- 2.4 Possibili minacce al dollaro, la 'guerra delle monete'
- 2.5 Caso Rublo: uso forzato negli scambi causa conflitto russo-ucraino

#### **Capitolo III – IL FUTURO DIGITALE DELLE MONETE**

- 3.1 L'evoluzione del sistema verso le central bank digital currency
- 3.2 Peculiarità delle central bank digital currency
- 3.3 Vantaggi delle central bank digital currency
- 3.4 Caso della Cina: e-yuan, caso olimpiadi invernali pechino 22
- 3.5 Corsa al digitale di Europa e USA: euro digitale e dollaro digitale
- 3.6 Il ruolo delle central bank digital currency sugli equilibri mondiali

### *Conclusioni*

## *Introduzione*

L'economia ruota intorno al dollaro: i commerci, la finanza e le economie di molti paesi emergenti si basano sulla valuta statunitense: per motivi storici e politici, e con alcuni problemi.

Il petrolio si compra in dollari, l'oro si compra in dollari, gran parte delle transazioni internazionali avviene in dollari; il debito di molti paesi è determinato in dollari e in molti paesi emergenti o in via di sviluppo talvolta anche per le piccole transazioni gli esercenti preferiscono accettare dollari invece che la valuta locale.

Il dollaro statunitense è la valuta riferimento del sistema internazionale dei pagamenti e la fiducia che il mondo ripone in questa moneta deriva principalmente dalla sua storia e dal fatto che gli Stati Uniti sono considerati una potenza economica che difficilmente un giorno non ci sarà più o che non sarà più affidabile. Nonostante questo, molti paesi ciclicamente tornano a riproporre l'idea di una "dedollarizzazione" dell'economia a favore delle monete locali, e quindi una riduzione dell'influenza del dollaro, sia per ragioni economiche che di influenza politica. Per esempio, di recente il presidente brasiliano Luiz Inácio Lula da Silva, in visita di stato in Cina, ha detto: «Ogni notte mi chiedo perché mai tutti i paesi debbano basare i propri commerci sul dollaro».

La forza di una moneta deriva da tre principali caratteristiche: da quanto è riconosciuta come unità di misura per i prezzi, dalla facilità con cui viene accettata come mezzo di pagamento e dall'affidabilità come riserva di valore. Il dollaro rispetta tutte e tre le caratteristiche e questo, unito alla stabilità dell'economia americana, fa sì che tutto il mondo conosca il suo valore. Perciò quasi ovunque gli operatori sono disposti ad accettare il dollaro come moneta di scambio e se si ha una piccola scorta di dollari si è consapevoli che il suo valore non potrà cambiare molto nel tempo, e che quindi i risparmi sono al sicuro.

In più il dollaro è anche considerato un bene rifugio in tempi difficili e incerti, al pari dell'oro. Quando c'è incertezza sui mercati finanziari, per cercare di mettere i propri soldi al sicuro gli investitori tendono a fare scorta di dollari, consapevoli del fatto che si tratta della valuta più sicura al mondo perché è largamente improbabile che un'economia come quella degli Stati Uniti possa fallire.

In un articolo pubblicato dal sito del centro studi *ISPI* gli economisti Luca Fantacci e Lucio Gobbi hanno spiegato che è soprattutto come bene rifugio che il dollaro mantiene ancora il suo primato indiscusso. Nei decenni si è invece gradualmente indebolito come mezzo di pagamento, unità di conto e riserva di valore, tant'è che negli ambienti economici la questione della "dedollarizzazione" dell'economia e del ruolo della moneta statunitense torna periodicamente.

La centralità del dollaro nell'economia mondiale ha una storia tutto sommato recente. Fino alla Prima guerra mondiale la valuta di riferimento era la sterlina, ma in generale tutte le monete ruotavano intorno all'oro, che era il vero protagonista dei sistemi monetari. Il sistema di allora si chiamava

il *gold standard*: le banche centrali dovevano sempre assicurare la convertibilità delle banconote e delle monete in oro vero, che doveva essere tenuto come riserva in proporzione alla quantità di banconote e monete in circolazione. In termini pratici si poteva andare in banca e chiedere di scambiare le proprie banconote con oro e questo garantiva un certo livello di valore alle banconote e alle monete, che di per sé non sono fatte di materiale prezioso.

Con la Prima guerra mondiale, la ricostruzione e la crisi economica questo sistema con le sue rigidità diventò insostenibile: i governi avevano bisogno di denaro e non potevano emetterne di nuovo se non accumulando ulteriori riserve di oro. Una buona parte degli stati arrivò a sganciare le loro valute dall'oro o a svalutare il rapporto di cambio tra riserve e banconote emesse. Fu così che si arrivò a un nuovo sistema monetario internazionale, il *gold exchange standard*: affiancava all'oro, troppo scarso, le valute estere ancora convertibili in oro, che potevano essere usate come strumento di riserva e per i pagamenti. In quel momento il dollaro divenne la valuta di riferimento mondiale: non solo era diffusissima perché gli Stati Uniti stavano largamente finanziando la ricostruzione, ma erano il paese con più riserve d'oro al mondo e quindi con più moneta emessa.

Alla fine della Seconda guerra mondiale il dollaro acquisì ancora più centralità nell'economia mondiale grazie agli accordi di Bretton Woods del 1944, con cui i principali paesi industrializzati ridisegnarono l'assetto economico, commerciale e monetario a livello internazionale con il fine di eliminare le conflittualità economiche e favorire la crescita e lo sviluppo.

Quello nato con Bretton Woods e diffuso in tutto il mondo occidentale (l'Italia entrò a farne parte negli anni Sessanta) era un sistema parzialmente legato all'oro, nel senso che il valore di tutte le monete dei paesi che ne facevano parte era vincolato al dollaro, il quale era a sua volta vincolato e convertibile in oro (ed era l'unica moneta a esserlo). In questo modo il dollaro, sostenuto dalla potenza economica, finanziaria e militare degli Stati Uniti, finì con il diventare una sorta di sostituto dell'oro stesso: il mezzo di scambio di maggiore affidabilità e quindi necessario agli scambi internazionali tra paesi con monete differenti.

Fin dagli anni Sessanta, però, il sistema che legava l'oro al dollaro aveva cessato di avere qualsiasi valore che non fosse simbolico. Come tutti i sistemi aurei precedenti, anche Bretton Woods si era trovato di fronte alla necessità di superare la ristrettezza nelle riserve auree mondiali. Bisognava scegliere: o accettare che nel mondo non ci fossero abbastanza dollari per rendere possibile il commercio internazionale, o accettare che non ci fosse abbastanza oro per rendere convertibili tutti i dollari in circolazione. Fu fatta la seconda scelta e a partire dagli anni Sessanta gli americani non avevano più abbastanza oro con cui coprire le emissioni di dollari.

All'inizio degli anni Settanta, sotto la spinta di pressioni interne e internazionali, il presidente statunitense Richard Nixon decise di ammettere che il sistema basato sull'oro non esisteva più.

Quando nel 1971 annunciò la fine della convertibilità dei dollari in oro Nixon diede inizio a una nuova epoca di moneta nella quale ci troviamo ancora oggi: quella della cosiddetta moneta fiduciaria o *fiat* (che sia fatta, dal latino). Le banconote e le monete hanno valore in quanto ne è stato dichiarato il loro corso legale e non perché sono effettivamente convertibili in metalli preziosi.

Benché il dollaro non abbia più alcun legame con l'oro da oltre cinquant'anni resta ancora la valuta di riferimento a livello internazionale per gran parte della finanza e per buona parte degli scambi internazionali.

Sono perlopiù in dollari le riserve valutarie delle banche centrali, ossia quelle scorte di valuta estera che servono per dare credibilità agli istituti e al fatto che i paesi sono sempre in grado di far fronte ai debiti internazionali: secondo i dati del Fondo Monetario Internazionale, il 58 per cento delle riserve valutarie nel mondo è espresso in dollari, seguito da un 20 per cento espresso in euro e poi da altre monete che però hanno una rilevanza piuttosto contenuta.

Il dollaro è ancora usato nel 41 per cento delle transazioni internazionali che avvengono sul circuito SWIFT, ossia la piattaforma di scambio di dati telematici più diffusa al mondo, che mette in comunicazione istituti finanziari e bancari di paesi diversi e permette sostanzialmente di fare i pagamenti internazionali.

Anche gran parte degli strumenti di debito che si trovano sui mercati finanziari è in dollari, quasi il 70 per cento. Una buona parte è debito pubblico: non solo quello degli Stati Uniti, che ovviamente rappresenta la quota più alta, ma moltissimi paesi con valute deboli riescono a finanziarsi sui mercati internazionali solo in dollari, in modo che il creditore sia garantito da una valuta solida.

Inoltre, il dollaro è la moneta sulla quale si regge il sistema economico di moltissimi paesi oltre gli Stati Uniti, come nel caso di molte economie emergenti e in via di sviluppo, molti paesi del Sud America (sia piccoli come Cuba che grandi come l'Argentina) e africani: questo avviene quando le economie di alcuni paesi sono particolarmente instabili e le monete volatili, cioè sempre a rischio di crolli. In questi casi, per decisione dei governi stessi o della popolazione che vuole usare valute stabili, accanto alla valuta locale viene adottato il dollaro, che a seconda delle circostanze può essere usato in mercati paralleli o assieme all'altra valuta. Ma questo legame con il dollaro è da sempre un possibile ostacolo al loro sviluppo economico.

Semplificando molto, le valute sono lo specchio delle economie che rappresentano: economie forti hanno monete forti e stabili, come il dollaro per gli Stati Uniti o l'euro per l'Eurozona; economie deboli e instabili hanno monete deboli e altrettanto instabili, che possono perdere rapidamente valore. Per i paesi più deboli usare il dollaro è spesso una necessità, ma allo stesso tempo una condanna: si legano all'andamento di una moneta di un'economia forte, che non rispecchia in alcun modo la loro, e questo crea talvolta squilibri e distorsioni. Alla luce di questa condizione i Paesi stanno lavorando allo

sviluppo di metodi alternativi per effettuare pagamenti. Uno di questi sforzi è rappresentato dallo sviluppo delle CBDC, infatti, la sfida per la centralità della valuta oltre ad avvenire nella tradizionale modalità si è oggi spostata a livello digitale.

## Capitolo I – EVOLUZIONE STORICA DEL SISTEMA MONETARIO

## 1.1 La genesi e l'evoluzione della moneta

La moneta è lo strumento che ha permesso la transizione da un'economia di baratto ad un'economia monetaria in cui è quest'ultima ad agire da intermediario negli scambi.

L'uso della moneta nelle transazioni di mercato può essere definita una convenzione sociale, in quanto gli operatori economici attribuiscono valore alla moneta semplicemente perché si aspettano che gli altri facciano lo stesso.

È infatti la moneta a permettere di scavalcare il problema dell'operazione di baratto, fondato sullo scambio diretto di merci, che presuppone un'unione di intenti tra le controparti della transazione, concedendo una fluidità e una liquidità all'operazione per il fatto di avere un valore riconosciuto oggettivo che va al di là della singola transazione, essendo quindi una comune misura di valore.

Beni di diverso genere si sono susseguiti come moneta per poi affermarsi i metalli nobili fino ad arrivare all'utilizzo di moneta cartacea.

Il primo utilizzo di leghe preziose (oro ed argento) come intermediari dello scambio si ebbe sotto forma di lingotti, i quali necessitavano di essere pesati e di una valutazione specifica di valore per ogni transazione. Un sigillo di marchio sui lingotti a garanzia della buona qualità del metallo fluidificò, ma non del tutto i pagamenti, abrogando la necessità delle ripetute pesature e verifiche dei materiali.

La prima moneta metallica fu poi realizzata in Lidia, antica regione dell'Asia Minore negli ultimi decenni del sec. VII a.C.

La moneta del primo periodo era una moneta merce cioè avente un valore intrinseco, vedasi l'utilizzo di materiali preziosi come l'oro che oltre al suo utilizzo di intermediario nelle transazioni di pagamento poteva essere impiegato per usi a sé stanti come ad esempio fabbricare gioielli.

Il sistema aureo era il sistema monetario più diffuso al mondo durante il XIX secolo.

Col tempo per immettere una maggiore praticità e semplicità al sistema monetario che si stava formando ci si avviò a una moneta rappresentativa per cui lo Stato deteneva le riserve di oro ed emetteva dei certificati aurei.

I certificati aurei sostituivano sostanzialmente l'oro nelle transazioni col vantaggio di essere più leggeri e facili da trasportare e altamente liquidi potendo essere convertiti in una quantità d'oro certa e prestabilita in qualsiasi momento.

Col trascorrere del tempo e causa dell'alta frequenza e quantità delle operazioni il sistema divenne più complesso e la corrispondenza tra la quantità di oro e certificati emessi cadde facendo tramontare quel sistema troppo elementare in una realtà economica in veloce evoluzione.

Il peso delle transazioni richiese quindi la nascita di una moneta fiduciaria a corso legale slegata da un valore intrinseco. La moneta a corso legale è quella su cui si basa il sistema odierno ed è definita

da un decreto-legge dal quale ne trae valore e riconoscibilità sul mercato.

Questa moneta è anche definita 'fiat' in quanto risente dell'etimologia del termine derivante dal latino, in italiano: 'farsi' che sta infatti ad indicare l'ordine di un decreto del legislatore ed il suo valore deriva dallo Stato che la emette e la legittima riconoscendole un determinato valore e utilizzo nelle transazioni economiche.

La moneta a corso legale è quindi priva di un valore intrinseco; infatti, essa vive di valore riflesso dello Stato che la emette, dalla sua stabilità, all'affidabilità nel sistema e nella convinzione da parte degli utilizzatori di moneta che essa manterrà il suo valore nel tempo.

Il valore della moneta è fondato essenzialmente sulla fiducia, un fattore più impalpabile della materia di cui sono fatti i sogni come direbbe Shakespeare. Un'illuminante scritto dell'economista Frank Hahn definisce che il valore di qualsiasi moneta dipende da quanto manca alla fine del mondo, questo per dimostrare che la moneta è uno strumento di intermediazione che definisce i valori relativi dei beni traendo valore dall'esistenza dei beni stessi, della realtà, da ciò che sarà e dalle aspettative future.

## 1.2 Storia del sistema monetario e delle varie fasi di ancoraggio

Nel XX secolo la circolazione della moneta fu legata al monometallismo aureo (gold standard), un sistema la cui base monetaria è rappresentata dall'oro, costituito da biglietti di banca o di Stato a corso legale convertibili nello stesso metallo prezioso che stette in vigore fino alla Prima guerra mondiale. Causa del conflitto, il quale aveva costretto a interrompere il regime aureo per adottare il corso forzoso (cioè l'inconvertibilità di moneta cartacea in moneta metallica aurea) ed in seguito alla grande crisi del 29' nacque in bisogno di un sistema monetario internazionale che disciplinasse i regimi dei cambi tra le varie monete in circolazione sul mercato, le modalità di esecuzione di transazioni con l'estero, le proprietà e requisiti di un'eventuale moneta di riserva e le procedure di rettifica alle circostanze di squilibrio nei pagamenti internazionali.

Nel 1944 con gli accordi di Bretton Woods il sistema aureo fu reintrodotta sotto forma di Gold Exchange Standard in cui le varie monete cartacee risultavano convertibili in una valuta che a sua volta era convertibile in oro, e alla supremazia della sterlina come moneta di scambio internazionale subentrò il dollaro statunitense (rapporto di cambio oro/dollaro di 1 oncia / 35 dollari, con un margine di oscillazione dell' $\pm 1\%$  sulla parità del tasso di cambio delle valute estere sul dollaro). L'Accordo si ramificava in un sistema che aveva consapevolezza degli effetti deleteri delle politiche protezionistiche e delle svalutazioni competitive degli anni 30' e la convinzione che una politica monetaria attiva avrebbe potuto essere da valore aggiunto al benessere collettivo. Risultato di Bretton Woods fu infatti composto da un sistema di regole di comportamento per i Paesi aderenti e la nascita di istituzioni sovranazionali protese a vigilare sul rispetto delle regole e della cooperazione

internazionale. Fu concordato di fissare le parità di cambio delle valute nei confronti del dollaro e di questo nei confronti dell'oro, parità che si sarebbero potute modificare solo in presenza di squilibri fondamentali. Furono, inoltre, istituiti il Fondo Monetario Internazionale e la Banca Mondiale.

Nel 1971 gli accordi di Bretton Woods, che vedevano il dollaro al centro del sistema dei cambi ed unica valuta convertibile in oro, caddero, motivo bellico dovuto all'ingente spesa pubblica per la sconfitta politica e militare in Vietnam addizionata alla crisi di liquidità internazionale fonte dell'onere di emettere moneta per tutti aumentando le passività interne in termini di oro, indussero gli Stati Uniti a non reggere il peso del ruolo del dollaro.

Nello stesso anno i maggiori paesi industrializzati (Gruppo dei Dieci), riuniti presso la Smithsonian Institution di Washington, concordarono nuove parità di cambio, svalutando il dollaro nei confronti dell'oro e delle altre valute, e fissando più ampi margini di fluttuazione intorno alla parità del  $\pm 2,25\%$ . Nel 1976 con una riunione composta dai direttori esecutivi del FMI tenutasi a Kingston in Giamaica fu abrogato definitivamente il regime in cambi fissi e l'ancoraggio dollaro-oro per passare a un sistema di libera fluttuazione dei cambi tra le principali monete.

### 1.3 Le funzioni e l'utilità della moneta

La moneta possiede tre funzioni sostanziali: riserva di valore, unità di conto e mezzo di pagamento. Nel ruolo di mezzo di pagamento o di scambio, come strumento di intermediazione tra gli operatori del mercato la vediamo in attività quotidianamente in modo diretto quando effettuiamo qualsiasi pagamento per acquistare beni e/o servizi.

In veste di unità di conto la moneta rappresenta l'unità di misura con cui si esprimono i prezzi e si registrano i debiti, quindi per raffrontare facendo riferimento ad una base comune il valore dei beni e/o servizi che hanno peculiarità diverse tra loro.

In quanto riserva di valore la moneta costituisce un mezzo per trasferire potere d'acquisto nel tempo e nello spazio, permette quindi di accantonare una parte di reddito al tempo  $t_x$  per poterla utilizzare in un tempo  $t_{x+y}$ . Funzione che adempie in modo imperfetto perché vittima dell'inflazione che porta ad un'asimmetria nel tempo tra il valore nominale e il valore reale di una certa somma di denaro.

- Una moneta quando si può definire buona?

Quando adempie nel miglior modo possibile alle sue funzioni, quando cioè il suo valore si mantiene stabile. Solo in questo modo potrà essere diffusamente accettata nel tempo come strumento di scambio. Oltre ciò, una moneta stabile come unità di conto consente e facilita la pianificazione e il calcolo delle operazioni di mercato ed è adatta come riserva di valore.

L'importanza di una moneta stabile va però oltre l'assolvimento delle tre funzioni in senso stretto.

Una buona moneta concorre al mantenimento del valore reale di diritti finanziari fissati in termini

nominali, come ad esempio il caso dei depositi bancari, dei prestiti obbligazionari, dei contratti di lavoro o delle rendite pensionistiche. In questo modo la buona moneta offre sicurezza e crea fiducia fornendo pace in senso di equilibrio e coesione sociale.

Una moneta può quindi essere definita buona quando non si svaluta né si apprezza, quando non si registra cioè né inflazione né deflazione. Un possibile metodo per il calcolo dell'evoluzione del valore di una moneta sta nel far riferimento all'andamento del suo potere di acquisto. Si può procedere alla misurazione del valore della moneta a partire dal paniere di un consumatore quanto più vicino alla realtà con l'indice nazionale dei prezzi al consumo (IPC, un paniere fisso definito come indice di Laspeyres). Il valore della moneta dipende quindi dai prezzi di transazione di beni e/o servizi e la sua evoluzione può essere misurata in base all'andamento del prezzo del paniere.

L'affidabilità di una moneta sta quindi essenzialmente nell'inflazione relativa al Paese che la emette, il cambio della moneta di un Paese dove i prezzi sono aumentati peggiora in relazione alle monete con minore inflazione. Quando i prezzi aumentano la moneta perde potere d'acquisto, quindi la moneta vale meno. La forza di una moneta sta infatti nella capacità di mantenere un cambio stabile o in apprezzamento, il che dipende però dalle performance del Paese, della fiducia che emana sul mercato. Quando l'inflazione porta a deprezzare una moneta, questa perde di valore e anche di forza, perché vuol dire che il Paese non sa regolare l'inflazione ed è quindi marchiato da istituzioni deboli e disgregazione sociale. Una moneta stabile implica che il suo valore di mercato e quindi il suo potere d'acquisto sia mantenuto invariato nel tempo, che detenga di una stabilità sostenibile in termini di beni e servizi sia nel Paese di riferimento che all'estero.

#### 1.4 La moneta come riserva di valore internazionale, l'affidabilità

La moneta che riscuote di una grande affidabilità e stabilità a livello internazionale copre il ruolo di riserva di valore cioè veste il ruolo di mezzo di pagamento nelle transazioni internazionali, attualmente questo ruolo è svolto dal dollaro statunitense, il quale soddisfa principalmente queste caratteristiche.

Una peculiarità delle valute di riserva è il facilitare e agevolare il commercio internazionale, consentono di stabilire un mezzo comune di scambio tra entità che provengono da Paesi diversi.

Fare uso di una valuta unica di riferimento sulle transazioni internazionali, definita valuta-veicolo, permette economie di scala in termini di efficienze informative.

Le valute di riserva sono mutate nel tempo. Già anticamente le monete impiegate nei traffici internazionali erano quelle provenienti da Stati politicamente ed economicamente forti.

Infatti, per ricevere la fiducia necessaria dagli utilizzatori è essenziale principalmente che la valuta venga emessa da un paese economicamente e politicamente affidabile e potente, frutto di uno status

di solidità (bassa inflazione e stabilità di cambio).

Per una parte del XIX sec. la sterlina ha avuto questo ruolo privilegiato dovuto al prestigio dell'Inghilterra nella scena internazionale.

Nel sistema dei pagamenti internazionali va ricordato il ruolo della sterlina, accettata in ogni parte del mondo e utilizzata come moneta internazionale, sia perché più solida delle altre, sia principalmente per i servizi finanziari che la piazza di Londra era in grado di garantire.

Il cambio degli equilibri internazionali ha portato poi al dominio del dollaro, che emana una reputazione di stabilità maggior sentita dal mercato, anche la forza militare e le dimensioni del settore industriale del Paese emittente giocano un ruolo fondamentale. Il dollaro, infatti, forma una parte sostanziale delle riserve ufficiali delle banche centrali di tutti i Paesi ed è la valuta con la quale si indicizzano i prezzi delle materie prime come petrolio, oro, gas.

Anche la moneta europea, l'euro, dalla sua introduzione nel 1999, ha guadagnato terreno come valuta di riserva beneficio imputabile alla reputazione di uno dei suoi predecessori come il marco tedesco. Si aggiunge poi la Cina che sempre più forte e decisiva nel mondo moderno stimola una sfida a questo sistema di dipendenza dalla moneta statunitense.

### 1.5 I vantaggi della moneta con funzione di riserva: signoraggio del dollaro

Il dibattito sul tema del ruolo di una valuta come moneta internazionale è da tempo un argomento molto caldo per gli economisti. In un mondo composto da diverse valute nazionali, c'è né una usata dagli agenti economici per le transazioni internazionali per economizzare i costi delle operazioni. La valuta in cui si effettuano gran parte delle transazioni ed in cui si denominano stock di debiti e crediti, includendo le riserve ufficiali, beneficia di molti vantaggi. Ad esempio, mercati internazionali delle materie prime viene annullato l'ulteriore elemento di variabilità dovuto al tasso di cambio con la valuta di fatturazione limitando il trasferimento delle variazioni del cambio sui prezzi dei prodotti importati.

Una valuta usata prevalentemente sui mercati finanziari gode del privilegio di poter emettere direttamente in "valuta pregiata", cioè accettata internazionalmente, caratteristica definita: *exorbitant privilege*, dal quale se ne ricava anche la possibilità di effettuare il signoraggio. Per una valuta, la capacità di fare 'signoraggio' è intesa come l'insieme dei redditi derivanti dall'emissione di moneta. La nazione che emette la valuta di riserva ne beneficia ed ha una posizione privilegiata nel sistema economico internazionale. La posizione tutt'ora dominante del dollaro USA trae origine dagli accordi di Bretton Woods. Tuttavia, con la sospensione di questi accordi proseguì in modo inerziale il ruolo di moneta sistemica e globale poiché il biglietto verde deteneva il vantaggio dell'incumbent. L'uso del dollaro era radicato al punto tale che agli operatori di mercato risultasse scomodo e

controproducente il passaggio a valute alternative. Inoltre, andavano salvaguardati i rapporti di import-export tramite una valuta stabile:

1. sostenere la compravendita di materie prime energeticamente indispensabili e geopoliticamente strategiche come gli idrocarburi (petrolio e gas naturale) e di storiche merci-rifugio come l'oro;
2. mantenere o aumentare le esportazioni di autoveicoli, elettronica, abbigliamento e altri prodotti nel più importante e ricco mercato del mondo quale è quello statunitense;
3. garantire il valore delle proprie e ormai ingenti riserve di dollari USA investendole in titoli di Stato e di società private statunitensi, a maggior ragione dopo l'abolizione della convertibilità aurea.

Gli stati uniti, inoltre, possono gestire il proprio debito estero senza incorrere in costi di perdita del tasso di cambio. Al contrario, la banca centrale inglese, ad esempio, deve vendere sterline e acquistare dollari per adempiere ai propri obblighi nei confronti dei creditori internazionali. Quindi, se la valuta statunitense diventa più costosa, il governo britannico deve sostenere spese maggiori.

La presenza di una valuta di riserva implica anche dipendenza dalla politica monetaria di un altro paese. Se la Federal Reserve degli Stati Uniti inizia a emettere denaro al di sopra di quanto è ragionevole, genererà inflazione e abbasserà il prezzo del dollaro. Di conseguenza, tutti i fondi denominati in quella valuta nel mondo saranno svalutati.

Volendo ricostruire il percorso di signoraggio del dollaro nel mercato, quindi basta ripercorrere semplicemente la linea tratteggiata della realtà, di come ad oggi il sistema funziona.

Le due obiezioni più frequenti connesse al tema del signoraggio del dollaro sono:

- la possibilità di determinare il tasso mondiale dell'inflazione
- il diritto esclusivo di stampare moneta e traslare il potere di creare moneta in potere d'acquisto

Fonte delle sue vantaggiose condizioni nei mercati, volendone dare una visione enfatica, gli USA, possono essere considerati degli "imperialisti che vivono di rendita" autocreandosi potere d'acquisto col solo battere moneta.

La situazione internazionale attuale offre spunti a grandi cambiamenti, pur essendo ancora la moneta di riserva più utilizzata, dal 2016 il dollaro sta perdendo terreno; tema analizzato nei prossimi capitoli.

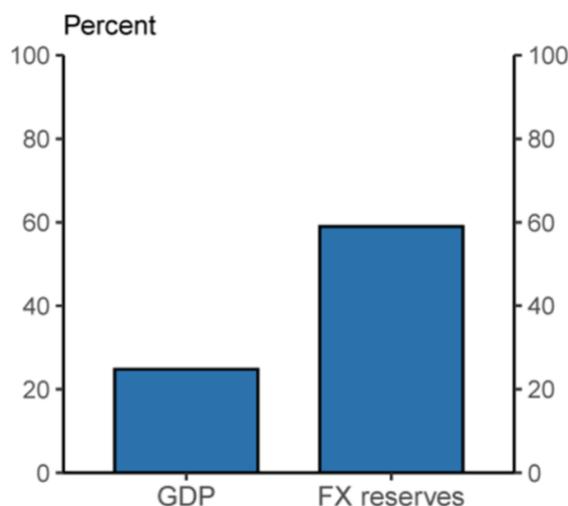
## Capitolo II – LA SFIDA DOLLARO, EURO, YUAN

## 2.1 Il peso del dollaro in ambito internazionale

Per la maggior parte del secolo scorso, il ruolo preminente del dollaro USA nell'economia globale è stato sostenuto dalle dimensioni e dalla forza dell'economia statunitense, dalla sua stabilità e apertura al commercio e ai flussi di capitale, dai forti diritti di proprietà e dallo stato di diritto<sup>1</sup>. Di conseguenza, la profondità e la liquidità dei mercati finanziari statunitensi non hanno eguali e vi è un'ampia offerta di attività denominate in dollari estremamente sicure. Questa nota passa in rassegna l'uso del dollaro nelle riserve internazionali, come valuta ancora e nelle transazioni.

Secondo la maggior parte delle misure, il dollaro è la valuta dominante e svolge un ruolo internazionale fuori misura rispetto alla quota statunitense del PIL globale. Detto questo, questo predominio non dovrebbe essere dato per scontato e la nota si conclude con una discussione sulle possibili sfide allo status del dollaro.

Figura 1: quota U.S. del PIL mondiale rispetto alla quota in dollari USA delle riserve internazionali



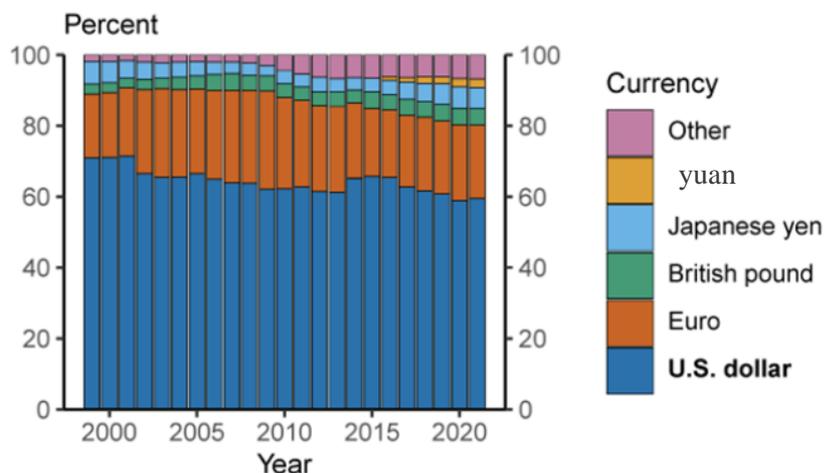
(fonte: Source: IMF COFER; IMF World Economic Outlook database)

C'è una fiducia diffusa nel dollaro USA come riserva di valore; una funzione chiave di una valuta è quella di riserva di valore che può essere risparmiata e recuperata in futuro senza una significativa perdita di potere d'acquisto. La fiducia in una valuta sintetizza la sua qualità come riserva di valore e di conseguenza giustifica il suo utilizzo nelle riserve valutarie ufficiali. Riportando i dati del 2021 il dollaro comprendeva il 60% delle riserve estere ufficiali dichiarate a livello globale. Questa quota è diminuita dal 71% delle riserve dell'anno 2000, ma ha comunque superato di gran lunga tutte le altre valute, inclusi l'euro (21%), lo yen giapponese (6%), sterlina britannica (5%) e lo yuan cinese (2%). Inoltre, il calo della quota del dollaro USA è stato assorbito da un'ampia gamma di altre valute, piuttosto che da un'unica altra valuta. Pertanto, mentre i paesi hanno in qualche modo diversificato le

<sup>1</sup> È uno stato limitato e garantista, per la difesa dei diritti dei cittadini. È uno stato a matrice liberale, in cui viene perseguito il fine di controllare e limitare il potere statale attraverso la posizione di norme giuridiche generali e astratte.

proprie riserve negli ultimi due decenni, il dollaro rimane di gran lunga la valuta di riserva dominante.

Figura 2: riserve valutarie



(fonte: IMF. COFER.)

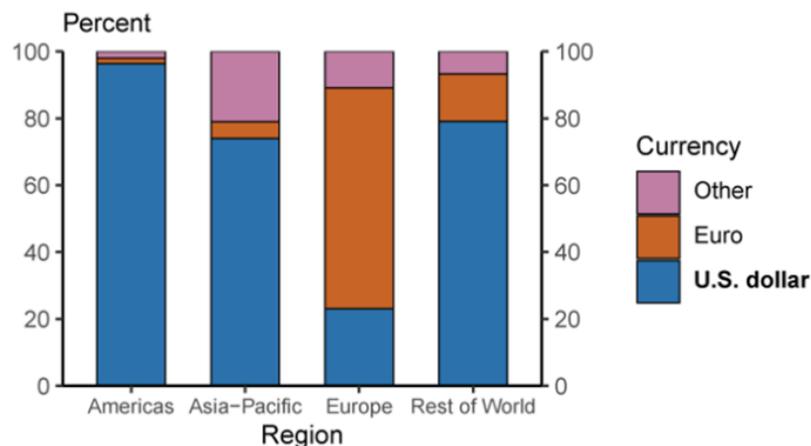
La maggior parte di queste riserve ufficiali in dollari è detenuta sotto forma di titoli del Tesoro USA, che sono molto richiesti dagli investitori stranieri sia ufficiali che privati. Alla fine del primo trimestre del 2021, \$ 7,0 trilioni o il 33% dei titoli del Tesoro negoziabili in circolazione erano detenuti da investitori stranieri, sia ufficiali che privati, mentre il 42% era detenuto da investitori privati domestici e il 25% dal sistema della Federal Reserve. Sebbene la quota di titoli del Tesoro detenuti da investitori esteri sia diminuita rispetto a quasi il 50% del 2015, l'attuale quota estera di titoli del Tesoro detenuti è paragonabile alla quota di debito pubblico dell'area dell'euro detenuta da investitori al di fuori dell'area dell'euro e superiore alle quote detenute all'estero del debito pubblico britannico o giapponese. Gli investitori stranieri detengono anche notevoli quantità di banconote di carta.

Il valore delle banconote in dollari USA detenute all'estero è aumentato negli ultimi due decenni, sia su base assoluta che come frazione delle banconote in circolazione. Il personale del Federal Reserve Board stima che oltre 950 miliardi di dollari in banconote in dollari USA fossero detenuti da stranieri alla fine del primo trimestre del 2021, circa la metà del totale delle banconote in dollari USA in circolazione. Inoltre, molti paesi stranieri sfruttano l'efficacia del dollaro USA come riserva di valore limitando i movimenti delle loro valute rispetto al dollaro USA, in altre parole, usandolo come valuta di riferimento. Come sottolineano Ilzetzki, Reinhart e Rogoff, l'utilizzo del dollaro come valuta di riferimento è aumentato negli ultimi due decenni. Stimano che il 50 per cento del PIL mondiale nel 2015 sia stato prodotto in paesi la cui moneta è ancorata al dollaro USA (senza contare gli stessi Stati Uniti). Al contrario, la quota del PIL mondiale ancorata all'euro era solo del 5 per cento (senza contare l'area euro). Da questa analisi dell'anno 2015, la composizione di ancoraggio resta relativamente indifferita.

Il dollaro USA è, difatti, dominante nelle transazioni internazionali e nei mercati finanziari; il ruolo

internazionale di una valuta può essere misurato anche dal suo utilizzo come mezzo di scambio. Del resto, il predominio del dollaro a livello internazionale è stato evidenziato in numerosi studi recenti sulla composizione valutaria del commercio globale e delle transazioni finanziarie internazionali. Il dollaro USA è in modo schiacciante la valuta più utilizzata al mondo nel commercio globale. Riportando una stima della quota in dollari USA delle fatture commerciali globali, visualizziamo che nel periodo 1999-2019, il dollaro ha rappresentato il 96% della fatturazione commerciale nelle Americhe, il 74% nella regione Asia-Pacifico e il 79% nel resto del mondo. L'unica eccezione è l'Europa, dove l'euro è dominante.

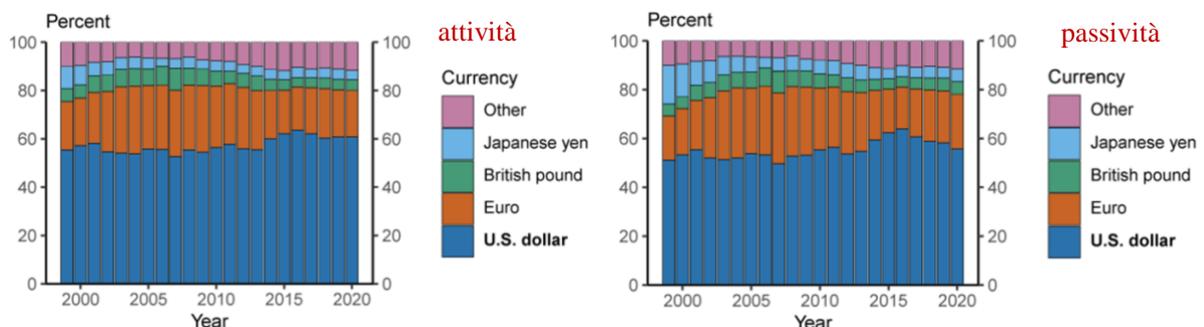
Figura 3: quota di fatturazione export



(fonte: IMF Direction of Trade; Central Bank of the Republic of China; Boz et al. (2020); Board staff calculations)

In parte a causa del suo ruolo dominante come mezzo di scambio, il dollaro USA è anche la valuta dominante nel settore bancario internazionale. Come riportato dallo schema sottostante, circa il 60% delle passività internazionali e in valuta estera (principalmente depositi) e dei crediti (principalmente prestiti) sono denominati in dollari USA. Questa quota è rimasta relativamente stabile dal 2000 ed è ben al di sopra di quella dell'euro (circa il 20%).

Figura 4-5: quota di attività e passività bancarie internazionali e in valuta estera



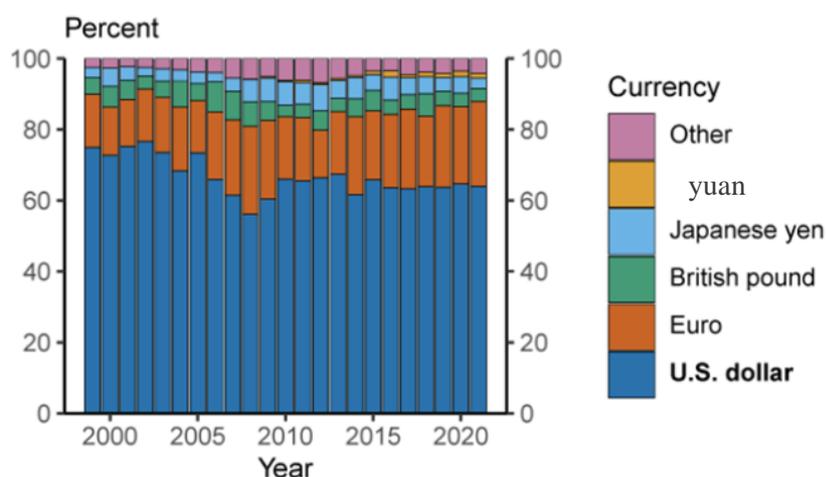
(fonte: BIS locational banking statistics; Board staff calculations)

La forte dipendenza dalla valuta statunitense crea in periodi di crisi difficoltà di accesso al credito per le istituzioni finanziarie estere che necessitano di finanziamenti in dollari. In risposta a tale difficoltà,

la Federal Reserve ha previsto strumenti per allentare le tensioni indotte dalla crisi nei mercati internazionali dei finanziamenti in dollari, attenuando così gli effetti delle tensioni sull'offerta di credito alle imprese e alle famiglie nazionali ed estere. Per garantire che i finanziamenti in dollari rimanessero disponibili durante la crisi finanziaria del 2008-2009, la Federal Reserve ha introdotto linee di swap<sup>2</sup> temporanee con diverse banche centrali estere. Anche durante la crisi del COVID-19 nel marzo 2020, la Federal Reserve ha aumentato la frequenza delle operazioni per le linee di swap permanenti e ha introdotto linee di swap temporanee con ulteriori controparti. Le linee di swap hanno rafforzato la posizione del dollaro come valuta globale dominante, poiché gli utenti sanno che in caso di crisi hanno accesso a una fonte stabile di finanziamento in dollari. Le linee di swap sono state ampiamente utilizzate durante la crisi finanziaria del 2008-2009 e la crisi del COVID-19 del 2020, raggiungendo rispettivamente un totale in essere di 585 miliardi di dollari e 450 miliardi di dollari. Sebbene anche altre banche centrali abbiano istituito linee di swap, le linee di swap non denominate in dollari offerte dalla Banca centrale europea e da altre banche centrali sono state poco utilizzate. Questo fatto evidenzia quanto sia cruciale il finanziamento in dollari nelle operazioni di molte banche attive a livello internazionale, avvalorando la tesi della centralità in scala internazionale di tale valuta. Anche l'emissione di debito in valuta estera, ovvero, il debito emesso da imprese in una valuta diversa da quella del loro paese d'origine, è dominata per lo più dal dollaro USA. Il predominio del dollaro fa sì che il debito pubblico, per le nazioni che lo detengono nella moneta USA aumenti e diminuisca a seconda del tasso di cambio della moneta.

Il peso del debito in valuta estera denominato in dollari USA si aggira sul 60%, ciò pone anche sotto questo aspetto il dollaro in una posizione dominante. La quota imputabile all'euro è solo al 23%.

Figura 6: quota di emissioni di debito in valuta estera



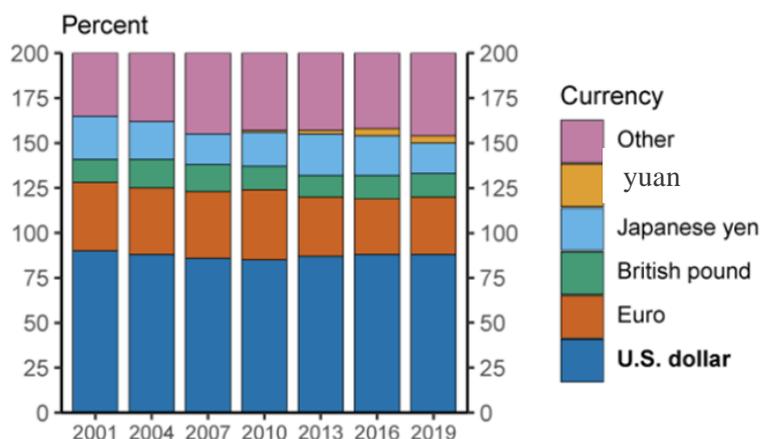
(fonte: Dealogic; Refinitiv; Board staff calculations)

<sup>2</sup> Una linea swap in valuta è un accordo tra due banche centrali per lo scambio delle rispettive valute. Permette ad una banca centrale di ottenere liquidità in valuta estera quando necessita, senza dover attingere alle proprie riserve ufficiali.

I dati precedenti relativi alle numerose fonti di domanda di dollari USA si riflettono anche nell'elevata quota in dollari USA delle transazioni in valuta estera. Il più recente Triennial Central Bank Survey per il 2019 della Bank for International Settlements ha indicato che il dollaro USA è stato acquistato o venduto in circa l'88% delle transazioni FX<sup>3</sup> globali nell'aprile 2019.

Questa quota è rimasta stabile negli ultimi 20 anni. Al contrario, l'euro è stato acquistato o venduto nel 32% delle transazioni valutarie, un calo rispetto al picco del 39% nel 2010.

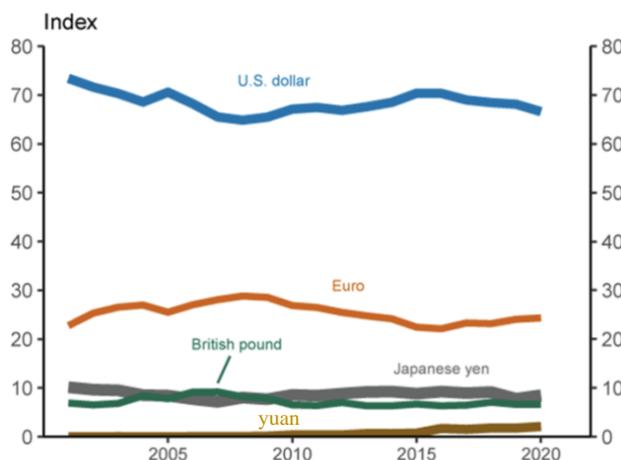
Figura 7: quota di transazioni in valuta estera over the counter



(fonte: BIS Triennial Central Bank Survey of FX and OTC Derivatives Markets)

Nel complesso, il dominio del dollaro USA è rimasto stabile negli ultimi 20 anni, un esame dell'uso del dollaro a livello globale negli ultimi due decenni suggerisce un ruolo dominante e relativamente stabile. Per illustrare questa stabilità, costruiamo un indice aggregato dell'uso della valuta internazionale. Questo indice è calcolato come la media ponderata di cinque misure di utilizzo della valuta per le quali sono disponibili dati di serie storiche: riserve valutarie ufficiali, volume delle transazioni FX, strumenti di debito in valuta estera in circolazione, depositi transfrontalieri e prestiti transfrontalieri. Indice dell'utilizzo della valuta internazionale:

Figura 8: indice di utilizzo della valuta internazionale



<sup>3</sup> Mercato in cui avvengono le negoziazioni che hanno come veicolo valute differenti.

(fonte: IMF COFER; BIS Triennial Central Bank Survey of FX and OTC Derivatives Market; BIS locational banking statistics; Board staff calculations)

Il livello dell'indice del dollaro è rimasto stabile a un valore di circa 75 dalla crisi finanziaria globale del 2008, ben al di sopra di tutte le altre valute. L'euro ha il valore successivo più alto a circa 25, e anche il suo valore è rimasto abbastanza stabile. Mentre l'uso internazionale dello yuan cinese è aumentato negli ultimi 20 anni.

Facendo riferimento a queste analisi che hanno raffigurato in modo chiaro la situazione attuale e storica del sistema internazionale con una centralità del tutto dominante della valuta USA, la diminuzione della posizione di dominio statunitense sembra improbabile nel breve termine; le sfide al dollaro in una visione di breve termine sembrano limitate. Nella storia moderna c'è stato solo un caso di cambio di valuta predominante: la sostituzione della sterlina britannica con il dollaro. Il dollaro è salito alla ribalta dopo la crisi finanziaria associata alla Prima guerra mondiale, per poi consolidare il suo ruolo internazionale dopo l'accordo di Bretton Woods nel 1944 come ampiamente discusso al capitolo precedente. Tuttavia, su un orizzonte più lungo c'è di più rischio di una sfida al ruolo internazionale del dollaro, alcuni recenti sviluppi hanno il potenziale per rafforzare l'uso internazionale di altre valute.

## 2.2 Il ruolo dell'euro sulla scena mondiale

L'euro è la seconda valuta più importante del sistema monetario internazionale. L'aumento dell'integrazione europea è una possibile fonte di sfida, in quanto l'Unione europea (UE) è una grande economia con mercati finanziari abbastanza profondi, generalmente liberi scambi e istituzioni solide e stabili. Durante la crisi del COVID-19, l'UE ha pianificato di emettere una quantità senza precedenti di debito garantito congiuntamente. Se l'integrazione fiscale progredisce seguendo questa linea e si sviluppa un ampio mercato liquido per le obbligazioni dell'UE, l'euro potrebbe diventare più attraente come valuta di riserva. Questa integrazione potrebbe potenzialmente essere accelerata migliorando l'infrastruttura del mercato del debito sovrano dell'UE e introducendo un euro digitale.

Inoltre, il ruolo di primo piano dell'euro nella finanza sostenibile sia aziendale che sovrana potrebbe rafforzare il suo status internazionale. Tuttavia, anche con una maggiore integrazione fiscale, la separazione politica dei diversi stati che la compongono continuerà a causare incertezza politica all'Unione. Una raccolta di dati predisposti dalla BCE al 2022, relativi alle dinamiche avvenute negli ultimi anni, evidenziano che la quota dell'euro nelle disponibilità ufficiali mondiali di riserve valutarie è leggermente aumentata nel 2021. La quota dell'euro nelle riserve ufficiali mondiali in valuta estera si è attestata al 20,6% alla fine del 2021, in aumento di 0,5 punti percentuali rispetto all'anno, se misurato a tassi di cambio costanti. Per contro, la quota dell'euro è diminuita di 0,6 punti percentuali

a tassi di cambio correnti a causa del deprezzamento del tasso di cambio dell'euro rispetto al dollaro statunitense di circa 8 punti percentuali nel periodo in esame.

La quota del dollaro USA è rimasta sostanzialmente stabile, intorno al 59%, se misurata ai tassi di cambio correnti. Nel periodo in esame, la quota del dollaro statunitense è diminuita di circa 1,5 punti percentuali a tassi di cambio costanti. Negli ultimi sette anni, la quota dell'euro nelle disponibilità ufficiali mondiali di riserve valutarie è continuata a rimanere sostanzialmente stabile, oscillando intorno a un intervallo relativamente ristretto.

È utilizzato anche come valuta ufficiale o di fatto e come "moneta ancora" da una serie di regioni geograficamente al di fuori dell'Unione europea: Azzorre e Madera (Portogallo), Isole Canarie (Spagna), Ceuta e Melilla (Spagna), Guyana francese, Isole francesi dei Caraibi, Mayotte e Riunione (Francia), Saint Pierre e Miquelon (Francia).

Guardando il lato dell'attrattiva dei titoli sottoscritti in euro, gli investitori ufficiali stranieri hanno accumulato riserve denominate in euro nonostante i bassi tassi di interesse prevalenti nell'area dell'euro rispetto ad altre importanti economie. Gli acquisti di riserve denominate in euro da parte di investitori ufficiali si stima che abbiano superato i 150 miliardi di dollari durante il periodo in esame rispetto a quasi 100 miliardi di dollari per acquisti di attività in dollari USA. I tassi di interesse e i rendimenti a reddito fisso nell'area dell'euro sono stati negativi nel periodo in esame, attestandosi intorno al -0,5%, tra i 0,6 e gli 1,3 punti percentuali in meno rispetto agli Stati Uniti, a seconda della scadenza considerata. In effetti, come negli anni precedenti, i rendimenti inferiori e negativi nei mercati a reddito fisso dell'area dell'euro potrebbero essere stati uno dei principali fattori che hanno moderato l'attrattiva globale dell'euro come valuta di riserva. Secondo un sondaggio periodico condotto dalla banca d'investimento UBS, "circa l'86% degli intervistati lo ha citato come una delle principali preoccupazioni per la propria strategia di investimento, percentuale che è aumentata rispetto al 70% circa nel 2020. Tuttavia, il sondaggio indica che il sentiment tra i gestori delle riserve ufficiali verso l'euro potrebbero essere migliorati, dato che un terzo degli intervistati ha dichiarato di voler aumentare la propria allocazione di portafoglio verso l'euro.

Secondo Barry Eichengreen, l'euro potrebbe essere una valida alternativa ed in grado di minacciare il ruolo del dollaro.

### 2.3 L'ascesa dello yuan e la posizione cinese

IL calo della quota in dollari delle riserve internazionali riflette la diversificazione attiva del portafoglio da parte dei gestori delle riserve della banca centrale. Lo spostamento dal dollaro è avvenuto in due direzioni: un quarto verso lo yuan cinese e tre quarti verso le valute dei paesi più piccoli che hanno svolto un ruolo storicamente più limitato come valute di riserva. Una

caratterizzazione dell'evoluzione del sistema delle riserve internazionali negli ultimi 20 anni è il continuo allontanamento dal dollaro conseguente ad un recente seppur modesto aumento del ruolo dello yuan, cambiamenti nella liquidità del mercato e miglioramento della gestione delle riserve in valute di riserva non tradizionali. Queste osservazioni forniscono indicazioni su come il sistema internazionale potrebbe evolversi in futuro.

Malgrado le numerose proiezioni che vedono lo yuan detronizzare il dollaro USA del ruolo di principale valuta internazionale, il peso globale della valuta cinese rimane più limitato confrontato alle quote di avanzamento del Paese nel commercio e nella produzione globale.

Nel 2021 la Cina rappresentava il 19% della produzione mondiale, mentre la quota dello yuan in varie misure di uso internazionale era molto inferiore. Diversi sviluppi recenti, tuttavia, potrebbero preannunciare segnali di una potenziale inversione di tendenza ruolo internazionale della valuta cinese. In primo luogo, la Cina ha compiuto rapidi progressi nello sviluppo dello yuan digitale che, se consentito per l'uso transfrontaliero, potrebbe sostenere un ruolo internazionale. Nel gennaio 2022 la Cina ha lanciato un grande progetto pilota per lo e-yuan: consentire ai residenti nazionali e ai visitatori stranieri alle Olimpiadi invernali del febbraio 2022 di utilizzare lo yuan digitale, vicende che ritroveremo nel prossimo capitolo. Un altro sviluppo rilevante che indica un aumento dell'attrattiva internazionale dello yuan è stata l'inclusione delle obbligazioni cinesi nei principali benchmark obbligazionari globali. In linea con l'evidenza per altri mercati emergenti in passato, questo sviluppo ha portato a un aumento della proprietà straniera di titoli di stato cinesi, in particolare tra gli investitori del settore privato degli Stati Uniti e dell'area dell'euro. Ad esempio, i fondi a reddito fisso domiciliati e operanti al di fuori degli Stati Uniti hanno aumentato le loro esposizioni ad attività denominate in yuan da quasi zero nel 2017 a oltre il 5% delle attività totali nel 2021. Un ulteriore fattore che potrebbe potenzialmente supportare il ruolo internazionale dello yuan è la resilienza dei flussi netti di capitali verso la Cina, in particolare gli afflussi, che sono rimasti positivi negli ultimi anni. Infine, secondo alcuni osservatori, la recente invasione russa dell'Ucraina e le sanzioni finanziarie imposte alla Russia potrebbero accelerare il riequilibrio dei portafogli di riserve globali e i pagamenti dal dollaro USA e dall'euro verso la valuta cinese. Sulla base delle prove fino ad oggi, la quota dello yuan come valuta di riserva è aumentata negli ultimi anni, ma rimane modesto rispetto alle altre principali valute, pari a circa il 2,8 per cento delle riserve valutarie ufficiali mondiali.

Dal 2020, i paesi con la quota maggiore di riserve valutarie ufficiali in yuan includono Russia (17%) e Tanzania (16%). L'uso dello yuan come moneta di finanziamento internazionale rimane limitato; le obbligazioni denominate in yuan rappresentano meno dell'1% dell'emissione totale di obbligazioni internazionali. Tuttavia, i prestiti transfrontalieri da parte delle istituzioni cinesi sono cresciuti in modo significativo. Sulla base dei dati disponibili fino al 2017, la Cina è diventata il maggior creditore

ufficiale al mondo, davanti alla Banca mondiale e al FMI. Nel periodo 2000-2017, la quota media di yuan nei prestiti ufficiali della Cina è stata dell'11%. La quota in yuan è generalmente più elevata in Asia e Africa e quando i prestiti sono forniti a condizioni agevolate, attraverso un'agenzia governativa, con un intento di sviluppo o di rappresentanza.

In termini di pagamenti transfrontalieri, i dati SWIFT<sup>4</sup> indicano una ripresa della quota in yuan. Nel dicembre 2021 lo yuan ha superato in valore lo yen giapponese come valuta di pagamento globale, diventando la quarta unità più attiva, dietro il dollaro USA, l'euro e la sterlina inglese.

L'uso del sistema di pagamento interbancario transfrontaliero cinese (CIPS), che la Banca popolare cinese ha lanciato nel 2015, è aumentato costantemente. Il volume delle transazioni in CIPS rimane circa l'1% del volume dei pagamenti globali gestiti dal sistema SWIFT, ma potrebbe aumentare ulteriormente a seguito dell'imposizione di sanzioni alla Russia.

Anche l'uso dello yuan per la fatturazione di importazioni ed esportazioni è aumentato, sebbene rimanga a livelli bassi. Infine, più di recente, a seguito della domanda stabile di contratti ad oggetto il petrolio denominati in yuan, la Cina ha lanciato contratti di opzioni energetiche denominati in yuan aperti agli stranieri.

Stando al parere di Barry Eichengreen: “Il futuro passerà attraverso nuove monete e le future generazioni avranno la possibilità di scelta tra diverse valute internazionali. Il dollaro non sarà più la moneta di riferimento e dopo 70 anni di dominio economico e finanziario cederà il passo a nuove valute: su tutti lo yuan, la moneta cinese.”

In ultima analisi, possiamo così definire la posizione cinese: il PIL cinese, a parità di potere d'acquisto, supera già il PIL degli Stati Uniti e si prevede che supererà il PIL degli Stati Uniti in termini nominali entro il 2030. È anche di gran lunga il maggiore esportatore mondiale, sebbene sia in ritardo rispetto agli Stati Uniti per valore delle importazioni.

Ci sono, però, ostacoli significativi ad un uso più diffuso dello yuan cinese. È importante sottolineare che lo yuan non è liberamente scambiabile, il conto capitale cinese non è aperto e la fiducia degli investitori nelle istituzioni cinesi, compreso lo Stato di diritto, è relativamente bassa. Ulteriore ostacolo ai progressi nell'uso internazionale dello yuan è il fattore di tensioni geopolitica, in particolare le controversie commerciali della Cina con gli Stati Uniti.

Tutti questi fattori rendono la valuta cinese, relativamente poco attraente per gli investitori internazionali. Ma un panorama di pagamenti mutevole potrebbe anche rappresentare una sfida per il dominio del dollaro USA. Ad esempio, la rapida crescita delle valute digitali, sia del settore privato che istituzionale, potrebbe ridurre la dipendenza dal dollaro USA.

---

<sup>4</sup> Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication, in acronimo SWIFT, è una rete creata e gestita da banche per facilitare lo scambio di pagamenti e messaggi tra le diverse istituzioni finanziarie di tutto il mondo. (Rete telematica per il trattamento di operazioni finanziarie internazionali).

Detto questo, è improbabile se pur possibile che la tecnologia da sola possa alterare il panorama abbastanza da compensare completamente le ragioni di vecchia data per cui il dollaro è stato dominante. In soldoni, in assenza di cambiamenti politici o economici su larga scala che danneggino il valore del dollaro USA come riserva di valore o mezzo di scambio e allo stesso tempo rafforzino l'attrattiva delle alternative al dollaro, su un orizzonte visibile e concreto di dati, il dollaro rimarrà probabilmente ancora per un po' la valuta internazionale dominante nel mondo.

#### 2.4 Possibili minacce al dollaro, la 'guerra delle monete'

La maggiorana dei Paesi ha compreso che gli Stati Uniti e la sua costellazione di Paesi satelliti sono ormai sull'orlo di una instabilità che pone in estremo ed evidente pericolo la pace e la sicurezza mondiale. Le tante tensioni che vedono da un lato i paesi occidentali e dall'altro quelli asiatici sono la prova inconfutabile di un sistema ormai in frantumi e un tracollo dell'occidente nella capacità di tenere le redini della stabilità mondiale. Sono sempre più i Paesi asiatici con l'aggiunta di alcuni africani e latinoamericani a non riconoscere più il dollaro statunitense come unica moneta per gli scambi internazionali, introducendo pagamenti in rubli e yuan. Atti tesi a minare la credibilità del dollaro USA che deve tutta la sua centralità alla sua reputazione, la quale una volta persa diventa facilmente sostituibile. A svolgere il ruolo di primo piano in questo conflitto valutario che pone il dollaro come moneta nemica sono i Paesi BRICS, acronimo che individua cinque Paesi: Brasile, Russia, India, Cina, Sudafrica. Questi sono accomunati da alcune caratteristiche simili, tra le quali: la condizione di economie in via di sviluppo, una popolazione numerosa, un vasto territorio, abbondanti risorse naturali strategiche e sono stati caratterizzati, nell'ultimo decennio, da una forte crescita del PIL e della quota nel commercio mondiale.

I paesi del BRICS comprendono oggi oltre il 42% della popolazione mondiale, il 25% della totale estensione della Terra, il 20% del PIL mondiale, e circa il 16% del commercio internazionale. Simbolo di stabilità e crescita risiede nel PIL che è poco inferiore ai paesi del G7 e lo supererà presto, inoltre si è potuto appurare che la Russia con il supporto dei BRICS riesce a resistere alle sanzioni e a provocare un effetto boomerang su USA ed Europa. L'attacco BRICS al dollaro consiste nel lanciare una nuova valuta mondiale, che si regge su oro e terre rare ricche di risorse energetiche ubicate in questi.

Durante l'evento del Forum economico internazionale tenutosi a Nuova Delhi, si è annunciato un piano che prevede l'introduzione di una valuta digitale unica nel prossimo futuro con l'obiettivo di essere meno dipendenti dal dollaro. Alcuni accordi per ridurre la dipendenza dal dollaro sono già stati presi internamente: ad inizio 2023 la Cina e il Brasile hanno firmato un'intesa che ha portato lo yuan a diventare la seconda valuta più importante nelle riserve estere brasiliane (superando l'euro), l'India

ha sostituito il dollaro con le rupie nei pagamenti relativi al commercio con la Malesia.

Le dinamiche che ruotano intorno a questa intesa vanno, però, ben oltre le sole nazioni che la compongono; difatti, i possibili vantaggi fanno gola e attraggono altre economie in via di sviluppo ed emergenti. La nascita della New Development Bank come alternativa alla Banca Mondiale e al Fondo Monetario Internazionale fa da cerotto ai paesi che avevano avuto esperienze dolorose con i programmi di aggiustamento strutturale e le misure di austerità di queste autorità. Il progetto di disgregazione del dominio del “biglietto verde” è molto ambizioso e in futuro potrà avere sicuramente degli svolti parecchio interessanti, ma la creazione di questa nuova valuta di riserva internazionale per ridurre tale dipendenza ha diverse sfide da affrontare.

In prima analisi, il dollaro è ancora la valuta di riserva predominante nel mondo, con una quota di mercato di circa il 60% delle riserve mondiali di valuta estera. Ciò significa che la nuova valuta BRICS dovrebbe conquistare una grande quota di mercato per poter rappresentare una minaccia significativa per il dollaro.

In seconda analisi, la credibilità della nuova valuta BRICS sarebbe essenziale per la sua accettazione da parte degli investitori globali. Dovrebbe essere sostenuta da una solida politica monetaria e da una governance economica stabile e trasparente per guadagnare la fiducia degli investitori, come posto in considerazione al primo capitolo sulle caratteristiche intrinseche di una valuta che svolge tale ruolo. In conclusione, il valore della nuova valuta BRICS sarebbe influenzato dalle condizioni economiche dei paesi BRICS, che possono essere altamente volatili e instabili rispetto alle economie avanzate, essendo economie in via di sviluppo.

In sintesi, una nuova valuta BRICS potrebbe rappresentare una sfida per il dollaro solo se conquistasse una grande quota di mercato, fosse sostenuta da una governance economica stabile e guadagnasse la fiducia degli investitori globali. Ciò richiederebbe tempo e sforzo significativi da parte dei paesi BRICS per costruire un sistema monetario affidabile e robusto.

Ma non sono solo sfide dato che tuttavia ci potrebbero essere alcune possibili ragioni per cui una nuova valuta BRICS potrebbe essere consigliabile come alternativa al dollaro. Una tra queste è ridurre la dipendenza dal dollaro: la maggior parte dei paesi del mondo detiene riserve in dollari americani, il che significa che il valore delle loro riserve può essere influenzato da fluttuazioni del tasso di cambio del dollaro.

La creazione di una nuova valuta BRICS potrebbe ridurre la dipendenza dei paesi BRICS dal dollaro americano e aumentare la loro autonomia economica.

Diversificare le riserve di valuta estera può essere una strategia utile per ridurre i rischi associati alla detenzione di una sola valuta di riserva. La creazione di una nuova valuta BRICS potrebbe, quindi, offrire un'alternativa di investimento ai paesi che cercano di diversificare le loro riserve. La creazione

di una nuova valuta BRICS potrebbe, poi, promuovere la cooperazione economica tra i paesi BRICS, favorendo lo sviluppo di scambi commerciali e di investimenti tra loro evitando di stilare singoli accordi bilaterali che ingessano e complicano il sistema.

Tuttavia, va notato che la creazione di una nuova valuta BRICS come alternativa al dollaro richiederebbe non solo un impegno a lungo termine e una cooperazione significativa tra questi paesi ma anche il sostegno di una politica monetaria solida, una governance economica stabile e la fiducia degli investitori globali per essere considerata una vera alternativa come valuta di riserva internazionale.

## 2.5 Caso Rublo: uso forzato negli scambi causa conflitto russo-ucraino

Mosca, a difesa delle sanzioni ricevute a causa del conflitto bellico aizzato nei confronti dell'Ucraina, il 23 marzo 2022 ha deciso di far pagare in rubli le forniture di gas ai paesi definiti "ostili", cioè i non favorevoli all'invasione russa. Il frutto di questa politica ha garantito alle banche russe un afflusso diretto di valuta estera, l'unico modo per ovviare questo obbligo era rinunciare al gas e al petrolio di fonte russa; cosa fisiologicamente impossibile, causa della forte dipendenza energetica a tali rimesse (la Russia fornisce circa il 45% del gas consumato in Europa).

Le rendite derivanti dalla pretesa di pagamento in rubli di gas e petrolio sono infatti state la fondamentale ancora di sostentamento dell'economia russa, in un contesto che per mesi l'ha sottoposta alla disconnessione dal sistema di pagamenti internazionale (SWIFT) e al blocco delle riserve in valuta estera. Le sanzioni avevano condotto poi all'aumento del tasso di interesse al quale la banca centrale presta denaro ad altre banche provocando una reazione domino sui cittadini russi sui quali si va a tradurre in un aumento dei tassi di mutui e prestiti.

Il Cremlino, pur avendo attuato una serie di misure a difesa, non è però stato sufficiente a evitare: il crollo della sua valuta (passata da 80:1 a 120:1 nel cambio con il dollaro); il crollo delle aziende russe quotate sulle borse estere; il crollo del rating sovrano russo al livello BB+ (leggermente sopra la soglia per essere considerato "spazzatura"), chiave di lettura di una posizione finanziaria non più solida in cui lo spread sui bund tedeschi tocca i 1260 punti base.

Tra le varie sanzioni economiche e finanziarie subite, quella che più ha travolto il Paese e innescato un forte calo del rublo, è stata: congelare le riserve valutarie detenute dal Paese all'estero.

Impedire l'accesso alle sue riserve di valuta detenute all'estero, significa quindi impedire la vendita di dollari o euro sulle piazze internazionali per bilanciare il rublo in difficoltà causa delle numerose sanzioni. Conseguenza diretta di questa militarizzazione del sistema finanziario è stata la pretesa della Russia di essere pagata in rubli per le esportazioni di gas (contratti di fornitura denominati in dollaro o euro fino a quel momento), in modo da costringere i Paesi esteri a vendere dollari o euro per

acquistare rubli per farne aumentare la domanda e accrescerne la quotazione ristabilendo il potere d'acquisto della valuta. L'uso delle risorse energetiche come strumento di difesa è conseguenza del fatto che queste ultime sono la voce principale nella bilancia commerciale russa.

La risposta russa oltre a ridare potere al rublo sul mercato dei cambi e alla sua economia in generale, ha provocato in combinato disposto una rivoluzione di scenario ponendo per la prima al centro delle scene internazionali una valuta diversa dal dollaro per effettuare transazioni tra Paesi.

Il tentativo di indebolire gli Stati Uniti e lo scheletro del sistema monetario internazionale basato in larga scala sul dollaro, creando un'alternativa allo scenario attuale facendo leva e sfruttando la posizione dominante sul lato energetico. L'inizio di trattative col fine di indebolire la posizione della valuta statunitense, vedono protagonisti i paesi asiatici. Interpretando il conflitto russo-ucraino e le relative sanzioni/risposte sul piano macroeconomico possiamo definirlo come un piccolo seme che alimentato dalla sete di potere sui mercati porta dentro sé germogli di un violento conflitto valutario.

## Capitolo III – IL FUTURO DIGITALE DELLE MONETE

### 3.1 L'evoluzione del sistema verso le central bank digital currency

La rivoluzione digitale, col tempo, ha travolto tutti i settori fino a travolgere con le sue innovazioni anche l'ecosistema bancario e finanziario. Lo sviluppo delle monete digitali e piattaforme di pagamento più veloci e a relativi bassi costi di transazione hanno mutato il modo in cui siamo stati abituati a vedere il funzionamento del sistema economico, introducendo un nuovo mondo di servizi e innovazioni finanziarie ha dato vita a una rivoluzione digitale senza precedenti.

Possiamo ricondurre l'inizio di questa stagione innovativa in campo CBDC con la nascita del concept: Bitcoin. Quest'ultimo crea un sistema in cui il valore può essere trasferito senza un'entità centrale al cuore del sistema che va a regolare l'intero meccanismo. Bitcoin, infatti, è un sistema di valuta di digitale peer-to-peer: in grado di funzionare senza intermediari, basandosi su un protocollo condiviso tra tutti gli appartenenti alla rete. Bitcoin ha solo preceduto la costituzione di un ecosistema innovativo con nuovi attori e nuove logiche di business, il mondo delle criptovalute.

La Blockchain, tecnologia "sotto il cofano" di Bitcoin, si è evoluta nel tempo e ha cambiato radicalmente il rapporto tra utenti, tra i quali col tempo si è deteriorato il legame di fiducia.

Queste circostanza ha permesso di avviare funzioni come la tokenizzazione di asset fisici o monetari, spostando parte dell'economia fisica nella stessa Blockchain. Frutto diretto di questa nuova idea è il concetto di Stablecoin, criptovalute emesse privatamente, generalmente collateralizzate con Fiat Money (EUR, USD), beni fisici o attività finanziarie. I giganti della tecnologia sono stati tra i primi attori a manifestare interesse per il concetto di Stablecoin, in particolare per la creazione di una valuta privata che potesse avere uno scopo globale. L'idea della creazione di più valute private può mettere a rischio le dinamiche monetarie e finanziarie del mondo reale, privando i Governi e le Banche Centrali del loro ruolo istituzionale.

Questo nuovo approccio, quindi, ha indotto le banche centrali a convogliare in questa direzione ed a modellarsi alle nuove esigenze richieste dalle dinamiche di mercato. Anche la sfida valutaria, a sua volta, si muove verso una nuova direzione tutta al digitale.

Quale sarà il ruolo delle Banche Centrali in questo nuovo contesto ricco di innovazione?

L'iniezione nel sistema di una nuova forma digitale di moneta emessa direttamente da Banche Centrali che risponda risposta a fenomeni decentralizzati come le criptovalute, i token privati e il calo dell'uso del contante, affrontando la necessità di supervisione normativa e stabilità finanziaria, promuovendo al contempo l'innovazione:

La tokenizzazione, infatti, può potenzialmente sfruttare il trasformazione di tutto il denaro circolante in CBDC, consentendo l'implementazione di un'infrastruttura in cui la proprietà del token digitale è certa, il token digitale non può essere falsificato e non può essere soggetto a doppia spesa. Ciò differisce dalla moneta elettronica basata su account, che utilizza un sistema di riconciliazione basato

su database per regolare le voci in un libro mastro. Il viaggio partito dai Bitcoin, verso la Central Bank Digital Currency è stato lungo. La tokenizzazione è qui per restare e, grazie all'avvento dei CBDC, potrebbe confermarsi come un fenomeno dirompente destinato rivoluzionare il sistema monetario.

Figura 9: il percorso verso la Central Bank Digital Currency

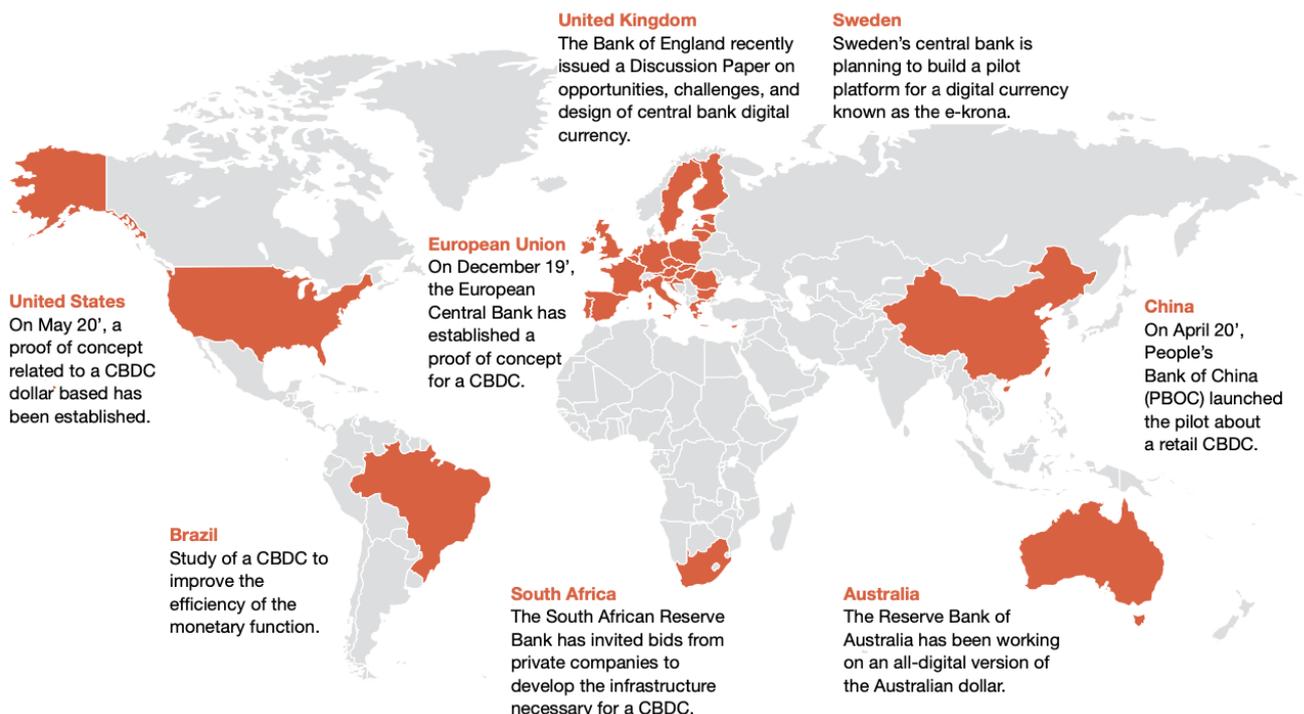


(fonte: PWC)

- Come si stanno muovendo le banche centrali?

Secondo la Banca dei regolamenti internazionali (BIS), oltre il 70% delle banche centrali, negli ultimi anni, si sono interessate alla possibilità di emettere una valuta virtuale. I casi globali più rilevanti sono descritti nella mappa:

Figura 10: come si stanno muovendo le banche centrali



(fonte: PWC)

### 3.2 Peculiarità delle central bank digital currency

Le scelte progettuali per una CBDC dipendono fortemente dalle reali esigenze e richieste dei consumatori, e questo è particolarmente vero per quanto riguarda il settore Retail. È possibile definire quattro diverse dimensioni che devono essere prese in considerazione per soddisfare tali esigenze del mercato:

- Efficienza: l'efficienza è strettamente legata alla convenienza del sistema di pagamento e alla somiglianza con i pagamenti in contanti (pagamenti peer-to-peer);
- Accessibilità: creare un'infrastruttura account-based o token-based, scelta che ha come obiettivo un sistema che sia il più inclusivo possibile ed in grado di tutelare la privacy degli utenti, replicando le attuali transazioni in contanti;
- Resilienza: implica la scelta di optare per infrastrutture di Traditional banking o Distributed Ledger Technology, col fine di dare flessibilità e robustezza alle operazioni;
- Interoperabilità: dimensione che deve essere presa in considerazione al fine di garantire la possibilità di interazione tra diversi sistemi CBDC.

Le due principali scelte risiedono nella struttura dei dati sottostante e nel processo di autenticazione e trasferimento di fondi, inerenti alla caratteristica chiave dell'accessibilità. Ci possono essere due modi diversi in cui un consumatore può accedere ai suoi token digitali della banca centrale:

- Account based model: la proprietà è collegata a un'identità; quindi, chiunque può verificare il proprietario dell'account e questo tipo di accessibilità ricorda i sistemi che utilizziamo oggi per l'invio di pagamenti digitali. Per effettuare una transazione devi dimostrare la tua identità come avviene oggi attraverso una password personale e un codice OTP. Quando si effettua una transazione o un trasferimento di fondi, il documento viene aggiornato aumentando o diminuendo la posizione del conto nel suo database.
- Token based model: la proprietà è collegata a una prova; ciò si ottiene attraverso l'uso di PKI (Public Key Cryptography Infrastructure). L'accessibilità del modello token può fornire un migliore anonimato per gli utenti finali e assomiglia molto al possesso di denaro digitale. Semplicemente con una firma digitale, un individuo è in grado di dimostrare il possesso della sua CBDC. Il modello basato su token mira a garantire un'accessibilità più ampia e meno complessa rispetto al modello basato su account, potendo anche garantire una migliore privacy funzionalità per l'utente ed eliminare i problemi relativi al ripristino dei fondi.

Figura 11: approccio basato su account vs approccio basato su token

	Account-based	Token-based
Access	KYC/AML practices	Universal
Anonymity	Not anonymous	Different levels of anonymity can be established
Transfer	Centralised	Decentralised
Cash-like	Not	Yes
Custody	Custodian approach	Non-custodian approach

(fonte: PWC)

I CBDC possono espandere le funzionalità della valuta esistente, rendendo più efficienti diversi casi d'uso dei pagamenti e fungendo da possibile sostituto digitale del denaro contante. Il grado in cui CBDC può effettivamente offrire questi vantaggi dipenderà in gran parte dal suo design. Potrebbero migliorare la fiducia, l'efficienza e la funzionalità di pagamento nei vari mercati:

- Retail: tra le opzioni di pagamento già in uso, offrirebbero una nuova scelta per le transazioni digitali, i pagamenti istantanei peer-to-peer e le transazioni fisiche. Potrebbero anche potenzialmente ridurre i costi e la diversità dei canali di pagamento;
- Wholesale: oggi i pagamenti all'ingrosso si basano sui sistemi di pagamento nazionali e le transazioni sono generalmente condotte tramite compensazione interbancaria utilizzando la valuta della banca centrale con real time gross settlement systems (RTGS), con le CBDC si avrebbe un accesso più ampio e diversificato delle istituzioni a pagamenti di valore elevato e potrebbe favorire la nascita di una nuova infrastruttura finanziaria all'ingrosso;
- Cross-border: le CBDC potrebbero stabilire relazioni monetarie più dirette a livello internazionale, ridurre i rischi, migliorare le inefficienze causate dall'odierno modello bancario internazionale, rafforzando al contempo la concorrenza nei conti internazionali e favorendo l'integrazione e l'inclusività dei mercati finanziari.

### 3.3 Vantaggi delle central bank digital currency

La central bank digital currency non è una criptovaluta, poiché ha valore legale, essendo emessa dalla Banca Centrale che ne regola le fluttuazioni e ne mantiene la stabilità; pertanto, detiene le stesse caratteristiche della moneta legale. Per questo motivo, le CBDC possono svolgere le stesse funzioni della moneta tradizionale, che sono riserva di valore, unità di conto e mezzo di scambio. Costituiscono una nuova forma di denaro, che consentirebbe a privati e aziende di effettuare pagamenti elettronici utilizzando valuta virtuale coniata da una banca centrale. Questo cambio di paradigma potrebbe potenzialmente incidere sulla struttura del sistema bancario e sulle modalità attraverso le quali la

Banca raggiunge i suoi obiettivi primari di mantenimento della stabilità monetaria e finanziaria. L'introduzione delle Central Bank Digital Currencies comporterebbe diversi vantaggi. Tra i più comunemente citati vi è una più efficace inclusione dei cittadini che non hanno accesso ai servizi finanziari tradizionali (gli "unbanked"), la semplificazione dei trasferimenti transfrontalieri o la riaffermazione del ruolo delle banche centrali e dei governi sulle politiche monetarie. Si tratta, però, di ottimizzazioni dello stadio attuale, miglioramenti incrementali al sistema economico - finanziario corrente, come: trasferimenti più veloci e più economici, inclusione finanziaria, miglior accesso ai servizi, sicurezza superiore durante le transazioni, controllo efficace da parte della banca centrale. La comprensione delle caratteristiche delle CBDC permette di intuirne il potenziale. Tuttavia, prima del lancio a livello globale di uno strumento di questo tipo, rimangono ancora molte sfide aperte dal punto di vista tecnologico, economico e legislativo. Soddisfano requisiti privacy degli utenti, fino alle eventuali conseguenze sulla stabilità monetaria e dell'intero ecosistema bancario, proteggendo al contempo flussi finanziari illeciti (utilizzando il Token based model). È necessario quindi valutare attentamente i rischi dell'introduzione di valute digitali nel sistema economico mondiale. L'introduzione delle CBDC potrebbe supportare una trasmissione più efficace della politica monetaria attraverso determinati canali, ma questi vantaggi dovrebbero essere soppesati rispetto ai rischi, come i potenziali effetti della disintermediazione bancaria sull'offerta di credito. Infatti, se le famiglie e le imprese detenessero e utilizzassero le CBDC solo per effettuare pagamenti, dovrebbero convertire parte dei loro fondi dai depositi bancari in denaro della banca centrale sotto forma di CBDC, quindi una certa disintermediazione sarebbe inevitabile. Una transizione molto ampia o più rapida dai depositi alla CBDC potrebbe avere implicazioni significative per l'ammontare del valore e del relativo costo del credito che il settore bancario fornisce all'economia e su come la Banca persegue i suoi obiettivi. Ad esempio, l'introduzione delle CBDC potrebbe costringere le banche a reagire alzando i tassi di interesse sui depositi dei clienti, ora talvolta anche negativi. In questa prospettiva, il rischio maggiore è che la contrazione dei bilanci delle banche possa incidere sulla disponibilità di credito, con possibili ripercussioni sulla stabilità finanziaria. Bisogna introdurre meccanismi di salvaguardia per evitare un'eccessiva migrazione dei depositi bancari verso la banca centrale, fenomeno che potrebbe pregiudicare un'efficiente erogazione del credito bancario a consumatori e imprese o destabilizzare il sistema bancario in periodi di tensioni finanziarie. Per tutti questi motivi è quindi importante valutare tutte le opportunità e i rischi e utilizzare gli strumenti macroeconomici disponibili per compensare i potenziali rischi sistemici che potrebbero verificarsi. Lo scopo e la direzione da seguire, tramite l'emissione di CBDC, sta nell'equilibrare la posizione di banche e governi in questo clima che getta le basi alla disintermediazione e alla decentralizzazione. Le CBDC rappresentano, dopo tutto, una interessante opportunità per governi e banche centrali,

poiché l'adozione di questi strumenti potrà supportare gli obiettivi di politica monetaria e dare uno slancio alla digitalizzazione dei Paesi.

### 3.4 Caso della Cina: e-yuan, caso olimpiadi invernali pechino 22

Attualmente l'istituto monetario più avanti di tutti è la People's Bank of China (PBOC); il primo esempio concreto di CBDC viene infatti dalla Cina, dove il governo ha creato lo yuan digitale, l'eCNY. Emessa dalla banca centrale cinese non è La Cina rappresenta, indubbiamente, il leader a livello globale nel campo della ricerca e sviluppo delle CBDC. Il progetto pilota lanciato nel 2019 in via sperimentale solo in dodici aree del paese fino ad arrivare al pieno utilizzo nel 2022 per la prima volta ai Giochi Olimpici Invernali di Pechino. Le Olimpiadi rappresentavano l'evento perfetto alla diffusione di questa valuta, considerato il grande afflusso di turisti stranieri all'evento sportivo; si erano installati anche degli ATM per convertire le valute fiat in e-yuan digitali, ma l'evento non ha avuto l'effetto auspicato causa pandemia da covid-19 che ha imposto al governo cinese di evitare l'ingresso di spettatori stranieri per limitare l'espansione dei contagi. L'architettura dell'e-yuan scelta dal governo cinese è ibrida, nel senso che segue il Token based model nelle transazioni di piccolo taglio e l'Account based model nelle transazioni di grande taglio. Le modalità di accesso a questa moneta avvengono tramite l'utilizzo di un digital wallet dal quale si può inviare, ricevere e archiviare la propria moneta digitale. Ulteriori vantaggi derivano dal poter effettuare operazioni senza una connessione internet, l'apposita app per effettuare le transazioni, rilasciata ormai in versione ufficiale, sfrutta la tecnologia Near Field Communication (NFC). L'iscrizione all'app è possibile anche attraverso WeChat Pay e le banche online affiliate ad Alipay (app di pagamento dell'e-commerce Alibaba), ma è ancora necessario un conto bancario cinese per ricaricare il portafoglio. Sostanzialmente, lo yuan digitale è la valuta digitale avente corso legale che si affianca ed equivale il suo valore allo yuan tradizionale cartaceo; fa parte della base monetaria del Paese, il che significa che la moneta digitale costituisce una parte del "contante" in circolazione e rappresenta un metodo di pagamento ma è un generatore di interessi per evitare una competizione diretta ai depositi bancari e cadere nel rischio di intermediazione. Tra i vari vantaggi che una moneta digitale può fornire, la Cina spera di poterla utilizzare per le transazioni internazionali: questo tentativo di internazionalizzazione aiuterebbe Cina a rendersi autonoma dal dollaro. La sovranità globale finanziaria del dollaro, infatti, potrebbe essere messa in discussione dalla moneta digitale cinese. La creazione dello yuan digitale da parte del governo cinese non mira semplicemente a rafforzare la moneta nazionale, bensì a sostituire il dollaro come moneta dominante negli scambi commerciali internazionali. Anche se la Cina è molto più avanti, gli Stati Uniti non restano a guardare: l'amministrazione Biden ha lanciato il progetto del dollaro digitale per contenere i rischi finanziari e di sicurezza derivanti dallo sviluppo

esplosivo delle criptovalute.

### 3.5 Corsa al digitale di Europa e USA: euro digitale e dollaro digitale

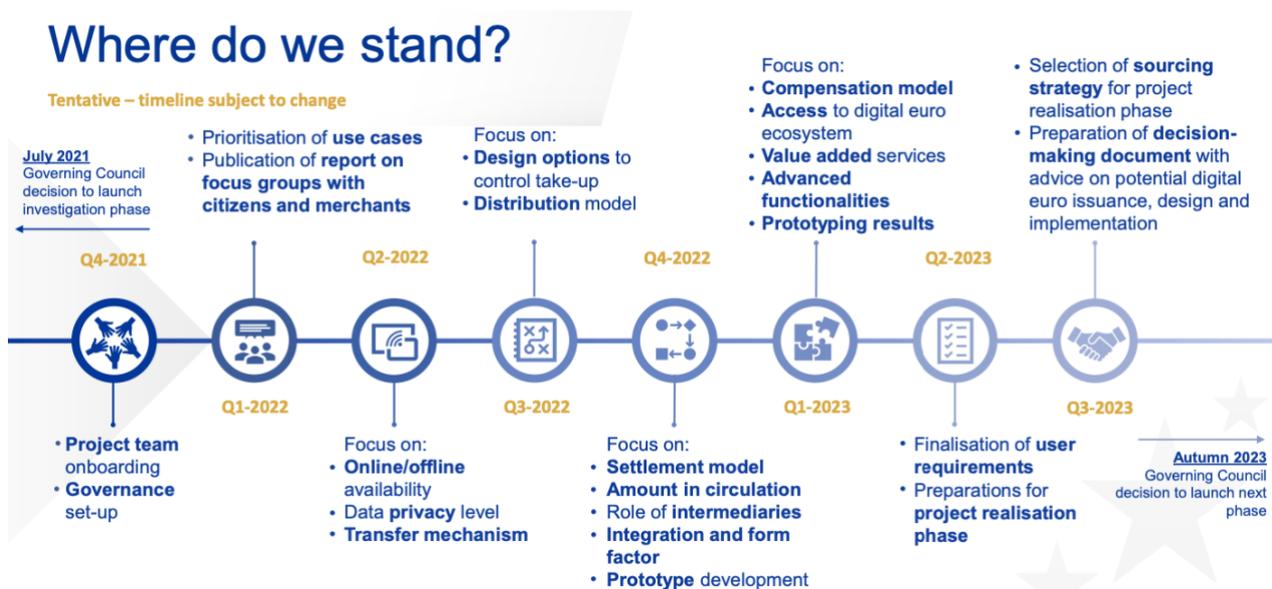
*L'euro digitale:* l'introduzione di un euro digitale, emesso dalla BCE, potrebbe sostenere la digitalizzazione e aiutarci a soddisfare le esigenze e le preferenze di pagamento delle persone. La digitalizzazione può, a sua volta, contribuire alla crescita economica. Un altro beneficio consiste nel fatto che l'euro digitale accrescerebbe la resilienza della nostra moneta a fronte di sviluppi tecnologici non regolamentati nel settore bancario e finanziario che potrebbero compromettere la stabilità finanziaria. Il contante è sempre meno utilizzato per i pagamenti. Già ad oggi non può essere utilizzato nel commercio elettronico e anche molti negozi tradizionali preferiscono pagamenti con strumenti diversi dal contante. Durante la pandemia i pagamenti online e contactless hanno segnato un'impennata. Se questa tendenza dovesse proseguire, il contante finirebbe per perdere rilevanza come mezzo di pagamento. Ad aggravare la posizione europea, la maggior parte delle soluzioni di pagamento elettronico è gestita al momento da imprese con sede legale al di fuori dell'Unione europea. In assenza di una moneta digitale pubblica europea che svolga il ruolo di ancora per l'innovazione digitale, la comparsa in grandi economie di altre valute digitali emesse da banche centrali (central bank digital currency, CBDC) e il loro uso transfrontaliero potrebbero minare il ruolo internazionale dell'euro. Le CBDC offrono infatti benefici in termini di efficienza, scalabilità, liquidità e sicurezza e potrebbero essere utilizzate per agevolare i pagamenti transfrontalieri. Le CBDC possono quindi accrescere l'attrattiva di una valuta e il suo ricorso come unità di pagamento globale. Un euro digitale emesso dall'Eurosistema manterrebbe la disponibilità di un'ancora monetaria nell'era digitale, fungendo da bene pubblico. Promuoverebbe l'innovazione, accrescerebbe l'efficienza dei pagamenti e sosterrrebbe l'efficienza economica complessiva dell'Unione europea. Accompagnerebbe la transizione digitale in atto sfruttando le sinergie con il settore privato. Ad esempio, consentendo agli intermediari di offrire servizi innovativi basati sull'euro digitale, renderebbe più facile potenziare rapidamente soluzioni di pagamento in grado di coprire tutta la zona euro e permetterebbe alle piccole imprese di offrire servizi più tecnologicamente avanzati a prezzi competitivi. Le caratteristiche necessarie al successo dell'euro digitale:

- benefici per utenti; le analisi condotte dimostrano che i consumatori privilegiano la diffusa accettazione, la facilità d'uso, il basso costo, la rapidità, la sicurezza e la tutela dei consumatori, mentre i commercianti privilegiano il basso costo, la facilità d'uso e l'integrazione nei sistemi già esistenti;

- la tutela della privacy deve rispondere agli standard più elevati e gli utenti dovrebbero poter decidere quante informazioni rendere accessibili, ma sempre in conformità con la normativa applicabile;
- l'ampia disponibilità dovrebbe portare beneficio anche a quegli parti della popolazione finora escluse dal circuito finanziario o con scarso accesso a questo tipo di servizi per effettuare e ricevere pagamenti, rafforzando l'inclusione finanziaria.

Inoltre, per l'Europa in particolare, l'introduzione di una propria moneta digitale rappresenta anche un fattore strategico rilevante verso una maggiore indipendenza nella gestione dei pagamenti, che oggi sono spesso intermediati da società private non europee. Il banchiere centrale, nel corso dell'audizione del 23 aprile 2023 alla commissione Affari economici del Parlamento europeo, ha spiegato che attualmente "due terzi dei pagamenti digitali da parte dei cittadini europei avvengono con l'intermediazione delle grandi aziende americane: dai pagamenti via carta a quelli digitali senza carta, come PayPal", ha aggiunto. Uno strumento di pagamento digitale gestito direttamente dalla Bce "sarebbe invece più sicuro, perché avremmo un controllo migliore del modo in cui le informazioni vengono trattate". "Vogliamo garantire - ha aggiunto Panetta - che, in ogni situazione e in ogni circostanza, avremo un quadro che permetterà a tutti i cittadini europei di pagare ovunque in un modo efficiente, sicuro e a prezzi accessibili".

Figura 12: percorso di creazione dell'euro digitale (fase istruttoria iniziata ad ottobre 2021 con conclusione prevista ad ottobre 2023):



(fonte: Banca Centrale Europea)

Figura 13: funzioni obiettivo della valuta digitale europea:



(fonte: Banca Centrale Europea)

*Il Dollaro digitale:* il presidente USA, Joe Biden, il 9 marzo 2022 ha firmato l'Ordine esecutivo per garantire lo sviluppo responsabile delle risorse digitali. Tramite questo provvedimento, il presidente ha chiesto all'amministrazione federale di prendere in esame tutti i rischi legati allo sviluppo delle criptovalute, sia in ambito finanziario, sia per quanto concerne la sicurezza nazionale. Lo scorso agosto la Federal Reserve ha pubblicato un paper dal titolo: "Money and Payments: The US Dollar in the Age of Digital Transformation". Il documento tratta in modo deciso il tema del dollaro digitale e mira a raccogliere opinioni sui costi e benefici di una possibile emissione da parte della banca centrale statunitense (FED). Washington è molto motivata ad intraprendere questo cammino per evitare che il dollaro perda il suo attuale dominio a vantaggio della Cina, con l'obiettivo di mantenere la centralità del dollaro nell'economia globale. Oltre ai classici vantaggi che una moneta digitale fornisce in termini di fluidità, velocità, sicurezza e apertura a servizi finora sconosciuti, Un altro potenziale vantaggio di una CBDC emessa negli Stati Uniti potrebbe essere quello di preservare il ruolo internazionale dominante del dollaro USA. Il dollaro è la valuta più utilizzata al mondo per pagamenti e investimenti; funge anche da valuta di riserva mondiale. Il ruolo internazionale del dollaro avvantaggia gli Stati Uniti, tra l'altro, riducendo i costi di transazione e di indebitamento per le famiglie, le imprese e il governo statunitensi. Il ruolo internazionale del dollaro consente inoltre agli Stati Uniti di influenzare gli standard del sistema monetario globale. Un crollo sul piano digitale della valuta statunitense cambierebbe gli equilibri internazionali; pertanto, gli States sono quelli che più sentono il dovere e l'impegno della corsa al digitale per ora dominata dalla valuta cinese. Per tale ruolo di competenza, gli USA hanno accelerato le tempistiche del progetto dollaro digitale anche a causa del conflitto russo-ucraino.

Obiettivo desiderato degli USA è uno sviluppo responsabile degli asset digitali, analizzando rischi e benefici, attraverso le analisi delle diverse agenzie federali e lo sviluppo di un approccio normativo; tutto ciò perseguito tramite misure di regolamentazione che facciano ordine e diano linee guida ad un settore che ne è ancora privo. Fondamentale è lo sviluppo di norme progettate per combattere il riciclaggio di denaro e il finanziamento del terrorismo; regole di diligenza del cliente, tenuta dei registri e dei requisiti di rendicontazione.

I principali aree normative sono così delineate:

1. garantire sviluppo prudente degli strumenti digitali che salvaguardino la privacy e forniscano sicurezze e affidabilità transattiva per i consumatori, gli investitori e le imprese; garantire trasparenza ai fini di scoraggiare l'attività illegale.
2. controllare la crescita del settore per gestire al meglio i possibili rischi economici e finanziari al fine della stabilità finanziaria globale, cioè moderando il rischio sistemico che deriva dall'avanzata del digitale sostenendo l'uso responsabile degli strumenti digitali ed evitando degenerazioni;
3. evitare la finanza illecita, esempi: il riciclaggio di denaro e i rischi per la sicurezza come la criminalità informatica; che fanno un uso scorretto e dannoso degli asset digitali, permettendo l'accesso a servizi finanziari sicuri e convenienti in temi di costi, efficienza e sicurezza.

In conclusione, la corsa al digitale voluta fortemente dal presidente Biden oltre ad avere una piega normativa, mira a traslare la forza e la centralità del dollaro nelle transazioni odierne anche in un futuro mercato volto al digitale.

### 3.6 Il ruolo delle central bank digital currency sugli equilibri mondiali

La corsa alla creazione di valute digitali da parte di banche centrali è ormai in pieno svolgimento. La prospettiva di una frammentazione del sistema monetario internazionale non è puramente ipotetica né distante. Da ciò deriva la motivazione delle varie banche centrali a lavorare sul fronte di uno scenario che può schiacciare nella competizione mondiale i Paesi poco agili. La BCE, come recentemente ribadito dalla presidente Christine Lagarde, ha posto l'euro digitale in cima alle priorità. La Bank of England ha appena rilasciato un consultation paper che pone le basi al progetto per la sterlina digitale. La banca centrale russa, incentivata dalle sanzioni finanziarie poste dall'occidente, starebbe pensando ad affrettare ad aprile (2023) l'avvio del progetto pilota per il rublo digitale, previsto originalmente per il 2024. La posizione di leader indiscusso della corsa al digitale fra le varie banche centrali del G20 è la banca popolare cinese che ha dichiarato di avere addirittura incluso la quantità circolante di e-yuan nel computo dell'aggregato monetario M0 (misura della base monetaria). I più lenti, ma in forte recupero sono gli stati uniti, dove la FED in collaborazione con alcune delle grandi banche statunitensi ha avviato, a novembre scorso, un progetto pilota di 12

settimane chiamato “the regulated liability network”. Il progetto si è svolto sotto forma di simulazione, quindi per ora la sperimentazione sul campo è ancora lontana per la valuta statunitense. I progetti tesi allo sviluppo delle central bank digital currency attualmente al centro dell’interesse delle autorità monetarie di tutto il mondo sono molto diversi tra loro; caratteristica comune è l’idea di offrire una qualche forma di contante elettronico, ovvero una nuova moneta pubblica digitale emessa dalle banche centrali nazionali. Questo perché la moneta alla quale quotidianamente abbiamo accesso e utilizziamo per effettuare i nostri acquisti non è emessa dalla banca centrale; difatti banconote e monete formano una percentuale minimo del circolante sul mercato. In Europa questo dato è circa al 14% della liquidità primaria M1 (circolante), la parte restante è composta prevalentemente da moneta creata dalle banche commerciali tramite l’uso dei depositi e delle varie attività che comprendono l’esercizio del credito. Il timore principale che scuote l’animo delle banche centrali deriva proprio dal fatto che la progressiva digitalizzazione dell’economia può condurre a una privatizzazione del sistema monetario. La tendenza che prende sempre più corpo nelle trame della quotidianità di ognuno di effettuare sempre più pagamenti elettronici, porta il rischio di una graduale sparizione del contante, ma i depositi bancari possono essere considerati come moneta solo in quanto convertibili in contanti. La creazione di valute digitali nazionali potrebbe aggirare questo problema, rafforzando il carattere di bene pubblico alla moneta e preservandone la sovranità nel sistema.

La sfida del digitale offre, pertanto, opportunità di natura strategica sia interna che esterna al Paese. Riprendendo il caso del leader: la Cina, ha intensificato gli sforzi per promuovere un nuovo network di pagamenti internazionali basato su accordi multi-CBDC fra banche centrali nazionali per indebolire la posizione dominante del dollaro; in Asia, con il supporto del Bank for International Settlements Innovation Hub, ci sono state sperimentazioni per regolare pagamenti internazionali di grosso taglio (wholesale) tramite CBDC. Si suppone che in virtù alla sua leadership geopolitica e tecnologica, la Cina possa riuscire a turbare gli equilibri della rete privata di banche su cui regge al momento l’egemonia del dollaro.

La moneta non è mai un fatto puramente tecnico, infatti, garantire l’interoperabilità delle CBDC non significa solamente predisporre piattaforme tecnologiche che ne consentono l’utilizzo: implica anche di stabilire fra una pluralità di valute distinte un regime di cambio, regole, di convertibilità e linee di credito. Considerate anche queste difficoltà macroeconomiche che devono incontrare i progetti di CBDC multi-valute transfrontalieri, comunque in futuro possono minacciare il dominio internazionale del dollaro. Si delinea, seguendo questa linea di pensiero, la nascita di un nuovo mondo digitale in cui qualsiasi valuta nazionale sarà facile da usare nei pagamenti transfrontalieri, abbattendo i costi di transazione e disgregando il potere del dollaro che al momento continua ad essere un punto di riferimento su scala globale, la valuta di riserva mondiale.

## *Conclusione*

Da ciò che affiora dalla lettura fatta finora, si può delineare un importante cambiamento del sistema monetario internazionale che da un lato mostra cenni di maturità e dall'altro zone d'ombra. Gli eventi recenti hanno d'altronde accentuato la necessità di una maggiore flessibilità del sistema valutario che da quanto sappiamo è ancora legato fortemente al dollaro, condizione che elargisce poteri politici ed economici agli USA ponendola in una posizione dominante nell'economia.

Il dollaro è però "sotto attacco", frutto delle nuove economie dominanti nello scenario mondiale e un cambiamento di rotta della concezione dell'uso della moneta.

Da quanto possiamo evincere dalle analisi fatte ai capitoli precedenti, l'ascesa delle economie emergenti dell'area asiatica prima tra tutte la Cina con la sua capacità economica a minare le fondamenta del "privilegio esorbitante" americano.

Gli States, se pur ancora centrali, stanno retrocedendo frutto anche della forte reimpostazione del ruolo della moneta intrapreso dall'area euro che è alla ricerca di una maggiore presenza della propria valuta nello scenario internazionale.

L'innovazione tecnologica che volge le monete al digitale innesca forti stimoli e dà un forte colpo agli equilibri internazionali conosciuti.

L'introduzione delle CBDC potrebbe causare importanti conseguenze, ma da come risulta al capitolo terzo la scelta di emettere CBDC richiede un'analisi attenta dei vantaggi e svantaggi considerando eventuali rischi che ne possono derivare.

La convenienza che spinge le banche centrali ad emettere la propria valuta digitale è evidente, permette di stare al passo con i tempi moderni e di raggiungere una serie di obiettivi macroeconomici. Le CBDC hanno la dote di migliorare la concorrenza, l'efficienza e la resilienza dei sistemi di pagamento di fronte alla concentrazione di tali sistemi nelle mani di grandi aziende, ridurre il dominio sul mercato dei sistemi di pagamento privati, essere un mezzo per supportare la digitalizzazione finanziaria, abbattere i costi sostenuti nella gestione nell'emissione del contante fisico, migliorare l'inclusione finanziaria e coinvolgere in questo sistema di pagamento il pubblico senza banche soprattutto in paesi con sistemi finanziari sottosviluppati, migliorare l'efficienza della politica monetaria per attuare politiche più mirate permettendo di attingere ai dati più dettagliati, in possesso delle banche centrali, in relazione ai flussi di pagamento per migliorare le proiezioni macroeconomiche. Inoltre, questo tipo di valuta coopera a preservare la sovranità monetaria e la stabilità finanziaria aiutando a potenziare la valuta locale come strumento di pagamento in quei paesi in cui si ricerca di contrastare il fenomeno della dollarizzazione.

Si pensa che il dollaro possa essere sostituito, che i pesi economici dei Paesi e le relative influenze derivino oramai dal lato opposto all'America e che la corsa al digitale con a capo la Cina faccia da

propulsore a questo cambiamento. Le analisi fatte e le proiezioni ad oggi possibili sembrano designare un dollaro stanco che sta per cedere la corona, ma le certezze di chi lo sostituirà e di cosa avverrà a livello macroeconomico con le successive politiche economiche alle fondamenta del nuovo sistema monetario sono quasi inesistenti.

La sfida tra le valute è oramai nel vivo, la battaglia si sta combattendo sia in termini di capacità economica dei vari paesi negli attuali assetti mondiali che sul fronte monetario digitale; il dollaro è indebolito ma la sua abdicazione sembra ancora lontana stando ai dati attuali.

## Bibliografia/Sitografia

- Bordo, M., Chicago-London 1993. The Bretton Woods international monetary system: a historical overview, in A retrospective on the Bretton Woods system (a cura di M. Bordo e B. Eichengreen)
- Bordo Michael D., 2021. Central Bank Digital Currency In Historical Perspective: Another Crossroad In Monetary History
- Banca di Italia, 2021. A digital euro: A contribution to the discussion on technical design choices
- Banca centrale europea: l'euro digitale ([https://www.ecb.europa.eu/paym/digital\\_euro/html/index.it.html](https://www.ecb.europa.eu/paym/digital_euro/html/index.it.html))
- De Simone Ennio, 2016. Storia economica: dalla rivoluzione industriale alla rivoluzione informatica
- Eichengreen Barry, 2010. Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System
- Eichengreen Barry, 1998. La globalizzazione del capitale: storia del sistema monetario internazionale
- Enciclopedia Treccani (<https://www.treccani.it/enciclopedia/>)
- Federal Reserve.gov (<https://www.federalreserve.gov>)
- Ferrari Minesso Massimo, Mehl Arnaud, Stracca Livio. Central bank digital currency in an openeconomy
- FED, 2022. Money and Payments: The U.S. Dollar in the Age of Digital Transformation
- Gnan Ernest Masciandaro Donato. Do We Need Central Bank Digital Currency? Economics, Technology and Institutions
- Hahn F.H., 1990. Capital Theory, Hahn' problem o Han's question
- Hongyi Chen, Siklos Pierre L., 2022. Central Bank Digital Currency: A Review And Some Macro Financial Implications

- Jordan Thomas J., 2020. Che cosa fa di una moneta una buona moneta? Economic Conference, Progress Foundation
- Krugman Paul. 1984. The International Role of the Dollar: Theory and Prospect. In J.F.O. Bilson and R.C. Marston (eds.), Exchange Rate Theory and Practice, Chicago, IL: The University of Chicago Press
- Matsuyama Kiminori, Nobuhiro Kiyotaki and Akihiko Matsui. 1993. Toward a Theory of International Currency. Review of Economic Studies
- Mankiw N. Gregory e Mark P. Taylor, 2015. Macroeconomia
- Padoa-Schioppa, Saccomanni, 1994. Managing a market-led global financial system, in Managing the world economy: fifty years after Bretton Woods
- PWC Overview, 2020. Central Bank Digital Currency ([www.pwc.com/it/it/publications/assets/docs/central-bank-digital-currency.pdf](http://www.pwc.com/it/it/publications/assets/docs/central-bank-digital-currency.pdf))
- Sole 24 ore: economia, mondo, finanza, mercati (<https://www.ilsole24ore.com>)
- Stanuszek Marek, 2021. Multiscale characteristics of the emerging global cryptocurrency market
- Swoboda Alexander. 1969. Vehicle Currencies in the Foreign Exchange Market: The Case of the Dollar. In R. Aliber (ed.), The International Market for Foreign Exchange.