

## Gli Stati Uniti sono una potenza creditizia (in declino)

MARCELLO SPANÒ\*

### Abstract:

Questo lavoro critica l'idea che le difficoltà degli Stati Uniti nel mantenere la propria politica di potenza derivino dal loro status di paese debitore verso l'estero, specialmente verso la Cina. Invece, sottolinea il ruolo degli USA come potenza creditizia che fonda la propria egemonia internazionale sull'espansione di debitori interni ed esteri, e che oggi si trova minacciata dalla crescita di un circuito finanziario rivale guidato dalla Cina. L'interpretazione degli USA come mero debitore, a giudizio dell'autore, si basa su posizioni teoriche che non fanno pienamente tesoro degli studi sull'endogeneità della moneta. Il lavoro si chiude con una controreplica a Brancaccio e Lucarelli (2024) riguardo al debito estero statunitense.

### The United States is a credit power (in decline)

*This work criticizes the idea that the US's difficulties in maintaining its power politics stem from its status as a debtor to foreigners, especially China. Instead, it emphasizes the role of the US as a creditor power that bases its international hegemony on the expansion of domestic and foreign debtors and is now challenged by the growth of a rival financial circuit led by China. It argues that the interpretation of the US as a mere debtor do not fully capitalize on studies on the endogeneity of money. The paper closes with a rejoinder to Brancaccio and Lucarelli (2024) regarding the US external debt.*

Università dell'Insubria, Varese,  
email: marcello.spano@uninsubria.it

### Per citare l'articolo:

Spanò M. (2025), "Gli Stati Uniti sono una potenza creditizia (in declino)", *Moneta e Credito*, 78 (310), pp. 199-215.

### DOI:

<https://doi.org/10.13133/2037-3651/18696>

### JEL codes:

F34, F40, N10

### Keywords:

US hegemony, international financial system, endogenous money, dollar

### Homepage della rivista:

[https://rosa.uniroma1.it/rosa04/moneta\\_e\\_credito](https://rosa.uniroma1.it/rosa04/moneta_e_credito)

Il meccanismo su cui si è retto il sistema monetario centrato sul dollaro e la sua relazione con le crisi finanziarie ed economiche è spesso oggetto di letture equivoche, che risentono, talvolta inconsapevolmente, delle idee di un'ortodossia teorica affezionata a una concezione della moneta come un velo dei fenomeni reali. In questo contributo intendo approfondire la questione del cosiddetto finanziamento dei disavanzi commerciali degli Stati Uniti.

Se guardiamo alle principali voci della bilancia dei pagamenti USA (a titolo illustrativo, nella tabella 1 sono riportati i dati semplificati del 2023), possiamo vedere come il saldo negativo delle partite correnti derivi principalmente da un eccesso di importazioni rispetto alle esportazioni,

\* Ringrazio i due referees anonimi, Hervé Baron e il Direttore di *Moneta e Credito* Carlo D'Ippoliti per i commenti e i suggerimenti di modifica costruttivi e stimolanti che credo abbiano contribuito a rendere il contenuto di questo lavoro più ricco e meglio argomentato. Resta inteso che ogni eventuale imprecisione o inesattezza è mia esclusiva responsabilità.

cioè dal saldo negativo della bilancia commerciale, fenomeno che nel corso dei decenni si è cronicizzato. Il saldo finanziario è il risultato di movimenti finanziari di diversa origine in entrata (passivi) o in uscita (attivi), e può essere suddiviso in (i) componenti cosiddette autonome (investimenti diretti esteri, investimenti di portafoglio, derivati e *stock options*), che derivano da decisioni indipendenti di diversi soggetti che trasferiscono capitali finanziari fra paesi, (ii) una componente endogena (altri investimenti) che riguarda i trasferimenti interbancari e (iii) le riserve ufficiali della banca centrale, strumento di politica monetaria. L'identità contabile della bilancia dei pagamenti implica che (in quanto ogni transazione dà luogo a due registrazioni di uguale entità e segno opposto) per ogni dollaro di disavanzo delle partite correnti (più il saldo del conto capitale), gli USA registrano un dollaro di passivo nei saldi finanziari (a meno di errori e omissioni). Ne consegue che una bilancia commerciale cronicamente in disavanzo, come quella statunitense, si associa a un'accumulazione cronica di passivi finanziari netti con l'estero. Negli Stati Uniti, negli ultimi anni, questi si aggirano intorno al 60% del Pil.

L'equivalenza fra passivi delle partite correnti e passivi finanziari netti induce molti commentatori, anche di formazione teorica critica, a interpretare gli Stati Uniti come un paese debitore, inteso spesso come dipendente da finanziamenti esteri provenienti da paesi creditori (come la Cina).

Tabella 1 – *Bilancia dei pagamenti USA, anno 2023*

	<b>Attivi</b>	<b>Passivi</b>	<b>Saldo</b>
Bilancia delle partite correnti	3618587	4802363	-905378
Bilancia commerciale	2045220	3108509	-784891
Redditi	1376719	1309693	67026
Trasferimenti	196648	384161	-187513
Conto capitale			-6320
Conto finanziario (outflows/inflows +/-)			-924133
Investimenti diretti esteri	454084	348784	105300
Investimenti di portafoglio			-1149515
Derivati e stock options			-15642
Altri investimenti	442913	307225	135688
Riserve			36
Errori e omissioni			-12435

Fonte: IMF; valori in milioni di dollari.

La mia tesi è che questa concezione eclissi il ruolo degli Stati Uniti come potenza creditizia che fonda la propria egemonia internazionale sul controllo strategico del circuito del credito internazionale. Nella prossima sezione delinearò brevemente il ruolo degli USA come potenza creditizia; nelle sezioni successive cercherò di spiegare perché la caratterizzazione degli USA come potenza debitrice non è convincente. In particolare, tratterò dei diversi punti di vista sul ruolo del credito in un'economia capitalistica (sezione 2) e sui flussi della finanza internazionale

(sezione 3), del cambiamento negli equilibri di forza tra USA e Cina (sezione 4) e concluderò con una controreplica a un commento di Brancaccio e Lucarelli (2024) a una mia critica (finora espressa solo verbalmente) sulla questione del debito estero statunitense (sezione 5).

### 1. La cabina di regia statunitense del credito internazionale<sup>1</sup>

Fin dal secondo dopoguerra, gli Stati Uniti hanno perseguito un obiettivo politico cruciale: la denominazione in dollari delle merci e dei titoli scambiati sui mercati internazionali, da cui deriva l'affermazione del dollaro come moneta di conto e riserva di valore internazionale. Questo obiettivo – ottenuto già con gli accordi di Bretton Woods del 1944 e perseguito unilateralmente dagli USA dopo l'abbandono degli accordi nel 1971 e la dichiarazione di inconvertibilità del dollaro in oro – ha garantito agli USA un privilegio che si approssima al diritto di signoraggio tipico di un sovrano. In virtù di tale privilegio, i paesi che vogliono acquisire beni non disponibili nel proprio territorio sovrano devono prioritariamente acquisire dollari (o altre monete forti accettate in sostituzione del dollaro), attraverso la vendita delle proprie merci all'estero, oppure attraverso il prestito internazionale. Il tipico fornitore di dollari è il sistema finanziario degli Stati Uniti, che vende la sua moneta nazionale in cambio di beni prodotti da altre economie, disponibili nel presente (esportazioni) o nel futuro (debito).

Per avere un'idea più concreta dell'egemonia del dollaro sulle altre valute internazionali, si consideri che a fine 2023 circa il 50% delle transazioni totali internazionali avviene in dollari, percentuale in aumento rispetto al 2020 (Gobbi, 2023). Anche quando non è utilizzato come mezzo di pagamento diretto, il dollaro svolge la funzione (tipica di una moneta sovrana) di unità di conto per le altre valute, per una quota stimata attorno al 70% del PIL mondiale (Ilzetzki et al., 2019). Nel 2022, la quota di attivi e passivi bancari mondiali in valuta estera è per quasi il 60% denominata in dollari, in diminuzione, mentre se si considerano le sole obbligazioni (*debt securities*) tale quota è in aumento e si aggira intorno al 65% (Fantacci e Gobbi, 2023). Inoltre, il *Treasury bill* (passività del governo federale statunitense considerata sostituto più prossimo del dollaro e titolo liquido per eccellenza) è detenuto come riserva ufficiale delle banche centrali del resto del mondo in una percentuale che si aggira ancora intorno al 31% del totale delle emissioni nel 2022, per quanto in diminuzione rispetto a livelli superiori al 50% raggiunti prima della crisi del 2007-08 (Bertaut et al., 2023).

Se la denominazione in dollari del sistema dei pagamenti e degli scambi internazionali si associa a una sovranità monetaria internazionale *de facto*, la progressione osservata nei decenni successivi all'abbandono degli accordi di Bretton Woods induce Desai e Hudson (2021) a interpretare e definire il sistema finanziario occidentale a centralità statunitense come una "creditocrazia". Questa va intesa come una rete di istituzioni a guida statunitense che offre credito privato a famiglie, imprese e governi del mondo, si autoalimenta attraverso una dipendenza dal debito di settori sia nazionali statunitensi che internazionali e subordina la produzione, il commercio e gli stessi rapporti di forza politici su scala internazionale agli interessi della rendita finanziaria concentrata in poche mani (Desai e Hudson, 2021, p. 24).

I primi debitori del sistema finanziario statunitense sono stati i governi dei paesi in via di sviluppo, nei confronti dei quali sono state accese aggressive (e sostanzialmente obbligatorie) linee di credito nel corso degli anni Settanta. A partire grosso modo dagli anni Ottanta, con la *reaganomics* e l'ondata di deregolamentazione finanziaria, la platea dei debitori si è estesa alle famiglie e alle imprese statunitensi e delle economie avanzate occidentali. In simultanea, il debito

---

<sup>1</sup> Alcune argomentazioni di questa sezione sono sviluppate con maggiore ampiezza in Spanò (2023).

si è anche gonfiato presso le stesse istituzioni finanziarie nazionali e globali, che hanno visto esplodere sia attivi che passivi finanziari in un intreccio difficilmente districabile, con il benplacito della Federal Reserve, delle banche centrali occidentali e della stragrande maggioranza degli economisti accademici, che fino allo scoppio della crisi del 2007-08 hanno coralmemente negato che il crescente indebitamento privato fosse un problema rilevante.

La centralità del sistema creditizio a guida statunitense è tutelata, da un lato, dalle istituzioni internazionali come il Fondo Monetario Internazionale (FMI) e la Banca Mondiale, dall'altro, dalle banche centrali nazionali. FMI e Banca Mondiale, fin dalla prima crisi del debito in Messico nel 1982, hanno assicurato che i paesi emergenti fossero in condizione di restituire ai creditori occidentali i fondi affluiti presso i loro governi, le loro imprese e le loro famiglie, e hanno supervisionato ristrutturazioni del debito, da un lato erogando nuovi prestiti di "salvataggio" per ripagare vecchi debiti, in contropartita di politiche di austerità a carico dei paesi indebitati, e dall'altro assicurandosi che il "servizio del debito" (cioè gli interessi, dato un certo livello di indebitamento) fosse pagato con esportazioni nette di merci verso l'occidente, pena un danno reputazionale sui mercati finanziari internazionali (Hutton, 2003, pp. 183-210).

Per quanto riguarda i paesi industrializzati, il modello regolamentativo che si è affermato a partire dagli anni Ottanta (*new macroeconomic consensus*) affida il governo dell'economia (quindi anche la gestione della crisi) principalmente alla politica monetaria, mentre lascia la politica fiscale strutturalmente subordinata e sottoposta alla doppia sorveglianza sia di istituzioni politiche sovranazionali al riparo dal voto, sia di istituzioni finanziarie che hanno in mano la regia della proliferazione e della circolazione dei titoli finanziari e del credito ai governi (Schnabel, 2020; Vidal, 2022). Il rapporto fra banche centrali e sistema finanziario si è profondamente modificato con la crescita di istituzioni finanziarie non bancarie. Queste ultime, infatti, sono in condizione di emettere strumenti creditizi a breve termine denominati in dollari e circolanti come sostituti prossimi della moneta bancaria (*shadow bank money*), anche al di fuori della giurisdizione USA (*offshore*). Sebbene, da un lato, queste innovazioni suggeriscano come la sovranità monetaria dei singoli stati nazionali, inclusi gli Stati Uniti, e delle loro istituzioni pubbliche si sia progressivamente diluita a vantaggio di una finanza sovranazionale privata, dall'altro le stesse istituzioni pubbliche nazionali si sono rivelate indispensabili per evitare l'implosione dell'intero sistema finanziario globale nei momenti di crisi e di maggiore instabilità (Murau et al., 2020). Le banche centrali, fin dalla crisi finanziaria del 1987, per tamponare la deflazione dei titoli finanziari ed evitare una crisi generalizzata del debito e la depressione economica, hanno salvato il sistema finanziario statunitense, e occidentale in generale, con iniezioni di liquidità e bassi tassi d'interesse (Keen, 2009). Il metodo è stato applicato nei decenni successivi in dosi crescenti, con salti quantitativi avvenuti in occasione sia della crisi della finanza globale del 2007-08, sia della crisi pandemica del 2020-21. Le politiche monetarie realizzate in queste occasioni, consolidando la trasformazione (particolarmente radicale nell'Eurozona) della banca centrale da prestatore a *market maker* di ultima istanza, sono state funzionali al ripristino di un sistema in cui le condizioni di liquidità delle banche e delle istituzioni finanziarie non bancarie sono strettamente dipendenti dal valore di mercato dei titoli usati come collaterali, *in primis* i titoli del debito pubblico (Sibert e Buitier, 2007; Hauser, 2021; Gabor, 2023). In nessuna occasione, invece, la politica economica si è impegnata a fare piazza pulita dell'enorme indebitamento privato che la finanziarizzazione dell'economia ha generato, nonostante circolassero proposte in tal senso (Mitchell, 2010; Jourdan, 2015).

Da questa ricostruzione appare evidente il ruolo strategico che assume il controllo del sistema finanziario per la potenza egemone, la quale ha sempre assicurato, anche con la forza militare laddove si è reso necessario, che il circuito della moneta internazionale iniziasse, rifluisse e si

rigenerasse nel sistema bancario statunitense. Sembrerebbe pertanto del tutto ragionevole vedere gli Stati Uniti come un grande creditore globale. Questa conclusione, tuttavia, stride con la stragrande maggioranza delle analisi sul ruolo del dollaro e degli Stati Uniti, che – in quanto nei decenni hanno accumulato disavanzi delle partite correnti, e quindi un elevato debito netto con l'estero – sono perlopiù descritti come un grande debitore.

Vediamo di fare luce su questa contraddizione.

## 2. Credito e ricchezza reale accumulata

Diversi eccellenti studiosi, tra cui tanti economisti, cadono nell'illusione ottica che vede il credito come una disponibilità di potere d'acquisto che si accumula, e non come una disponibilità che si crea dal nulla. Non è difficile vedere come in diversi autori di scuola critica tale illusione sia ereditata da una lettura di Marx non pienamente integrata con le scoperte teoriche novecentesche sul credito come fenomeno essenzialmente monetario.

Prendiamo ad esempio Giovanni Arrighi. Nel suo esame degli Stati Uniti come potenza in declino, si chiede (Arrighi, [2007] 2021, p. 261, corsivo mio): “come mai in realtà assistiamo al fatto che gli Stati Uniti *prendono a prestito enormi quantità di capitali* al ritmo [...] di più di due miliardi di dollari al giorno? E come mai una quota continuamente crescente di questa massa di capitali arriva proprio dai paesi emergenti e dalla Cina in particolare?”. In altri passaggi, Arrighi parla di “migliaia di miliardi di *dollari che i governi stranieri cominciarono a riversare nelle casseforti americane*” (ivi, p. 297, corsivo mio); di “riluttanza anche dei più fedeli vassalli *a fornire agli Stati Uniti le risorse necessarie perché potessero districarsi dal pantano iracheno*” (ibidem, corsivo mio); di “un aumento della *dipendenza degli Stati Uniti dai capitali provenienti dai paesi della regione [asiatica]*” (ivi, p. 299, corsivo mio).

Ma davvero dobbiamo ritenere che gli Stati Uniti debbano finanziare le proprie attività economiche di qualsiasi tipo, di pace o di guerra, prendendo a prestito “capitali”, oppure addirittura “dollari” dall'estero?

La filiazione di questa concezione di Arrighi dall'analisi di Marx è evidente e dichiarata. Infatti, il caso degli USA nel dopoguerra costituisce per Arrighi un'anomalia storica rispetto al processo messo in luce da Marx circa la transizione da una superpotenza in declino a una in ascesa che ne prende il posto, in cui la prima è tipicamente creditrice, mentre la seconda è debitrice. In questa concezione, i rapporti di credito e debito (netto) fra paesi hanno la funzione di trasferire il surplus precedentemente accumulato da una vecchia potenza egemone a una nuova emergente. Si tratta, dunque, di una visione che interpreta il credito esistente come reso possibile da una precedente accumulazione di capitale, inteso come ricchezza reale, e sembrerebbe estranea all'interpretazione del credito come potere d'acquisto *di nuova creazione*, quale viene invece messa in luce da altri autori (tra gli altri, Schumpeter, Keynes, Graziani).<sup>2</sup>

Il recente lavoro di Brancaccio, Giammetti e Lucarelli, *La guerra capitalista* (2023), cade a mio giudizio nella stessa contraddizione di Arrighi. Il problema dell'egemonia degli Stati Uniti, infatti, viene ripetutamente sintetizzato come un problema di un grande debitore nelle sue relazioni con un grande creditore in ascesa (la Cina). In alcuni passaggi del testo, gli Stati Uniti sono descritti come una potenza che cerca di reperire risorse finanziarie dall'estero, presa nel meccanismo della trappola del debito: “In pratica, i debiti esteri *finanziavano le milizie all'estero* che loro volta dovevano creare *nuovi accaparramenti proprietari capaci di mitigare i debiti stessi*” (Brancaccio et al., 2023, p. 141, corsivo mio).

---

<sup>2</sup> Per una ricostruzione storica di questa concezione del credito, si veda Graziani (1994).

Affermazioni di questo tipo, per quanto siano ispirate al più eterodosso degli economisti ottocenteschi, risultano (troppo pericolosamente) vicine alla *loanable fund theory* di matrice neoclassica, cioè all'ortodossia oggi dominante nel discorso accademico, politico, giornalistico e nel comune sentire. Stando alla *loanable fund theory*, i flussi di finanza sarebbero nella loro essenza identificabili con flussi di risparmio reso disponibile nel periodo corrente o accumulato nei periodi precedenti. Per comprendere quanto radicata sia questa visione, si consideri che lo stesso Nixon, quando nel lontano 1971 decise unilateralmente l'abbandono degli accordi di Bretton Woods, dichiarò di fronte al parlamento tedesco che gli USA avevano bisogno di appropriarsi dell'80 per cento del surplus corrente dell'occidente industrializzato per i propri scopi strategico militari (Hutton, 2003, p. 193). Letta in una prospettiva "*loanable funds*", questa dichiarazione va intesa come se gli Stati Uniti (la superpotenza occidentale!) per poter "finanziare" le proprie spese strategiche e militari, avessero davvero avuto bisogno di raccogliere fondi da uno stock limitato dal totale dei risparmi degli altri paesi.

Il fatto che gli economisti mainstream (e i politici) fondino le loro analisi su una concezione del credito come originato da una prioritaria raccolta di risparmio non ci sorprende. Si tratta di una convinzione difficile da rimuovere senza provocare il crollo dell'intero paradigma neoclassico, e questo è probabilmente il motivo per cui nemmeno Keynes, ai suoi tempi, riuscì a debellarla. Ma per gli studiosi di Marx l'idea che il fenomeno del credito sia da tenere distinto dal concetto di capitale accumulato dovrebbe generare minore resistenza, anche alla luce dei contributi teorici novecenteschi. Già l'analisi di Schumpeter in *Teoria dello sviluppo economico* ([1912] 1977) consentirebbe di portare a termine l'emancipazione di Marx dalla teoria classica ottocentesca. Secondo Schumpeter, il credito bancario, in quanto genera potere d'acquisto aggiuntivo rispetto alla quantità già esistente e lo colloca nelle mani di persone specifiche, di fatto consente ai nuovi debitori di appropriarsi di parte della ricchezza esistente (accumulata) e di ridestinarla ad impieghi inconsueti (nuove combinazioni, tra cui nuovi mercati, nuove risorse, nuovi prodotti, nuove tecnologie produttive). "[L]a concessione del credito rende possibile all'imprenditore sottrarre agli impieghi consueti i mezzi di produzione di cui ha bisogno, sviluppando la domanda di questi e costringendo così il sistema economico in nuovi canali. Il credito è dunque la leva di questa sottrazione di beni" (Schumpeter, [1912] 1977, p. 116). Questa concezione è del tutto compatibile con l'idea di Marx secondo cui il credito consente un trasferimento della ricchezza accumulata, e tuttavia se ne differenzia in quanto evidenzia come la creazione di credito non equivale, di per sé, a un prestito di patrimonio accumulato. In altre parole, il capitale accumulato nella ricchezza proprietaria non è una base reale che rende possibile l'apertura di un rapporto di credito; al contrario, la funzione specifica del credito in un'economia capitalistica è quella di superare il vincolo della proprietà privata, colmando così "lo scarto che nell'economia di scambio, dove prevale la proprietà privata, renderebbe straordinariamente difficile, se non impossibile, lo sviluppo" (Schumpeter, [1912] 1977, p. 117). A una conclusione del tutto simile arriva anche Graziani (1994), che sottolinea come le istituzioni che emettono credito (le banche) assegnano a un debitore specifico (le imprese) il comando sulla produzione, senza che in questo rapporto di credito-debito l'accumulazione di beni reali giochi alcun ruolo essenziale.<sup>3</sup>

Alla luce delle considerazioni che precedono, si capisce perché controllare il quartier generale della finanza internazionale abbia per una potenza egemone un valore strategico prioritario. Ma

<sup>3</sup> Il modello logico formale presentato in Brancaccio (2023) è un lavoro che riconcilia Marx con Graziani in quanto rende esplicita la separazione analitica e teorica fra finanziamento attraverso il credito e accumulazione di capitale. Si tratta tuttavia di un modello che, in quanto considera il credito internazionale dato da un parametro esogeno, non consente di affrontare nella sua complessità l'intreccio fra circuiti del credito in competizione, endogeneità della moneta e asimmetrie legate alla valuta di denominazione delle transazioni internazionali (cfr. oltre, sezione 3).

l'importanza del controllo del circuito di erogazione del credito, sebbene si collochi alle fondamenta della struttura del potere economico, politico e militare, viene eclissata quando si sceglie di interpretare il ruolo degli USA come quello di un debitore che deve raccogliere finanziamenti all'estero.

### 3. Un equivoco interpretativo: perché gli USA non sono un debitore

Perché le passività nette non ci autorizzano a interpretare il problema degli Stati Uniti come quello di un debitore (seppur grande e potente), che ha bisogno di reperire risorse finanziarie dall'estero per fare fronte alle proprie spese?

Beninteso, sul piano della stretta contabilità non vi è nulla di scorretto nell'associare la crescita delle passività nette statunitensi con i disavanzi cronici delle partite correnti. Tuttavia, la scelta di usare i saldi netti come una lente monofocale per interpretare l'interdipendenza finanziaria su scala globale non è neutrale, proprio perché ci induce a vedere gli USA come un debitore (netto), laddove la lente multifocale dei flussi finanziari lordi ci consentirebbe di ampliare lo sguardo e di non sottovalutare il ruolo essenziale di grande creditore (lordo). Rinvio all'appendice di questo testo la spiegazione di come una posizione creditizia lorda del sistema finanziario sia compatibile con un saldo finanziario netto negativo.

Prima di esaminare il caso specifico degli Stati Uniti, però, dipaniamo alcuni equivoci sulla relazione tra flussi commerciali, flussi finanziari e bilancia dei pagamenti in un qualsiasi paese con l'estero.

Diverse generazioni di economisti si sono formate sul modello IS-LM di equilibrio macroeconomico in economia chiusa, e sulla sua estensione all'economia aperta ad opera di Mundell e Fleming. Tale modello è edificato sul principio secondo cui una maggiore domanda si associa a un più alto tasso d'interesse, sotto l'assunzione che i fondi per finanziare la spesa siano limitati. Di conseguenza, in economia chiusa, un aumento della spesa del settore pubblico sarebbe possibile solo a condizione di sottrarre fondi finanziari altrimenti disponibili per il settore privato, generando così un aumento del tasso d'interesse e un effetto di spiazzamento, o *crowding-out*, degli investimenti. Allo stesso modo, in economia aperta, un incremento delle importazioni al netto delle esportazioni sarebbe possibile (a parità di tasso di cambio) a condizione di attirare fondi finanziari dal resto del mondo, ancora una volta tramite tassi d'interesse più elevati.

Entrambi questi meccanismi poggiano sull'assunzione che i fondi di finanza, in un determinato momento, siano disponibili in quantità date. Tuttavia, la ricerca postkeynesiana sull'endogeneità della moneta ha messo in chiaro che *i flussi netti di finanza internazionale non sono surplus di esportazioni nette riciclati all'estero*, e che un avanzo o un disavanzo nelle partite correnti non è reso possibile da una riallocazione di fondi da un bacino preesistente, cioè da un trasferimento di risparmio da un paese a un altro; invece, le transazioni internazionali di merci e titoli finanziari danno luogo a flussi di credito interbancario internazionale di nuova emissione, i quali corrispondono alla creazione di moneta *ex nihilo*. Si tratta di un meccanismo accomodante che è intrinseco al sistema dei pagamenti fra economie finanziariamente comunicanti, e che è ben distinto dai movimenti autonomi di capitale finanziario come gli investimenti diretti esteri e gli investimenti di portafoglio (Kohler, 2020; Lavoie, 2022, cap. 7).

Il meccanismo della moneta endogena su scala internazionale non sembra ancora diffusamente metabolizzato e accettato presso alcuni economisti eterodossi, che spesso interpretano le condizioni di stabilità finanziaria come se fossero dipendenti esclusivamente dalla componente dei movimenti autonomi. Thirlwall, noto per la sua tesi secondo cui la crescita

economica è vincolata dalla bilancia dei pagamenti, parte dall'assunto che un disavanzo delle partite correnti è insostenibile in quanto "c'è un limite al rapporto [...] tra deficit verso l'estero e PIL, oltre il quale i mercati finanziari diventano nervosi" (Thirlwall, 2011, p. 335). Riguardo la generazione di potere d'acquisto tramite prestiti interbancari endogeni su scala internazionale, Thirlwall ritiene che, in caso di "flussi 'accomodanti', nella forma di prestiti dal settore bancario o di vendita di titoli a governi stranieri o organizzazioni internazionali, poiché *probabilmente sarà necessario in seguito aumentare il tasso di interesse*, avremo nuovamente effetti reali di riduzione degli investimenti e della domanda" (Thirlwall, 2011, p. 329, corsivo mio). Come si vede, da un lato l'autore prende in considerazione l'esistenza della moneta endogena (i flussi accomodanti), dall'altro non la ritiene rilevante, in quanto il meccanismo secondo cui un paese finanzia il disavanzo corrente incentivando afflussi autonomi di capitali esteri con tassi d'interesse convenienti prevale sul meccanismo della creazione di credito interbancario. Per quanto sia forse troppo severo giudicare Thirlwall come appiattito sul modello di Mundell-Fleming, non si può che notare, nei passaggi sopra riportati, un sostanziale silenzio – compensato da considerazioni probabilistiche, di tipo pragmatico ma non teorico – sui motivi per cui il credito interbancario incontrerebbe dei limiti. Cesaratto (2019, p. 195, corsivo mio) ribadisce la linea di Thirlwall e la rende meno equivoca nel riferimento all'origine dei flussi di capitale internazionale. La scarsità dei fondi finanziari è data dalla scarsità di valuta estera, non dalla scarsità di risparmio accumulato: la presa di distanza dalla *loanable fund theory* è netta.

I Paesi in cui la denominazione in valuta estera costituisce una debolezza sono quelli in cui una parte cospicua del debito è detenuta da investitori stranieri in seguito a disavanzi delle partite correnti. Se vedono il debito estero montare *a causa di persistenti squilibri delle partite correnti*, gli stranieri si preoccupano circa la capacità futura di questi Paesi di redimere un debito denominato in una valuta che essi non stampano, e smettono di rinnovare i prestiti in scadenza e di farne di nuovi: per quei Paesi è il default.

Questa spiegazione afferma, in accordo con Thirlwall, la generale prevalenza di un meccanismo di tipo Mundell-Fleming (pur depurato della concezione della finanza come fondo tratto da uno stock di ricchezza reale), in base al quale disavanzi correnti devono essere "finanziati" attirando fondi dall'estero con opportuni aumenti di tassi d'interesse. Questa lente teorica (monofocale) induce chi la utilizza ad attribuire ai saldi delle partite correnti, che si accumulano nel debito netto verso l'estero, un'importanza fondamentale per la reputazione creditizia e la sostenibilità finanziaria di un'economia.

Il fatto che quella appena ricostruita sia una visione riduttiva dei fenomeni monetari e finanziari internazionali e del gioco della reputazione finanziaria dovrebbe essere chiaro anche a chi ritenga che il pareggio delle partite correnti sia importante per preservare l'autosufficienza nazionale. Era questo il caso di Graziani che, pur essendo preoccupato dai disavanzi cronici delle partite correnti e dalla crescita del debito estero italiano degli anni Ottanta, che mettevano a rischio l'autonomia produttiva e tecnologica nazionale, non mancava di specificare (Graziani, 1985, corsivo mio) che

se l'Italia è riuscita in questa politica, diciamo pure ardita, di governare un disavanzo nei movimenti di merci e pilotare al tempo stesso un avanzo equivalente nei movimenti di capitali, *questa operazione non può riuscire soltanto giocando di speculazione sui tassi d'interesse*. Si può realizzare evidentemente solo nell'ambito di un consenso internazionale [...]. Con questa ondata di indebolimento del sindacato, di craxismo, di reaganismo (chiamiamolo come vogliamo), l'Italia è diventata un paese per bene. È diventata un paese al quale si possono confidare i propri capitali finanziari e, quindi, è vero che, da un lato, le imprese italiane pubbliche e private vengono

incoraggiate a cercare prestiti su mercati esteri; è vero che le banche italiane vengono incoraggiate ad indebitarsi verso le banche straniere; però è anche vero che tutte queste richieste di credito trovano all'estero dei finanziatori pronti e generosi. È altrettanto vero che i grandi istituti bancari del mondo occidentale sono lietissimi di aprire crediti al mondo finanziario italiano [...] *al di là di tutte le manovre tecniche sui tassi d'interesse.*

In anni più recenti, diversi studi, sia teorici che empirici, molti dei quali proliferati in seguito alla crisi del 2007-08, hanno evidenziato che il legame tra partite correnti, tassi d'interesse, rischi finanziari e reputazione creditizia non ha validità generale. Un paese può avere un saldo delle partite correnti relativamente in equilibrio ed essere nondimeno finanziariamente esposto nei confronti del settore estero (Borio e Disyatat, 2010, 2015). I fenomeni di *sudden stop* dei flussi finanziari con il settore estero si generano certamente da una rottura delle condizioni di fiducia e delle consuetudini del sistema finanziario internazionale, ma queste condizioni possono cadere per ragioni del tutto indipendenti dagli squilibri commerciali (Kohler, 2020). Il caso dei *sudden stop* lordi, per esempio, può avvenire a causa dell'incapacità di rinnovare un debito verso l'estero a breve scadenza, la cui restituzione comporta la vendita di posizioni attive verso l'estero, con la conseguente riduzione immediata di attivi e passivi finanziari. È stato questo un fenomeno tipico durante la crisi del 2007-08; infatti, mentre gli squilibri delle partite correnti globali (cioè i flussi netti di capitale) sono variati solo leggermente nel 2008, i flussi lordi di capitale sono crollati, soprattutto a causa della riduzione dei flussi tra le economie avanzate (Hobza e Zeugner, 2014). Anche un *sudden stop* netto – l'indisponibilità della banca straniera ad accomodare le importazioni attraverso una creazione endogena di credito interbancario – può avvenire per cause diverse da una valutazione sull'entità del debito estero netto e indipendente dai saldi delle partite correnti. Una causa tipica ed empiricamente rilevante è, piuttosto, un'improvvisa contrazione del prodotto interno lordo del paese di destinazione dei flussi (Cavallo et al., 2015). La crisi finanziaria dei paesi del sud est asiatico del 1997, tragico episodio di *sudden stop* netto, ha colpito paesi che nel decennio precedente avevano realizzato disavanzi delle partite correnti del tutto contenuti e sostenibili (a giudizio degli osservatori accademici e istituzionali) a fronte di un'incontrollata espansione finanziaria (Radelet e Sachs, 1998). Possiamo affermare, quindi, che l'interpretazione delle crisi finanziarie basata sugli squilibri della bilancia commerciale è certamente adatta a spiegare alcuni episodi storici, come le crisi del debito sudamericane degli anni Ottanta, ma a ben guardare è estremamente riduttiva, se non del tutto fuorviante, se usata come spiegazione dei più importanti episodi di crisi finanziaria degli ultimi trent'anni (inclusa la crisi dei paesi dell'Eurozona nel periodo compreso tra il 2008 e il 2012).<sup>4</sup> Da ultimo, nemmeno la determinazione del tasso di cambio ha una relazione diretta e necessaria con gli squilibri commerciali, ma piuttosto con le variazioni delle posizioni lorde attive e passive in valuta estera dell'intero sistema finanziario (Lavoie, 2022, pp. 500-503).

In sintesi, in condizioni di "normalità" degli affari (condizioni anche politiche, come evidenzia il testo di Graziani sopra riportato), un disavanzo di parte corrente si autofinanzia con movimenti endogeni del credito interbancario, senza che si generi alcuna variazione né del tasso di cambio, né del tasso d'interesse, né delle riserve di valuta o d'oro. Queste conclusioni, radicalmente lontane dal modello di economia aperta che ancora prevale nei manuali di base di macroeconomia, appaiono molto chiare quando, per interpretare il mondo della finanza, si inforca la lente multifocale dei flussi lordi. Invece, affidarsi esclusivamente alla lente monofocale del debito netto (che è contabilmente collegato con la serie storica dei saldi delle partite correnti) induce a

---

<sup>4</sup> Per una critica della spiegazione della crisi dell'Eurozona come crisi della bilancia dei pagamenti, si vedano Lavoie (2015) e Seccareccia (2017).

reintrodurre un legame rigido tra sfera dei beni reali e sfera monetaria-finanziaria, legame che, nel corso del Novecento, tanto faticoso lavoro di astrazione teorica e una tortuosa esperienza pratica avevano contribuito ad abbandonare.

Alle precedenti considerazioni, che valgono in generale, si aggiunge un secondo argomento che vale specificamente per gli Stati Uniti: le passività di una potenza con potere di signoraggio *de facto* – finché le condizioni di questo “privilegio esorbitante” persistono – non sono debiti reali, ma soltanto passività finanziarie in dollari convertibili in altri dollari.

In nessun caso, come si è detto, le passività liquide in dollari create dal sistema finanziario USA devono essere “finanziate” dai surplus commerciali provenienti da altri paesi. È vero, invece, il contrario: finché il dollaro è considerato la moneta di denominazione prevalente per gli scambi globali, sono i paesi del resto del mondo ad avere bisogno di una prioritaria raccolta di dollari emessi dagli Stati Uniti, allo scopo di acquisire beni (o titoli di ricchezza) non disponibili all'interno dei propri confini nazionali e non commerciabili nella loro valuta domestica, oppure semplicemente allo scopo di detenere riserve internazionali liquide (Wray, 2019).

Il costo e la sostenibilità delle passività USA verso l'estero non sono dunque un problema di debito quantitativamente sproporzionato né di accesso a fondi finanziari. Il problema, piuttosto, è di natura squisitamente storico-politica: le passività nette verso l'estero della potenza egemone diventano un problema solo dal momento in cui si incrina la sua forza e il suo status di sovrano *de facto* su scala internazionale e, con questo, l'accettazione del dollaro come riserva e come mezzo di pagamento – un fenomeno che stiamo appunto osservando in questi anni (Arslanalp et al., 2022; Fantacci e Gobbi, 2023; Gobbi, 2023).

#### 4. L'egemonia monetaria in affanno: Cina vs. USA

La guerra in Ucraina ha dato una spinta accelerativa a diverse prove tecniche di disancoramento dal circuito monetario, e quindi anche finanziario e commerciale, centrato sul dollaro. Dopo l'embargo, inaugurato nel febbraio 2022, sulle riserve della Banca di Russia e sull'infrastruttura dei pagamenti SWIFT, non solo la Russia rifiuta di farsi pagare il gas in dollari, ma l'Arabia Saudita accetta di vendere petrolio alla Cina in cambio di Yuan, con cui a sua volta compra merci cinesi o detiene riserve di valuta (ZeroHedge, 2022). L'India si distanzia dalla sfera d'influenza USA con un voto all'Onu non allineato e prende accordi con la Russia per comprare armi russe pagandole in rupie, valuta che la Russia a sua volta utilizzerà come riserva acquistando titoli indiani (Goldman, 2022). Al contempo, il gruppo dei paesi BRICS acquisisce un'aura di potenziale blocco geopolitico alternativo al blocco dell'Alleanza Atlantica e non limitato allo spazio dell'Eurasia (Baldo, 2022). L'Arabia Saudita e l'Iran, con la mediazione della Cina, inaugurano nel 2023 una politica di distensione (International Crisis Group, 2024). A partire dal 2024, in seguito agli accordi presi al summit di Johannesburg, il gruppo dei BRICS (ridenominato BRICS+) si allarga a nuovi membri (Iran, Argentina, Egitto, Arabia Saudita, Emirati Arabi Uniti ed Etiopia) (CFR e CoC, 2023).

Lo smottamento che fa seguito all'embargo alla Russia non è il primo episodio che rivela l'incrinarsi del dominio incontrastato degli Stati Uniti sull'economia mondiale. Il fenomeno è in atto da lungo tempo, e il suo inizio, almeno sul piano finanziario, può approssimativamente essere datato all'indomani della crisi della finanza globale del 2007-08, cioè al più grosso terremoto che ha colpito la finanza statunitense nel secondo dopoguerra. La Banca Popolare Cinese (People's Bank of China, PBoC), dopo un decennio di accumulo forsennato di riserve ufficiali (memore delle crisi dei mercati asiatici di fine anni Novanta, che hanno messo in ginocchio i paesi privi di riserve

di dollari), a partire dal 2007 ha progressivamente incanalato parte delle sue riserve ufficiali in favore di banche e istituti finanziari cinesi, sia con lo scopo di nasconderle dai propri bilanci per evitare eccessive preoccupazioni, rimostranze o sanzioni internazionali, sia con lo scopo di finanziare (in dollari) attività di investimento. Il trasferimento meglio documentato è quello di 200 miliardi di dollari, programmato già nel 2007 e avvenuto tra il 2009 e il 2010, verso un fondo patrimoniale sovrano (la China Investment Corporation), i cui titoli finanziari cumulati in dollari nel 2021 erano cresciuti fino a 365 miliardi. Altri fondi in dollari sono stati incanalati per ricapitalizzare varie banche commerciali di stato, le quali sono anche obbligate a detenere riserve in dollari presso la PBoC. La parte del leone è andata alle “policy banks” cinesi (la Export Import Bank of China e la China Development Bank), le quali, per quanto raccolgano capitali in dollari anche nei mercati obbligazionari globali, hanno un volume di crediti in dollari verso l'estero (800 miliardi nel 2022), di azioni e di altre attività finanziarie che è largamente superiore a quanto la loro raccolta di fondi sui mercati lascerebbe immaginare. Questi passaggi di mano delle attività finanziarie in dollari sono difficilmente deducibili dai rendiconti contabili e dalle statistiche della bilancia dei pagamenti, tuttavia lo scopo generale è apertamente dichiarato dalla stessa agenzia che si occupa della gestione delle riserve ufficiali cinesi, la China's State Administration of Foreign Exchange (SAFE), che nell'Annual Report del 2020 dichiara (Setser, 2023, mia traduzione):

Nel 2010 la SAFE ha lanciato l'attività di prestito affidato, stabilendo partnership orientate al mercato con istituzioni finanziarie di piccole, medie e grandi dimensioni. Successivamente, la SAFE ha avviato l'istituzione del Fondo per la Via della Seta, il China-LAC Industrial Cooperation Investment Fund (CLAI Fund), il China-Africa Fund for Industrial Cooperation (CAFIC), e ha conferito capitali a CIC International Co., Ltd. e CNIC Co., Ltd., con l'obiettivo di rafforzare il ruolo del settore finanziario nel convogliare i capitali verso l'economia reale.

In definitiva, dopo la crisi della finanza globale, la Cina, seguita a ruota da altre economie asiatiche di minore dimensione, si è dedicata a costruire e rinforzare grossi *hubs* finanziari, quindi un circuito cinese del credito internazionale, che poggia proprio su buona parte dell'enorme massa di dollari emessi dagli USA, acquisiti e accumulati dalla Cina con gli scambi internazionali di merci e in parte rimessi in circolazione. Sebbene il circuito della finanza cinese sia ancora fondato sul dollaro come valuta per gli scambi internazionali, esso costituisce un pericolo politico crescente per gli Stati Uniti, in quanto minaccia sia la centralità del loro sistema creditizio, sia le loro stesse imprese, maggiormente vulnerabili al rischio di *take over* stranieri.<sup>5</sup>

Inoltre, problema altrettanto importante, i capitali finanziari cinesi in dollari creano le condizioni per un declino progressivo della stessa legittimità del dollaro su scala globale. Basti pensare al fatto che la sopravvivenza del dollaro è appesa in misura crescente alla volontà cinese di continuare a utilizzarlo per i suoi affari, finché i tempi non maturino per una valuta alternativa. D'altra parte, come sottolineato da Gobbi (2023), la prospettiva di de-dollarizzare il proprio circuito finanziario è altamente problematica anche per la Cina, in quanto comporterebbe un crollo di valore di dimensioni potenzialmente catastrofiche delle proprie attività finanziarie denominate in dollari. Il conflitto di fondo su cui è possibile interpretare gli eventi storici dei nostri ultimi anni, quindi, più che come uno scontro fra un grande debitore e un grande creditore, andrebbe letto come uno scontro fra una vecchia potenza creditizia egemone che fino a quindici o vent'anni fa era sovrana incontrastata dell'economia mondiale, e un nuovo polo finanziario che ne minaccia il monopolio; fra una vecchia potenza che ha costruito il suo potere sull'accettazione generalizzata del dollaro, e una nuova potenza emergente che garantisce tale accettazione finché

---

<sup>5</sup> In questo aspetto, la tesi di Brancaccio et al. (2023) è del tutto condivisibile.

le conviene, e nel frattempo discute apertamente (con il gruppo dei BRICS) di accordi monetari alternativi. Il tema della costruzione di una valuta di riserva comune al gruppo dei BRICS e alternativa al dollaro, all'ordine del giorno dei summit dei BRICS fin dal 2022, è stato discusso anche nel corso dell'ultimo vertice di Kazan (ottobre 2024), in cui i capi di stato hanno incaricato i ministri delle finanze e i governatori delle banche centrali di approfondire l'uso delle valute locali e delle piattaforme di pagamento. Durante la presidenza russa dei BRICS, nel 2024, è stata proposta la BRICS Cross-Border Payment Initiative (BCBPI), un'infrastruttura di pagamento alternativa allo SWIFT, basata sulle valute nazionali e sulla cooperazione tra banche centrali (BRICS, 2024; Batista, 2024; Pistilli, 2025).

Se la Cina (presumibilmente in blocco con gli altri paesi del gruppo dei BRICS) dovesse chiedere di saldare le proprie esportazioni in Yuan o in altra valuta alternativa al dollaro, gli Stati Uniti si troverebbero catapultati in una condizione storica simile a quella in cui si trovò la Gran Bretagna durante e dopo la Prima guerra mondiale. Forte del suo dominio consolidatosi lungo tutto il XIX secolo, durante la guerra la Gran Bretagna svolgeva il ruolo centrale di banchiere della coalizione, continuando a organizzare e garantire prestiti agli alleati – Russia, Francia e Italia – mentre gli Stati Uniti si occupavano di rifornire gli alleati (inclusa la Gran Bretagna) di prodotti alimentari e armi. Il disavanzo delle partite correnti della Gran Bretagna si presentò come problema *innanzitutto politico* dal momento in cui, crollato il sistema di cambi fissi garantito dal *gold standard*, per poter saldare *in dollari* i produttori americani, essa si ritrovò a indebitarsi in valuta estera (!) sulle piazze finanziarie di Chicago e di New York. Quindi, il declino della Gran Bretagna alla cabina di regia del credito internazionale, e il passaggio definitivo agli Stati Uniti, fu determinato dal fatto che questi ultimi desideravano essere saldati nella loro valuta nazionale, ed erano diventati sufficientemente forti e indispensabili da poterlo esigere. Ecco perché la denominazione in dollari degli scambi internazionali risulta essere il vero e proprio cardine su cui poggia la sopravvivenza del sistema finanziario statunitense che, insieme alla potenza militare, ha determinato l'egemonia americana nel secondo dopoguerra (Arrighi, [2007] 2021, cfr. in particolare i capitoli 9 e 10).

Le minacce al sistema finanziario descritte sopra hanno indotto, negli ultimi anni, gli Stati Uniti a sospendere, forse rottamare, la politica di penetrazione industriale e commerciale su scala globale (con tutte le prediche liberoscambiste da cui veniva accompagnata), o a limitarla ad alcune filiere industriali strategiche e di punta, e a convertirsi a un protezionismo esplicito, selettivo e difensivo, un catenaccio contro l'ascesa di poli geopolitici ostili, con tanto di richiamo all'ordine di un gruppo di fidati alleati, tra cui, in prima linea, i paesi europei.

## 5. Una controreplica

Per concludere, approfitto delle considerazioni qui sviluppate per controreplicare alle osservazioni di Brancaccio e Lucarelli alle mie critiche, in un passaggio del loro testo che riporto integralmente (Brancaccio e Lucarelli, 2024, p. 163):

Alcuni nostri commentatori, per esempio Rosaria Rita Canale e Marcello Spanò, hanno sottolineato che il debito estero americano è il sintomo di un'egemonia americana, poiché se gli Stati Uniti importano più di quanto esportano pagando la differenza in dollari, esiste una chiara relazione fra l'incremento del debito estero e la possibilità egemonica di imporre dollari al mondo. Tutto questo è senz'altro condivisibile, ma il punto, noi argomentiamo, è che esiste un limite superiore anche per il debito estero del paese egemone, oltre il quale la stabilità di quello che abbiamo definito il circuito "militar-monetario" americano viene messa in discussione. Ciò avviene nel momento in cui i dollari

giunti nelle mani dei grandi creditori orientali, la Cina in primis, non sono più utilizzati come valuta di riserva in senso proprio, né sono impiegati per acquistare i titoli di debito pubblico statunitensi o degli altri debitori presenti sul mercato internazionale. Si assiste in quel momento a una nuova forma d'impiego, coerente con la "legge" di tendenza, che consiste nell'utilizzo di dollari per acquistare direttamente capitale americano e occidentale. È quella la svolta decisiva, in cui il grande creditore si affaccia alle porte dell'Occidente non più nel comodo ruolo di prestatore, ma con il proposito di entrare negli assetti capitalistici e nelle catene del valore d'Occidente. È allora che le istanze protezionistiche statunitensi e dei loro alleati storici emergono con una intensità sorprendente.

Nelle sezioni che precedono dovrebbe essere chiaro che non ho nulla da eccepire sulla diagnosi secondo cui l'utilizzo di dollari accumulati in riserve dalla PBoC per alimentare un circuito di investimenti reali e acquisizioni proprietarie, anche di colossi statunitensi, costituisca una minaccia all'egemonia statunitense. Ciò che metto in discussione, quindi, non è la tesi di fondo di Brancaccio, Giammetti e Lucarelli, ma la lettura del conflitto Usa-Cina come quello tra un grande debitore e un grande creditore, che si presta a diverse distorsioni prospettiche di cui, a mio giudizio, gli autori non hanno alcun bisogno per sostenere la loro tesi.

Innanzitutto, il limite. A mio modo di vedere, non esiste alcun limite che una "legge" economica, fosse anche solo tendenziale, possa effettivamente determinare. Il limite al debito estero della potenza egemone si raggiunge quando coloro che hanno accumulato dollari per decenni *decidono* (e hanno la forza per decidere) che non hanno più bisogno di avere tanti dollari sotterrati nei *caveaux* delle banche. Si tratta, però, di una svolta tutta politica, discrezionale e non automatica, che non è intrinsecamente legata a un eccesso quantitativo di debito statunitense, ma dipende dall'emergere di precise condizioni storiche. Ridurre questa svolta a un limite spiegabile da una singola "legge" economica come motore dell'universo mondo e della storia è un'ipotesi seducente, ma che trascura o minimizza gli elementi di discrezionalità degli attori che di questo universo fanno parte.

La seconda distorsione prospettica a cui induce la lettura del conflitto tra Usa e Cina come quello fra un debitore e un creditore riguarda la funzione del sistema creditizio e monetario e la sua relazione con la sovranità. Come abbiamo argomentato sopra, l'enfasi sulle passività nette mette in ombra la rilevanza degli USA come paese creditore (lordo). Cruciale non è l'ammontare di passività nette in dollari ma il fatto che il dollaro è la valuta di denominazione prevalente di merci, titoli e riserve liquide disponibili sui mercati internazionali. La *longa manus* militare statunitense serve a garantire non che i fondi finanziari affluiscano dall'estero, ma che la denominazione in dollari di merci e titoli permanga, cioè che permangano le condizioni di sovranità monetaria *de facto* su scala internazionale. Come si vede dalla svolta protezionistica USA in corso, la mano militare si attrezza, in caso di necessità, anche a contrastare un uso ostile e indesiderato del potere d'acquisto erogato dal sistema finanziario statunitense da parte degli attori che lo detengono. In quanto la valuta emessa da un sovrano non è un debito reale – beninteso, finché il sovrano è considerato tale – il problema degli Stati Uniti va letto come un problema non di debito eccessivo, ma di mortalità della sovranità (quindi di declino del loro status "sovrano").

E poiché la sovranità sulla moneta, tramite il controllo del circuito del credito, è funzionale alla sovranità sulla tecnologia, sulle risorse naturali e sui processi produttivi in generale, è del tutto comprensibile che qualsiasi tentativo di utilizzare la moneta del paese egemone per modificare le traiettorie e il controllo dei processi produttivi e tecnologici, oltre che delle risorse naturali, costituisca per il paese egemone una duplice minaccia: alla propria sovranità monetaria e alla propria sovranità tecnologico-produttiva. Ma ancora una volta, vale la pena sottolineare

come una siffatta minaccia non derivi automaticamente dal fatto che il paese ostile realizzi avanzi commerciali. Questi, in linea di principio (e abbiamo sotto gli occhi l'esempio dell'Italia di oggi) possono essere anche il risultato di una specializzazione produttiva non particolarmente "minacciosa" in semilavorati, o manufatti di fascia medio-bassa nella catena globale del valore, o in tecnologie a bassa dinamica di produttività. Simmetricamente, i disavanzi commerciali della potenza egemone non escludono che questa possa mantenere saldo il controllo dei settori produttivi strategici, pur concedendosi importazioni abbondanti di prodotti in settori non strategici. Ne consegue che, preso da solo, il saldo finanziario netto sull'estero è poco informativo non solo ai fini dell'interpretazione delle dinamiche dell'economia monetaria internazionale, ma anche ai fini dell'interpretazione delle dinamiche e dei conflitti dell'economia reale.

Vedere il problema degli Stati Uniti come un problema di mortalità della sovranità, anziché come un problema di debito estero, è un cambio di prospettiva non neutrale, perché, dal punto di vista dell'analisi degli eventi che accadono sotto i nostri occhi, ricolloca (gramscianamente) struttura economica e vicende storiche in un rapporto non rigido e non gerarchico<sup>6</sup> mentre, dal punto di vista più strettamente scientifico, scioglie ogni rapporto equivoco fra teoria della moneta endogena e residui di modelli ortodossi che rischiano di orientare la nostra comprensione del mondo come riflessi condizionati.

### **Appendice. Perché la posizione netta con l'estero negativa è compatibile con il controllo del credito internazionale?**

La questione può essere chiarita con un esempio numerico schematico (tabella A1) che suddivide il circuito monetario in un momento iniziale (linea 1) in cui il nuovo credito viene erogato e due momenti successivi (linee 2 e 3) in cui la moneta creata circola e rende possibili le transazioni. Per semplicità, e senza perdita di generalità, identifichiamo il sistema bancario nazionale con una banca singola e descriviamo le relazioni fra due banche appartenenti a due paesi diversi.

*Linea 1.* Supponiamo che la banca A (statunitense) eroghi crediti verso una banca B (estera) pari a 100\$. Gli attivi finanziari lordi degli Stati Uniti verso l'estero aumenteranno di un importo equivalente, cui corrispondono 100\$ di passivi lordi (i depositi bancari in dollari disponibili per la banca estera, creati attraverso il credito). Contestualmente, per accomodare la domanda di importazioni statunitense, la banca statunitense eroga un credito di 20\$ nei confronti di un debitore domestico (importatore). Si noti che questo stadio iniziale descrive una doppia apertura di credito, estero e domestico, *prima* che qualsiasi transazione internazionale, di merci o di titoli finanziari, abbia luogo. In questo stadio, corrispondente alla finanza iniziale del circuito monetario (Graziani, 1994; Godley e Lavoie, 2007), sia il debito del settore estero che il debito del settore privato domestico sono aumentati. Dovrebbe risultare evidente quanto segue: (i) l'importatore statunitense non reperisce risorse finanziarie da fonti estere, ma si indebita presso il proprio sistema bancario; (ii) anche la banca estera registra un aumento del debito nei confronti della banca USA, cui corrisponde una nuova creazione di liquidità dal nulla (deposito), (iii) tutto questo avviene senza che nulla muti nel saldo finanziario netto (a 100\$ di nuovi attivi corrispondono 100\$ di nuovi passivi sul conto finanziario della bilancia dei pagamenti).

<sup>6</sup> Questo punto è sottolineato anche da D'Acunto (2023, p. 161), secondo cui "il puzzle delle 'affiliazioni' [posizionamento nel conflitto fra potenze] non può essere spiegato esclusivamente sulla base della posizione finanziaria netta sull'estero. La storia e la geopolitica pesano probabilmente in questa vicenda molto più di quanto Brancaccio, Giammetti e Lucarelli siano disposti ad ammettere".

*Linea 2.* Quando l'importazione ha luogo, la titolarità del deposito USA corrispondente ai 20\$ creati per finanziare l'importazione passa inizialmente all'esportatore residente all'estero, il quale successivamente scambia la propria disponibilità liquida nella banca A con la liquidità disponibile nella propria banca domestica B. Di conseguenza, la banca B incrementa di 20\$ sia il proprio deposito in A, che passa a 120\$, sia le proprie passività (depositi) il cui titolare è l'esportatore. La banca A, adesso, registra un ammontare di passività detenute dal settore estero pari a 120\$, a fronte di attività estere (i prestiti verso il sistema bancario estero) pari a 100\$. La differenza a saldo corrisponde a una passività netta di 20\$, identicamente uguale al saldo della bilancia commerciale.

*Linea 3.* Supponiamo, infine, che la banca estera B, decida con la propria disponibilità di 120\$ di acquisire attività finanziarie statunitensi alternative ai depositi bancari, per esempio titoli del debito pubblico del governo statunitense (*Treasury bills*). In questo caso, la titolarità del deposito bancario in A passerà in mano al governo USA, che contestualmente risulterà debitore verso la banca estera di 120\$. Rispetto alla linea 2, qui il saldo finanziario netto statunitense resta invariato (-20\$), ma cambia il settore indebitato, che non è più la banca ma il governo. La banca statunitense, da parte sua, resta titolare di un credito pari a 100\$ cui corrisponde un debito della banca estera. Si noti che tale rapporto di credito scompare dai radar nel momento in cui ci limitiamo a osservare i saldi nazionali netti. Il sistema bancario statunitense qui stilizzato risulta titolare di un credito verso l'estero che solo l'osservazione delle consistenze lorde consente di portare alla luce.

Tabella A1 – Attivi e passivi bancari e movimenti finanziari internazionali

	Banca A (USA)		Banca B (estera)		Conto finanziario USA con l'estero		
	$\Delta$ Attivi	$\Delta$ Passivi	$\Delta$ Attivi	$\Delta$ Passivi	$\Delta$ Attivi	$\Delta$ Passivi	$\Delta$ Saldo
<b>1</b>	credito a B	deposito di B	deposito presso A	debito verso A	credito di A a B	deposito di B	
Crediti di nuova creazione	100\$	100\$	100\$	100\$	100\$	100\$	0
	credito all'importatore 20\$	deposito importatore 20\$					
<b>2</b>	credito a B	deposito di B	deposito presso A	debito verso A	credito di A a B	deposito di B	
Importazioni USA	100\$	120\$	120\$	100\$	100\$	120\$	-20 \$
	credito all'importatore 20\$			deposito esportatore 20\$			
<b>3</b>	credito a B	deposito del tesoro USA	titoli del tesoro USA	debito verso A	credito di A a B	debito estero del tesoro USA	
B compra titoli del tesoro USA	100\$	120\$	120\$	100\$	100\$	120\$	-20 \$
				deposito esportatore 20\$			

*Nota:* In corsivo sono evidenziati i cambiamenti rispetto alla riga precedente.

Da questo esercizio stilizzato dovrebbe risultare evidente quanto segue: 1) la relazione contabile che lega le passività commerciali statunitensi con le passività finanziarie nette non ci autorizza a sostenere che le importazioni avvengono grazie al reperimento di risorse finanziarie dall'estero (al contrario, le risorse finanziarie vengono generate dal sistema finanziario domestico); 2) il debito del tesoro è reso possibile previo reperimento non di risorse finanziarie generate all'estero, bensì di dollari emessi negli USA e acquisiti all'estero tramite debito ed esportazioni; 3) il saldo finanziario netto negativo USA è compatibile con un sistema finanziario che mantiene una posizione di creditore estero e di generatore di liquidità internazionale.

## Riferimenti bibliografici

- Arrighi G. ([2007] 2021), *Adam Smith a Pechino. Genealogie del ventunesimo secolo*, Milano: Mimesis.
- Arslanalp S., Eichengreen B. e Simpson-Bell C. (2022), "The stealth erosion of dollar dominance: Active diversifiers and the rise of nontraditional reserve currencies", *IMF Working Paper*, n. WP/22/58, marzo, Washington (DC): International Monetary Fund. [Disponibile online.](#)
- Baldo U. (2022), "Pillole di economia – Iran e Argentina chiedono di aderire ai BRICS (gli effetti delle sanzioni alla Russia e i nuovi scenari)", *tviweb.it*, 30 giugno. [Disponibile online.](#)
- Batista P.N. Jr. (2024), "BRICS: Transactions in National Currencies, Cross-Border Payment Systems and a New Reserve Currency", *Valdai Discussion Club*, 6 novembre. [Disponibile online.](#)
- Bertaut C., von Beschwitz B. e Curcuru S. (2023), "The International Role of the U.S. Dollar" Post-COVID Edition, *FEDS notes*, 23 giugno, Washington (DC): Board of Governors of the Federal Reserve System. [Disponibile online.](#)
- Borio C. e Disyatat P. (2010), "Global imbalances and the financial crisis: Reassessing the role of international finance", *Asian Economic Policy Review*, 5(2), pp. 198-216.
- Borio C. e Disyatat P. (2015), "Capital flows and the current account: Taking financing (more) seriously", *BIS Working Papers*, n. 525, ottobre, Basel: Bank for International Settlements. [Disponibile online.](#)
- Branaccio E. (2023), "Centralizzazione del capitale, guerra e pace", *Moneta e Credito*, 76(304), pp. 339-356.
- Branaccio E., Giammetti R. e Lucarelli S. (2023), *La guerra capitalista. Competizione, centralizzazione, nuovo conflitto imperialista*, Milano: Mimesis.
- Branaccio E. e Lucarelli S. (2024), "Risposta ai critici de *La guerra capitalista*", in Branaccio E., *Le condizioni economiche per la pace* (pp. 141-177), Milano: Mimesis.
- BRICS (2024), "XVI BRICS Summit Kazan Declaration. Strengthening multilateralism for just global development and security", 23 ottobre. [Disponibile online.](#)
- Cavallo E., Powell A., Pedemonte M. e Tavella P. (2015), "A new taxonomy of Sudden Stops: Which Sudden Stops should countries be most concerned about?", *Journal of International Money and Finance*, 51(C), pp. 47-70.
- Cesaratto S. (2019), *Sei lezioni di economia. Conoscenze necessarie per capire la crisi più lunga (e come uscirne)*, Santarcangelo di Romagna (RN): Diarkos.
- CFR – Council on Foreign Relations e CoC – Council of Councils (2023), "The BRICS Summit 2023: Seeking an Alternate World Order?", *Global Memos*, 31 agosto. [Disponibile online.](#)
- D'Acunto S. (2023), "Modelli di organizzazione economica e conflitti militari. Note in margine a *La guerra capitalista*", *Moneta e Credito*, 76(302), pp. 155-168.
- Desai R. e Hudson M. (2021), "Beyond the dollar creditocracy: a geopolitical economy", *Real-world economics review*, 97, pp. 20-39.
- Fantacci L. e Gobbi L. (2023), "The Future of the International Monetary System: Geopolitics and Technology", in Bilotta N. e Botti F. (a cura di), *Digitalisation and Geopolitics: Catalytic Forces in the (Future) International Monetary System* (pp. 19-47), Roma: Edizioni Nuova cultura per Istituto Affari Internazionali. [Disponibile online.](#)
- Gabor D. (2023), "The (European) derisking state", *Stato e Mercato*, 1, pp. 53-84.
- Gobbi L. (2023), "De-dollarizzazione: la sfida dei paesi BRICS", *Moneta e Credito*, 76(304), pp. 357-372.
- Godley W. e Lavoie M. (2007), *Monetary economics: An integrated approach to credit, money, income, production and wealth*, Basingstoke (UK): Palgrave Macmillan.
- Goldman D.P. (2022), "Dollar reserve system frays with India-Russia currency deals", *AsiaTimes.com*, 26 marzo. [Disponibile online.](#)
- Graziani A. (1994), *La teoria monetaria della produzione*, Arezzo: Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio.

- Graziani A. (1985), "Cambiare tutto per non cambiare niente", *Azimet, rivista bimestrale di economia politica e cultura*, 19, settembre-ottobre, pp. 2-6. [Disponibile online.](#)
- Hauser A. (2021), "From Lender of Last Resort to Market Maker of Last Resort via the dash for cash: why central banks need new tools for dealing with market dysfunction", intervento alla Reuters, 7 gennaio, Londra: Bank of England: [Disponibile online.](#)
- Hobza A. e Zeugner S. (2014), "Current accounts and financial flows in the euro area", *Journal of International Money and Finance*, 48(B), pp. 291-313.
- Hutton W. (2003), *Europa vs. USA. Perché la nostra economia è più efficiente e la nostra società più equa*, Roma: Fazi.
- Ilzetzki E., Reinhart C.M. e Rogoff K.S. (2019), "Exchange Arrangements Entering the Twenty-First Century: Which Anchor will Hold?", *Quarterly Journal of Economics*, 134(2), pp. 599-646.
- International Crisis Group (2024), "Great Expectations: The Future of Iranian-Saudi Détente", *Crisis Group Middle East Briefing*, n. 92, 13 giugno, Tehran/Riyadh/Washington/Brussels: International Crisis Group. [Disponibile online.](#)
- Jourdan S. (2015), "EUROPE: 19 economists call on the ECB to make 'QE for the people' in a letter to the Financial Times". *Basic Income Earth Network*, 27 marzo. [Disponibile online.](#)
- Keen S. (2009), "The global financial crisis, credit crunches and deleveraging", *Journal of Australian Political Economy* 64, pp. 22-36.
- Kohler K. (2020), "Gross capital flows and the balance-of-payments: a balance sheet perspective, Post-Keynesian Economics", *PKES Working Paper*, n. 2019, ottobre, London: Post-Keynesian Economics Society. [Disponibile online.](#)
- Lavoie M. (2022), *Post-Keynesian economics: new foundations*, 2nd edition, Cheltenham (UK) e Northampton (MA, USA): Edward Elgar.
- Lavoie M. (2015), "The Eurozone: similarities and differences from Keynes's plan", *International Journal of Political Economy*, 44(1), pp. 3-17.
- Mitchell W. (2010), "Private deleveraging requires fiscal support", 14 settembre. [Disponibile online.](#)
- Murau S., Rini J. e Haas A. (2020), "The evolution of offshore US-Dollar system: past, present and four possible futures", *Journal of Institutional Economics*, 16(6), pp. 767-783.
- Pistilli M. (2025), "How Would a New BRICS Currency Affect the US Dollar? (Updated 2025)", *Investing News Network*, 18 marzo. [Disponibile online.](#)
- Radelet S. e Sachs J.D. (1998), The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects, *Brooking Papers on Economic Activity*, 1998(1), pp. 1-90.
- Schnabel I. (2020), "The Shadow of Fiscal Dominance: Misconceptions, Perceptions and Perspectives", intervento al Centre for European Reform and the EUROFI Financial Forum su *Is the current ECB monetary policy doing more harm than good and what are the alternatives?*, Berlino 11 settembre. [Disponibile online.](#)
- Schumpeter J.A. ([1912] 1977), *Teoria dello sviluppo economico*, introduzione di Paolo Sylos Labini, Firenze: Sansoni Nuova Biblioteca.
- Seccareccia M. (2017), "Is high employment in the eurozone possible? Some reflections on the institutional structure of the eurozone and its crisis", *European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention*, 14(3), pp. 351-371.
- Setser B.W. (2023). "How to hide your foreign exchange reserves – A user's guide", *cfr.org*, 29 giugno. [Disponibile online.](#)
- Sibert A. e Buitter W.H. (2007), "The Central Bank as the Market Maker of last Resort: From lender of last resort to market maker of last resort", *VoxEU Columns*, 13 agosto. [Disponibile online.](#)
- Spanò M. (2023), "The dollar centric financial system and the conflict in Ukraine", *Real-world Economics Review*, 104, pp. 67-74.
- Thirlwall A.P. (2011), "Modelli di crescita limitata dalla bilancia dei pagamenti: storia e panoramica", *Moneta e Credito*, 64(255), pp. 319-367.
- Vidal G. (2022), "Global Financial Markets, Predominance of Monetary Policy and the Deepening of Financialization", *International Journal of Political Economy*, 51(4), pp. 307-320.
- Wray L.R. (2019), Alternative Path to Modern Money Theory, *Real-World Economics Review*, 89, pp. 5-22.
- ZeroHedge (2022), "Saudi Arabia Considers Ditching the Dollar for Chinese Oil Sales", *OilPrice.com*, 15 marzo. [Disponibile online.](#)