



# Moneta e Credito

vol. 75 n. 298 (giugno 2022)

Numero speciale: le conseguenze della guerra in Ucraina

## Guerra e moneta: come il conflitto in Ucraina cambierà il sistema monetario internazionale

LORENZO ESPOSITO\* e DANIELE TORI

### Abstract:

*L'invasione dell'Ucraina cambierà profondamente gli scenari economici e politici. Assieme alle sanzioni, accelererà il processo di 'de-globalizzazione' innescato dalla crisi finanziaria del 2008 e dalla pandemia. In questo lavoro analizziamo gli effetti che le sanzioni avranno su questi processi, in particolare sul sistema monetario internazionale. Negli ultimi anni il dominio del dollaro come valuta dei pagamenti internazionali è declinato ma lentamente, e i tentativi soprattutto della Cina e della Russia di emarginarlo non hanno avuto grande successo. Tuttavia, nel nuovo scenario i sistemi alternativi a SWIFT, particolarmente quello cinese, riceveranno un forte impulso così come l'utilizzo di pagamenti in valute diverse dal dollaro. Come già successo in altre epoche storiche, il cambiamento della valuta di riferimento degli scambi internazionali è legato a eventi epocali e a un cambio di paradigma tecnologico: la guerra e la valuta digitale cinese e poi di altri paesi potrebbero costituire le basi di questa svolta.*

### War and money: how the war in Ukraine will change the international monetary system

*The invasion of Ukraine will change the economic and political scenarios. Together with the sanctions, it will accelerate the 'de-globalization' process already triggered by the 2008 financial crisis and the pandemic. In this paper, we analyze the effects that economic sanctions will have, in particular, on the international monetary system. In recent years, the dominance of the dollar as the default international currency has weakened albeit slowly. However, in the new scenario, alternative systems to SWIFT (particularly the Chinese one) will receive a strong boost as will the use of payments in currencies other than the dollar. As has already happened in other historical periods, the change in the dominant international currency is linked to epochal events and to a change in the technological paradigm: the war and the development of a digital currency in China and then in other countries could form the basis of this turning point.*

Esposito: Banca d'Italia e Università Cattolica del Sacro Cuore, Milano; email: lorenzo.esposito@unicatt.it  
Tori: The Open University Business School, Regno Unito; email: daniele.tori@open.ac.uk

### Per citare l'articolo:

Esposito L., Tori D. (2022), "Guerra e moneta: come il conflitto in Ucraina cambierà il sistema monetario internazionale", *Moneta e Credito*, 75 (298): 163-183.

DOI: <https://doi.org/10.13133/2037-3651/17741>

JEL codes:  
E42, F33

Keywords:  
payment system, SWIFT, digital currency, Russia

Homepage della rivista:  
<http://www.monetaecredito.info>

*Il maggior male delle guerre non è l'impoverirsi il popolo, ma lo stravasare il denaro, e raccogliersi tutto in mano di pochi*  
F. Galiani, 1750

L'invasione dell'Ucraina da parte delle truppe russe è un avvenimento che cambierà profondamente gli scenari economici e politici dei prossimi anni. Arrivando dopo la pandemia

\* Le opinioni espresse dall'autore sono personali e non impegnano l'Istituto d'appartenenza.



Quest'opera è distribuita con licenza internazionale Creative Commons Attribuzione - Non commerciale - Non opere derivate 4.0. Copia della licenza è disponibile alla URL <http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>

mondiale da Covid-19, peraltro tuttora in pieno svolgimento, l'azione militare accelererà ulteriormente alcuni processi economici che spingeranno verso una progressiva 'de-globalizzazione', come ha osservato di recente anche Larry Fink (Klebnikov, 2022). Le stesse sanzioni verso la Russia favoriranno la riarticolazione delle catene produttive globali già in atto dall'inizio della pandemia. Di questi eventi drammatici, cercheremo qui di approfondire come il conflitto, e ciò che ne uscirà in termini politici ed economici, modificheranno il panorama del sistema dei pagamenti a livello internazionale e come questo nuovo sistema diventerà, a pieno titolo, un'arma per trasformare radicalmente i rapporti di forza nello scenario economico mondiale.

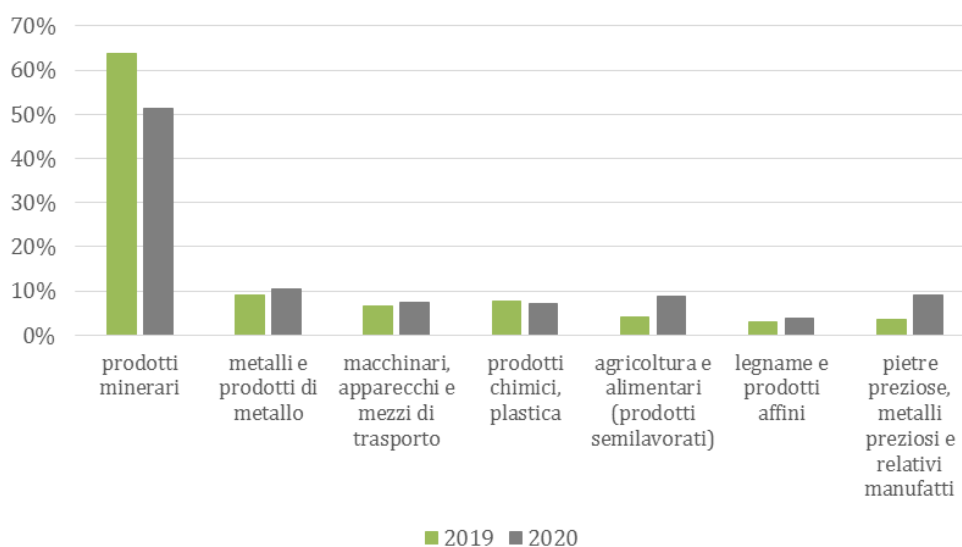
Il sistema dei pagamenti è un ambito molto tecnico, che ha legami stretti sia con aspetti regolamentari e tecnologici sia con temi politici e geo-politici. Del resto, le guerre o anche solo le politiche di potenza, costano care e vanno finanziate. Un sistema dei pagamenti e finanziario moderni ed efficienti rappresentano un elemento rilevante della crescita economica ma anche della capacità bellica di un paese. Non a caso, le sanzioni occidentali sono volte a mettere in difficoltà la Federazione Russa, se non proprio a distruggerne le possibilità di commerciare con il resto del mondo servendosi del sistema dei pagamenti internazionali, perseguendo quella che il Ministro delle Finanze francese Bruno Lemaire ha definito una vera e propria guerra economica volta a "causare il crollo dell'economia russa" (Basso, 2022).

In questo articolo descriveremo sinteticamente le principali sanzioni connesse al sistema dei pagamenti, gli effetti chiave che potrebbero determinare per l'economia e il sistema finanziario russi e gli effetti che a medio termine potrebbero innescare sulle dinamiche già presenti nel sistema dei pagamenti internazionale. Indicheremo, infine, come la valuta digitale potrà aiutare la dirigenza cinese a riscrivere le regole del sistema monetario internazionale secondo le proprie necessità e aspirazioni.

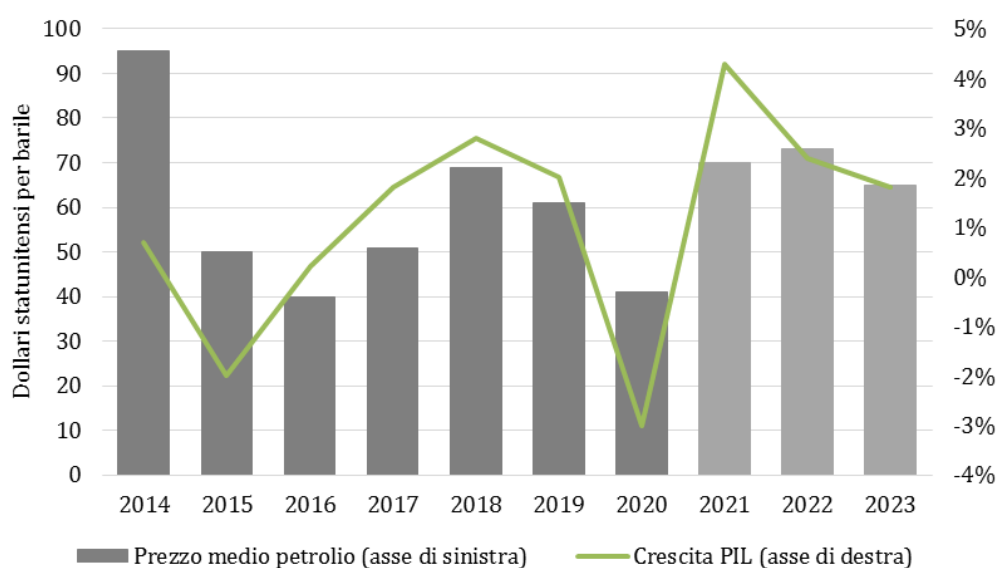
## 1. L'economia russa: petrolio e sanzioni

Non possiamo che toccare rapidamente gli aspetti dell'economia russa che qui ci interessano rimandando, per un inquadramento generale sul tema, al report dedicato della Banca Mondiale (World Bank, 2021). Due in particolare sono gli aspetti che ci interessano. Il primo è la forte dipendenza dell'economia russa dall'export di materie prime, in particolare energetiche, che ne rappresentano larga parte (quasi il 70% dell'export totale nel 2020, cfr. figura 1).

La dinamica dei prezzi delle *commodities* influenza dunque fortemente l'economia russa. In altre parole, l'aumento dei prezzi del gas e del petrolio, che nell'UE determinano inflazione e minore crescita, al contrario possono beneficiare la Russia come si vede in figura 2.

Figura 1 – *Composizione delle esportazioni russe nel biennio 2019-2020*

Fonte: Statista, ID 741471, Federal Customs Service of Russia, Export Commodity Structure.

Figura 2 – *Relazione tra crescita economica russa e prezzi del petrolio*

Fonti: Rosstat (National accounts of the Federal State Statistics Service) e stime World Bank.

Lo stesso vale per la bilancia commerciale. Infatti, l'aumento dei prezzi degli idrocarburi, ma anche dei metalli, ha determinato, nel 2021, il maggior surplus di bilancia commerciale russa dal 2008. Il secondo aspetto è l'intonazione della politica economica russa negli ultimi anni, che si può sintetizzare come ultra-ortodossa. Infatti, le sanzioni imposte dall'Occidente

nel 2014 hanno suggerito al governo di utilizzare i flussi di valuta pregiata provenienti dalla vendita di metalli e idrocarburi non per stimolare la crescita ma per aumentare le riserve (che oggi potremmo ben definire di guerra) a disposizione dello stato. Con un debito pubblico irrisorio (attorno al 20% nel 2020) e una situazione di avanzo di bilancio o deficit ridotti, la Russia sarebbe vicina a rispettare i principali parametri di Maastricht proprio nel momento in cui l'Unione Europa li ha dimenticati per poter far fronte prima alla crisi finanziaria del 2007-2008, poi alla crisi del debito sovrano, e infine alla pandemia. Questa impostazione della politica economica è stata decisa da Putin e dalla sua cerchia ristretta permettendo, da un lato l'arricchimento dei famosi oligarchi vicini al Cremlino (e spesso ambiti clienti degli hub finanziari occidentali, ad esempio la City londinese), dall'altro il rafforzamento delle finanze pubbliche e del governo, con una chiara prevalenza del potere politico su quello economico. Si tratta dunque di un paese fortemente autoritario con una politica economica che per molti versi segue le teorie ordo-liberiste, a dimostrazione della superficialità dell'idea che un regime di tipo autocratico debba necessariamente impostare una politica economica espansiva di stampo keynesiano, secondo un non meglio precisato automatismo.

Questa situazione deve però fare i conti con gli effetti della guerra sia diretti (spese, morale della popolazione) che indiretti, ossia le sanzioni. Sebbene i titoli finanziari russi non fossero particolarmente popolari sui mercati internazionali nemmeno prima del conflitto, ora è di fatto impossibile commerciarli, tanto che molti asset manager li hanno interamente svalutati con perdite non ingenti ma pur sempre dolorose (Phillipps, 2022). Lo stato russo dovrà dunque finanziarsi utilizzando le risorse interne (risparmi privati e monetizzazione) nel momento in cui la crescita subirà, come minimo, un deciso calo e la dinamica dei prezzi si impennerà. La politica prudente della banca centrale dovrà dunque lasciare il campo alle finanze di guerra, anche quando la guerra guerreggiata sarà finita. Tra le altre cose, le sanzioni comporteranno un maggior ruolo dello stato nell'economia (ma questo cambiamento di rotta è ormai pressoché universale anche in Occidente) e un'accelerazione del processo di de-dollarizzazione, una strada resa però difficile dal fatto che le *commodities* che vende il paese sono prezzate e pagate in dollari. Vi è da dire che la Russia commercia sì intensamente con un Occidente che applicherà scrupolosamente le sanzioni, ma anche con molti altri importanti paesi i quali hanno dichiarato che non le applicheranno. Le strade, dunque, si andranno separando: da una parte i paesi europei ridurranno progressivamente la propria dipendenza dalle importazioni russe (a partire dagli idrocarburi), dall'altro la Russia orienterà le proprie esportazioni verso l'Asia. Si tratta di un *decoupling* complesso che richiederà anni, e non è detto che l'Europa riuscirà a completarlo in modo soddisfacente prima della Russia. Come detto, questo processo rientra nella riarticolazione della *global supply chain* a cui la guerra ha impresso un'accelerazione e una intonazione politica ancora più evidente degli scontri tra l'amministrazione Trump e la Cina.

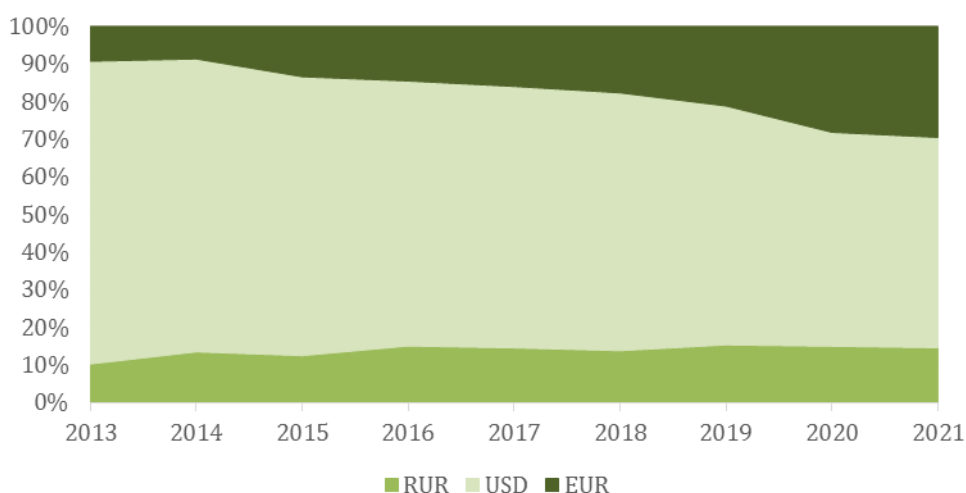
Questi sono comunque sviluppi che si manifesteranno nel medio periodo. Nell'immediato, le sanzioni hanno provocato il crollo del valore del rublo (che poi ha quasi completamente recuperato rispetto al dollaro e all'euro), la chiusura della borsa di Mosca, la corsa agli sportelli, spingendo il governo a provvedimenti da stato di assedio, come l'obbligo di cambio in rubli dei guadagni in valuta estera, il divieto di contrarre debiti in valuta estera e di esportare valuta e un forte aumento dei tassi (Reuters, 2022).

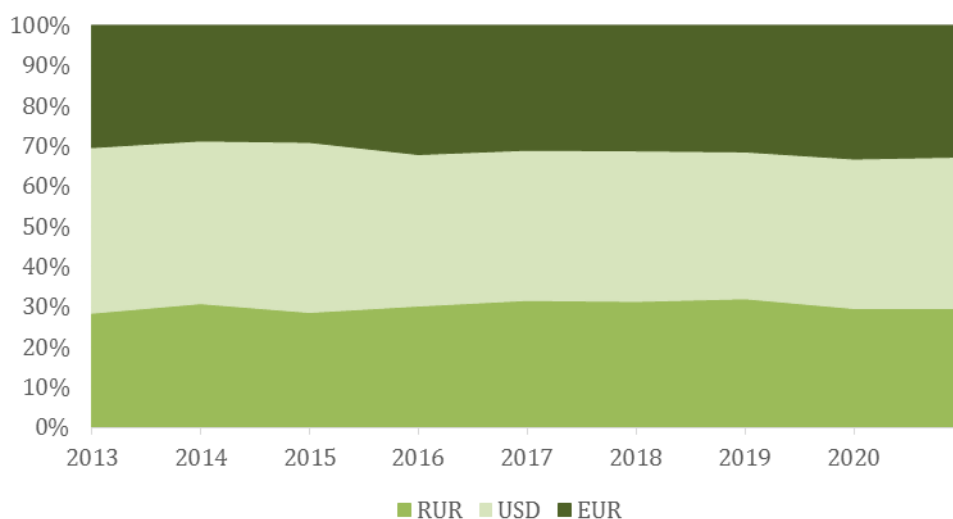
## 2. Le sanzioni connesse al sistema dei pagamenti: gli effetti dell'esclusione da SWIFT

A cosa sono legate queste drammatiche scelte? Il 26 febbraio l'Occidente (Stati Uniti, Unione Europea, Gran Bretagna e Canada) ha dato un ulteriore giro di vite di restrizioni finanziarie alla Federazione Russa. In particolare, sono state espulse dal sistema SWIFT (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication) alcune banche russe. La scelta è stata chirurgica. È stata per esempio "graziata" Gazprombank, la terza più grande banca del paese, per non creare problemi ai rifornimenti energetici mentre è stata coinvolta VTB, la seconda più grande, che aveva filiazioni nella UE, di fatto liquidandone le operazioni nell'Eurozona. Sebbene la scelta sia stata legata ufficialmente al rapporto di queste banche con il Cremlino, il senso della misura appare inserirsi nel progressivo intensificarsi delle sanzioni, una sorta di escalation di cui è difficile intuire la fine. Già questa esclusione è comunque rilevante, dato che il ministro francese Le Maire l'ha definita "l'arma nucleare finanziaria" (De Meyer, 2022).

Per apprezzare l'importanza dell'esclusione da SWIFT bisogna capirne la rilevanza per il sistema finanziario internazionale. SWIFT è un network di circa 11.000 istituzioni finanziarie in oltre 100 paesi. Ha sede in Belgio ed è costituito da un consorzio di banche americane ed europee che crearono il sistema nel 1973 per facilitare lo scambio di messaggi interbancari. Dagli anni '70, il sistema è cresciuto divenendo oggi un'infrastruttura essenziale per i pagamenti *cross-border*. SWIFT non regola direttamente la transazione, ma contiene tutte le istruzioni che rendono sicura la transazione stessa. Secondo lo stesso consorzio, nel 2021 SWIFT ha gestito 42 milioni di transazioni al giorno, con una crescita dell'11% circa su base annua (SWIFT, 2022). Il sistema è importante per Mosca dato che il dollaro rimane la valuta di riferimento per l'export russo (cfr. figure 3a e 3b).

Figure 3a e 3b – *Peso relativo del dollaro, dell'euro e del rublo nei pagamenti rispettivamente delle esportazioni e delle importazioni russe, 2013-2021*

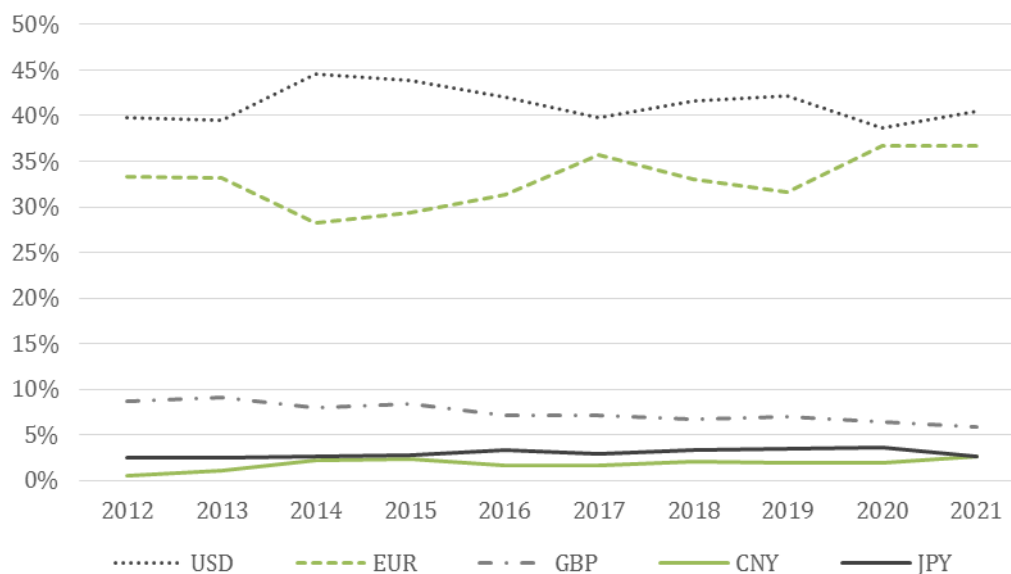




Fonte: Banca di Russia, External Sector Statistics; per il 2021, dati: gennaio-settembre.

Del resto, sebbene per la Russia non abbiano l'importanza che hanno per i paesi occidentali, rimane il fatto che le transazioni su SWIFT avvengono per la gran parte nelle tre principali valute occidentali e questo trend non è cambiato di molto nell'ultimo decennio (il renminbi è sì cresciuto, dallo 0,57% del 2012 al 2,58% del 2021, ma rimane una valuta marginale: cfr. figura 4).

Figura 4 – Peso relativo nei pagamenti internazionali di dollaro, euro, sterlina, yen e renminbi, 2012-2021



Fonte: SWIFT – RMB Tracker document centre.

Prima del 2001, le autorità statunitensi erano state sempre piuttosto misurate nell'utilizzo di sanzioni economiche, anche perché durante la guerra fredda le sfere di influenza erano molto ben definite. Dopo l'11 settembre, gli Stati Uniti hanno creato e rivisto più volte una complessa legislazione per ridurre la possibilità di finanziare il terrorismo internazionale (si veda, ad es., il Terrorist Finance Tracking Program<sup>1</sup>); in questo contesto le autorità di Washington hanno richiesto anche l'accesso ai dati SWIFT. Più in generale, l'uso delle sanzioni economiche è entrato a pieno titolo nell'arsenale della politica estera del paese. Prima contro gruppi di terroristi, queste misure sono state poi utilizzate contro paesi considerati ostili, come Venezuela e Corea del Nord. In questo senso, l'esclusione delle banche russe dal sistema dei pagamenti non è senza precedenti. Nel 2012, sotto pressione americana, SWIFT aveva estromesso le banche iraniane e, in seguito, le autorità americane hanno pesantemente sanzionato le banche occidentali che avevano provato ad aggirare questo blocco, come è successo ad esempio a BNP Paribas (Raymond, 2015) e a Deutsche Bank (Barlyn, 2015).

Sin da prima che fossero effettivamente comunicate le sanzioni legate al sistema dei pagamenti, numerosi articoli hanno analizzato i possibili effetti di eventuali sanzioni, con previsioni molto diversificate. Obiettivamente la situazione è senza precedenti, e siamo nel regno della speculazione più che dell'analisi. I paesi che in passato sono stati esclusi dal sistema internazionale dei pagamenti non erano infatti paragonabili alla Russia per importanza economica e politica, e anche per presenza del proprio sistema bancario all'estero.

Difficile dunque azzardare delle ipotesi sulla base di precedenti storici: ad ogni modo è possibile avanzare alcuni scenari. Sul piano strettamente macroeconomico l'effetto più immediato delle sanzioni è stato, come visto, un forte calo del rublo e un aumento dei prezzi di molti beni che la Federazione Russa importa dall'estero. Va infatti considerato che dopo l'annientamento dell'economia pianificata, la Russia esporta soprattutto materie prime e importa buona parte dei beni industriali. In secondo luogo, ma a più medio termine, sia la Russia che i suoi principali acquirenti europei riorienteranno le proprie relazioni commerciali (la Russia sta discutendo un aumento delle forniture all'India e progetta oleodotti verso la Cina, mentre l'Europa discute di aumentare l'import di gas dal Nord Africa e via mare dagli Stati Uniti). Questo enorme riassetto comporterà un calo della crescita economica per diversi anni e un aumento dei prezzi dell'energia e, a cascata, dell'inflazione in generale. La stagflazione, un termine riservato da decenni ai libri di storia, è ora all'ordine del giorno. Per la Russia, ciò si aggiungerà al calo del PIL causato dalle precedenti sanzioni, che si stima tra l'1 e l'8% a partire dal 2014 (Dubard, 2022).

Questi effetti macroeconomici vanno tenuti in conto anche per una discussione più specifica nel campo del sistema dei pagamenti. Se, infatti, la creazione dei flussi finanziari in infrastrutture come SWIFT non potrà svanire in una notte, la nascita di blocchi politici ed economici più apertamente contrapposti avrà effetti anche sul sistema finanziario e dei pagamenti. Non solo strutture private, come SWIFT, diventeranno formalmente o informalmente dirette emanazioni dei rispettivi blocchi governativi, ma l'interoperabilità tra sistemi sarà messa in discussione. Potremo vedere scambi tra i blocchi ridursi e passare per canali angusti, bilaterali e politicizzati.

Gli sviluppi a medio termine non risolvono però il problema immediato del commercio estero della Russia e dei suoi clienti occidentali. Anche se il clamore mediatico si è concentrato sulle ricchezze degli oligarchi, trattandosi di stock di ricchezza, non sarà difficile per questi

---

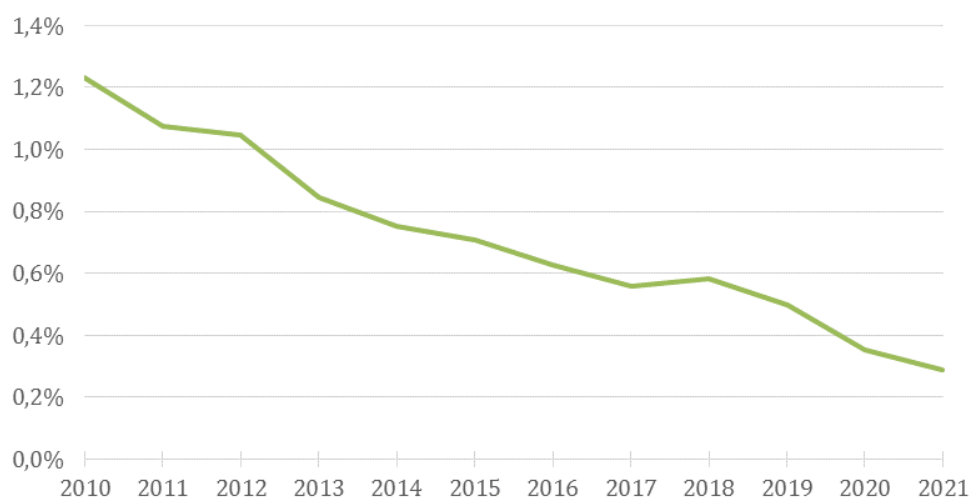
<sup>1</sup> Cfr. il sito <https://home.treasury.gov/policy-issues/terrorism-and-illicit-finance/terrorist-finance-tracking-program-tftp>

soggetti trovare piazze disposte a sostituire la City di Londra o Ginevra come forzieri per i loro averi. Il punto è invece il continuo flusso di transazioni per gli scambi commerciali.

Sotto il profilo del *settlement* dei pagamenti internazionali, l'esclusione da SWIFT non inibisce lo scambio di flussi finanziari (quello è se mai derivante dall'inserimento nella black list compilata dalle autorità americane): tuttavia i sistemi tradizionali (come i messaggi crittografati) sono costosi e inefficienti. Naturalmente, è sempre possibile servirsi delle banche russe non sanzionate, anche se le sanzioni potrebbero estendersi in futuro anche a loro. Alcuni osservatori fanno notare che la Russia era in qualche modo 'pronta' a ricevere sanzioni, sia perché prevedeva la reazione occidentale all'invasione dell'Ucraina, sia perché in effetti aveva già subito numerose sanzioni. Infatti, dopo l'annessione della Crimea nel 2014, alcune banche russe erano state inserite nella black list e i due circuiti principali di carte di credito (Visa e Mastercard) avevano sospeso i servizi verso questi intermediari, spingendo la Banca di Russia (BdR) a creare un proprio circuito (MIR), che però non ha nessuno sviluppo internazionale e può operare all'estero solo grazie alla cooperazione con altri sistemi (Bunina, 2022). In compenso gli operatori esteri, che già pesavano poco nel paese, contano sempre meno (cfr. figura 5).

Sempre dal punto di vista della preparazione a una rottura con l'Occidente anche nel sistema dei pagamenti, nel 2014 la Russia ha creato il proprio sistema di regolamento di transazioni internazionali (SPFS: System for Transfer of Financial Messages<sup>2</sup>), che però vede ben poche banche occidentali partecipanti, senza contare che l'inserimento nella black list rende comunque azzardato, per un operatore occidentale, compiere transazioni con banche sanzionate, come la VTB. In numero di transazioni, il sistema della BdR rappresenta quasi il 40% delle transazioni domestiche, un dato destinato a crescere.

Figura 5 – *Proporzione delle transazioni con carte emesse da banche non russe in Russia, 2010-2021*



Fonte: Banca di Russia, Statistiche del Sistema Nazionale dei Pagamenti.

<sup>2</sup> Si veda [http://www.cbr.ru/eng/psystem/fin\\_msg\\_transfer\\_system/](http://www.cbr.ru/eng/psystem/fin_msg_transfer_system/)



Un'altra conseguenza immediata dell'esclusione dallo SWIFT di molti o tutti gli intermediari russi attivi sui mercati internazionali potrebbe essere l'irrecuperabilità dei crediti vantati da banche occidentali verso di loro. In questo senso si parla di preoccupazione delle banche europee, in particolare di quelle francesi e italiane, esposte complessivamente per circa 50 miliardi di dollari (Sims et al., 2022). Tuttavia si tratta di cifre contenute rispetto, ad esempio, agli aiuti offerti dagli stati in occasione della crisi finanziaria del 2007-2008 o della pandemia, e sicuramente i governi troverebbero il modo di ricompensare le banche per la loro collaborazione a isolare la Russia.

Ad ogni modo, considerando la funzione politica delle sanzioni, è chiaro che se risultassero inefficaci verrebbero inasprite per cercare di raggiungere lo scopo di congelare i flussi finanziari da e per la Russia, rendendo inevitabile la ricerca di alternative da parte del paese.

### 3. Le possibili alternative a SWIFT

Dato che gli eventi hanno dimostrato che SWIFT è ormai strettamente connesso alle decisioni politiche dei paesi occidentali, è inevitabile che paesi meno vicini all'Occidente, a partire dalla Russia, pensino a sistemi alternativi. La costruzione di un sistema monetario alternativo si situa su due piani: la valuta e l'infrastruttura. Per quanto concerne la valuta, alla Russia è sempre stato utile ricevere valuta pregiata in cambio delle proprie esportazioni, ma nella nuova situazione questo cambierà. Putin ha varato un decreto che stabilisce che i paesi ostili dovranno pagare le esportazioni russe in rubli, così come vi sono dichiarazioni sulla dismissione del dollaro per le relazioni con i paesi importatori. Sulla stessa scia si pongono i numerosi accordi di *currency swap* che la BdR sta stringendo con paesi a vario titolo amici, come la Cina e la Turchia (per il caso cinese si veda The People's Bank of China, 2022). Nell'immediato la Russia potrebbe proporre a questi paesi di commerciare bilateralmente senza l'utilizzo del dollaro come unità di conto o mezzo di pagamento. È questo ad esempio il caso dell'India che sta discutendo con Mosca uno schema di accordo per l'acquisto di petrolio e altre merci dalla Russia in rupie, rubli o renminbi (Bhattacharjee, 2022); è anche il caso della Cina con l'Arabia Saudita (Said e Kalin, 2022).

Alcuni commentatori occidentali, tra cui la Presidente della Banca Centrale Europea Lagarde, hanno osservato che la Russia sta cercando di aggirare le sanzioni usando le criptovalute, come emerge anche dall'apprezzamento di Bitcoin e dall'aumento dei volumi di trading tra rubli e Bitcoin e tra rubli e Tether, la principale *stablecoin* (Fantacci e Gobbi, 2022a). Tuttavia, le criptovalute non possono costituire una soluzione per diversi motivi. Innanzitutto, per quanto non pubbliche, sono 'creature' occidentali e dunque difficili da controllare per la Russia; in secondo luogo esse mancano dei requisiti minimi per fungere da moneta, tra cui una sufficiente stabilità del proprio valore e la generale spendibilità. Per adesso dunque, si riduce l'utilizzo del dollaro ma senza l'emergere di una chiara alternativa.

Per quanto concerne le infrastrutture, le alternative più promettenti sono quella russa e quella cinese. Vediamole in sintesi. Quanto alla prima, come detto, nel 2014 la banca centrale russa ha creato il proprio sistema per il trasferimento dei messaggi finanziari, la cui prima transazione è avvenuta nel 2017. Il sistema rimane comunque ancora minimale su scala mondiale (seppure importante internamente) e manifesta diversi limiti; ad esempio, non opera h24 come SWIFT e supporta messaggi con ridotte dimensioni massime. Sebbene quasi tutte le principali istituzioni russe (banche e imprese) vi partecipino, le banche non russe sono solo

quelle della sfera d'influenza di Mosca, come le banche bielorusse e kazake e gli operatori esteri sono sostanzialmente assenti, con l'eccezione di alcune banche occidentali con interessi nella zona, ad esempio Unicredit e Deutsche Bank (*La Voce di New York*, 2022), anche se c'è da capire se potranno farlo ancora a lungo.

Un'alternativa più popolare è la piattaforma cinese: parte della strategia della dirigenza di Pechino di internazionalizzazione lenta e controllata della propria valuta, che ha visto lanciare i primi *clearing center* di renminbi nel 2009 e sviluppare numerosi accordi di *currency swap* (è ora il paese che ne ha di più al mondo, si veda China Power Team, 2020); il paese ha anche ridotto le proprie riserve in dollari. In questo contesto dunque, la Cina ha sviluppato CIPS (Cross-border Interbank Payment System – CIPS<sup>3</sup>). Basato nell'hub finanziario di Shanghai e vigilato dalla banca centrale cinese, CIPS vede nel suo azionariato anche alcune importanti banche occidentali particolarmente interessate ai mercati dell'estremo Oriente, come HSBC e Standard Chartered. A fine 2021, il sistema riportava tra i partecipanti 1280 istituzioni finanziarie di 103 paesi; di queste oltre 500 sono cinesi, quasi 350 di altri paesi asiatici, 150 circa vengono dall'Europa (di cui oltre 20 russe) e meno di 30 dal Nord America. Sempre nel 2021, CIPS aveva processato transazioni per 12,68 trilioni di dollari, una cifra ben maggiore del SPFS russo, ma comunque alquanto ridotta rispetto a SWIFT. Per ora, infatti, c'è più cooperazione che competizione tra le due infrastrutture; non a caso alla filiazione cinese di SWIFT, creata nel 2019, partecipa anche CIPS tramite una joint venture (C. Zhou, 2021). Nel complesso, il renminbi rimane scarsamente impiegato nel commercio mondiale, come visto sopra, anche se sta aumentando l'interscambio con la Russia.

Una eventuale collaborazione tra SPFS e CIPS potrebbe avere le potenzialità di rivaleggiare con lo SWIFT o almeno di attenuare l'effetto dell'esclusione delle banche russe dal sistema occidentale? Sicuramente l'interscambio sino-russo aumenterà rapidamente, dopo essersi già espanso del 50% dal 2014 al 2021, con l'applicazione delle sanzioni occidentali seguite al referendum sulla Crimea. Tuttavia, sotto il profilo del sistema dei pagamenti, una rapida sostituzione appare improbabile. Come vedremo, altre saranno le strade tentate ma anche altre saranno le vere ricadute delle sanzioni, al di là degli effetti immediati.

#### 4. Il congelamento delle riserve della banca centrale russa

L'altra sanzione eclatante imposta dall'Occidente è consistita nel congelamento delle riserve della banca centrale russa detenute sui conti occidentali, una cifra superiore ai 300 miliardi di dollari, con lo scopo di impedire alla Russia di impiegare quelle riserve per stabilizzare il rublo e più in generale l'economia. Peraltro, da tempo la BdR andava riducendo le proprie riserve in dollari e nel giugno del 2021 aveva annunciato che avrebbe liquidato tutti gli attivi in dollari del proprio fondo sovrano (Korsunskaya e Marrow, 2021). Questa dinamica era sì legata al progressivo deteriorarsi dei rapporti con il sistema finanziario occidentale ma è anche parte di una tendenza che ha riguardato molte altre banche centrali, tanto che negli ultimi cinque anni le riserve detenute in dollari dalle banche centrali sono scese dalla media del 65 al 59%, un minimo da 25 anni (Arslanalp e <https://blogs.imf.org/bloggers/chima-simpson-bell/> Simpson-Bell, 2021). Da parte russa e cinese, questa riduzione è parte del complesso progetto di de-dollarizzazione degli scambi mondiali, uno sforzo che sinora ha dato risultati molto parziali.

<sup>3</sup> <https://www.cips.com.cn/cipsen/7052/7057/index.html>

Tuttavia, il vero tema non è de-dollarizzare il mondo nel giro di una notte, considerato che l'ascesa di una valuta nel sistema monetario internazionale richiede decenni, ma che si è superato un confine mai prima varcato. Persino durante la sanguinosa e spietata stagione dell'ultimo conflitto mondiale, le riserve delle banche centrali principali, quelle che fanno parte della Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI), avevano subito sanzioni finanziarie. Ora la stessa BRI ha sanzionato la Federazione Russa per impedirle di usare le proprie riserve detenute in conti all'estero. Se a questo confine valicato aggiungiamo il sequestro delle proprietà dei miliardari russi, che per decenni erano stati ben accolti nei principali hub finanziari, il tema diventa: se non esistono più porti sicuri, ha ancora senso parlare di *safe assets*? Come ha osservato Münchau (2022, nostra traduzione): "Come risultato diretto di queste decisioni, abbiamo trasformato il dollaro e l'euro, e tutto ciò che è denominato in queste valute, in attività di fatto rischiose".<sup>4</sup> A che serve possedere i mercati finanziari più liquidi e sofisticati del mondo, la City e Wall Street, se gli asset che vi vengono trattati possono essere congelati? (Fantacci e Gobbi, 2022b). Molti paesi potrebbero pensare: e se domani fossimo noi a entrare in urto con gli Stati Uniti, che ne sarebbe delle nostre riserve detenute in dollari? Come minimo i paesi con le maggiori riserve in dollari, come la Cina, potrebbero ridurre fortemente la proporzione detenuta nella valuta americana. Considerando l'immensa crescita del debito pubblico statunitense degli ultimi anni (oggi attorno ai 30 mila miliardi<sup>5</sup>), non sembra il momento migliore per impaurire chi acquista asset finanziari americani. Peraltro, la Cina ha sensibilmente ridotto il debito pubblico statunitense in suo possesso. Dal 2010 al 2021, la quota cinese sul totale del debito statunitense detenuto da investitori esteri è infatti scesa dal 26,7% al 13,8%. Nello stesso periodo, il peso della proprietà cinese sul totale del debito pubblico si è più che dimezzato (dall'8,5% al 3,7%<sup>6</sup>).

È interessante osservare che persino i paesi europei avevano provato alcune strade per aggirare le sanzioni dell'alleato di oltre Atlantico. In particolare, quando gli Stati Uniti bandirono l'Iran da SWIFT, Francia, Germania e Regno Unito crearono l'INSTEX;<sup>7</sup> al sistema, operativo dal 2019, partecipano altri sette paesi europei. Tuttavia, nonostante la crescita di adesione, il sistema è stato usato solo per facilitare la consegna di cibo e medicine, senza nessun impatto sui complessivi flussi finanziari dell'area, segno che l'UE e gli altri paesi europei non hanno inteso opporsi alla politica statunitense. Non a caso, INSTEX è presieduto da un ex ambasciatore e non da un esperto del business dei pagamenti.

La Russia, tuttavia, non ha questa opzione. Deve scontrarsi con Washington. Già da anni, la Russia va infatti riducendo l'utilizzo del dollaro per farsi pagare le proprie merci almeno da Cina, India e altre economie emergenti (Shukla, 2022), un processo che ora accelererà e che potrà avere un effetto significativo soprattutto se coinvolgerà le relazioni con la Cina.

## 5. Cina e Russia

Sebbene la posizione di Cina e Russia nell'articolazione internazionale delle catene produttive sia molto diversa, l'obiettivo della de-dollarizzazione è comune (Bhusari e

---

<sup>4</sup> "As a direct result of these decisions, we have turned the dollar and the euro, and everything that is denominated in those currencies, into de facto risky assets".

<sup>5</sup> Dati del Dipartimento del Tesoro degli Stati Uniti, si veda <https://fiscaldata.treasury.gov/datasets/debt-to-the-penny/debt-to-the-penny> (ultimo accesso 07.04.2022).

<sup>6</sup> Nostra elaborazione su dati del Dipartimento del Tesoro degli Stati Uniti.

<sup>7</sup> Per maggiori informazioni si veda <https://instex-europe.com/about-us/> (ultimo accesso 07.04.2022).

Nikoladze, 2022) e aveva portato già nel 2014 a una crescita della cooperazione economica, compreso un accordo di swap valutario, rinnovato sino al 2020 (Tran, 2022). L'imposizione promossa dall'amministrazione Trump di dazi sui beni cinesi nel 2018 portò il paese a un ulteriore sganciamento dall'uso del dollaro, quando la Cina si rese conto che essa stessa poteva finire nel mirino della politica estera americana. Il fatto che la Russia abbia aumentato le riserve in renminbi non può che aver fatto piacere al governo cinese, così come il fatto che Gazprom abbia aumentato i flussi di pagamenti nella valuta cinese.

Si tratta di segnali di un progressivo riorientamento nelle scelte economiche di fondo della Russia. La guerra in Ucraina, ma anche la decarbonizzazione delle economie avanzate, spingeranno la Russia a orientarsi a est, sostituendo la domanda europea principalmente con quella cinese e indiana, i cui flussi verranno regolati in valute non occidentali. Del resto, in Asia le sanzioni alla Russia sono state ignorate dalla grandissima parte delle nazioni. La Cina non può così facilmente sostituire i ricchi mercati occidentali con quello russo o di economie asiatiche pur in sviluppo come quelle del subcontinente indiano. Tuttavia, vicende come l'attacco dei governi nordamericani a Huawei suggeriscono anche in questo caso un riorientamento progressivo dei flussi dell'export (si osservi che il PIL combinato di Cina e India è grosso modo equivalente a quello dell'UE, con però ben maggiori tassi di crescita). Peraltro, anche la Cina è stata destinataria di sanzioni economiche connesse alla repressione delle proteste a Hong Kong e della minoranza uigura nello Xinjiang. Se il governo di Pechino decidesse di occupare la "regione ribelle" di Taiwan, potrebbe aspettarsi sanzioni analoghe a quelle imposte alla Russia, sebbene tecnicamente non sarebbe l'invasione di un paese straniero come nel caso dell'Ucraina.

Questi cambiamenti epocali nelle strategie economiche di Russia e Cina, e a cascata di altri paesi, potrebbero riflettersi sul sistema dei pagamenti con diverse modalità e velocità anche se alcune linee guida sembrano fissate. Sotto il profilo delle valute impiegate, è scontata una brusca accelerazione del processo di allontanamento dal dollaro. Ciò potrebbe avvenire con scambi bilaterali, oppure ponendo al centro del sistema il renminbi o anche creando una valuta internazionale basata sulle riserve dei singoli paesi. Si tratterebbe di riportare alla luce una vecchia idea di Keynes (il *buffer stock scheme*: si veda Fantacci, 2017) di basare la valuta per gli scambi internazionali su materie prime e altre ricchezze, scartata quando nacque il sistema di Bretton Woods. È interessante osservare come la Cina, che sotto il profilo della politica economica non è mai stata molto incline a ricette strettamente keynesiane e anzi abbia spesso criticato l'Occidente per aver basato la propria crescita sui debiti, abbia attinto al pensiero di Keynes su questo aspetto. Poco dopo l'esplosione della crisi del 2008, mentre in Occidente prendeva corpo il progetto anarco-capitalista di Bitcoin come alternativa all'impostazione considerata inflazionista delle banche centrali, il governatore della banca centrale cinese propose un modo diverso di ridare stabilità al segno monetario, basato appunto su una valuta sintetica con base reale. Il governatore X. Zhou (2009) avvertiva che sviluppare una nuova valuta di riserva avrebbe preso molto tempo e avrebbe richiesto "una visione politica e un coraggio straordinari". In realtà, nel decennio dopo la crisi l'inflazione è rimasta alquanto contenuta, e la proposta cinese pareva mirata più a sbarazzarsi del predominio del dollaro che a stabilizzare la dinamica dei prezzi. Infine, quanto all'infrastruttura che verrà impiegata, la dimensione di CIPS porta a credere che sarà l'infrastruttura dei pagamenti di elezione per il blocco economico alternativo al dollaro. Può darsi però che per ragioni politiche, la Cina preferirà far sviluppare anche il sistema russo SPFS, per evidenziare la differenza tra il decadente mondo occidentale unipolare e il nuovo mondo orientale multipolare.

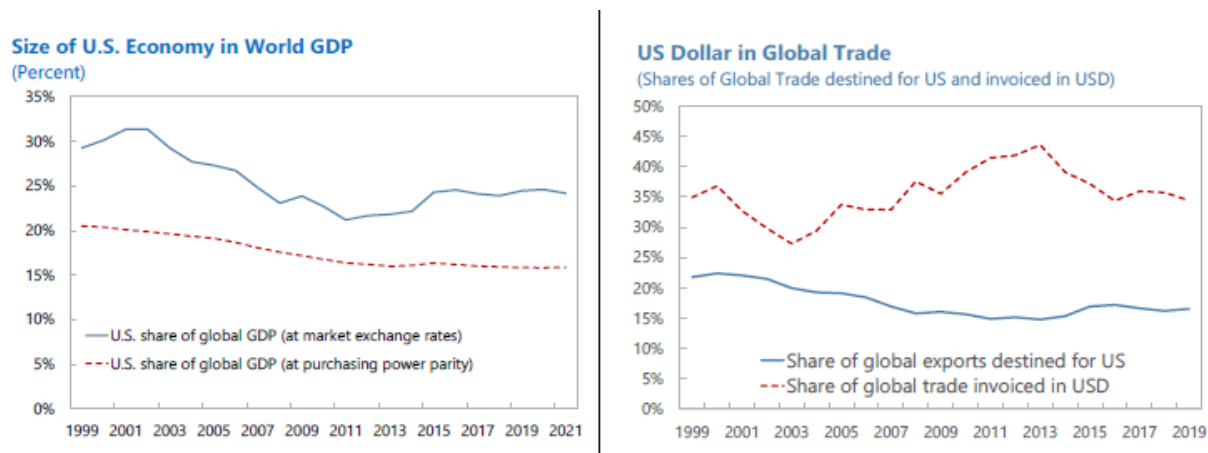
## 6. Il declino del dollaro e l'ascesa del renminbi

*Storicamente, la valuta principale a livello internazionale è sempre stata emessa dalla potenza internazionale principale.*

B. Eichengreen, 2011

Nonostante il dollaro rimanga di gran lungo la valuta dominante. Il suo graduale declino è ampiamente documentato sia negli scambi sia nelle riserve internazionali. È però interessante che questo declino non determini una dinamica univoca di sostituzione tra dollaro e renminbi. Anzi solo un quarto di questa riduzione ha beneficiato la moneta cinese mentre il resto è andato a diverse altre valute (Arslanalp et al., 2022). Ora, il declino del dollaro è connesso al declino del peso dell'economia americana (cfr. figura 6).

Figura 6 – Peso dell'economia statunitense nel PIL e negli scambi mondiali 2019-2021



Fonte: riprodotto con consenso da Arslanalp et al. (2022).

Questo legame non va inteso però in senso troppo meccanico. Se analizziamo i fattori che di solito sono ritenuti determinanti per decidere dell'importanza di una valuta nazionale, alcuni operano in modo diretto (dimensioni della produzione e del commercio del paese, dimensioni dei suoi mercati finanziari), ma altri, come i costi del passaggio da un sistema all'altro (per l'operare di economie di rete) e la fiducia nella valuta, sono qualcosa di meno misurabile e più soggetto a improvvise transizioni di fase. Vi sono aspetti di attrattività della valuta in questione, come lo sviluppo dei relativi mercati finanziari anche non nazionali (si pensi al mercato dell'Eurodollaro nel caso della divisa americana); in proposito è stato osservato: "Qualsiasi analisi dello sviluppo del sistema monetario internazionale è necessariamente anche un'analisi dello sviluppo dei mercati internazionali dei capitali"<sup>8</sup> (Eichengreen, 2008, p. 1, nostra traduzione). Il punto è dunque che una moneta va considerata assieme a tutto il sistema economico e finanziario che la sorregge e le caratteristiche di questo sistema avranno inevitabilmente una natura relativa: un mercato finanziario è sviluppato

<sup>8</sup> "Any account of the development of the international monetary system is also necessarily an account of the development of international capital markets".

rispetto ad altri, il profilo rischio-rendimento dei titoli denominati in una valuta sono convenienti rispetto ad altri. La solidità di una valuta è, insomma, un concetto relativo.

Nel caso del dollaro oggi, alcuni aspetti farebbero propendere per un suo rapido declino. In particolare l'abnorme aumento del debito pubblico e privato, che con la crisi del 2007-2008 prima e con la pandemia poi, ha avuto un'accelerazione senza precedenti, portano a dubitare di un radioso futuro per il dollaro: "Il governo degli Stati Uniti non è stato un degno amministratore di una valuta internazionale, lamentano i suoi critici. Ha fatto finta di niente mentre il settore privato produceva la madre di tutte le crisi finanziarie. Ha gestito enormi deficit di bilancio e ha contratto un debito gigantesco. Gli stranieri hanno perso fiducia nell'onnipotente dollaro"<sup>9</sup> (Eichengreen, 2011, p. 12, nostra traduzione). È interessante osservare che, in altri esempio storici, il declino di una valuta non è stato graduale ma improvviso, quando gli investitori hanno messo in dubbio la capacità del governo di sostenere la propria moneta.

Queste debolezze però pesano nella misura in cui c'è una moneta che appare pronta a prenderne il posto. Quando nacque l'euro, molti studiosi ritenevano che avrebbe potuto insidiare il ruolo del dollaro. In alcuni scenari il sorpasso doveva avvenire attorno al 2020 (Chinn e Frankel, 2008), soprattutto se la Gran Bretagna fosse entrata nell'Eurozona. Nella realtà, non solo questo non è avvenuto, ma la City di Londra è ora addirittura fuori dall'Unione Europea. Il peso dell'euro è sicuramente cresciuto e i mercati di asset finanziari in euro sono ampi e sviluppati, rivaleggiando con quelli in dollari. Tuttavia l'euro non appare in grado di sostituire il dollaro. La gestione delle crisi del 2007-2008 e poi del 2011-2012 hanno esposto le debolezze dell'unione monetaria europea: "il problema è che l'euro è una moneta senza Stato. È la prima grande moneta non sostenuta da un grande governo: non esiste un governo dell'area dell'euro, ma solo i governi nazionali dei paesi partecipanti"<sup>10</sup> (Eichengreen, 2011, p. 138, nostra traduzione).

Questo mancato sorpasso, non significa, come detto, che il peso dell'euro non sia fortemente aumentato negli anni. Nel caso dei flussi SWIFT, come visto, in alcuni anni l'euro ha addirittura superato la proporzione del dollaro. Questo dualismo non è sconosciuto nella storia del sistema monetario internazionale. La stessa lunga fase di bimetallismo vedeva oro e argento apprezzarsi e deprezzarsi acquisendo un ruolo preminente secondo il periodo. Lo stesso vale per il rapporto tra dollaro e sterlina: la visione di una crescita lineare del peso del dollaro a spese della sterlina è semplicistica. In particolare, tra le due guerre, ci fu uno scontro feroce per la preminenza tra le piazze finanziarie di Londra e New York con fasi concitate legate alla crisi del *gold standard* sia dopo il Trattato di Versailles che con la depressione del 1929. Aspetti di economie di rete e di inerzia nello status internazionale della valuta dominante mantennero a lungo il peso della sterlina. Ancora all'inizio della guerra nel 1940, gli asset finanziari in sterline erano molto maggiori che quelli in dollari, nonostante l'economia statunitense avesse superato quella della ex madre patria già negli anni '70 dell'Ottocento (Chinn e Frankel, 2008). Alla fine il pluralismo del peso delle valute fu rotto solo dalle conseguenze epocali della guerra, che risultarono anche negli accordi di Bretton Woods, che diedero al dollaro la preminenza mondiale (Eichengreen et al., 2018, p. 6).

---

<sup>9</sup> "The U.S. government has not been a worthy steward of an international currency, its critics complain. It looked the other way while the private sector produced the mother of all financial crises. It ran enormous budget deficits and incurred a gigantic debt. Foreigners have lost faith in the almighty dollar".

<sup>10</sup> "the problem is that the euro is a currency without a state. It is the first major currency not backed by a major government, there being no euro-area government, only the national governments of the participating countries".

La storia ci mostra dunque lunghi periodi di coabitazione tra valute che si interrompono per eventi drammatici. Non basta la crescita economica, come abbiamo visto nel caso dell'euro ma anche dello yen giapponese, che rimase alquanto marginale nonostante l'esplosione del peso dell'economia nipponica a partire dalla fine degli anni '70. È interessante osservare che uno dei motivi che non permise allo yen di acquisire un peso importante, anche prima della crisi dell'economia giapponese alla fine degli anni '80, era che il sistema era molto controllato sotto il profilo normativo e della possibilità di operatori esteri di entrarvi. Il forte avanzo commerciale e un assiduo controllo pubblico del settore finanziario avvicinano la situazione dello yen di quell'epoca alla situazione della valuta cinese oggi.

La gradualità con cui la dirigenza cinese ha spinto per l'internazionalizzazione del renminbi è dovuta al fatto che il vantaggio di un suo maggior utilizzo viene soppesato rispetto a un necessario minore controllo sui mercati finanziari, sul cambio, sulle banche. Laddove, in Occidente, da molto tempo la finanza ha preso il sopravvento sui governi come si evince dalla progressiva natura "*market friendly*" della regolamentazione finanziaria e dal potere politico delle banche "*too big to fail*" (Brenner, 2009), in Cina è ancora la politica che decide: la globalizzazione ha beneficiato il paese, e non c'è nessuna intenzione di tornare indietro, ma nemmeno di correre verso un'imitazione del modello occidentale: "Non ci sarà quindi un 'big bang' come nel caso dell'internazionalizzazione del dollaro tra il 1914 e il 1924. Ma il processo di internazionalizzazione delle valute non subirà nemmeno un'inversione di tendenza"<sup>11</sup> (Eichengreen et al., 2018, p. 181, nostra traduzione). Insomma una valuta internazionale ma "con caratteristiche cinesi", per citare la nota concezione del presidente Xi.

## 7. Dollaro di carta e renminbi digitale

In un lavoro di taglio storico-istituzionalista, Giannini (1994) propose di analizzare la funzione della banca centrale come un adattamento istituzionale a una specifica forma della tecnologia della moneta e dei pagamenti. Se in ogni epoca l'elemento chiave del segno monetario è la fiducia, il modo con cui la fiducia viene difesa dalle autorità monetarie dipende appunto dalle specificità della tecnologia di pagamento dominante. Quando il denaro è rappresentato da monete d'oro, le autorità ne assicurano la qualità in termini di purezza del contenuto aureo; quando il denaro è rappresentato da banconote, la banca centrale ha cura di stamparne la giusta quantità rispetto alla crescita economica; quale sarà il ruolo delle banche centrali nell'era digitale lo scopriremo in questi anni.

L'aspetto del controllo della tecnologia dominante non permetteva solo alla banca centrale, chiave di ogni periodo, di assicurare le migliori condizioni per la crescita, ma consolidava il peso del paese centrale del sistema e della sua valuta, la cui importanza è storicamente sopravvissuta al declino dell'importanza economica del paese stesso. Così la sterlina rimaneva la divisa chiave degli scambi internazionali quando già da tempo la Gran Bretagna era stata superata dalle nuove potenze economiche, come l'ex colonia americana e la Germania. Un destino simile si intravede per il dollaro. Le sanzioni hanno mostrato, seppure in modo peculiare, l'importanza che ha gestire il sistema internazionale dei pagamenti. Se gli Stati Uniti hanno potuto cacciare i propri nemici politici, come l'Iran e la Corea del Nord, dal sistema

---

<sup>11</sup> "There will then be no 'big bang' like with dollar internationalization between 1914 and 1924. But neither will the process of currency internationalization go into reverse".

finanziario mondiale è per la funzione tuttora egemone del dollaro nei pagamenti internazionali.

Questi eventi hanno dimostrato che la politica di potenza si basa anche sulla forza della valuta e dell'infrastruttura dei pagamenti prevalente. Le diverse fasi di sviluppo dell'economia moderna sono altrettante fasi di prevalenza di una struttura monetaria internazionale, basti pensare al *gold standard* e a Bretton Woods. Questa struttura ha aspetti politici (gli imperi europei nell'epoca del *gold standard*, la guerra fredda per Bretton Woods), tecnologici, persino di modello di business prevalente delle banche. La predominanza di una struttura, che deriva dalla potenza economica del paese che la guida, è dunque anche la predominanza di una certa valuta: la sterlina prima, il dollaro oggi. Nonostante sotto il profilo strettamente manifatturiero gli Stati Uniti rappresentino ormai una porzione ridotta della produzione mondiale, il dollaro rimane la valuta di gran lunga dominante sia nelle transazioni che nella denominazione delle riserve di istituzioni pubbliche e private, potendo contare sui mercati finanziari più liquidi e ampi del mondo. Sebbene questa situazione stia gradualmente cambiando, il dollaro mantiene un peso che gli Stati Uniti paradossalmente hanno perso, soprattutto rispetto alla Cina, sul piano dell'economia reale. L'America rimane comunque la principale potenza economica mondiale, e difenderà a spada tratta – non solo metaforicamente – la preminenza del dollaro nel commercio mondiale.

Sull'altra sponda del Pacifico, l'impetuosa crescita cinese degli ultimi trent'anni ha dimostrato che non basta produrre più acciaio, più automobili, più computer per imporre la propria valuta sulla scena mondiale, anche se il renminbi sicuramente ha un peso maggiore che dieci o vent'anni fa: basti pensare alla sua inclusione, nel 2016, nel basket delle valute che il FMI usa per comporre i diritti di prelievo speciale. La dirigenza cinese si rende conto che per imporre il renminbi come valuta di riferimento degli scambi mondiali occorre anche cambiare le infrastrutture stesse del sistema monetario, il modo in cui si paga. Del resto, l'high tech è nelle corde della dirigenza di Pechino, e l'internazionalizzazione della valuta cinese basata sulla digitalizzazione può davvero costituire proprio la moneta mondiale "con caratteristiche cinesi" di cui abbiamo detto, laddove il renminbi 'tradizionale' non ha fatto molti passi avanti in quel senso anche per scelte del governo cinese, che non intende trasferire ai mercati finanziari il controllo dello sviluppo del paese.

Lo sviluppo della tecnologia *blockchain* e delle criptovalute, e più in generale il progresso delle tecnologie digitali, hanno portato a discutere di valute digitali delle banche centrali. Al momento, quasi il 90% delle banche sta sviluppando progetti di valuta digitale (Boar e Wehrli, 2021) e la discussione è in fase avanzata sia nell'Eurozona che negli Stati Uniti. Tuttavia è la Cina che potrebbe sviluppare per prima questa tecnologia, favorita dal fatto che il paese è già una delle economie più *cashless* al mondo. Il progetto del renminbi digitale è stato lanciato nell'aprile del 2020 in quattro città pilota come processo culminante di anni di ricerca e sperimentazioni da parte della banca centrale cinese; nello stesso periodo è iniziato un giro di vite con finalità "anti-monopolistiche", volte a ridurre il peso di Alibaba e Tencent, i conglomerati cinesi attivi nel sistema dei pagamenti (Greene, 2021).

Vi sono due motivi fondamentali per questa probabile primogenitura. La prima è che una Central Bank Digital Currency (CBDC) potrebbe avere potenzialmente effetti devastanti per il sistema bancario. Come ha sostenuto Omarova (2021, p. 1269, nostra traduzione): "L'emissione di CBDC apre la possibilità di aumentare drasticamente il ruolo pubblico



nell'allocazione del capitale"<sup>12</sup> con immense conseguenze economiche e finanziarie; essendo le principali banche cinesi pubbliche, non sono in grado di opporsi a questa scelta come invece stanno efficacemente facendo i loro omologhi in Occidente. In secondo luogo, la Cina è il paese per il quale più macroscopico è il divario tra importanza economica crescente e scarso peso della propria valuta e per i motivi descritti, questo gap non è colmabile nell'attuale infrastruttura del sistema dei pagamenti internazionale. I mercati non amano molto gli strumenti finanziari in renminbi perché troppo controllati dal governo cinese. Questo non significa che le autorità monetarie occidentali non agiscano assiduamente sui rispettivi mercati, ma sicuramente le ragioni del capitale finanziario sono più libere di esprimersi a Wall Street o a Francoforte che a Shanghai.

Il renminbi digitale, che diventerebbe subito l'infrastruttura di elezione per commerciare con i paesi più vicini a Pechino, come la Russia, si porrebbe come la valuta di riferimento del nuovo mondo senza contanti, acquisendo lo status di valuta di riferimento per tutti quei paesi, pur importanti sul panorama economico mondiale – come l'India, il Brasile, la Turchia – che però impiegherebbero molto per sviluppare propri sistemi e troverebbero molto più efficiente acquisire quello cinese come fanno già per molte altre merci. Una volta adottato da diversi paesi rilevanti, il renminbi digitale diventerebbe difficile da sostituire, per motivi geo-politici e di *lock-in* tecnologico. Il renminbi digitale si legherebbe naturalmente a un forte aumento del circuito CIPS utilizzando tecnologie impiegabili in entrambi, come la *blockchain* e algoritmi di intelligenza artificiale (Shensen, 2022). Vi è da osservare che la stessa Russia si sta muovendo in tal senso: a febbraio la BdR ha annunciato l'inizio della fase pilota di sviluppo del rublo digitale, esponendo anche una road map per il lancio completo della valuta digitale (Baydakova, 2022).

La valuta digitale non solo relegherebbe i colossi del pagamento cinesi a comprimari dell'infrastruttura pubblica, ma impedirebbe a qualunque altra valuta, a partire dalle *stablecoins*, di potersi porre come alternativa alla moneta pubblica cinese. Sebbene la dirigenza cinese sia solitamente graduale nell'introduzione di novità di rilievo, sul tema del renminbi digitale si nota una certa accelerazione, dopo che, nel 2020, la Cina è diventata la prima nazione al mondo a utilizzare una valuta digitale. I test, durati oltre un anno, hanno registrato transazioni per 9,6 miliardi di yuan (Fei Ju, 2022).

Queste dinamiche rendono impellente, per i paesi occidentali, lo sviluppo di una propria CBDC (Boonsta, 2022). Questi ultimi, peraltro, sono consapevoli di questa dinamica ma sono restii a inseguire la Cina sulla strada di una valuta digitale per gli effetti che avrebbe sulle proprie banche, con conseguenze difficili da valutare sul piano della stabilità finanziaria.

L'urgenza è acuita dalla consapevolezza che lo sviluppo di un sistema dei pagamenti basato su renminbi digitale e CIPS avrebbe anche l'effetto di togliere dalle mani dei paesi occidentali l'arma dell'esclusione dal sistema dei pagamenti, come sta avvenendo ora con la Russia. Questa possibilità non è data nell'immediato, come del resto anche lo sviluppo del renminbi digitale (Kroeber, 2022), ma proprio la guerra e le sanzioni lo rendono cruciale per la Cina, la Russia ma in prospettiva anche per molti altri paesi.

---

<sup>12</sup> "CBDC issuance opens the possibility of dramatically increasing the role of public allocation of capital".

## 8. Conclusioni

*Andiamo verso l'avvenire come siamo andati in guerra, bendati*  
J.A. Schumpeter, 1954

La guerra in Ucraina, oltre a essere un evento drammatico per le immediate conseguenze umane che sta avendo, imprimerà una spinta significativa ad alcuni processi economici e politici a livello mondiale, peraltro già in accelerazione dopo lo scoppio della pandemia. Paradossalmente, ciò sarà vero quanto più le sanzioni avranno effetto sull'economia russa e di altri paesi che verranno considerati ostili all'Occidente. All'azione sanzionatoria non potrà che corrispondere una reazione dei paesi sanzionati.

L'esito più eclatante derivante dal conflitto e dalle sanzioni sarà un più rapido processo di de-globalizzazione. L'era dell'iper-globalizzazione è sostanzialmente finita con la crisi del 2007-2008 ma ne è seguito un processo di stallo piuttosto che un altro indirizzo nelle politiche degli stati (Antràs, 2020). La pandemia è stata un test doloroso non solo per chi è stato colpito anche mortalmente dal virus, ma anche per l'efficacia delle catene produttive mondiali. La guerra in Ucraina potrebbe essere individuata da futuri storici come la goccia che ha fatto traboccare il vaso verso la de-globalizzazione. Del resto, per punire pesantemente il governo Putin occorre rescindere i numerosi fili che legano l'export russo al mondo occidentale e questo implica un processo di forte riduzione generalizzata dei flussi commerciali a livello internazionale, soprattutto tra i due nascenti blocchi che si vanno sviluppando attorno a Stati Uniti e Cina. I governi occidentali non sono pronti per la dissoluzione dell'economia globalizzata, ma potrebbero ritenerla l'unica scelta politicamente possibile in questa fase (Perez, 2021).

Al di là della retorica bellicista, da parte di tutti i contendenti in campo, la globalizzazione è un processo che nel corso dei decenni ha creato infrastrutture, connessioni tra imprese, articolazioni dei processi produttivi talmente ciclopiche da rendere impensabile un suo smantellamento repentino, persino a costo di un verticale crollo economico (D'Eramo, 2022).

Occorre infatti evidenziare che se la globalizzazione non ha costituito un uniforme progresso delle condizioni di vita e ha anzi determinato forti concentrazioni della ricchezza a scapito di larghe fasce della popolazione anche occidentali (Milanovic, 2016, cap. 6), la de-globalizzazione non solo produrrà un crollo economico immediato, ma determinerà un calo strutturale della crescita, in modi che è difficile apprezzare dai tradizionali modelli econometrici (Bekkers e Góes, 2022).

Negli ultimi anni, il principale paladino politico della globalizzazione si è rivelato il partito comunista cinese. La cosa non dovrebbe sorprendere, se si pensa che l'ingresso della Cina nel WTO ha permesso al paese, con una accorta strategia di integrazione economica sotto il controllo del partito, una spettacolare crescita economica che ha fatto della Cina la potenza di gran lunga principale sul piano industriale a livello planetario. La stessa Russia si è avvantaggiata della globalizzazione sotto forma di esportazione di materie prime in cambio di prodotti ad elevata tecnologia sia dall'Occidente che dall'Asia. Questo significa che, per la prima volta dall'età delle esplorazioni, i paesi occidentali sono costretti a frenare o addirittura invertire la globalizzazione come arma per fermare l'ascesa di un nemico.

Non c'è dubbio che la de-globalizzazione è oggi inserita a pieno titolo nello scontro politico che non prende strade militari dirette solo per le ovvie conseguenze che ciò avrebbe. Dopo la telefonata tra i presidenti Biden e Xi, il 18 marzo scorso, un presentatore della televisione

pubblica cinese si è beffato dell'invito di Biden alla Cina di aiutare l'Occidente contro la Russia sintetizzandolo così: "ci aiutate a combattere il vostro amico, così poi possiamo concentrarci a combattere voi?".<sup>13</sup> È difficile trovare una sintesi migliore per gli scenari che si apriranno con la guerra.

In questo contesto, la struttura del sistema dei pagamenti, di solito materia per specialisti, lontana dall'interesse dei media, è ormai un terreno di scontro geopolitico a tutti gli effetti. Ancora oggi, a oltre quindici secoli dalla fine dell'impero romano d'Occidente, vengono trovate monete romane in innumerevoli siti europei, dalla Scozia, alla Spagna, alla Grecia. Si tratta delle vestigia monetarie della proiezione della potenza che ebbe quell'impero e dimostra che persino i suoi nemici si servirono a lungo della sua moneta. Mutatis mutandis, il dominio del dollaro e delle infrastrutture ad esso legate, come SWIFT, stanno sopravvivendo al declino della potenza economica americana, peraltro in una fase piuttosto iniziale. Le invasioni barbariche sono appena cominciate.

Per i concorrenti degli Stati Uniti, in primis la Cina, non solo non è facile prendere il controllo dell'attuale configurazione del sistema dei pagamenti ma non è nemmeno conveniente poiché è connessa a una determinata struttura delle politiche economiche funzionali al predominio americano ma non a quello cinese. Il renminbi digitale è l'alternativa. Permetterebbe alla Cina di cambiare numerosi aspetti del sistema monetario e finanziario mondiali in modo a lei congeniale. In particolare, cambierebbe il rapporto di forze tra stati e banche, oggi in Occidente spostato verso la finanza, ridurrebbe in generale il peso della finanza rispetto all'economia reale, e cambierebbe anche il rapporto tra Cina e suoi alleati e l'Occidente. Il renminbi digitale si presterebbe a diventare l'infrastruttura monetaria dell'iniziativa nota come "Nuova Via della Seta", fungendo da complemento alle infrastrutture fisiche con cui la Cina sta riempiendo il mondo. Aprirebbe la strada a una riglobalizzazione del mondo con modalità molto differenti da quelle che abbiamo conosciuto.

## Riferimenti bibliografici

- Antràs P. (2020), "De-Globalisation? Global Value Chains in the Post-COVID-19 Age", *NBER Working Paper*, n. 28115, Cambridge (MA): National Bureau of Economic Research.
- Arslanalp S. <https://blogs.imf.org/bloggers/chima-simpson-bell/> Simpson-Bell C. (2021), "US Dollar Share of Global Foreign Exchange Reserves Drops to 25-Year Low", *IMFblog*, 5 maggio, disponibile alla URL: <https://blogs.imf.org/2021/05/05/us-dollar-share-of-global-foreign-exchange-reserves-drops-to-25-year-low>
- Arslanalp S., Eichengreen B.J. e Simpson-Bell C. (2022), "The Stealth Erosion of Dollar Dominance: Active Diversifiers and the Rise of Nontraditional Reserve Currencies", *IMF Working Papers*, n. WP/22/58, disponibile alla URL: <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/WP/2022/English/wpia2022058-print-pdf.ashx>
- Barlyn S. (2015), "Deutsche Bank to pay \$258 million to settle U.S. sanctions case – NYDFS", *Reuters.Breakingviews*, 4 novembre, disponibile alla URL: <https://www.reuters.com/article/us-deutsche-bank-penalty-idUSKCN0ST2J720151104>
- Basso D. (2022), "Le Maire backtracks after talking of 'economic and financial war' against Russia", *Euractiv*, 2 marzo, disponibile alla URL: [https://www.euractiv.com/section/politics/short\\_news/le-maire-backtracks-after-talking-of-economic-and-financial-war-against-russia/](https://www.euractiv.com/section/politics/short_news/le-maire-backtracks-after-talking-of-economic-and-financial-war-against-russia/)
- Baydakova A. (2022), "Bank of Russia Proceeds with digital ruble, renews push for crypto ban", *CoinDesk*, 16 febbraio, disponibile al link: <https://www.coindesk.com/policy/2022/02/16/bank-of-russia-proceeds-with-digital-ruble-renews-push-for-crypto-ban/>
- Bekkers E. e Góes C. (2022), "The impact of geopolitical conflicts on trade, growth, and innovation: An illustrative simulation study", *Voxeu.org*, 29 marzo, disponibile alla URL: <https://voxeu.org/article/impact-geopolitical-conflicts-trade-growth-and-innovation>

<sup>13</sup> Qui il tweet originale: <https://twitter.com/LiuXininBeijing/status/1505043155682402306>

- Bhattacharjee S. (2022), "India-Russia explore a rupee-rouble payment scheme to bypass war", *Aljazeera.com*, 31 marzo, disponibile alla URL: <https://www.aljazeera.com/economy/2022/3/31/india-russia-explore-a-rupee-rouble-payment-scheme-to-bypass-war>
- Bhusari M. e Nikoladze M. (2022), "Russia and China: Partners in Dedollarization", *Atlanticcouncil.org*, 18 febbraio, disponibile alla URL: <https://www.atlanticcouncil.org/blogs/econographics/russia-and-china-partners-in-dedollarization/>
- Boar C. Wehrli A. (2021), "Ready, steady, go? – Results of the third BIS survey on central bank digital currency", *BIS papers*, n. 114, Basilea: Bank for International Settlements, disponibile alla URL: <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap114.pdf>
- Boonsta W. (2022), "CBDC and the international position of the euro", *SUERF Policy Notes*, n. 269, marzo, Vienna: SUERF/The European Money and Finance Forum, disponibile alla URL: [https://www.suerf.org/docx/f\\_e5e05bd77a755fedae33906cae78b723\\_42323\\_suerf.pdf](https://www.suerf.org/docx/f_e5e05bd77a755fedae33906cae78b723_42323_suerf.pdf)
- Brenner R. (2009), "What is Good for Goldman Sachs is Good for America The Origins of the Present Crisis", *UCLA – Center for Social Theory and Comparative History*, Los Angeles: University of California, disponibile alla URL: <https://escholarship.org/uc/item/0sg0782h>
- Bunina M. (2022), "What is Russia's 'MIR' payment system?", *Russia Beyond. Business*, 10 marzo, disponibile alla URL: <https://www.rbth.com/business/334833-russian-mir-payment-system-card>
- China Power Team (2020), "Will China's Push to Internationalize the Renminbi Succeed?", *China Power*, 1 aprile, aggiornato il 26 agosto 2020, disponibile alla URL: <https://chinapower.csis.org/china-renminbi-rmb-internationalization/>
- Chinn M. e Frankel J. (2008), "Why the Euro will rival the Dollar", *International Finance*, 11 (1), pp. 49-73.
- De Meyer K. (2022), "Ukraine: l'UE et ses alliés dégainent l'arme SWIFT contre la Russie", *LesEchos*, 27 febbraio, disponibile alla URL: <https://www.lesechos.fr/monde/europe/lue-sapprete-a-exclure-des-banques-russes-de-swift-1389928>
- D'Eramo M. (2022), "Deglobalization" *New Left Review – Sidecar*, 29 marzo, disponibile alla URL: [https://newleftreview.org/sidecar/posts/deglobalization?fbclid=IwAR04q7FmAHke2IM8Kco\\_p1uImnfH4f8-IUksP7-Bpu6ZDiBpR2hCV75Qyk](https://newleftreview.org/sidecar/posts/deglobalization?fbclid=IwAR04q7FmAHke2IM8Kco_p1uImnfH4f8-IUksP7-Bpu6ZDiBpR2hCV75Qyk)
- Dubard A. (2022), "2014 and Now: Will Sanctions Change Putin's Calculations?", *Freiheit.org*, 3 marzo, disponibile alla URL: <https://www.freiheit.org/2014-and-now-will-sanctions-change-putins-calculations>
- Eichengreen B.J. (2008), *Globalizing Capital*, 2a ed., Princeton: Princeton University Press.
- Eichengreen B.J. (2011), *Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System*, Oxford: Oxford University Press.
- Eichengreen B.J., Mehl A. e Chitu L. (2018), *How Global Currencies Work: Past, Present and Future*, Princeton: Princeton University Press.
- Errore. Riferimento a collegamento ipertestuale non valido.** Fantacci L. (2017). "Reconciling Money and Goods: Keynes's Commodity and Currency Plans for the Postwar World" *Annals of the Fondazione Luigi Einaudi*, 51 149-176.
- Fantacci L. e Gobbi L. (2022a), "Il rischio del dollaro in armi", *Ispionline.it*, 4 marzo, disponibile alla URL: <https://www.ispionline.it/it/pubblicazione/il-rischio-del-dollaro-armi-33930>
- Fantacci L. e Gobbi L. (2022b), "Dopo l'Ucraina, una nuova Bretton Woods monetaria?", *Ispionline.it*, 18 marzo, disponibile alla URL: <https://www.ispionline.it/it/pubblicazione/dopo-luكرانيا-una-nuova-bretton-woods-monetaria-34195>
- Fei Ju S. (2022), "At Winter Olympics, Beijing tries to sell world on digital yuan", *Aljazeera.com*, 4 febbraio, disponibile alla URL: <https://www.aljazeera.com/economy/2022/2/4/at-olympics-beijing-sees-chance-to-sell-world-on-digital-yuan>
- Galiani F. (1750), *Della moneta, libri cinque*, Napoli: Giuseppe Raimondi.
- Giannini C. (1994), "Confidence Costs and the Institutional Genesis of Central Banks", *Temi di discussione*, n. 226, Roma: Banca d'Italia.
- Greene R. (2021), "What Will Be the Impact of China's State-Sponsored Digital Currency", *Carnegie Endowment Commentary*, Washington (DC): Carnegie Endowment for International Peace.
- Klebnikov S. (2022), "BlackRock CEO Larry Fink Says Russia-Ukraine War Is Upending World Order And Will End Globalization", *Forbes.com*, 24 marzo, disponibile alla URL: <https://www.forbes.com/sites/sergeiklebnikov/2022/03/24/blackrock-ceo-larry-fink-says-russia-ukraine-war-is-upending-world-order-and-will-end-globalization/>
- Korsunskaya D. e Marrow A. (2021), "Russian rainy day fund to get out of all U.S. dollar assets", *Reuters.com*, 3 giugno, disponibile alla URL: <https://www.reuters.com/article/us-russia-reserves/russian-rainy-day-fund-to-get-out-of-all-u-s-dollar-assets-idUSKCN2DF1R9>
- Kroeber A. (2022), "Digital renminbi will not help Russia evade sanctions", *Financial Times*, 16 marzo, disponibile alla URL: <https://www.ft.com/content/cb13c87c-90d5-4266-8d62-e7e50be14f01>

- La Voce di New York (2022) "Cosa succederebbe se la Russia venisse 'cacciata' da SWIFT?", *Lavocedinewyork.com*, 26 febbraio, disponibile alla URL: <https://lavocedinewyork.com/news/economia/2022/02/26/cosa-succederebbe-se-la-russia-venisse-cacciata-da-swift/>
- Milanovich B. (2016), *Global Inequality*, Cambridge (MA): Harvard University Press.
- Münchau W. (2022), "A BRIC, impenetrable to sanctions", *Eurointelligence.com*, 13 marzo, disponibile alla URL: <https://www.eurointelligence.com/column/a-bric-impenetrable-to-sanctions>
- Omarova S.T. (2021), "The People's Ledger. How to Democratize Money and Finance the Economy", *Vanderbilt Law Review*, 74 (5), pp. 1231-1300.
- Perez C. (2021), "Emerging challenges to US dollar supremacy", *Foreignpolicy.com*, 26 agosto, disponibile alla URL: <https://foreignpolicy.com/2021/08/26/future-of-money-dollar-decline-central-bank-digital-currency-crypto-sanctions-china-russia/> **Errore. Riferimento a collegamento ipertestuale non valido.**
- Phillipps J. (2022), "BlackRock funds suffer \$17bn losses on Russia exposure", *Citywireamericas.com*, 14 marzo, disponibile alla URL: <https://citywireamericas.com/news/blackrock-funds-suffer-17bn-losses-on-russia-exposure/a2382267>
- Raymond N. (2015), "BNP Paribas sentenced in \$8.9 billion accord over sanctions violations", *Reuters.com*, 1 maggio, disponibile alla URL: <https://www.reuters.com/article/us-bnp-paribas-settlement-sentencing-idUSKBN0NM41K20150501>
- Reuters (2022), "Russia hikes rates, introduces capital controls as sanctions bite", *Reuters.com*, 28 febbraio, disponibile alla URL: <https://www.reuters.com/markets/europe/russian-central-bank-scrambles-contain-fallout-sanctions-2022-02-28/>
- Said S. e Kalin S. (2022), "Saudi Arabia Considers Accepting Yuan Instead of Dollars for Chinese Oil Sales", *The Wall Street Journal*, 15 marzo, disponibile alla URL: <https://www.wsj.com/articles/saudi-arabia-considers-accepting-yuan-instead-of-dollars-for-chinese-oil-sales-11647351541>
- Schumpeter J. A. (1954), *Capitalismo, socialismo e democrazia*, Milano: ETAS.
- Shensen Z. (2022), "China's SWIFT 'equivalent' goes viral in capital market", *Shine.cn*, 1 marzo, disponibile alla URL: <https://www.shine.cn/news/in-focus/2203012548/>
- Shukla S. (2022), "Why 'de-dollarisation' is imminent", *Indianexpress.com*, 17 marzo, disponibile alla URL: <https://indianexpress.com/article/opinion/columns/why-de-dollarisation-is-imminent-us-dollar-russia-7823308/>
- Sims T., White L. e O'Donnell J. (2022), "Explainer: Europe's banks fear payment system could be casualty of Russia-Ukraine crisis", *Reuters.com*, 14 febbraio, disponibile alla URL: <https://www.reuters.com/business/finance/europes-banks-fear-payment-system-could-be-casualty-russia-ukraine-crisis-2022-02-09/>
- SWIFT (2022), "SWIFT reports strong annual growth", *swift.com*, 3 febbraio, disponibile alla URL: <https://www.swift.com/news-events/news/swift-reports-strong-annual-growth>
- The People's Bank of China (2022), "People's Bank of China and Central Bank of the Russian Federation Successfully Launched Bilateral Currency Swap Arrangement", *News*, People's Bank of China, disponibile alla URL: <http://www.pbc.gov.cn/english/130721/3024330/index.html>
- Tran H. (2022), "Internationalization of the Renmibi via bilateral swap lines", *Atlanticcouncil.org*, 18 marzo, disponibile alla URL: <https://www.atlanticcouncil.org/blogs/econographics/internationalization-of-the-renmibi-via-bilateral-swap-lines/>
- World Bank (2021), "Russia Economic Report", Washington (DC): World Bank Group, disponibile alla URL: <https://documents1.worldbank.org/curated/en/099050011302118976/pdf/P17756206d40310aa0a5e109d6fa60bc55a.pdf>
- Zhou X. (2009), "Reform the International Monetary System", *BIS Review*, 41/2009, pp. 1-3, disponibile alla URL: <https://www.bis.org/review/r090402c.pdf>
- Zhou C. (2021), "China's SWIFT joint venture 'defensive move' against US refuted by former bank executive", *Scmp.com*, 30 marzo, disponibile alla URL: <https://www.scmp.com/economy/china-economy/article/3127492/chinas-swift-joint-venture-defensive-move-against-us-refuted>