



www.lavoce.info

[Moneta e Inflazione](#) / [Internazionali](#)

RISERVE DA PROTEGGERE

di [Domingo Cavallo](#) e [Joaquin Cottani](#) 26.02.2010

La Cina è preoccupata per il futuro del dollaro perché le sue riserve sono denominate in quella valuta. E dunque propone di adottare una nuova moneta di riserva internazionale. D'altra parte, gli Stati Uniti devono risolvere il problema di un debito troppo elevato e potrebbero essere tentati di farlo attraverso l'inflazione. Una soluzione che penalizzerebbe le riserve valutarie dei mercati emergenti e creerebbe problemi all'economia mondiale. Meglio allora che l'amministrazione Usa offra ai suoi creditori uno scambio virtuoso.

Quando il primo ministro cinese Wen Jiabao ha espresso qualche tempo fa la sua preoccupazione per il **futuro del dollaro**, la valuta in cui è denominata la maggior parte delle riserve ufficiali della Cina, le sue parole hanno suscitato reazioni contrastanti tra gli economisti Usa.

CHI PUNTA SULL'INFLAZIONE

Alcuni, come Fred Bergsten dell'*Institute of International Economics*, hanno esortato il governo statunitense a prendere in seria considerazione le preoccupazioni di Wen e ascoltare quindi il suggerimento di Pechino di creare presso il Fondo monetario internazionale un conto di sostituzione, che permetta ai membri del Fondo di cambiare i dollari, ormai indesiderati, in **diritti speciali di prelievo**, come parte di un processo graduale che porti nel lungo periodo a sostituire il dollaro con una moneta di riserva sovranazionale. Bergsten si è dimostrato particolarmente entusiasta sull'idea del conto di sostituzione perché ricalca una sua proposta del 2007. **(1)**

Meno entusiasmo hanno mostrato altri economisti, compreso il premio Nobel Paul Krugman, secondo il quale la Cina è caduta in una trappola che si è costruita da sola con il rifiuto in passato ad adottare una politica più flessibile del **tasso di cambio**. D'altra parte, se la Cina, o un qualunque altro paese, cercasse di abbandonare il dollaro del tutto o in modo troppo repentino, il tentativo si rivelerebbe controproducente per lo stesso paese. Non c'è dunque nessun immediato pericolo per la stabilità finanziaria americana e mondiale e quindi nessuna necessità di un intervento in favore della Cina da parte del governo degli Stati Uniti o dell'Fmi.

Il punto di vista di Krugman è secondo noi troppo semplicistico: non considera l'effetto che avrebbe sull'**inflazione** una grande quantità indesiderata di dollari e di attività in dollari, una volta che i timori

di recessione si siano allontanati. È possibile che Krugman pensi che un certo rialzo dell'inflazione sia auspicabile perché potrebbe aiutare a curare il "dopo sbornia da dollaro". Se è così, non è l'unico. Kenneth Rogoff, l'ex capo economista dell'Fmi, ha recentemente scritto che "una improvvisa fiammata inflazionistica sarebbe estremamente utile per districarsi dal pantano dell'enorme quantità di debito accumulato". (2)

In altre parole, facendo salire l'inflazione, gli Stati Uniti risolverebbero due problemi in un colpo solo. In primo luogo, si deprezzerebbe il valore del debito nazionale, evitando che cresca troppo in rapporto al Pil. Si ridurrebbe inoltre il valore reale del debito (cartolarizzato o meno) di istituzioni finanziarie e imprese statunitensi, diminuendo così la necessità di *haircuts* espliciti o di salvataggi pubblici.

Al di là dei problemi di reputazione che una simile "soluzione" creerebbe al governo Usa, il punto è che è molto difficile far rientrare nella lampada il genio dell'inflazione una volta che ne sia uscito. Purtroppo, però, i problemi non mancano neanche con la soluzione proposta dalla **banca centrale cinese** e da Bergsten.

Primo, il piano richiede un complesso negoziato multilaterale, anche sugli *Articles of Agreement* dell'Fmi, che difficilmente sarà sostenuto dagli Stati Uniti, se non altro perché i **diritti di prelievo** entrerebbero in competizione con il dollaro quale valuta di riserva. Secondo, la proposta restringe la gamma dei potenziali sostituti ai soli diritti di prelievo, essi stessi un paniere di monete nel quale la quota del dollaro è predominante. Terzo, un fondo di sostituzione presso l'Fmi rende responsabile lo stesso Fmi, invece del governo Usa, per le perdite che risultano dal deprezzamento del dollaro contro i diritti di prelievo, uno stato di cose che vedrebbe probabilmente l'opposizione di altri membri del Fondo.

Tuttavia, lo **svantaggio** maggiore della proposta Cina/Bergsten è che non protegge realmente i creditori ufficiali degli Stati Uniti da una caduta prolungata del dollaro. Nel caso di un deprezzamento prolungato del dollaro, infatti, è assai improbabile che le banche centrali di Europa, Giappone e Regno Unito rimarrebbero ferme lasciando apprezzare le loro monete. Più probabilmente, questi paesi si opporrebbero all'apprezzamento ingaggiando un processo di **svalutazioni competitive**, il cui risultato finale sarebbe un aumento dell'inflazione mondiale. Se fosse così, le riserve della Cina e di altri mercati emergenti perderebbero valore reale, sia se denominate in dollari sia se denominate in diritti di prelievo. Ancora più importante, l'inflazione sarebbe più alta in tutto il mondo e ci vorrebbero anni di alti tassi di interesse e bassa crescita per farla scendere di nuovo.

LO SCAMBIO VIRTUOSO

Fortunatamente, c'è un modo migliore e più semplice per proteggere il valore delle riserve dei mercati emergenti e allo stesso tempo ridurre il rischio di un ritorno dell'inflazione mondiale. In altri termini, si può ridurre l'incentivo per il governo americano a trovare una soluzione al suo debito attraverso l'inflazione. Perché questo accada, tutto quello che i creditori degli Stati Uniti devono fare è chiedere che il governo Usa cambi a richiesta titoli nominali del Tesoro, banconote e bond con **strumenti aggiustati per l'inflazione** (Tips). Poiché, in questo momento l'offerta di Tips è molto scarsa in rapporto alle altre componenti del debito nazionale Usa, è necessario un coordinamento bilaterale per evitare di distorcerne il valore.

Uno dei vantaggi dell'idea è la sua semplicità. All'inizio, lo scambio dovrà essere **bilaterale** più che multilaterale, non solo perché è più facile da mettere in pratica, ma anche perché dà al governo

statunitense la leva per ottenere concessioni da altri governi. Per esempio, nel caso della Cina, sarà possibile negoziare uno scambio di questo tipo: il paese asiatico si impegna a realizzare riforme volte a ridurre il suo **surplus strutturale** di parte corrente, che comprende ma non si limita alla sola politica del tasso di cambio più flessibile. Per questa ragione, è preferibile che la proposta di scambio arrivi dagli Stati Uniti piuttosto che dai suoi creditori.

Ma ancora più importanti dei vantaggi pratici sono gli effetti benefici di **lungo periodo** di una tale politica, e in particolare quello di allontanare lo spettro dell'inflazione globale. Sostituendo bond nominali con Tips, il governo Usa manderebbe il forte segnale che non cerca una via d'uscita al suo problema di debito attraverso l'inflazione, come suggerito da Rogoff: al contrario, si impegnerebbe ad adottare una maggiore disciplina si politica monetaria e fiscale per il futuro.

(1) Si vedano due articoli di Fred Bergsten: "[We should Listen to Beijing's Currency Idea](#)" pubblicato sul *Financial Times* dell'8 aprile 2009, e "[How to Solve the Problem of the Dollar](#)", sul *Financial Times* dell'11 dicembre 2007.

(2) Krugman, Paul, "[China's Dollar Trap](#)", *New York Times*, April 2, 2009.

(3) Rogoff, Kenneth "[Embracing Inflation](#)", *The Guardian*, December 2, 2008.