

5. Finanza, criptovalute e dollaro: liberi fino a che punto?

Franco Bruni

Nel 2025 i mercati finanziari sembrano non aver risentito delle tensioni geopolitiche. È stato un anno di borse al rialzo e di relativa stabilità finanziaria, nonostante guerre commerciali e militari, la rottura delle regole multilaterali e i rischi che tutti hanno avvertito; come mai? Dobbiamo temere che si tratti solo di un ritardo di reazione e che, se la geopolitica non migliora, la finanza e le monete entrino in seria crisi?

Va anche tenuto presente che il sistema monetario e finanziario internazionale ha da qualche tempo, anche al di là del recente deterioramento delle relazioni internazionali, dei seri problemi strutturali ed evolutivi che richiederebbero di essere trattati in modo cooperativo e multilaterale, con riforme condivise, nuove regole e sorveglianza comuni. Se si tardasse troppo a farlo, la fragilità finanziaria del mondo crescerebbe e una crisi anche peggiore di quella del 2008 di Lehman diverrebbe meno improbabile. Nel seguito, alcuni di questi problemi vengono brevemente descritti.

La questione da sottolineare è che essi non possono essere affrontati nel mondo del “liberi tutti”, dove si dissolvono le regole e il multilateralismo, dove fra i paesi prevale lo scontro fra la forza finanziaria, economica e militare, dove le istituzioni internazionali perdono il supporto di stati chiave e l’incisività del loro operare. Se dunque il litigio geopolitico può creare *direttamente* e improvvisamente pericolosi shock finanziari,

può anche causare indirettamente, nel medio periodo, un deterioramento del sistema di regole finanziarie che rende i mercati sempre più fragili fino a spingerli in crisi.

Bella finanza con brutte guerre: è sostenibile?

Durante il 2025 l'indice azionario statunitense S&P 500¹ è salito quasi del 17% recuperando rapidamente il brusco calo di marzo e aprile, coincidente con i peggiori annunci dei dazi di Trump. Sembra qualcosa di più di una resilienza al clima geopolitico. Il fenomeno non è limitato al mercato statunitense, anzi: l'indice più usato dell'insieme delle borse mondiali² lungo l'arco dell'anno è aumentato più dello S&P 500 e quello delle borse dei Paesi Emergenti³ è cresciuto più del 28% e in marzo-aprile ha sofferto molto meno.

Anche il controvalore in dollari dei titoli a reddito fisso, privati e pubblici,⁴ è cresciuto di circa il 5% in media nel mondo, anche come riflesso del fatto che i rendimenti dei titoli sono scesi in seguito alla riduzione delle aspettative di inflazione. Durante il 2025 l'intera curva dei rendimenti dei titoli di stato Usa ordinati dalle scadenze brevi a quelle più lunghe, si è nettamente abbassata, anche se è scesa meno per le scadenze più lunghe. Come dire che i prezzi di mercato dei *Treasuries* sono cresciuti. I titoli statunitensi privati hanno fatto anche meglio.

Secondo il Fondo monetario internazionale,⁵ l'inflazione mondiale dei prezzi al consumo, che era stata del 5,8% nel 2023, già 1% in meno dell'anno prima, ha continuato a

¹ <https://www.investing.com/indices/us-spx-500-historical-data>

² FTSE All World Index: <https://it.investing.com/indices/ftse-all-world>

³ MSCI Emerging Market Index: <https://it.investing.com/indices/ftse-all-world>

⁴ Bloomberg Global-Aggregate Total Return Index Value Hedged USD: <https://www.bloomberg.com/professional/products/indices/quote/LEGATRUH:IND>

⁵ <https://www.imf.org/external/datamapper/PCPIPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOORLD>

scendere nel 2025 fino al 4,2% ed è attesa al 3,7% nel 2026. Quanto alla crescita del Pil mondiale, stimata al 3,2%,⁶ è stata in lieve flessione, soprattutto a causa del rallentamento dei paesi avanzati, cresciuti in media dell'1,6% contro l'1,8% del 2024 e rispetto al 4,2% dei Paesi emergenti e in via di sviluppo.

Nel frattempo, le guerre tariffarie e militari e, più in generale, il deterioramento geopolitico hanno trovato riscontro in forti aumenti dei vari indici di rischio e incertezza globali. Fra i principali: l'indice di rischio geopolitico⁷ è cresciuto di circa il 20% nel 2025, mentre era stato piuttosto stabile fino al novembre 2024, quando fu eletto Trump; il *World Uncertainty Index*⁸ più che triplica il suo valore; il *Global Policy Uncertainty Index*⁹ (GEPU-ppp) dei primi nove mesi del 2025 risulta in media del 76% maggiore della media di tutto il 2024.

Eppure, l'indice più diffuso delle aspettative di volatilità del mercato azionario, il Vix,¹⁰ a fine anno valeva meno di 15, due punti meno di inizio anno, anche se ha raggiunto il picco di 52 durante la crisi di inizio aprile. Dalla fine di aprile non è mai stato sopra i 25 punti.

Nel complesso, dunque, il forte aumento dell'incertezza e dei rischi geopolitici ha rallentato un poco la crescita, ha forse frenato ma non interrotto la riduzione dell'inflazione ma, soprattutto, ha consentito ai mercati finanziari di aumentare significativamente e con un'apparente stabilità i valori di borsa di azioni e obbligazioni. Come spiegare questo divorzio fra finanza e geopolitica?

Non è facile rispondere ma alcune spiegazioni sono possibili.

Innanzitutto, i mercati finanziari tendono spesso a riflettere difficoltà e rischi dell'economia reale e delle fragilità finanziarie

⁶ *Ibidem*.

⁷ Il più diffuso, il Gpr di Caldara e Jacoviello: <https://www.matteoiacoviello.com/gpr.htm>

⁸ WUI Global: <https://worlduncertaintyindex.com/>

⁹ GEPU-ppp: https://www.policyuncertainty.com/global_monthly.html

¹⁰ CBOE Volatility Index (VIX): <https://it.investing.com/indices/volatility-s-p-500>

con imprevedibili anticipi o ritardi. Per questo motivo non riescono sempre a disciplinare tempestivamente le politiche economiche finanziariamente imprudenti, punendole con cali delle borse, riduzione del credito e congelamenti della liquidità. Punizioni che possono giungere quando è troppo tardi. Il recente Rapporto del Fmi sulla stabilità finanziaria ha un titolo significativo: *Shifting Ground Beneath the Calm*.

Inoltre, i titoli a reddito fisso sono stati sostenuti (senza meriti propri) dalla discesa dei tassi delle banche centrali e gli indici dei prezzi delle azioni risultano gonfiati dall'aumento del peso che in essi hanno le azioni delle grandi imprese, spesso più redditizie delle medio-piccole. Ad esempio, l'indice delle azioni delle imprese Usa meno grandi¹¹ aveva sofferto un po' di più nella crisi di borsa primaverile ma, soprattutto, è salito poco più del 5% lungo tutto l'anno: meno di un terzo dell'aumento dello S&P 500. In Europa un indice analogo¹² è salito del 10%, contro il 19% dell'indice EuroStoxx50.¹³ La divaricazione nelle dimensioni e nelle valutazioni di mercato tra imprese grandi e piccole è crescente e preoccupante.

La divaricazione fra la congiuntura geopolitica e quella economico-finanziaria può spiegarsi anche col ritmo molto rapido del progresso tecnologico e, ancor più, delle aspettative più o meno realistiche di ulteriori progressi per i prossimi anni. La media del valore delle azioni delle "magnifiche 7" dell'alta tecnologia Usa nel 2025 è cresciuta del 25%.¹⁴ Si pone qui un problema di sostenibilità. L'effetto diretto e indiretto dell'IA potrebbe rivelarsi sostenibile nel tempo, anche perché, a differenza della precedente tech-bolla di fine Novecento, la dinamica attuale è centrata su protagonisti grandi, "solidi" e piuttosto diversificati nei rischi.

¹¹ S&P 600 Small Cap: <https://it.investing.com/indices/s-p-600-small-cap>

¹² STOXX Europe Small 200 EUR NR (SCXR): <https://www.investing.com/indices/stoxx-europe-small-200-eur-nr>

¹³ Euro Stoxx 50 (STOXX50E): <https://it.investing.com/indices/eu-stoxx50>

¹⁴ <https://www.cnbc.com/quotes/.MAG7>

Resta tuttavia l'immaterialità degli *assets* che mantiene incertezza nelle valutazioni. Inoltre, alcuni osservatori individuano circuiti viziosi fra i grandi: NVIDIA investe \$100 miliardi in OpenAI, che li usa per pagare Oracle che così può comprare chips da NVIDIA.¹⁵ Alcuni citano anche l'accordo da 38 miliardi di inizio novembre fra Amazon e OpenAI per i chip NVIDIA.¹⁶

Un altro problema di sostenibilità, che non riguarda solo l'high tech, è legato a un eccesso di leverage negli acquisti di azioni, che avvengono spesso con varie forme di indebitamento, anche non del tutto trasparenti né ben vigilate dalle autorità finanziarie. L'abbondante liquidità creata dalle banche centrali negli anni passati, con i tassi prossimi allo zero e i *Quantitative Easing*, ha avuto un suo peso nel sostenere i corsi di borsa di azioni e obbligazioni, che gli investitori hanno acquistato anche nel tentativo di ridurre la liquidità dei singoli portafogli, pur essendo impossibile farlo in aggregato, visto che sono le politiche monetarie a determinare la liquidità totale. Le banche centrali, fra l'altro, hanno trovato il modo, nel 2023 e 2024, gli anni della disinflazione, di alzare i tassi fissandoli direttamente, dissociandoli dall'andamento della liquidità, con un metodo che ha proprio il nome tecnico di "regime di liquidità in eccesso".¹⁷

Va detto comunque che il successo dell'operazione di rapida riduzione dell'inflazione, avvenuta nonostante il permanere degli eccessi di liquidità, sia negli Stati Uniti sia nell'area euro, ha avuto in sé un messaggio ottimistico anche per i mercati finanziari.

¹⁵ S. Tresoldi, "Il valzer dei miliardi tra Nvidia, OpenAI e Oracle: genio o illusione?", *Il Sole 24 Ore*, 14 ottobre 2025.

¹⁶ B. Simonetta, "OpenAi sigle un accord da 38 miliardi con Amazon", *Il Sole 24 Ore*, 3 novembre 2025.

¹⁷ P. Åberg, M. Corsi, V. Grossmann-Wirth, T. Hudepohl, Y. Mudde, T. Rosolin e F. Schobert, Occasional Paper Series, [Demand for central bank reserves and monetary policy implementation frameworks: the case of the Eurosystem](#), n. 282, Federal Reserve Bank, settembre 2021.

Il fattore principale dei rialzi borsistici è però quello essenziale: l'aumento dei profitti, favorito anche dalla crescita modesta dei salari reali. Negli Usa l'aumento dei salari reali fra il terzo trimestre del 2024 e quello del 2025 è stimato minore dell'1,5%.¹⁸ Nell'eurozona, nel terzo trimestre del 2025, i salari nominali¹⁹ risultavano in media più alti del 3% rispetto a un anno prima, 0,9% in più dei prezzi al consumo, ma questo incremento del potere d'acquisto non fa che aiutare a compensare la forte diminuzione degli anni precedenti: infatti, alla fine del 2024 i salari reali erano appena tornati prossimi ai livelli di fine 2021.²⁰

I profitti complessivi delle società statunitensi²¹ nel terzo trimestre del 2025 sono stati quasi del 7% superiori che nel trimestre corrispondente del 2024 e, in rapporto al valore dell'indice S&P500, sono diminuiti meno dello 0,5%. Il rapporto prezzo/utili dello S&P 500²² da dicembre 2024 a dicembre 2025 è cresciuto solo da 29 a 31. Il livello di questo indicatore può preoccupare, visto che è circa 13 punti più alto che per le azioni europee²³ ed era 7 punti più basso poco prima che scoppiasse la bolla tecnologica degli anni Novanta.

¹⁸ <https://fred.stlouisfed.org/series/LES1252881600Q>. Dello 0,4% il guadagno reale medio settimanale, dello 0,7% quello orario: bls.gov/news.release/realer.t01.htm

¹⁹ <https://tradingeconomics.com/euro-area/wage-growth>

²⁰ https://www.ecb.europa.eu/press/economic-bulletin/focus/2025/html/ecb.ebbox202505_04~a71cdfc394.en.html

²¹ tradingeconomics.com/united-states/corpora1

²² <https://worldperatio.com/index/sp-500/>

²³ <https://worldperatio.com/area/europe/>: per altro cresciuto, lungo il 2025, quasi esattamente come il rapporto dello S&P 500. La differenza del livello dei rapporti prezzo utili fra Usa ed Europa ha anche spiegazioni strutturali, come i diversi contesti regolamentari e fiscali, la composizione degli indici e le tipologie delle imprese quotate.

La geopolitica nasconde problemi finanziari urgenti?

Se non dovessimo usare quel poco di diplomazia multilaterale che rimane in vita nel caos geopolitico di oggi per sopravvivere a guerre tariffarie e militari, dovremmo spenderla per accordarci su alcune questioni che, almeno nel medio-lungo periodo, turbano l'efficienza e, soprattutto, la stabilità dei mercati finanziari globali. Quali questioni?

La lista può essere più o meno dettagliata ma è comunque abbastanza lunga. Il problema più generale è l'effetto secondario indesiderabile di un dato molto positivo, cioè la forza e la resilienza della globalizzazione finanziaria, il forte e crescente collegamento fra i mercati e gli intermediari di tutto il mondo.

Dopo essere cresciuta insieme alla globalizzazione del commercio, quella finanziaria non l'ha seguita nell'arresto e nella lieve tendenziale inversione avvenuta dalla crisi del 2008-09, una crisi di origini finanziarie divenuta molto commerciale e "reale" ma che non ha avuto conseguenze rilevanti e durature per la globalizzazione finanziaria. L'indice di globalizzazione finanziaria²⁴ è aumentato quasi del 20% dal 2000 al 2023, senza nessuna inversione significativa salvo una diminuzione del 3% nell'anno della crisi Lehman. Non ci sono ancora dati completi degli ultimi due anni, ma per ora non appaiono sintomi di inversioni di queste tendenze.

La continua crescita della globalizzazione finanziaria può migliorare le opportunità di finanziamento e l'allocazione globale delle risorse, rendendo più produttiva l'economia mondiale. Ma se non è regolata in modo adeguato e globalmente concertato rischia di creare disordine e speculazione, peggiorare la produttività, nonché trasmettere dappertutto e amplificare shock economico-finanziari negativi che sarebbero isolati

²⁴ Gli indici di globalizzazione più usati sono calcolati dallo Swiss Economic Institute (indici Kof), ottenibili utilizzando grafici e numeri alla pagina: <https://kof.ethz.ch/en/forecasts-and-indicators/indicators/kof-globalisation-index.html>

e localmente contrastabili. Dopo il 2008 fu la finanza a trasformare una crisi immobiliare inizialmente localizzata in alcune parti degli Usa in un tremendo shock mondiale. Le carenze di regolamentazione e vigilanza finanziarie, che furono allora individuate fra le cause di quella repentina diffusione, sono state affrontate e rimediate in modo insufficiente: è questo il primo problema che un mondo meno conflittuale di quello attuale dovrebbe permettere di affrontare, anche potenziando quel *Financial Stability Board* che, appunto, fu costituito nel 2009.²⁵

L'urgenza di adeguare la regolamentazione dipende anche dal rapido diffondersi della digitalizzazione della finanza e dei metodi di pagamento e circolazione di denaro e titoli. Anche in paesi poco sviluppati economicamente e finanziariamente la digitalizzazione procede rapidamente. L'indice Onu di implementazione delle misure e delle infrastrutture necessarie per la digitalizzazione dei pagamenti²⁶ ha superato il 70% globalmente (era il 58% nel 2019) ed è prossimo al 50% per i paesi meno sviluppati (dov'era al 35% nel 2021).

La digitalizzazione accelera molto la velocità di circolazione internazionale degli strumenti monetari e finanziari che, per essere benefica, richiede norme e convenzioni ben coordinate globalmente. Oltretutto, la digitalizzazione, favorendo lo sviluppo delle cosiddette criptovalute, richiede sforzi speciali di regolamentazione e vigilanza, concordati internazionalmente, per evitare incidenti e imbrogli che possono inquinare la fiducia di imprese e famiglie nel sistema dei pagamenti, negli intermediari bancari e non bancari, negli strumenti di risparmio e investimento.

Non è solo la digitalizzazione a rendere urgente il miglioramento e l'armonizzazione globale delle regole finanziarie. Vanno armonizzate le regolamentazioni e gli stili con cui le autorità nazionali vigilano le banche, gli intermediari

²⁵ fsb.org

²⁶ <https://www.untfsurvey.org/world>

non bancari, le borse, che rimangono troppo differenti anche fra paesi e regioni che scambiano molto intensamente servizi finanziari, come Usa, Regno Unito e Unione Europea. Per non parlare delle ingiustificabili differenze che rimangono fra i Paesi membri UE che impediscono la formazione di un'area euro davvero integrata. L'Italia, da sola, sta bloccando la ratifica della riforma del Meccanismo Europeo di Stabilità che, per il suo ruolo potenziale nel realizzare l'assicurazione europea dei depositi bancari, è un passo essenziale verso una vera unione bancaria.

L'attenzione quasi morbosa dei media, degli operatori economici e dei politici, per le minime variazioni dei tassi di interesse delle banche centrali, appare mal riposta e poco rilevante rispetto a quella che andrebbe posta all'evoluzione e alla convergenza delle normative che devono garantire la solidità, la correttezza, la trasparenza e l'efficienza delle banche, dei fondi di investimento, dei mercati dei titoli. Ma, di nuovo, la cooperazione globale, ancora ricca formalmente di comitati e collaborazioni dedicate a coordinare e migliorare le regole finanziarie, è oggi distratta dalle preoccupazioni geopolitiche.

L'aggiornamento profondo e globalmente coordinato della regolazione delle banche e della digitalizzazione è davvero urgente. Negli Usa crescono le pressioni delle lobby vicine alle posizioni di Trump, perché acceleri in vario modo la deregolamentazione di banche e finanza che è già in corso. Potrebbe instaurarsi una pericolosa concorrenza internazionale nel deregolamentare.

La diffusione degli asset digitali trasferibili con *distributed ledger* e l'impegno delle stesse banche centrali a creare monete virtuali, che permettono anche pagamenti indipendenti dai circuiti bancari, tende a spiazzare il ruolo tradizionale delle banche di deposito. Esse si vedono disintermedate e cercano di ampliare forme di raccolta e modelli di business che le rendono sempre più simili a intermediari non bancari, i quali sono regolati meno e diversamente. Si dovrebbe provvedere con urgenza e internazionalmente a fare ordine in un mondo

bancario e finanziario che cerca di capire e disegnare il suo futuro. Altrimenti si rischiano due guai opposti: quel mondo può tremare in processi disordinati di concorrenza e innovazione sregolata, oppure soffocare per interventi regolatori nazionali che tolgono all'innovazione il respiro internazionale o la reprimono, nell'insulso tentativo di evitarne ogni rischio. Ovviamente, ne soffrirebbero le imprese e gli individui che utilizzano servizi finanziari, nonché la produttività e la crescita.

Il problema del dollaro

Le tensioni geopolitiche e le intemperanze dell'Amministrazione statunitense hanno un impatto diretto su un altro aspetto del quale la cooperazione mondiale dovrebbe prendere atto, facendo seguire decisioni e provvedimenti opportuni: il possibile indebolimento del ruolo del dollaro e della fiducia nel mercato dei capitali Usa, finora indispensabili per la fluidità del commercio e della finanza internazionali.

Nel 2025 il dollaro si è svalutato più del 12% rispetto all'euro, del 7% rispetto alla sterlina, del 15% rispetto al franco svizzero, di circa il 4% rispetto allo yuan cinese, rimanendo stabile solo rispetto allo yen giapponese. In tutti i 5 casi, la svalutazione si è accentuata in coincidenza con lo spavento geopolitico causato dall'annuncio dei dazi in primavera, anche se lo yuan, prima di rivalutarsi, si è bruscamente se brevemente valutato anch'esso per il timore dei provvedimenti specifici di Trump anticinesi. Nel complesso le tensioni geopolitiche hanno sfavorito il dollaro mentre tradizionalmente nelle fasi rischi globali, anche causati dagli Usa, la moneta statunitense tendeva ad apprezzarsi come "moneta rifugio". Un mutamento importante per valutare il futuro ruolo del dollaro.

Ma come indicatore di fiducia nel dollaro e nel debito statunitense è ancor meglio guardare, ad esempio, il cosiddetto *swap spread* sui titoli del Tesoro a 10 anni, che misura il costo dell'indebitamento pubblico a medio-lungo termine al netto delle aspettative di variazione dei tassi di interesse entro tale

orizzonte. Dalla seconda metà dello scorso decennio l'indicatore ha fluttuato attorno allo zero, prevalentemente in una fascia di ± 5 punti base, con rari sbandamenti entro i ± 10 . In sostanza: un rischio-paese Usa non significativo. Ha cominciato a diventare sempre più negativo – segnalando dunque un aumento del rischio Usa – nella seconda metà del 2023, toccando i 15 punti, ed è poi precipitato nel 2024, soprattutto in coincidenza dell'elezione di Trump, giungendo ai -30 punti. È poi risalito in gennaio, pur rimanendo nettamente negativo, per tornare a cadere soprattutto in primavera, quando furono annunciati i dazi del *Liberation Day*, arrivando a -35. Per confronto, gli indicatori di sfiducia dei debiti pubblici italiano e francese sono più alti (attorno a -60), ma il confronto è viziato dal fatto che Italia e Francia non sono libere di creare a piacimento la moneta, l'euro, nella quale sono espressi i loro debiti, mentre i titoli del Tesoro degli Stati Uniti sono denominati nella moneta emessa dal paese, la più accettata e utilizzata nel mondo. Per la Germania invece, l'indicatore fluttua in una stretta fascia attorno allo zero da un anno e mezzo, dopo esser sceso in cinque anni da valori positivi elevati, che facevano del debito pubblico tedesco il rifugio di sicurezza per ottenere il quale la finanza globale era addirittura disposta a pagare interessi anziché riceverli.

All'inizio di settembre c'è però stata una svolta nei rendimenti dei titoli pubblici Usa. L'indice di fiducia è risalito quasi continuamente, dimezzando la misura del rischio percepito e passando da -30 a -15 punti base. Le ragioni sono probabilmente il ridimensionamento della severità e dei danni previsti dei dazi e di altri controlli commerciali, la lentezza con la quale i dazi si sono riflessi sull'inflazione, un principio di rilassamento dei tassi di interesse a breve e un freno al riassorbimento della liquidità da parte della banca centrale, nonché qualche vantato successo nelle mosse di politica estera Usa. C'è forse anche il rafforzarsi della convinzione, da parte dei gestori di portafogli finanziari, che per ora il mercato dei capitali statunitense, per quanto mostri inusitate rischiosità, non ha vere alternative, per varietà ed efficienza di strumenti di investimento e gestione.

Gli intermediari finanziari e il settore privato americani sono senz'altro coinvolti nelle vicende di rischio di un sistema che sta attraversando un periodo geopoliticamente instabile. Ma la maggior parte del peggioramento del rischio-paese Usa è ascrivibile alla finanza pubblica. Dal marzo del 2022 al gennaio di quest'anno l'eccesso di rendimento delle migliori obbligazioni private americane rispetto ai titoli di stato,²⁷ che compensa l'attesa maggior rischiosità delle prime, è sceso molto, da 100 a 30 punti base, soprattutto per il crescente rischio percepito dai mercati nei titoli di stato, vista la crescita fuori controllo del loro ammontare. Ha poi invertito il movimento, risalendo fino a 55 punti, contemporaneamente alla discesa dei rendimenti dei *Treasuries*, pur essendo precipitato di 50 punti nei circa 50 giorni successivi al *Liberation Day*. Lo sconto delle migliori obbligazioni private rispetto a quelle pubbliche ha avuto dunque un movimento simmetrico a quello dei titoli pubblici, lasciando dunque i rendimenti privati più stabili. Ciò conferma che le vicende del "rischio-paese Usa" sono determinate soprattutto dal disordine e l'incertezza della finanza pubblica, oltre che dalle varie intemperanze dell'amministrazione Trump.

Le voci e le previsioni di ridimensionamento del ruolo globale del dollaro e della finanza statunitense si sono rapidamente accresciute con il subentro di Trump alla Casa Bianca. Il che ha persino convinto l'Unione Europea a riprendere con qualche energia in più lo sforzo immane di vincere i nazionalismi dei Paesi membri e creare un mercato monetario e finanziario europeo più unito e omogeneo, anche per contrastare l'investimento oltreoceano degli eccessi di risparmio. Intanto, l'internazionalizzazione del Renmimbi prosegue: in base a dati Swift,²⁸ la quota dei pagamenti in Rmb sul totale in valore dei

²⁷ US AAA Credit Spread: <https://en.macromicro.me/collections/384/spreads/930/us-credit-spread>. Gli andamenti degli spread dei titoli privati con rating inferiori (ibidem) riflettono tendenze simili anche se con specificità dovute ai diversi profili dei rischi degli emittenti.

²⁸ Monthly reporting and statistics on renminbi (Rmb) progress towards becoming an international currency: <https://www.swift.com/sites/default/>

pagamenti mondiali è stata del 3,8% nella media dei 24 mesi terminanti col giugno di quest'anno, contro il 2,6 dei 24 mesi precedenti.

Si tratta di fenomeni probabilmente inevitabili nel lungo periodo, dovuti all'evoluzione naturale dello sviluppo economico e finanziario mondiale, che ridimensiona progressivamente il peso relativo dell'economia statunitense. La ricetta per farvi fronte è teoricamente chiara: coordinare le politiche monetarie delle maggiori banche centrali; sviluppare le tecniche e gli strumenti per garantire a basso costo la stabilità dei tassi di cambio richiesta dagli operatori; far progredire, collegare, regolare e diffondere strumenti di pagamento internazionale, di misurazione dei prezzi e denominazione dei titoli, che non facciano riferimento a un solo paese ma siano sotto la diretta guida e responsabilità di istituzioni multilaterali come il Fmi.

Nei decenni successivi all'ultima guerra mondiale si sono fatti passi concettualmente importanti su questa strada, come il rafforzamento degli *swap agreements* e di altre reti di collegamento fra banche centrali e la creazione dei Diritti Speciali di Prelievo (Dsp). La stessa creazione dell'euro, alla fine del secolo scorso, è stata in parte un riflesso di una prospettiva diversa che si intravedeva nel ruolo del dollaro, esonerato, fra l'altro, dall'essere in vari modi il supporto di ciascuna moneta europea. Ma i Dsp dovrebbero essere profondamente riformati e resi davvero mobilizzabili per prestiti internazionali che riducano le disparità fra i paesi nella capacità di provvedersi di liquidità; gli *swap* dovrebbero farsi più multilaterali e, quanto all'euro, il suo ruolo internazionale è limitato dal fatto che le divergenze regolamentari fra i Paesi membri segmentano il mercato monetario europeo lungo i confini nazionali. Occorrerebbe dunque affrettarsi ad accelerare la cooperazione monetaria mondiale. Il tema non va visto in modo divisivo, come una sconfitta del dollaro o della finanza Usa, ma come la necessità impellente di un mondo sempre più economicamente

multipolare nonché commercialmente e finanziariamente integrato.

Se si lascia indebolire il ruolo monetario e finanziario degli Stati Uniti senza sostituirlo con strumenti e mercati creati e guidati in modo multilaterale, l'inceppamento della credibilità Usa rischia di diventare un ostacolo pericoloso per lo sviluppo economico mondiale nonché un possibile fiammifero di crisi finanziaria davvero globale.

L'elenco dei problemi potrebbe continuare e dettagliarsi. Basti pensare ai debiti pubblici e privati che nel mondo hanno raggiunto livelli prossimi all'insostenibilità, se confrontati con l'entità di ciò che le economie producono. Il Fmi stima che il totale mondiale dei debiti pubblici e privati stia superando il 240% (di cui 95% da debiti pubblici) del Pil (dal 180% medio dell'ultimo decennio del secolo scorso e dal 145% degli anni Ottanta). Il Fondo osserva inoltre che il debito della parte più povera del mondo tende a crescere con le tensioni geopolitiche e raccomanda alle politiche economiche di dare priorità alla riduzione degli indebitamenti. Oltretutto, la necessità di finanziare debiti pubblici eccessivi e aiutare debitori privati in difficoltà, condiziona le politiche monetarie: esercita, cioè, pressioni sulle banche centrali perché creino più moneta di quanta sia opportuna per controllare l'inflazione.

I poteri del Fmi andrebbero rafforzati e resi più indipendenti dalle influenze nazionali, per consentire loro di coordinare in modo giusto ed efficace i rimedi al problema dei debiti e a tutti quelli prima elencati. Particolarmente importante è il fronte delle regolamentazioni internazionali degli intermediari, dei mercati finanziari, dei nuovi circuiti di pagamento digitali. È probabilmente opportuno semplificare alcune regole, facilitarne l'adempimento, renderle più adatte a un sistema finanziario in continua e veloce innovazione; ma una deregolamentazione eccessiva e guidata dalle lobby finanziarie corrisponderebbe a

un “liberi tutti” pericoloso per la stabilità finanziaria mondiale. Inoltre, a essere più “liberi” non sarebbero “tutti” i risparmiatori, investitori, intermediari: i più deboli, i meno vicini alle lobby, chi vuole innovare senza riversarne il rischio sulla collettività, risulterebbero solo vittime della sregolata libertà dei più prepotenti.

Le organizzazioni bancarie e imprenditoriali, le banche centrali, i governi, i media e le opinioni pubbliche, potrebbero far pressioni perché il G20 – anche vincendo le probabili resistenze degli Usa che l’anno prossimo lo presiederanno – affidi a un Fmi rafforzato e più indipendente il coordinamento di una fase di urgente e profondo riassetto della regolamentazione finanziaria internazionale.