

PREFAZIONE ALL'EDIZIONE ITALIANA

di *Andrea Sironi**

«Un privilegio esorbitante», così Giscard d'Estaing, allora ministro delle Finanze francese, definiva negli anni Sessanta il vantaggio di cui godevano gli Stati Uniti nel sistema monetario internazionale. In quel contesto, basato sull'impegno assunto dalla Federal Reserve alla piena convertibilità del dollaro in oro, gli USA potevano finanziare il proprio deficit di partite correnti semplicemente stampando moneta, in questo modo emettendo debito a costo nominale nullo che veniva detenuto dagli altri paesi del mondo. È la constatazione di questo privilegio esorbitante che condusse, nei primi anni Settanta, al crollo del sistema di Bretton Woods con l'abbandono, nel 1971 da parte di Nixon, della convertibilità in oro del dollaro.

Nonostante questo abbandono, il dollaro ha continuato a svolgere, anche nei successivi cinquant'anni, un ruolo dominante nell'economia mondiale. In questo libro di storia economica e al contempo ricco di lezioni per il periodo che stiamo attraversando, Rogoff parte dalla constatazione di come, nonostante un peso nell'economia mondiale pari a circa il 25%, gli Stati Uniti beneficino del privilegio di emettere una valuta che non ha rivali. Il 90% delle transazioni del mercato dei cambi vede infatti la presenza del dollaro da una parte o dall'altra, il 60% delle riserve valutarie detenute dai principali paesi è rappresentato da dollari statunitensi e, a titolo esemplificativo, l'80% del commercio internazionale di petrolio è prezzato in dollari.

* Presidente dell'Università Bocconi.

Questo ruolo dominante del dollaro comporta un importante beneficio per gli Stati Uniti, analogo a quello di cui gode una banca centrale in un paese: la possibilità di finanziarsi emettendo una passività a costo nullo, se non addirittura negativo in termini reali in presenza di inflazione; ciò che a livello nazionale viene comunemente denominato «signoraggio». Dunque, un vantaggio molto concreto è che gli altri paesi sono disposti a detenere quantità elevate di debito statunitense, il che contribuisce a ridurre i tassi di interesse che il governo americano deve pagare.

Il ruolo dominante del dollaro è anche alla base del vantaggio di cui beneficiano gli Stati Uniti nel finanziare il proprio deficit di finanza pubblica, emettendo un enorme volume di debito pubblico detenuto dal resto del mondo. Come scrive Rogoff, «a metà del 2024 le banche centrali straniere detenevano 6,7 trilioni di dollari di buoni del Tesoro americano; se si includono altri investitori stranieri (principalmente investitori istituzionali), la cifra sale a 8,2 trilioni di dollari».

Come si giustifica questo ruolo dominante – e i connessi benefici per gli Stati Uniti – in assenza di un impegno alla convertibilità in oro? La risposta si trova nel ruolo di ancora mondiale del dollaro, capace di garantire stabilità, in termini di valore reale, della valuta utilizzata come riserva dagli altri partecipanti al mercato monetario e finanziario internazionale. Il ruolo dominante del dollaro è dunque subordinato a questo ruolo di stabilità garantito dagli Stati Uniti e in particolare a una bassa inflazione garantita dalla Federal Reserve. Se ciò venisse meno e l'inflazione salisse, il valore reale del dollaro si limiterebbe e gli altri paesi vedrebbero ridursi il valore reale delle proprie riserve.

Rogoff ripercorre la storia monetaria internazionale, evidenziando come il ruolo di valuta dominante sia stato ricoperto dapprima dalla Spagna, nel XVI secolo, aiutata dai metalli preziosi provenienti dalle miniere del nuovo mondo; a questo è seguito il dominio del fiorino olandese nel XVII secolo, al quale è subentrata, dal 1800 al 1915, la sterlina britannica, quando «il sole sull'impero britannico non tramontava mai».

Da questa analisi storica emerge come il passaggio da una valuta dominante a un'altra si verifichi mediamente in un periodo di tempo compreso fra uno o due secoli. Il dominio del dollaro è durato ormai più di un seco-

lo, da cui l'autore deduce che si trova ormai in una fase di «maturità avanzata» e il suo dominio potrebbe effettivamente ridursi in futuro.

Formatosi a Yale e poi al MIT di Boston, Kenneth Rogoff è un economista di fama internazionale esperto di debito e di crisi finanziarie. In questo libro affascinante egli ripercorre la storia recente del sistema monetario e finanziario internazionale combinando tre diverse prospettive: quella dell'economista, autore di numerose pubblicazioni scientifiche di rilievo sui temi dell'economia e della finanza internazionale, quella del policy maker, spettatore e protagonista di una parte importante delle vicende più rilevanti degli ultimi cinquant'anni – dalla grande crisi finanziaria del 2007-2011 – specie nel suo ruolo di direttore delle ricerche del Fondo Monetario Internazionale, e infine quella meno nota di giocatore di scacchi professionista che in gioventù ha avuto modo di viaggiare molto, negli Stati Uniti, in Russia, in Cina e in numerosi paesi europei.

Rogoff chiarisce in modo efficace, rivelandosi premonitore dei problemi che il sistema monetario internazionale sta incontrando con la seconda presidenza Trump, come la stabilità e la crescita economica con bassa inflazione garantite dalla globalizzazione negli ultimi cinquant'anni non possano in alcun modo essere date per scontate per il futuro. Egli osserva peraltro come i paesi la cui valuta ha assunto un ruolo dominante nel commercio internazionale e nel sistema monetario internazionale sono stati anche dominanti dal punto di vista militare e, forse più importante per comprendere il contesto attuale, si sono caratterizzati per un'economia aperta al commercio di beni e servizi con il resto del mondo, così come per un sistema finanziario anch'esso aperto ai flussi di capitale con gli altri paesi. Prova ne è che gli Stati Uniti sono stati, fino al 2024, l'economia più aperta al mondo. In riferimento agli USA, Rogoff evidenzia anche il ruolo importante di apertura e di attrazione di capitale umano di qualità dal resto del mondo svolto dalle grandi università americane, capaci di generare ricerca e di abbattere le frontiere della conoscenza, favorendo innovazione e progresso tecnologico.

Pur scrivendo nel 2024, prima dell'avvio della seconda amministrazione Trump, Rogoff sembra anticipare i problemi che quest'ultima sta determinando per il sistema monetario internazionale. In effetti, una politica di

chiusura, rivolta esclusivamente agli interessi nazionali, risulta incompatibile con un ruolo del dollaro quale valuta di riserva internazionale. Analogamente, l'adozione di politiche inflazionistiche, quali quelle legate al protezionismo o all'immigrazione, finiscono per ridurre il potere d'acquisto del dollaro e spingono dunque gli altri paesi ad abbandonare quest'ultimo come valuta di riserva, riversandosi sull'oro e su altre valute, come di fatto accaduto in seguito alle politiche adottate della seconda amministrazione Trump.

Come l'autore illustra nell'ultimo capitolo del libro, gli americani non possono dare per scontato il ruolo dominante del dollaro e i benefici ad esso connessi per il proprio paese. E cosa potrebbe accadere se questo ruolo venisse a mancare. Rogoff osserva, ancora una volta mediante un efficace ricorso all'evidenza storica, come la perdita del ruolo di valuta dominante possa determinare costi elevati per il paese che la emette. Un esempio efficace a questo scopo è quello del Regno Unito, che in seguito alla perdita del ruolo di valuta dominante della sterlina ha attraversato periodi di crisi della finanza pubblica che hanno condotto al ricorso al Fondo Monetario Internazionale nel 1956, nel 1967 e nel 1976.

Basandosi in parte sulle proprie esperienze di economista, di policy maker e infine di attento osservatore della storia economica, Rogoff ripercorre le vicende che hanno condotto il dollaro statunitense a prevalere sullo yen giapponese così come sul rublo sovietico e successivamente sull'euro. Analogamente, egli descrive in modo efficace le sfide che il dollaro affronta oggi nel confronto con la valuta cinese ma anche con le criptovalute. Dalla sua analisi emerge tuttavia chiaramente come la sfida più rilevante non sia tanto quella nei confronti di soggetti esterni agli Stati Uniti, quanto piuttosto quella interna, derivante dalla capacità del governo e della banca centrale di conservare quel ruolo di ancora di stabilità che ha consentito agli Stati Uniti di beneficiare per un lungo periodo storico di quel «privilegio esorbitante» evidenziato da Giscard d'Estaing.

In conclusione, *L'impero del dollaro* è indubbiamente un affascinante libro di storia economica e in particolare di storia del sistema monetario internazionale, arricchito dalla visione e dal pensiero di uno dei più influenti economisti del nostro tempo. Esso offre, fra l'altro, diversi quadri

storici di particolare interesse, quali ad esempio un esame della situazione economica dell'Unione Sovietica dagli anni Sessanta ad oggi, un'analisi del Giappone dalla seconda guerra mondiale fino alla fine degli anni Ottanta, quando la crescita economica e del mercato finanziario diffusero negli Stati Uniti il timore di un sorpasso, fino al crollo del 1989, e un approfondito – e ricco di interessanti particolari storici – esame dell'Unione Europea e del processo che ha condotto all'introduzione dell'euro. Insomma, una lettura obbligata per chiunque si interessi di storia economica così come dei problemi della finanza internazionale.

Un'ultima considerazione. Il titolo originale del libro, *Our dollar, your problem*, si basa su un'affermazione del Segretario del Tesoro americano, John Connally, nel 1963. Si trattava di una forma di risposta alla protesta europea implicita nel «privilegio esorbitante». L'argomento di Connally era, in sintesi: il dollaro è la nostra valuta, il fatto che sia adottato come valuta di riserva a livello internazionale e che a ciò sia associato un vantaggio per gli USA è un problema per gli altri paesi del mondo, non certo per gli Stati Uniti. Mentre scrivo queste brevi note, nell'aprile del 2025, le misure tariffarie adottate dall'amministrazione Trump hanno determinato una perdita di credibilità degli USA che si sono già riflesse in ampi flussi in uscita dal dollaro. Il problema che ne segue non è certamente più solo un problema per il resto del mondo.