

---

## LE RISERVE INTERNAZIONALI NELL'ERA DI DENARO QUASI-MONDIALE

George Labrinidis\*

### *Abstract*

Questo articolo vuole essere un contributo al dibattito sull'attuale assetto monetario alla luce dei recenti sviluppi della teoria marxista sul denaro mondiale.

L'articolo considera il dollaro statunitense come *primus inter pares* tra le divise quasi-mondiali e mette in discussione la tesi dell'egemonia americana attraverso l'esame del comportamento assunto dai maggiori Stati capitalisti e da alcuni paesi in via di sviluppo per quanto riguarda le loro riserve ufficiali internazionali.

Le conclusioni mettono in risalto un modello di comportamento assunto dai maggiori stati capitalisti, a seconda delle dimensioni e della forma delle loro riserve, anche se i diversi livelli rivelano una struttura gerarchica delle corrispondenti forme di denaro quasi-mondiale.

Pur essendo parte di una vasta letteratura sulle riserve internazionali, l'analisi si concentra sui paesi sviluppati trattandoli singolarmente. Il merito di questo approccio è quello di mostrare chiaramente il modello di cui sopra, modello che non è più così evidente quando viene incluso il Giappone. I risultati implicano che gli attuali accordi finanziari a livello internazionale favoriscono l'ingresso sulla scena del multipolarismo e della concorrenza geopolitica, la cui evoluzione è storica.

### INTRODUZIONE

Uno dei principali pilastri della presunta egemonia statunitense poggia sul ruolo speciale che ha il dollaro nel mercato mondiale. De Brunhoff (2003) afferma chiaramente che il dominio del dollaro si

\* George Labrinidis lavora presso la School of Public Administration di Atene e si è laureato in Economia presso l'Università di Atene. Si occupa di teoria della moneta, imperialismo e moneta mondiale, FMI, teoria dei bisogni, povertà, struttura dell'economia greca e la sua posizione all'interno della divisione del lavoro europea ed internazionale.

Oltre a vari interventi pubblicati in greco sulla crisi e sulle condizioni di povertà nel suo paese, sono presenti suoi interventi in *Eurozone in Crisis*, Lapavistas ed altri: Verso, London 2012.

Labrinidis, G., Maniatis, T., Oikonomou, A. and Papadopoulou M. "Needs as the determinant of absolute poverty: estimating the cost of nutrition, clothing and footwear, and transportation in Greece», *Int. J. Management Concepts and Philosophy*, 6 (1/2), 2012., pp. 89-107.

[http://www.inderscience.com/dev/search/index.php?mainAction=search&action=record&rec\\_id=47209&prevQuery=&ps=10&m=or](http://www.inderscience.com/dev/search/index.php?mainAction=search&action=record&rec_id=47209&prevQuery=&ps=10&m=or)

Labrinidis, G., Maniatis, T., Bassiakos, Y. and Passas, C., "Issues in measuring absolute poverty: the case of Greece", *Argumentum*, 2 (2), 2010 pp. 87-108.

<http://periodicos.ufes.br/argumentum/article/view/952>

Email: [geolabros@gmail.com](mailto:geolabros@gmail.com)

Discussion Paper no 46, Ottobre 2014 in: [www.researchonmoneyandfinance.org](http://www.researchonmoneyandfinance.org)

basa sul ruolo degli Stati Uniti come potenza globale, inoltre Persaud (2004) sostiene che può esistere una sola valuta mondiale e che a prevalere sarà il dollaro USA. Senza dubbio un aspetto dell'ordine mondiale è legato agli accordi dell'attuale Sistema Monetario Internazionale (SMI), alla sua nascita, alla sua natura, alla sua funzione ed alle sue caratteristiche.

Questo articolo mette in discussione l'approccio tradizionale secondo cui il dollaro USA avrebbe un ruolo unico, quasi *sui generis*, nell'attuale SMI partendo dalla constatazione che tale ruolo sia stato giocato, con maggiore o minor successo, anche dalle valute degli altri principali Stati capitalisti nel periodo tra le due guerre (Bordo e Eichengreen, 1997). Sulla base della tradizione marxista e dei recenti sviluppi della teoria sul denaro, in particolare sulla forma di denaro mondiale, il dollaro USA viene considerato qui come una valuta quasi-mondiale *primus inter pares*; la più forte, ma non l'unica del genere. Questo è un argomento a favore della multipolarità, strutturata gerarchicamente, dell'ordine mondiale, almeno per quanto riguarda gli accordi monetari. Per sostenere questa affermazione, l'articolo esamina un aspetto importante del denaro mondiale e del SMI, vale a dire le riserve internazionali che hanno suscitato interesse in conseguenza della loro accumulazione da parte delle cosiddette economie emergenti o in via di sviluppo nel corso degli ultimi due decenni.

Eppure, vi sono due lacune nella discussione in corso. In primo luogo, vengono scarsamente analizzate le riserve degli Stati capitalisti leader e, nella migliore delle ipotesi, vengono esaminate in forma aggregata e non sono state tratte delle conclusioni sul loro andamento, nonostante il fatto che, ad eccezione del Giappone dopo il 1990, l'andamento delle riserve sia stato molto singo-

lare e convergente; in secondo luogo, non è stata analizzata attentamente la loro composizione sia per quanto riguarda i maggiori Stati capitalisti che per quelli ad essi subordinati. La componente in oro spesso è confusa, mentre le incertezze nei dati statistici sulla valuta estera non rivelano la composizione dei corrispondenti portafogli.

In questo articolo vengono affrontate queste due lacune e viene esaminato un campione di tredici paesi, i sette più avanzati (Stati Uniti, Regno Unito, Svizzera, Germania, Francia, Italia, Paesi Bassi, Belgio) ed i famosi BRICS (Brasile, Russia, India, Cina e Sudafrica). L'intervallo di tempo preso in esame è compreso tra il 1948 ed il 2010 ed il periodo che risulta maggiormente interessante è quello successivo al crollo di Bretton Woods, vale a dire dalla metà degli anni '70 ai primi anni '80. Il Giappone viene trattato separatamente per le peculiarità della sua economia e per la duratura crisi che sta vivendo.

L'analisi relativa al comportamento dei paesi presi come campione indica che vi sono due categorie distinte non solo in termini di dimensioni, ma anche rispetto alla composizione delle riserve. Benché manifestino tendenze comuni, i paesi di ciascun gruppo detengono livelli diversi delle varie forme di riserva e tali differenze possono rivelarsi illuminanti per quanto riguarda la posizione della valuta e, di conseguenza, del paese che la emette nell'attuale ordine monetario mondiale.

La struttura dell'articolo è la seguente. La prima parte critica la centralità, imposta dalla recente letteratura, della questione relativa alla adeguatezza delle riserve e tratta dei problemi che concernono la loro misurazione; quella successiva presenta i risultati dell'analisi del campione, mentre l'ultima parte commenta criticamente questi risultati e arriva alle conclusioni.

## PRESENTAZIONE DEL PROBLEMA

La letteratura che si occupa delle riserve è molto estesa, ma è fortemente sbilanciata verso un'analisi orientata politicamente, questo affinché le riserve sembrino essere ben gestite ed il problema principale che emerge è quello che esse siano adeguate. Tuttavia, non appena ci si domanda quale sia il livello ottimale delle riserve, sorgono immediatamente quattro problemi.

In primo luogo, l'adeguatezza ha bisogno di una misura e questo aspetto non è solo una questione tecnica ma piuttosto un problema logico che riguarda lo scopo delle riserve<sup>1</sup>, inoltre, poiché esistono sicuramente molti scopi, una *misura* unica genera quindi dei problemi. In terzo luogo risulta incerto anche un *livello* unico perché le riserve non sono omogenee e, come se non bastasse, esiste più di un modello nella condotta dei paesi.

I livelli assoluti, per cominciare, sono irrilevanti ed anche quando sono usati si presume che vengano confrontati con un'altra variabile. L'unico caso in cui il livello assoluto può essere utile è quando si verifica una diminuzione assoluta e questo fenomeno è meno raro di quanto ci si possa aspettare, pertanto come misura sono stati proposti dei rapporti di vario genere.

La misura più diffusa mette a confronto il livello di riserve nazionali con quello delle importazioni (McKinnon, 1979; Cheung e Ito, 2008), in particolare, il volume di importazioni mensili che le

riserve possono "coprire"; la regola generale, in questo caso, è che un livello vale tre mesi di importazioni. Un'altra misura molto nota è il livello di riserve rispetto al PIL. Occorre fare riferimento anche alla regola Guidotti-Greenspan, secondo la quale i paesi dovrebbero detenere riserve sufficienti per estinguere il debito estero in scadenza entro un anno. Infine, Rodrik (2006) misura le riserve delle economie emergenti come quota di M2<sup>2</sup>, mettendole quindi in relazione con la circolazione interna di banconote.

D'altra parte, le destinazioni più importanti delle riserve che la letteratura propone sono le seguenti. In primo luogo, dovrebbe essere conservata valuta estera in previsione di una fuga improvvisa di ingenti capitali, evitando delle crisi che potrebbero provocare un calo della produzione ed una riduzione degli investimenti. «In assenza di un aiuto immediato e credibile da parte di un prestatore internazionale di ultima istanza, rapide fughe di questo genere sarebbero difficili da gestire senza una grossa riserva di liquidità» (Obstfeld, Shambaugh, e Taylor, 2008, p.6). Le riserve funzionano in tal modo come una auto-assicurazione (Aizenman, 2008) e con l'approfondirsi della crisi si sono rivelate indispensabili per i paesi in via di sviluppo affinché ne venissero assorbiti gli effetti. Inoltre, nel 1970 dopo la fine degli accordi di Bretton Woods, la stabilità del tasso di cambio doveva essere garantita principalmente attraverso

1. Bird e Rajan (2003) forniscono un resoconto interessante sull'approccio teorico e sul calcolo dell'adeguatezza delle riserve che mette in relazione le misure con lo scopo delle stesse.

2. M2 (o liquidità secondaria) comprende le banconote, le monete in circolazione e gli asset finanziari che possono fungere da mezzo di pagamento (ad es Depositi in c.c., assegni ecc), più tutte le altre attività finanziarie che, come la moneta, hanno elevata liquidità e valore certo in qualsiasi momento futuro (essenzialmente i depositi bancari e d'altro tipo, ad esempio quelli postali, non trasferibili a vista mediante assegno).

l'intervento della banca centrale. A prescindere dal regime scelto da un paese, nei primi due decenni dell'era post-Bretton Woods risultava evidente che era necessario possedere valuta estera e nel caso di ancoraggio della moneta di un paese al dollaro la cosa era inequivocabile, infatti per stabilizzare la valuta delle economie in via di sviluppo è dovuta intervenire la banca centrale con l'acquisto o la vendita di dollari statunitensi (Eichengreen, 1996). Questo fenomeno si è accentuato durante la crisi del SMI, nota come "crisi valutaria"<sup>3</sup>. «Le crisi valutarie [...] sono divenute un fattore determinante per la politica economica in gran parte del mondo» (Krugman, 2000, p.1).

Nel caso dei paesi orientati verso l'esportazione e nella misura in cui le esportazioni di quelli in via di sviluppo sono andate assumendo una certa importanza, sostenere il dollaro e mantenerlo, se possibile, sopravvalutato rispetto alle loro valute è diventata una strategia piuttosto diffusa. Le ragioni che stanno dietro questa strategia sono molteplici e abbastanza evidenti,

infatti, da un lato, i paesi esportatori aumentano la loro competitività grazie ad una moneta sottovalutata, dal momento che i loro prodotti sono relativamente a buon mercato, dall'altro, mantenendo il dollaro forte, tale strategia favorisce i flussi di capitale che dagli Stati Uniti si spostano verso questi paesi<sup>4</sup>. Il dollaro viene rafforzato grazie ad operazioni sul mercato aperto e viene anche realizzato un intervento per sostenere il tasso di cambio del dollaro in modo che le riserve esistenti non siano svalutate, cosa che va ad incentivarne un accumulo sempre maggiore.

Per quanto riguarda infine i modelli di comportamento dei paesi interessati, vengono di seguito brevemente presentati tre tipi di approccio. Il primo si basa sull'accumulo di riserve che si concentra negli anni successivi alla crisi delle Tigri asiatiche<sup>5</sup> e dei paesi in via di sviluppo (Cheung e Qian, 2007; Cheung e Ito, 2008). È vero che alla fine del secolo scorso questa tendenza si è interrotta, cosa che tratteremo in seguito, ma tale tendenza è evidente fin dagli anni '80 ed

3. «Le crisi valutarie sono state una caratteristica ricorrente dell'economia mondiale da quando le monete d'oro e d'argento sono state sostituite da cartamoneta; esse (G.Labrinidis], hanno svolto un ruolo importante nella crisi economica del periodo tra le due guerre, nel crollo di Bretton Woods e nelle prime fasi della crisi del debito latino-americano degli anni '80» (Krugman, 2000, p.1).

4. «La strategia dello sviluppo di un tasso di cambio fisso negli "scambi commerciali" tra paesi richiede una rapida crescita delle esportazioni e grandi afflussi di investimenti diretti in modo da assorbire rapidamente uno stock iniziale di sottoccupati. Lo strumento politico principalmente utilizzato è un tasso di cambio reale che viene sottovalutato attraverso misure convenzionali e l'accumulo di riserve internazionali» (Dooley et al., 2004a, p.2).

5. Alcuni paesi del sud est asiatico (Thailandia, Indonesia, Malesia, Corea del Sud, Filippine, Taiwan, Hong Kong e Singapore) fino alla prima metà degli anni '90 avevano subito una crescita ininterrotta ed erano divenute famose come "Tigri Asiatiche". Nel 1997 in queste nazioni scoppiò una crisi finanziaria dovuta ad una speculazione selvaggia sulle valute, a seguito del pesante indebitamento privato di questi paesi, che portò ad un crollo delle borse e del valore degli immobili cui seguirono fallimenti a catena di banche, istituti finanziari ed imprese. La crisi innescò una recessione che durò fino al 1998 con un aumento vertiginoso della disoccupazione ed un crollo dei livelli salariali raggiunti nella fase di boom. Ne seguirono disordini sociali di vasta portata. Per un'approfondimento vedi: *Tigers in Troubles, Financial Governance. Liberalisation and Crises in east Asia*, edited Jom K.S. ed Books, London, 1998. (NdR)

è impossibile non rilevarla a partire dal 1990. Alcuni autori riconoscono che il processo sia stato accelerato solo dalla crisi 1997-98, con una sopravvalutazione dei suoi effetti, ma essi non forniscono una spiegazione per tutto il periodo (Aizenman, 2008; Aizenman e Lee, 2008). Un altro difetto di questo orientamento è che non prende in esame le riserve dei paesi sviluppati.

Il secondo approccio affronta la questione come uno squilibrio globale prendendo in considerazione sia i paesi industrializzati che quelli in via di sviluppo mettendoli in relazione attraverso i movimenti di capitale e la struttura del SMI. Tuttavia, tale approccio non riesce a sollevare la questione sulla forma di denaro che prevale nell'attuale SMI, concentrandosi soprattutto sui rapporti tra Stati Uniti e Cina (Eichengreen, 2007). Recentemente Dooley, Folkerts-Landau Garber (2003; 2004a; 2004b; 2004c) hanno sviluppato un altro criterio che mette in relazione le riserve dei paesi in via di sviluppo con il deficit degli Stati Uniti utilizzando gli Investimenti Diretti Esteri (IDE) di questi ultimi verso i primi. In particolare, l'acquisto di titoli USA e l'esportazione di merci provenienti dai paesi in via di sviluppo fungono da garanzia per il continuo afflusso di Investimenti Diretti Esteri, infatti, secondo Dooley ed altri, Bretton Woods era un sistema con un centro ed una periferia, con gli IDE che fluiscono dal primo alla periferia e le riserve che si accumulano in quest'ultima. Nel 1950 gli Stati Uniti erano al centro e la periferia era costituita dall'Europa e dal Giappone, ma in seguito all'adeguamento di questi paesi periferici al centro, non esisteva più alcuna periferia, fino al 1989-1991 quando si è verificato il crollo dell'Unione Sovietica ed i paesi del blocco orientale hanno preso il posto della vecchia periferia (2004c).

Il loro punto di vista è perspicace e influenza l'approccio che abbiamo seguito, tuttavia, questa spiegazione non riconosce che negli anni '50 e '60 il dollaro statunitense operò sul mercato mondiale solo grazie al supporto dell'oro. Fino al crollo di Bretton Woods, l'espansione dei dollari americani era subordinata alle riserve auree degli Stati Uniti (Nugée, 2001) che costituivano una garanzia per il dollaro in quanto avevano la mera funzione di scorte, anche se di volta in volta dovevano essere utilizzate soprattutto dopo che la Francia ed altri paesi fecero pressione affinché venissero riacquistati dollari statunitensi (Zolotas 1965, p.10).

Sebbene le riserve si accrescano con la tesaurizzazione, che è una delle funzioni della moneta, i diversi approcci non trattano le riserve sotto questo aspetto e quindi non sono in grado di cogliere spunti dalla teoria della moneta e dalle sue forme.

Un approccio ben distinto che va in questa direzione può essere trovato nella tradizione marxista che verrà trattata di seguito. Questa linea di ragionamento è stata sviluppata da Marx (1980, 1981b, 1976, 1978, 1981a), Hilferding (1981), de Brunhoff (1976), Arnon (1984) e Lapavistas (1991, 2000), ma molto rilevante, per l'argomento in questione, è la disamina sulle forme di denaro mondiale ed il punto di vista qui adottato è quello elaborato da Labrinidis (2014). In breve, nel corso del XX secolo in tutti gli Stati capitalisti avanzati si è sviluppata una nuova forma di denaro e l'emergere di questa nuova forma è parallelo a quello della banca centrale che assume il diritto di emettere la banconota principale, accumula gradualmente le ricchezze della nazione e ne diventa la fiduciaria (Itoh e Lapavistas, 1999); anche Keynes aveva colto questa forma già nel 1930 definendola

“denaro gestito” (Keynes, 1971). Si tratta infatti di una forma combinata di denaro creditizio della banca centrale, dichiarato come valuta a corso legale, che prevaleva sul mercato interno mentre l’oro veniva divinizzato a livello internazionale. Si noti che, mentre in tutti gli Stati capitalisti emerge il denaro gestito, solo alcune valute nazionali sono riuscite a rompere i limiti geografici della circolazione interna; queste venivano emesse dalle principali banche centrali dei paesi capitalisti, garantite dagli stati leader e definite denaro quasi-mondiale<sup>6</sup> (Labrinidis, 2014).

Il denaro quasi-mondiale appare sempre più spesso nelle forme concrete di depositi bancari e di banconote ed è legato ad altre forme di denaro attraverso vari canali ed uno dei più importanti è la gestione delle riserve. Attraverso questo processo, scorte di denaro quasi-mondiale, in altre parole riserve sotto forma di banconote e di depositi, si trasformano in titoli di un certo tipo e in oro.

In generale, ci si aspetterebbe che i paesi che emettono denaro quasi-mondiale mantengano minori riserve sotto forma di banconote, depositi e titoli, rispetto ai non-emettitori. Per le prime due forme, il motivo è semplice dal momento che le possono emettere direttamente, ma lo stesso dovrebbe valere per i cosiddetti titoli dal momento che sono in realtà titoli del tesoro di paesi che emettono denaro quasi-mondiale. Inoltre, si presume che le valute quasi-mondiali non abbiano lo stesso potere nel denominare il prezzo delle merci sul mercato mondiale, nelle transazioni con l’estero e, di conseguenza, nella formazione di riserve; questa differenza dovrebbe riflettersi nelle dimensioni e nella composizione di tali riserve.

In altre parole, a parte il processo di riduzione delle riserve della banca centrale, che dovrebbe valere per tutte le banche centrali e per tutte le forme di riserva, ci si aspetterebbe un’ulteriore riduzione per particolari forme ad opera dei paesi che emettono denaro quasi-mondiale. La sezione successiva rivolge l’attenzione alle riserve dei paesi scelti al fine di verificare se esistano o meno queste tendenze.

L’ultima questione che rimane poco chiara si riferisce alle riserve auree. L’articolo è in linea con Anikin (1983) il quale ha sostenuto che «la cosa più vicina all’oro, considerato *come moneta*, sono le riserve centrali nelle mani dei governi o delle banche centrali» (p. 65, corsivo nell’originale).

Labrinidis (2014) ha sostenuto che l’oro, nella forma concreta di lingotti, funzioni ancora come moneta mondiale e da questo punto di vista, l’evoluzione delle riserve auree dei paesi del campione sarà illuminante.

LA DISTRIBUZIONE DELLE RISERVE  
INTERNAZIONALI NELL’ERA DI DENARO  
QUASI-MONDIALE

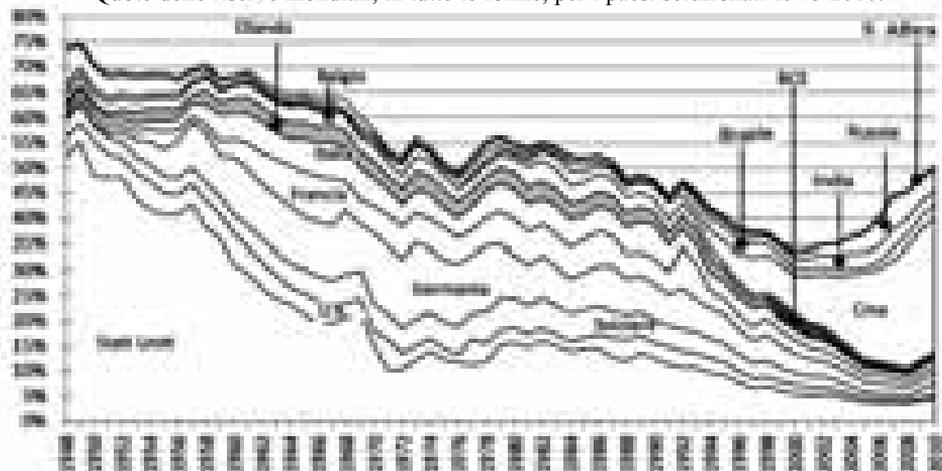
*Dotazione globale delle riserve  
nei paesi selezionati*

La distribuzione delle riserve ufficiali può essere rappresentata chiaramente ed in maniera eloquente dal grafico di Figura 1 dove si può osservare l’evoluzione storica, tra il 1948 e il 2010, della quota in possesso dei tredici paesi selezionati sul totale delle riserve mondiali. Vengono prese in considerazione tutte le forme di riserva detenute ufficialmente

6. Il termine è stato coniato in origine da Makoto Itoh.

Figura 1

Quote delle riserve mondiali, in tutte le forme, per i paesi selezionati 1948-2010.

Fonte: FMI, 2012<sup>o</sup>; 2012c, calcoli nostri.

mentre l'oro viene stimato alle quotazioni di mercato per tutti gli anni in esame invece di considerarne il costo storico. Il grafico copre l'intero periodo successivo alla Seconda Guerra mondiale e si riferisce alle riserve ufficiali ed ai paesi selezionati, quindi, alcune serie che sono trascurabili, come quelle della BCE (al di sotto della Cina, ombreggiate in scuro) e del Sud Africa (in alto), sono state incluse solo per mostrare al lettore che sono effettivamente trascurabili. Lo scopo del grafico di Figura 1 è quello di fornire un quadro generale delle tendenze di fondo, comunque ogni paese verrà trattato separatamente e in dettaglio più avanti.

Si noti che le serie nel grafico in esame vengono cumulate in modo che quella superiore indica la quota di tutti i tredici paesi rispetto al totale e la quota di ogni paese è stata ottenuta sottraendo il picco più basso della serie a quello più alto.

Una volta fatte queste premesse, si può fare una serie di osservazioni. In primo luogo, all'inizio del periodo in esame,

subito dopo la Seconda Guerra mondiale, questi tredici paesi rappresentavano i tre quarti del totale delle riserve mondiali, mentre alla fine del periodo le loro riserve si erano ridotte alla metà. Il gruppo ha raggiunto il valore minimo, pari a un terzo, nel 2000.

Come risulta evidente dal grafico, dopo la Seconda Guerra mondiale la stragrande maggioranza delle riserve internazionali era detenuta dagli Stati Uniti e, a quanto pare, era pari alla metà del totale delle riserve ufficiali mondiali nel 1948.

Durante il regime di Bretton Woods, le riserve statunitensi si sono in gran parte esaurite, mentre gli altri principali paesi capitalisti, come la Germania e la Francia, hanno visto aumentare la loro quota sul totale delle riserve mondiali. In seguito verrà chiarito che questa redistribuzione costituiva anche un processo di trasformazione delle riserve ufficiali.

Dai primi anni '70 in poi, osserviamo che le riserve ufficiali di tutti gli emittitori di denaro quasi-mondiale sono al collasso, ma

allo stesso tempo un certo numero di nazioni hanno iniziato ad accumularle. Risulta evidente che nei principali paesi capitalisti le riserve internazionali si sono sistematicamente impoverite e venivano invece tesaurizzate nei paesi che dipendono dal sistema imperialista, con la Cina in testa, mentre in Europa il processo è stato accelerato e sostenuto dall'unificazione monetaria. Questo fenomeno è balzato alla ribalta negli ultimi trenta anni e si è realizzato grazie alla mobilità dei capitali da un lato e per le caratteristiche del SMI post-Bretton Woods dall'altro. A sua volta, questo processo ha galvanizzato la mobilità dei capitali su scala mondiale ed ha sostenuto, se non ampliato, la funzione del SMI. Quindi, il grafico di Figura 1 suggerisce una chiave di lettura e cioè che alla tesaurizzazione dei paesi in via di sviluppo corrisponde una "de-tesaurizzazione" dei principali paesi capitalistici che emettono denaro quasi-mondiale, a conferma che entrambi i processi sono stati possibili solo dopo l'istituzione di denaro quasi-mondiale e che si sono intensificati fino a divenire caratteristiche normali dell'attuale SMI che si basa ormai su un denaro quasi-mondiale.

Rodrik (2006), in un articolo molto acuto, ha osservato che il commercio estero dei paesi in via di sviluppo «è arrivato a dei livelli che sono multipli di quelli raggiunti dai paesi avanzati (rispetto alle loro entrate o al commercio)» (p. 255). Il problema qui non è tanto il fatto che Rodrik non prenda in considerazione la componente dell'oro nelle riserve internazionali, ma che non rileva il calo che stanno subendo attualmente le riserve dei paesi

avanzati. Il motivo che lo porta a considerare queste ultime stabili e leggermente in aumento è che nel gruppo egli include il Giappone; ma questo paese è un corpo estraneo ed unico nel suo genere.

Pertanto, il grafico indica che l'accumulo di riserve, vale a dire il processo di tesaurizzazione messo in atto da molti paesi in via di sviluppo, ha come contropartita un processo di de-tesaurizzazione da parte dei principali paesi capitalisti e non è quindi il semplice risultato di un aumento generalizzato delle riserve internazionali. Si noti che queste ultime sembrano essere aumentate, almeno come percentuale del PIL mondiale, nonostante questa misura sia piuttosto ingannevole<sup>7</sup>.

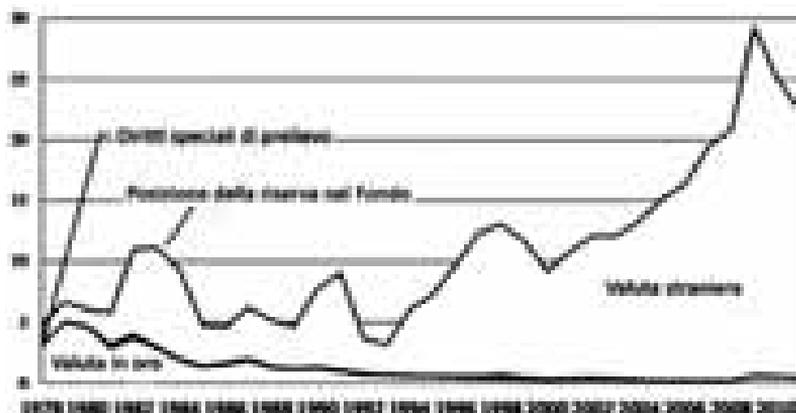
#### *L'accumulo nelle economie in via di sviluppo*

Si potrebbe affermare che l'andamento caratteristico è quello del grafico di Figura 2, che riguarda la Cina, nel quale vengono rappresentate le riserve totali di questo paese in mesi di importazioni ed è cumulativo; comunque, le osservazioni di base sono le stesse per tutti i paesi esaminati che a questo punto saranno riassunte. In primo luogo, vi è un andamento chiaramente opposto tra le due principali componenti delle riserve, vale a dire l'oro e le valute estere; la percentuale di oro è in persistente calo e dopo il 1990 sembra trascurabile, la stessa cosa vale anche per il Sud Africa che è uno dei maggiori produttori del metallo prezioso. Inoltre, la parte delle riserve che corrisponde ai DSP (Diritti Speciali di Prelievo)<sup>8</sup> assegnati e la

7. Le riserve mondiali sono cresciute in percentuale dal 3,8 al 15,3 del PIL mondiale (IMF, 2012c; 2012d).

8. I DSP sono le unità di conto del FMI il cui valore corrisponde ad un paniere di valute nazionali dal quale si ricava una specie di comune denominatore che corrisponde appunto al valore dei DSP. (Ndr)

Figura 2  
Riserve ufficiali della Cina in mesi di importazioni, dal 1978 al 2010.



Fonte: FMI 2012a; 2012c; calcoli nostri.

posizione in seno al FMI sono trascurabili per tutti i paesi e in tutte le misurazioni, infatti, nella maggior parte dei dati i DSP sono difficilmente osservabili in quanto schiacciati tra le altre due componenti fondamentali delle riserve.

In secondo luogo, le riserve totali per l'intero periodo sono al di sopra della soglia dei tre mesi di importazioni e sono cresciute rapidamente negli anni 2000. Ciò è particolarmente vero per la Cina, il Brasile e l'India, mentre il Sud Africa e la Russia sono al di sotto della soglia dei tre mesi prima degli anni 2000, tuttavia, questo risultato per il Sud Africa e la Russia è principalmente correlato ad alte importazioni piuttosto che a basse riserve.

In terzo luogo, la tendenza a mantenere riserve elevate ed in crescita non è il risultato della crisi delle Tigri asiatiche. La Russia è l'unico paese che inizia ad accumulare riserve dopo la crisi, ma questo a causa della sua particolarità in quanto ha cambiato il suo sistema socio-economico nei primi anni '90 mentre tutti gli altri presentano una certa volatilità delle riserve che segue cicli più brevi

o più lunghi prima dell'inizio degli anni '90. Prima di allora, mantengono le riserve elevate, ma le vedono ridursi, a seconda dei casi, in corrispondenza delle varie crisi, dopo di che, e ben prima della crisi del 1997-98, l'accumulo di riserve risulta ininterrotto. Per la Cina, l'anno è il 1992; per l'India e il Brasile, il 1990.

I risultati sono gli stessi anche considerando le altre due misurazioni, vale a dire le riserve rispetto al PIL e agli IDE. In termini di PIL il grafico è come quello precedente e risulta evidente la tendenza al rialzo, anche se vi è una divergenza significativa tra i paesi del campione, ma è interessante notare che le riserve della Cina siano in aumento dal 1980.

Naturalmente, la tendenza sembra piatta a causa del forte aumento dopo il 2000 ed è evidente una interruzione dell'andamento legata alla crisi delle "Tigri asiatiche" del 1997-98, ampiamente discussa in molti studi (si veda, per esempio, Cheung e Ito, 2008), tuttavia, dal 1980 al 1990 le riserve totali rispetto al PIL della Cina sono più che raddoppiate. Va sottolineato che nel 2010 la Cina possedeva

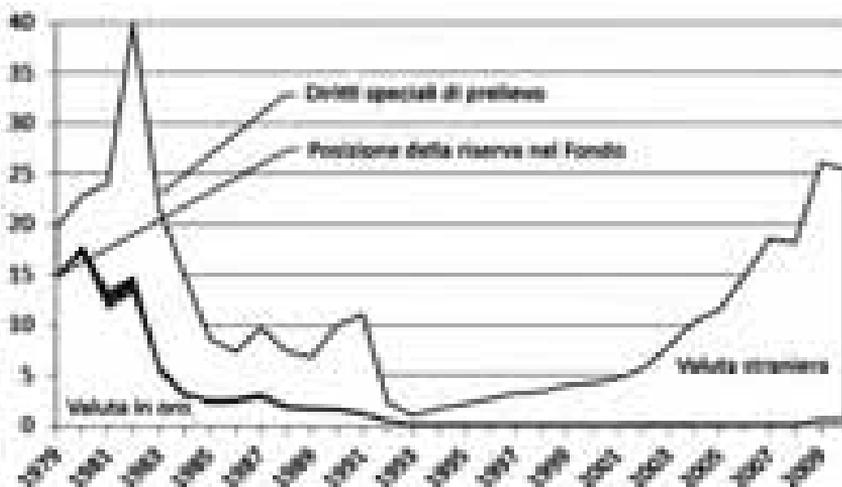
quasi la metà del suo PIL gigantesco sotto forma di riserve internazionali (48,95%) e nello stesso anno la Russia ne deteneva il 60%, mentre l'India, più modestamente, ne possedeva il 18% e il Brasile il 13,5%.

In termini di quota degli Investimenti Diretti Esteri, i risultati sono piuttosto scarsi a causa della cattiva qualità dei dati, con l'eccezione della Cina, ma, se questi fossero disponibili, presenterebbero la stessa tendenza per tutti i paesi. La Figura 3, che segue, rappresenta le riserve in termini di investimenti diretti realizzati in Cina e si nota, anche in questo caso, una tendenza declinante della parte di riserve in oro. Vale la pena notare che anche al suo punto più basso, nel 1993, le riserve coprivano interamente tutti gli Investimenti Diretti Esteri realizzati. Naturalmente, questo è solo uno degli scopi delle riserve internazionali.

L'aumento delle riserve in termini di investimenti diretti esteri (IDE) durante i primi anni '80 potrebbe essere un effetto degli stessi IDE, infatti questi subiscono un piccolo boom negli anni 1978-1981, una diminuzione per 4 anni e poi un aumento dopo il 1985. Questi IDE provenivano dai principali paesi capitalisti ma la maggior parte<sup>9</sup> avveniva al loro interno, tuttavia, la massa di capitale che si spostava verso i paesi in via di sviluppo era critica soprattutto se vista in relazione alle dimensioni di tali economie (Graham e Krugman, 1993). Gli IDE di per sé contribuiscono direttamente alla creazione di riserve di denaro quasi-mondiale, infatti il capitale si sposta, sotto forma di denaro quasi-mondiale, verso depositi bancari principalmente in dollari statunitensi o in denaro quasi-mondiale, come marchi tedeschi, sterline ingle-

Figura 3

Riserve ufficiali della Cina come quota degli IDE, del valore realizzato e per forma 1979-2010.



Fonte: FMI 2012a, 2012c, MOFCOM, 2013. Calcoli nostri.

9. Il G-5 ha accolto il 57% di questo IDE e i paesi sviluppati dell'OCSE ne hanno assorbito l'81%. Della quota del 19% toccata ai paesi in via di sviluppo, la stragrande maggioranza è andata ad un piccolo gruppo di paesi ossia al Brasile, al Messico ed ai paesi asiatici di nuova industrializzazione (Graham e Krugman, 1993).

si e, più recentemente, euro, ed è esattamente questo uno dei compiti che può svolgere il denaro quasi-mondiale, ossia uscire dal paese d'origine come una forma di capitale. La banca centrale del paese ospitante riceve questi soldi in cambio di denaro creditizio dichiarato localmente come valuta a corso legale, vale a dire quella utilizzata nel paese, necessario per realizzare l'investimento.

Nel caso della Cina, la tendenza è chiara, infatti nel corso degli anni '80 il flusso crescente di IDE verso questo paese passa dai 57 milioni di dollari nel 1980 ai 3,5 miliardi di dollari nel 1990, e lo stesso vale per altri paesi, anche se si sono verificate alcune interruzioni dovute a motivi storici specifici. La questione fondamentale è che a partire dalla fine degli anni '70 il capitale è passato costantemente dai principali paesi capitalisti, che emettono denaro quasi-mondiale, ai paesi in via di sviluppo, cosa che si riflette

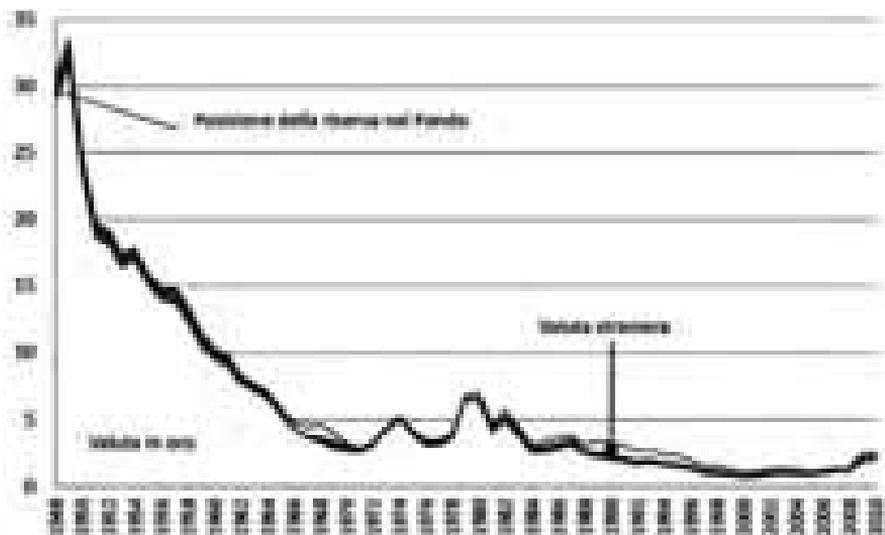
nella accelerazione degli IDE in questi ultimi. Esaminiamo ora le riserve dei paesi che emettono denaro quasi-mondiale per vedere se hanno eliminato la componente in oro e se sembrano preoccuparsi di garantire la copertura sia del capitale in entrata, sotto forma di IDE, sia delle importazioni di materie prime.

#### *I paesi che emettono denaro quasi-mondiale*

Partendo dagli Stati Uniti, i dati derivanti dai tre tipi di misurazione sono quasi identici, ed abbiamo riportato quelli che si riferiscono ai mesi di importazioni perché coprono l'intero periodo 1948-2010. Il grafico di Figura 4 mostra un andamento quasi opposto a quello che osserviamo per i dati dei paesi in via di sviluppo misurati allo stesso modo; tutte le tendenze sono invertite.

In particolare, gli Stati Uniti non hanno mai detenuto alcuna valuta estera e le riser-

Figura 4  
Riserve ufficiali degli USA in importazioni mensili e per forma 1948-2010.



Fonte: FMI 2012a, 2012c, calcoli nostri.

ve sono sempre state in oro per tutto il periodo e mentre agli inizi il paese manteneva delle riserve elevate, pari a 30 mesi di importazioni, questo dato è fuorviante perché, in quel momento, le sue riserve erano enormi e non dovevano importare praticamente niente da nessuno; quindi le importazioni erano veramente modeste. Inoltre, i due picchi che appaiono nel 1974 e nel 1979 indicano rispettivamente l'adozione del tasso di cambio fisso dell'oro sul dollaro e il boom della valuta americana<sup>10</sup>.

Lo stesso vale per le altre due misurazioni. Per quanto riguarda il rapporto con gli IDE esistono dati a partire dal 1980 quando il rapporto tra riserve ed IDE era due ad uno, ma solo per un anno, e dopo cadde a uno ad uno. Questo rapporto è in costante calo, senza interruzioni, e prima della crisi era al 10%. In termini di PIL, e prima della crisi, il livello delle riserve, per lo più in oro, oscillava intorno al 2% ma dal momento che le riserve degli Stati Uniti sono per lo più in oro, dovremmo esaminare anche il loro volume. Sebbene dopo la fine di Bretton Woods gli Stati Uniti abbiano messo all'asta il loro oro, nel tentativo sia di convincere dell'intenzione di sbarazzarsene sia per soddisfare la fame improvvisa di oro che seguì l'obbligo di detenerlo. Alla fine gli Stati Uniti hanno venduto solo una piccola parte delle loro riserve auree che dal 1979 sono rimaste pressoché invariate al livello di 264 milioni di once, mentre attualmente sono pari a 261.500 milioni di once. Quasi la metà di queste riserve auree è custodita a Fort Knox, una città di 40.000 abitanti – militari e

dipendenti civili con le loro famiglie – che la sorvegliano. Infine, gli Stati Uniti mantengono il loro oro al valore nominale di 42,22 dollari l'oncia, che era l'ultima quotazione ufficialmente attribuita e garantita tra l'oro e il dollaro prima della sua completa liberalizzazione nel febbraio del 1973 (Tew, 1988).

Il caso degli Stati Uniti è un esempio limite, ma la tendenza è la stessa per tutti i paesi che emettono denaro quasi-mondiale, naturalmente la componente in valuta estera non è trascurabile, come nel caso degli Stati Uniti, ma permane ancora modesta. Le riserve nel loro complesso sono in calo secondo tutte le misurazioni possibili e la parte in valuta estera è diminuita ancora più velocemente in quanto dipende dalla forza del denaro quasi-mondiale, in altre parole, più forte è quest'ultimo più velocemente diminuisce la quota della componente in valuta estera delle riserve (banconote, depositi e titoli).

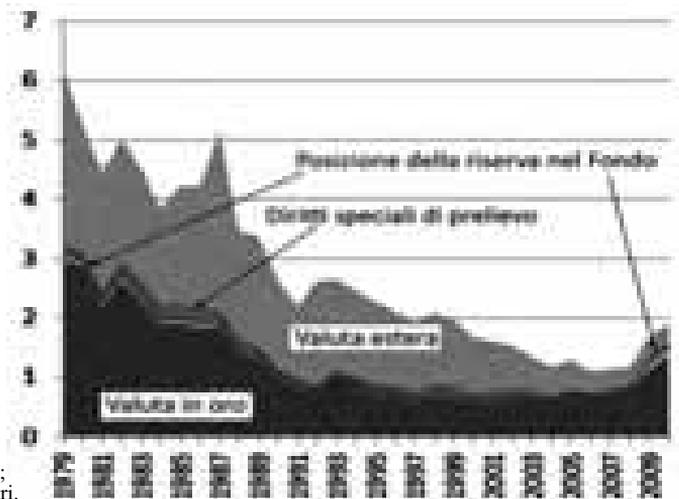
Il caso della Germania è interessante per vari motivi. In primo luogo, è stato il paese che nell'era di Bretton Woods aveva le riserve più elevate dopo gli Stati Uniti, e, in secondo luogo, essendo un paese che presenta un surplus, si potrebbe pensare che, in quanto tale, vedrà aumentare le sue riserve, soprattutto in valuta estera, ma, a parte ciò, la Germania è diversa dagli altri in quanto ha una componente in valuta estera leggermente maggiore, che tra l'altro si sta riducendo. L'accumulo di dollari negli anni '60 ed il loro ruolo nel Serpente Monetario Europeo (SME)<sup>11</sup>, hanno anche contribuito a fare questa differenza.

10. La dichiarazione di Nixon è stata fatta nel 1971, ma fino al 1973 il rapporto oro-dollaro era estremamente regolamentato e fissato ufficialmente, poi nel 1973 lo hanno finalmente lasciato fluttuare completamente. Eppure, il boom arrivò nel 1979. Entrambi i picchi non coincidono casualmente con le due crisi petrolifere degli anni 1970 (vedi Tew, 1988). Si deve ricordare che il rapporto (riserve su importazioni) viene calcolato in dollari, così come i picchi.

11. La reazione dei paesi europei in seguito all'introduzione dello standard del denaro quasi-mondiale, con al centro il dollaro USA, fu un accordo monetario di cambi fissi all'interno di un margine di oscil-

Figura 5

Le riserve ufficiali della Germania in mesi di importazione, 1979-2010.



Fonte: FMI, 2012a; 2012c; calcoli nostri.

La Germania ha mantenuto delle riserve piuttosto elevate che è andata poi riducendo come in tutta l'area euro ed i grafici di Figura 5 e 6 sono molto rappresentativi di tutti i paesi della zona euro presi come campione. Inoltre, da questi grafici risulta evidente che il processo di riduzione delle riserve è iniziato alla fine degli anni '70 per tutti i paesi che emettono denaro quasi-mondiale a prescindere dalla loro bilancia dei pagamenti o da altri fattori che li differenziano. Soprattutto rispetto agli Investimenti Diretti Esteri, la Germania possedeva riserve elevate ancora nella metà degli anni '90 che riuscì ad eliminare solo dopo l'intro-

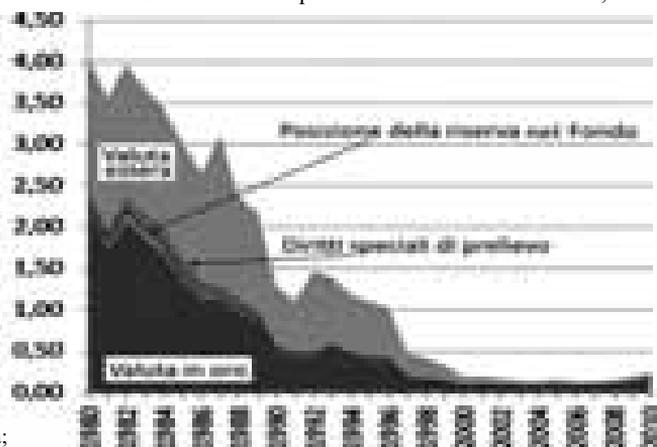
duzione dell'euro. Lo stesso si è verificato per tutti i paesi della zona euro presi in esame, mentre quelli del campione che non appartengono all'area euro, vale a dire il Regno Unito e la Svizzera, hanno ancora una parte delle loro riserve, seppur limitate, in valuta estera.

Il Giappone fino alla metà degli anni '80 sembra seguire le stesse tendenze ed i livelli mostrati dagli altri paesi capitalisti avanzati presenti nel campione, ma, successivamente, le sue riserve iniziano ad aumentare e, soprattutto dopo il 1992, schizzano in alto a livelli senza precedenti. Questa reazione costituisce un fattore indubbiamente

lazione, noto come il Serpente. Il Serpente venne avviato nel mese di Aprile 1972 e si trattava di un sistema multilaterale, supplementare e molto simile allo Smithsonian Settlement del Dicembre 1971, perciò venne chiamato il Serpente nel tunnel. «Il Serpente venne stabilito come un sistema simmetrico in reazione alle obiezioni francesi sul ruolo asimmetrico del dollaro durante Bretton Woods. Ma una volta che il Serpente è stato liberato dal tunnel Smithsonian, il marco tedesco emerse come valuta europea di riferimento [...]» (Eichengreen, 1996, p.160). Non essendo in grado di emettere euro fin dall'inizio, i paesi europei hanno cercato di stabilire un'area a tasso di cambio fisso, che avrebbe consentito la nascita di una moneta comune; nel 1975, l'Unità di Conto Europea (ECU) era una realtà. Come il dollaro americano, l'ECU si sarebbe stabilizzato al termine di un processo che inizia con un legame molto stretto con l'oro, infatti l'ECU aveva un contenuto di 0,88807 grani d'oro (Bordo e Schwartz, 1989). Vedi anche Tew (1988).

Figura 6

Le riserve ufficiali della Germania come quota di investimenti diretti esteri, 1980-2010.



Fonte: FMI, 2012a; 2012C; calcoli nostri.

importante per la crisi strutturale dell'economia giapponese (Lapavitsas, 1997), ma dovrebbe essere correlata anche alla debolezza dello yen come denaro quasi-mondiale (Tavlas e Ozeki, 1992). Utilizzando come misura approssimata la Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (La Composizione in Valuta Ufficiale delle Riserve in Valuta Estera, COFER; FMI, 2012b) i crediti in yen giapponesi sono percentualmente in calo sia sul totale dei crediti che su quelli concessi per la maggior parte del periodo in cui i dati sono disponibili, vale a dire dal 1995 (6,8% sui crediti concessi) al 2009 (2,9%), mentre nel 2010 subiscono una crescita modesta pari al 3,6% e nel 2011 al 3,7%. Per questo motivo, il Giappone rappresenta una anomalia.

Per concludere, finora l'andamento declinante delle riserve si presenta allo stesso modo in tutti i principali paesi capitalisti, ad eccezione del Giappone dopo il 1990, a prescindere dal fatto che persista-

no delle eccedenze nelle bilancia dei pagamenti, come in Germania, o dei deficit, come negli Stati Uniti. Si tratta di un fenomeno che riguarda la forma di denaro quasi-mondiale e le sue funzioni, ed a partire dalla fine degli anni '70 la tendenza è evidente anche prendendo in esame i paesi capitalisti più importanti.

Questa tendenza si manifesta all'interno del gruppo delle economie più avanzate ed in questo caso è stato considerato il cosiddetto G-10<sup>+</sup><sup>12</sup> solo per la componente in valuta estera delle riserve. Nel 1980 le riserve di questo gruppo rappresentavano l'85% delle riserve mondiali di tutte le economie avanzate, oro escluso, mentre nel 2008, includendo anche il Giappone, lo stesso rapporto era solo del 54%.

Se si esclude il Giappone (G-9<sup>+</sup> economie avanzate meno il Giappone), la tendenza è ancora più significativa e viene rappresentata in Figura 7.

Il grafico mostra l'andamento del rapporto tra le riserve (solo in valuta estera)

12. Il gruppo dei dieci comprende gli Stati Uniti, Regno Unito, Germania, Francia, Paesi Bassi, Giappone, Canada, Italia, Belgio e Svezia – più la Svizzera (Tew, 1988).

Figura 7

Quota delle riserve totali, oro escluso, del G10<sup>+</sup>, escluso il Giappone, sul totale delle riserve, oro escluso, di tutte le economie avanzate.



Fonte: FMI, 2012c; nostra elaborazione.

del G-9<sup>+</sup> e quelle di tutti i paesi avanzati dell'OCSE e si nota che fino ai primi anni '80 questi 10 paesi detenevano una quota che superava il 70% di tutte le economie avanzate, escluso il Giappone; successivamente, la loro quota è scesa al minimo del 14% prima della crisi attuale.

Lo stesso vale se si restringe ulteriormente il campione. Ad esempio, le riserve cumulate da Stati Uniti, Regno Unito, Germania e Francia sono scese, come quota del G-9<sup>+</sup>, dal 70% del 1980 al 44% del 2011. Apparentemente, la valuta estera cambia di mano, non solo dai forzieri dei paesi capitalisti avanzati verso quelli dei paesi in via di sviluppo, ma anche dal nucleo dei paesi avanzati verso la periferia.

La Tabella 1 non lascia dubbi in quanto mostra il livello assoluto di riserve (oro escluso) relative al G-10<sup>+</sup>, escluso il Giappone, per gli anni presi in esame. Nel 2006 il totale delle riserve, escluso l'oro, del Regno Unito, della Germania e della Francia si attesta al livello dei 40 miliardi di dollari per ciascuno paese, quello degli Stati Uniti, nello stesso anno, era meno di 55 miliardi di dollari

mentre il deficit della bilancia dei pagamenti di questo paese era di 800 miliardi di dollari e le importazioni di beni erano pari a 1,8 trilioni. Dal 1980 alcuni paesi hanno anche visto le loro riserve ridursi in termini assoluti, infatti nel 2006 Stati Uniti, Germania, Italia, Belgio e Paesi Bassi possedevano in termini assoluti riserve minori rispetto a 16 anni prima.

Tabella 1

Riserve totali, oro escluso, dei maggiori paesi capitalistici, in bilioni di dollari.

Nazione \ anno	1980	1990	2006
Stati Uniti	15,60	72,26	54,85
Regno Unito	20,65	35,85	40,70
Svizzera	15,66	29,22	38,09
Germania	48,59	67,90	41,69
Francia	27,34	36,78	42,65
Italia	23,13	62,93	25,66
Olanda	11,65	17,48	10,80
Belgio	7,82	12,15	8,78
Svezia	3,42	17,99	24,78
Canada	3,09	17,85	34,99

Fonte FMI, 2012c; nostre elaborazioni

## DISCUSSIONE CRITICA DEI RISULTATI

A proposito delle riserve si sono verificate delle variazioni piuttosto rilevanti rispetto al periodo degli accordi di Bretton Woods. In primo luogo, quando vengono considerate le riserve in tutte le loro forme, sono cambiati i detentori più importanti che di solito erano le nazioni capitaliste più forti; ora invece, più forte è la moneta di uno Stato, minori sono le sue riserve totali, ne consegue che gli Stati Uniti detengono le riserve minori. D'altra parte, i più grandi detentori di riserve non sono i paesi più deboli, ma quelli che vengono considerati come potenziali candidati all'emissione di denaro quasi-mondiale, infatti la Cina è all'avanguardia e la Russia la sta seguendo<sup>13</sup>. Questa dovrebbe essere considerata una controtendenza rispetto all'evidenza storica che porterebbe i potenziali emittenti a dover detenere ingenti riserve totali, con la componente dell'oro in posizione preminente. Lo stesso fenomeno è conseguente anche con il progetto dell'Euro in due occasioni, vale a dire con l'istituzione dell'ECU nel 1979 e con il lancio della BCE nel 1999.

Le riserve sembrano quindi assumere le seguenti cinque forme finali: *oro*, per lo più sotto forma di lingotti e in misura minore in quella di moneta, *denaro quasi-mondiale* nella forma materiale di banconote e depositi bancari, *titoli* dei paesi che lo emettono; *posizione nel FMI*, vale a dire il credito maturato dal deposito in un istituto sovranazionale ed i *DSP (Diritti Speciali di Prelievo)* ossia la moneta creditizia che viene rilasciata dal FMI.

La posizione nel FMI non costituisce una forma speciale di denaro e quindi non atti-

rerà ulteriormente il nostro interesse, infatti equivale ad un deposito presso la BCE da parte di una banca centrale di uno Stato membro dell'Eurozona. Questi depositi sono stati effettuati in oro e moneta creditizia delle banche centrali nazionali che hanno corso legale, alcune delle quali erano denaro quasi-mondiale. Questi depositi in oro collocano il FMI al terzo posto nella lista dei suoi maggiori detentori, così, in un certo senso, il FMI assume in parte la funzione di fiduciario sovranazionale delle riserve d'oro. Per quanto riguarda i DSP, questi richiederebbero un trattamento particolare. In linea di principio, si tratta di una forma progettata per diventare denaro quasi-mondiale universale emessa dal Fondo Monetario Internazionale con la garanzia di tutti gli Stati membri ed è stata creata, come i primi tentativi dell'Euro, in stretta relazione con l'oro; in particolare un DSP, alla fine del 1978, era equivalente a 0,888671 grammi d'oro. L'idea era quella di «stabilire un sistema monetario globale basato sul DSP ed anche se veniva considerato molto auspicabile, dobbiamo constatare che non ha avuto successo; almeno per il momento non abbiamo notato alcun movimento in quella direzione» (Yoshimura, 2000, p. 51).

Dal momento che i DSP costituiscono una piccola parte delle riserve delle nazioni, si possono trascurare perchè ininfluenti sul risultato finale. Pertanto, si può ritenere che le riserve tendano principalmente ad assumere le forme monetarie di oro, di denaro quasi-mondiale e la forma non monetaria di particolari titoli, i più importanti dei quali sono i Titoli del Tesoro USA, i Titoli di Stato del Regno Unito, i Bund tedeschi ed i Bond del Giappone. Sotto questa luce, è facilmen-

13. Germain e Schwartz commentano il fatto che la Cina stia promuovendo la sua valuta a denaro quasi-mondiale secondo una prospettiva molto vicina a quella adottata in questo articolo. Ma questi autori sostengono che per l'immediato futuro le precondizioni siano scarse.

te comprensibile il motivo per cui gli emittenti di denaro quasi-mondiale siano in possesso di valuta quasi-mondiale e di titoli in quantità trascurabile in proporzione inversa alla forza<sup>14</sup> della loro valuta quasi-mondiale. Più forte è la moneta, minore è la componente in valuta estera delle riserve del suo emittente ed ancora una volta sono gli Stati Uniti ad avere la più piccola componente in valuta estera; il motivo è semplice e riguarda sia l'origine che la portata del suo accumulo.

Gli esportatori statunitensi sono pagati esclusivamente in dollari e gli Stati Uniti hanno poche possibilità per intervenire e manipolare il tasso di cambio del dollaro valendosi delle loro riserve in valuta estera, per cui se intendono farlo possono utilizzare solamente la loro politica monetaria.

Molto interessante è il ruolo dell'oro, soprattutto perché i paesi che emettono denaro quasi-mondiale detengono la maggior parte delle loro riserve in oro, che tra l'altro è in aumento, seguendo la tendenza generale in base alla quale le banche centrali sono acquirenti netti per il 14° trimestre consecutivo (WGC, 2014; World Gold Council). Non solo, questi paesi hanno le più alte riserve al mondo, con gli Stati Uniti primi della lista e i paesi dell'Eurozona che seguono a ruota. Al contrario, le economie emergenti, che hanno visto le loro riserve salire alle stelle, ne detengono la maggior parte in

valuta estera e la loro componente in oro si è ridotta per tutto il periodo fino ad essere attualmente quasi trascurabile<sup>15</sup>.

In riferimento all'utilizzo dell'oro, nel WGC (2010) è dimostrato che «durante la crisi l'oro è stato utilizzato come moneta» (p.15) ed in particolare viene citato il caso della Riksbank svedese che «al culmine della crisi per la liquidità faceva affidamento sulle sue riserve in oro, utilizzandolo per finanziare il sostegno temporaneo alla liquidità» (*ibidem*). Potremmo citare altri casi, come quelli del Messico e del Brasile nel 1999-2000 (Kuhn, 2001; FMI, 2012e), e più recentemente, nel 2012, l'India e la Cina sembrava che stessero pensando di acquistare petrolio dall'Iran utilizzando l'oro a causa dell'embargo degli Stati Uniti e della UE contro quel paese (Lakshmanan e Narayanan, 2012). Chiudiamo questa parte con un dettaglio molto indicativo, sottolineato da Bernholz (2000), che si riferisce al rischio politico derivante dal detenere riserve in valuta estera. Egli ci ricorda che «durante la seconda guerra mondiale gli Stati Uniti bloccarono i titoli e le riserve auree della Svizzera» (p.40).

Ferhani (2000) considera la sicurezza come la qualità principale dell'oro «finché viene conservato in maniera appropriata nei depositi della banca centrale» (p. 61)<sup>16</sup>, in altre parole, ciò che conta

14. La misurazione della forza relativa alle varie monete è una questione complessa. Un indice può essere il COFER (FMI, 2012b). Il problema col COFER è che dal 2000 la componente delle riserve non stanziate è costantemente in aumento passando da poco più del 20% a quasi il 50 % nel 2012.

15. Si noti che molti paesi del campione sono importanti produttori di oro, come la Cina, la Russia e il Sud Africa. È possibile quindi che le loro riserve in oro reali siano più elevate di quelle riportate.

16. Ferhani (2000) è così ossessionato dall'idea che la banca centrale debba esercitare un controllo reale sull'oro da opporsi risolutamente al prestito in oro. Egli afferma che: «l'oro prestato sul mercato ha una natura diversa dall'oro che è posseduto e custodito. In particolare, sorge la questione di come il mercato possa collocare un riacquisto significativo di oro prestato. Questo è il caso particolare dell'oro prestato al settore delle gioiellerie ed all'intera produzione in quanto, subendo una trasformazione fisica, potrebbe non essere più disponibile per quello che è.» (p. 65). Si ricorda che Hervé Ferhani è stato a capo della divisione valuta estera della Banca di Francia.

molto è l'ubicazione dell'oro. Il FMI è cosciente di questo problema e ne accantona una quantità pari a quella depositata dai paesi, favorendo così maggiormente gli Stati Uniti, ma anche il Giappone, la Germania, il Regno Unito e la Francia.

*«Il Fondo può detenere altri asset, incluso l'oro, nei depositi designati dai cinque membri aventi le quote maggiori<sup>17</sup> [...]. Inizialmente, almeno la metà dei contributi in oro versati al Fondo potrà essere tenuta in un deposito designato da un membro del Fondo nel cui territorio il Fondo ha il suo ufficio principale, e almeno il quaranta per cento viene tenuto in depositi designati dai restanti quattro membri di cui sopra. [...] In caso di emergenza il Consiglio Direttivo può trasferire tutte o parte delle riserve auree del Fondo in qualsiasi luogo dove possa essere adeguatamente protetto»*

(FMI, 2011, p.38).

Recentemente la Germania ha annunciato di voler far rientrare in patria l'oro depositato a New York, a Londra e a Parigi dove vi era rimasto per decenni (Deutch.Bank, 2013). «La quota di possesso all'estero è caduta di circa il 70% in seguito ad un grande, e ancora segreto, trasferimento di oro dal suo deposito presso la Banca di Inghilterra verso Francoforte verificatosi dieci anni fa» (Steen, 2013).

La Germania non è il primo paese a voler riportare in patria il suo oro dai principali caveau di New York e di Londra, infatti è stata preceduta dal Venezuela e dall'Iran.

## CONCLUSIONI

In questo articolo abbiamo esaminato le riserve internazionali di tredici paesi selezionati. Ne deriva un modello di comportamento dei sette paesi maggiormente sviluppati ed un altro dei sei paesi in via di sviluppo, e, per quanto riguarda questi ultimi, è stato definitivamente accertato che stiano accumulando enormi riserve per cui l'articolo non dice niente di nuovo a tale proposito. Vale la pena rimarcare due osservazioni: in primo luogo, la tendenza all'accumulo di riserve inizia poco dopo il crollo di Bretton Woods e non dopo la crisi delle "Tigri asiatiche", anche se quest'ultima ha avuto un enorme impatto sulle riserve delle nazioni prese come campione, in secondo luogo questi paesi non trasformano le loro riserve in oro. L'ultima osservazione è in netto contrasto con il comportamento dei principali paesi capitalisti, infatti, il modello adottato comunemente, indipendentemente dal fatto che abbiano un avanzo o un disavanzo persistente della loro bilancia dei pagamenti, indica che gli Stati Uniti non occupano una posizione esclusiva e che il dollaro statunitense è una valuta quasi-mondiale *primus inter pares*. Le riserve in possesso dei vari paesi riflettono in generale una struttura gerarchica del denaro quasi-mondiale. Chiaramente questa osservazione confuta la tesi secondo cui gli Stati Uniti sono contro il resto del mondo; piuttosto il dollaro americano sta spianando la strada ad un processo di apertura ad altre divise e la concorrenza tra queste potrebbe comportare il rafforzamento del dollaro o il suo indebolimento.

17. Queste sono, in ordine decrescente, gli Stati Uniti (17,7 %), Giappone (6,6%), Germania (6,1%), Gran Bretagna e Francia (4,5% ciascuna).

APPENDICE:  
NOTE SUI DATI

Per poter utilizzare la massa dei dati, le difficoltà da risolvere sono le seguenti:

In primo luogo vi sono molti valori che non possono essere rappresentati insieme, inoltre per poter fare una analisi delle riserve internazionali ufficiali queste devono essere esaminate a seconda della forma, del paese e delle varie misurazioni e della loro evoluzione nel tempo.

Le forme non vengono distinte in maniera soddisfacente non per la carenza di personale che rilevi i diversi dati statistici. La cosa è intenzionale ed ha il fine di confondere la composizione delle riserve, in particolare per quei paesi che non sono emettitori di denaro quasi-mondiale. In caso contrario, potrebbero fornire tutti gli elementi necessari per l'arbitraggio<sup>18</sup> e per i cosiddetti attacchi speculativi, inoltre, nel caso in cui un paese volesse rivalutare la sua moneta, come la Cina, desidererebbe sfruttare l'elemento sorpresa.

Infine, nel caso di una crisi, alcuni titoli potrebbero perdere il legame col denaro quasi-mondiale e il grado di esposizione di un paese a tali titoli è meglio che rimanga nascosto, data la massima importanza della composizione delle riserve, è per questo motivo che i dati che le riguardano non sono trasparenti.

Rispetto alle misurazioni, l'articolo, in accordo con Dooley, Folkerts-Landau e Garber, ne introduce una nuova (2004c) decisamente in contrasto con quella degli investimenti diretti nei rapporti presentati dal paese che mettono le riserve in relazione con questo particolare flusso di capitale internazionale. In merito a questa misurazione ci troviamo di fronte a tre problemi principali: in primo luogo, i dati sono limitati per alcuni paesi, prevalentemente per quelli in via di sviluppo, e per alcuni dati sono state prese in considerazione fonti secondarie. In secondo luogo, gli IDE costituiscono una entrata ad hoc che indi-

ca l'impegno sugli investimenti, tuttavia, è evidente che si dovrebbero prendere in considerazione anche le quote di investimenti in azioni, anche al di sotto del 10%, in particolare nei paesi con mercati finanziari meno sviluppati per i quali non è relativamente facile stabilire se vi sia speculazione sugli acquisti e sulle vendite. In terzo luogo, le riserve dovrebbero essere correlate agli investimenti diretti esteri dopo un certo periodo di tempo ed ai movimenti casuali in entrata ed in uscita, perché l'afflusso di denaro, che viene accumulato temporaneamente, precede l'investimento e viene assegnato quando quest'ultimo viene avviato. Per questi problemi, sono state prodotte due misure convenzionali: una rispetto al PIL e l'altra rispetto ai mesi di importazioni, ma alla fine, quest'ultima si è rivelata la migliore; la qualità dei dati è abbastanza buona, i dati sono comparabili tra i vari paesi ed il commercio è una delle fonti e degli scopi delle scorte di liquidità.

Per gli scopi di questo articolo sono state considerate necessarie le seguenti variabili:

1. Le riserve ufficiali dei paesi selezionati, disaggregate per forma nel modo più dettagliato possibile e denominate in maniera uniforme.
2. Le riserve mondiali.
3. Il PIL dei paesi selezionati, misurato e denominato in maniera uniforme.
4. Le importazioni di beni e servizi, con gli aggiustamenti stagionali, misurate e denominate in maniera uniforme.
5. Gli Investimenti Diretti Esteri, misurati e denominati in maniera uniforme.

I dati sono stati ricavati dal FMI (2012 a; b; c), dalla Statistical Data Warehouse della BCE (ECB SDW, 2013) e dalle fonti nazionali (MOFCOM, 2013). La banca dati del FMI è

18. L'arbitraggio è una forma di speculazione, particolare sui mercati dei cambi, che consiste nell'acquistare titoli o valute estere su una piazza rivendendoli immediatamente su un'altra piazza dove il prezzo è maggiore ricavandone un profitto. (NdR)

considerata come la più completa ed estesa per variabili e per durata, tuttavia, nel selezionare le variabili occorre prendere delle decisioni e, in qualche caso, le serie dovrebbero essere completate o sostituite quando la qualità dei dati non si rivela soddisfacente. Infine la tabella 1 è stata ricavata dai dati del grafico 4.

Le riserve ufficiali dei paesi esaminati sono state ricavate dalla International Investment Position (IIP) presenti nelle Statistiche della Bilancia dei Pagamenti (FMI, 2012a) disponibili nelle seguenti forme:

- Oro monetario,
  - in troy ounces<sup>19</sup>,
  - stimato in dollari statunitensi.
- Diritti speciali di prelievo<sup>20</sup> (DSP).
- Posizione nella riserva del FMI.
- Valuta estera.
- Altre voci.

La forma monetaria dell'oro presenta la difficoltà più ostica a causa della sua denominazione. Il disinteresse col quale il FMI si occupa dell'oro è altamente indicativo dell'obiettivo che sta sotto il problema, infatti il FMI fornisce in particolare i dati per le riserve auree ufficiali sotto varie forme, lasciando la scelta a chi le deve utilizzare. La confusione si aggrava ulteriormente perché l'International Financial Statistics (IFS) non fornisce per ogni singolo paese un valore corrispondente alle riserve totali con l'oro stimato al prezzo di mercato, ma per il mondo intero (FMI, 2012C).

La misura naturale dell'oro è il peso e perciò abbiamo una serie di valori per tutte le nazioni espressi in fine troy ounces, per cui l'oro non è confrontabile e nemmeno sommabile alle altre forme e dovrebbe quindi essere trasformato in denaro quasi-mondiale senza indagare l'area del mondo in cui è stato preferito il dollaro statunitense. La difficoltà è quindi la seguente: le banche centrali utilizzano

criteri diversi per l'oro in loro possesso; la maggior parte nell'acquistarlo applica il costo storico che viene adeguato ogni volta si verifichi una transazione in oro; gli Stati Uniti usano l'ultima valutazione attribuita e garantita ufficialmente pari a 42,22 dollari l'oncia; i paesi della zona euro, soprattutto dopo l'introduzione della moneta unica, applicano il principio del mark-to-market<sup>21</sup>. Nell'International Investment Position (IIP), l'oro viene registrato secondo i rapporti forniti dalle principali nazioni, cosa che risulta problematica non solo per motivi di commensurabilità, per il fatto che l'oro può essere sopravvalutato o sottovalutato, ma anche a causa degli accordi relativi al suo valore di mercato.

Inoltre le serie dell'IIP sono in molti casi incomplete, anche per i maggiori paesi capitalisti, mentre esistono dati molto buoni per le riserve in oro della maggior parte delle nazioni a partire dal 1948. Perciò è consigliabile in molti casi sostituire le serie dell'oro monetario presenti nell'IIP (Code: 8812<sup>22</sup>) con il prodotto tra le riserve in oro in milioni di once (.IAD.ZF) ed il tasso Dollaro-Oro sulla piazza di Londra. Alcidi, de Grauwe, Big e Oh (2010) sostengono che l'indice migliore per il prezzo dell'oro è il fixing pomeridiano di Londra. Entrambe le serie provengono dall'International Financial Statistics (IFS) (FMI, 2012c).

Un problema secondario si è manifestato con i cambi in valuta estera dell'IIP. Per alcuni paesi, la serie dell'IIP era molto più limitata, per molti motivi, rispetto alla serie messa a disposizione dalla IFS. In questi casi, è stata utilizzata quest'ultima.

L'ultima questione rispetto alle riserve riguarda le contestazioni relative alla fonte utilizzata per le serie dell'ECU, o di altre istituzioni sovranazionali. In ogni caso sono molto poche e possono essere tranquillamente trascurate.

È del tutto evidente che dopo queste modifiche le riserve totali sono state nuovamente stimate come somma delle sottoserie.

19. È la denominazione del sistema di misura in peso che viene usato nel Regno Unito per pietre e metalli preziosi. Un'oncia troy equivale a 31,1035 grammi. (NdR)

20. Vedi nota 6.

21. Ossia a prezzi correnti di mercato e non a costo storico. (NdR)

22. Per i codes del FMI, vedi: <http://elibrary-data.imf.org/Contents/FindConceptsforCodes.xlsx>

Le serie delle riserve mondiali sono state ricavate dalle «riserve totali con l'oro a prezzi di mercato» dell'IFS ed il controllo della qualità di tali serie e di ciò che viene incluso o escluso è abbastanza modesto ma, dal momento che è un denominatore comune, il danno che può derivarne è limitato. Inoltre, dato che l'oro viene incluso al prezzo di mercato, la variazione nella serie dell'IIP rende i rapporti più elevati.

Per la variabile del PIL, è stata scelta la serie (99B.CZF) delle IFS, che corrisponde al PIL nominale (dal lato delle spese) in valuta nazionale con gli aggiustamenti stagionali<sup>23</sup>. Tutte le variabili devono comunque essere correnti e nominali, quindi l'unico problema posto da questa variabile è quello di selezionare un tasso di cambio proprio per tutti i paesi ma non per gli Stati Uniti, ed è per questo motivo che è stata scelta la serie (...AH.ZF) che costituisce l'unico tasso di cambio medio di un periodo, preferibile a quello di fine periodo che potrebbe essere fuorviante. Questa serie è stata utilizzata per tutte le altre che sono espresse in valuta nazionale. Per le importazioni di beni e servizi, è stata utilizzata la serie (98C.CZF) dell'IFS ricavata dai bilanci dello stato (sul versante delle spese) nominali con gli aggiustamenti stagionali e in valuta nazionale. La serie è stata divisa per 12, in modo da fornirci le importazioni mensili.

Infine, la maggior parte dei problemi sono correlati all'indice degli IDE. Per tutti i paesi, compresi gli Stati Uniti, le serie signi-

ficative partono molto più tardi rispetto alle altre e iniziano non prima della fine degli anni '70. Eppure, questo potrebbe essere anche accettabile se la serie non fosse spesso interrotta, mentre per alcuni paesi i dati forniti coprono pochissimi anni, come nel caso del Brasile dove i dati sugli IDE sono forniti per 10 anni a partire dal 2001 al 2010. La serie corrispondente dell'IFS, che è la migliore rispetto a quella dell'OCSE o della Banca Mondiale, è (79LBDZF) e rappresenta lo stock di fine periodo degli Investimenti Diretti Esteri (IDE), in dollari USA, accumulati nel paese che ne dichiara i dati.

Per questo indice, sono state cercate e utilizzate, di tanto in tanto, delle fonti diverse anche se questa sostituzione dei dati è stata soddisfacente solo nel caso della Cina.

I dati corrispondenti e le tabelle sono disponibili su richiesta.

#### RINGRAZIAMENTI

Ringrazio Costas Lapavitsas per le utili osservazioni alla precedente versione di questo articolo; Juan Pablo Paincera, Duncan Lindo e Jo Mitchell per le proficue discussioni e per i dati che mi hanno fornito; Susan Newman per le sue osservazioni sul manoscritto finale. Ho anche ricavato utili indicazioni dalla mia partecipazione alla Research on Money and Finance (RMF). Devo aggiungere che sono Scholar della State Scholarship Foundation in Grecia.

23. È un processo di stima per eliminare gli effetti stagionali di una serie temporale con il fine di rivelarne le peculiarità non stagionali. Una diminuzione o un aumento del valore di un dato, se aggiustato stagionalmente, si ricava semplicemente da una correzione statistica ma non dalla realtà. (NdR)

## BIBLIOGRAFIA

- Aizenman, J. (2008). "Large hoarding of international reserves and the emerging global economic architecture", *The Manchester Scholl*, special issue 2008, 76 (5), pp. 487-503.
- Aizenman, J. and Lee, J. (2008). "Financial versus monetary mercantilism: long-run view of large international reserves hoarding", *The World Economy*, Wiley Blackwell, 31 (5), pp. 593-611.
- Aizenman, J., and Jinjarak, Y. (2009). "The USA as the 'demander of last resort' and the implications for China's Current Account". *Pacific Economic Review*, 14 (3), pp. 426-442.
- Alcidi, C., de Grauwe, P., Gros, D. and Oh, Y. (2010). *The future of the Eurozone and gold*. Brussels: Centre for European Policy Studies (CEPS).
- Anikin, A.V. (1983) [1978]. *Gold... the yellow devil*. Tradotto dal russo da K.M. Cook. New York: International Publishers.
- Bernholz, P. (2000). Lessons of economic history. In: World Gold Council, *The Euro, the Dollar and gold*. Rome, Italy, 17 November 2000. London: World Gold Council, pp. 38-41.
- Bordo, M. and Schwartz, A.J. (1989). "The ECU – an imaginary or embryonic form of money: what can we learn from history?". In: P. de Grauwe and T. Peeters, eds. *The ECU and European Monetary Integration*. London: Macmillan, pp. 1-21.
- Bordo, M. and Eichengreen, B. (1997) "Implications of the Great Depression for the development of the international monetary system". *NBER Working Paper Series*, 5883, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Bird, G. and Rajan, R. (2003) "Too much of a good thing? The adequacy of international reserves in the aftermath of crises". *The World Economy*, 26 (6), pp. 873-891.
- de Brunhoff, S. (2003) "Value, finance and social classes" In: R. Westra and A. Zuege, eds. *Value and the World Economy today*. New York: Palgrave MacMillan, pp. 40-56.
- Cheung, Y. and Qian, X.W. (2007) "Hoarding of international reserves: Mrs. Machlup's wardrobe and the Joneses". *Hong Kong Institute for Monetary Research Working Papers*, 13, [online] disponibile in: [http://www.hkimr.org/cms/upload/publication\\_app/pub\\_full\\_0\\_2\\_155\\_HKIMR%20No13\\_BW.pdf](http://www.hkimr.org/cms/upload/publication_app/pub_full_0_2_155_HKIMR%20No13_BW.pdf) [Ultimo accesso 3 Ottobre 2012].
- Cheung, Y. and Ito, H. (2008) "Hoarding of international reserves: a comparison of the Asian and Latin American experiences". *Hong Kong Institute for Monetary Research Working Papers*, 7, [online] disponibile in: [http://www.hkimr.org/cms/upload/publication\\_app/pub\\_full\\_0\\_2\\_176\\_HKIMR%20Working%20Paper%20No%207\\_BW.pdf](http://www.hkimr.org/cms/upload/publication_app/pub_full_0_2_176_HKIMR%20Working%20Paper%20No%207_BW.pdf) [Ultimo accesso 3 Ottobre 2012].
- Deutsche Bundesbank (DB), (2013). *Deutsche Bundesbank's new storage plan for Germany's gold reserves*. [press release] 16 January 2013, disponibile in: [http://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Pressemitteilungen/BBK/2013/2013\\_01\\_16\\_storage\\_plan\\_gold\\_reserve.html](http://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Pressemitteilungen/BBK/2013/2013_01_16_storage_plan_gold_reserve.html) [Ultimo accesso 20 Febbraio 2013].
- Dooley, M.P., Folkerts-Landau, D. and Garber, P. (2003) "Dollars and deficits: where do we go from here?" *Deutsche Bank Global Markets Research* [online] disponibile in <http://www.frbsf.org/economics/conferences/0502/DollarsandDeficits.pdf> [Ultimo accesso 3 Ottobre 2012].

- 
- Dooley, M.P., Folkerts-Landau, D. and Garber, P. (2004a) "The US Current Account deficit: collateral for a total return swap". *Deutsche Bank Global Markets Research* [online] disponibile in: <http://www.frbsf.org/economics/conferences/0502/TotalReturnSwapFinal.pdf> [Ultimo accesso 3 Ottobre 2012].
- Dooley, M.P., Folkerts-Landau, D. and Garber, P. (2004b) "The revived Bretton-Woods system: alive and well". *Deutsche Bank Global Markets Research* [online] disponibile in: [Ultimo accesso 3 Ottobre 2012]. <http://www.frbsf.org/economics/conferences/0502/BrettonWoods.pdf>
- Dooley, M.P., Folkerts-Landau, D. and Garber, P. (2004c). "The revived Bretton Woods system". *International Journal of Finance and Economics*, 9 (4), pp. 307-313.
- Eichengreen, B. (1996). *Globalising capital: a history of the International Monetary System*. Princeton: Princeton University Press. (*La globalizzazione del capitale: storia del sistema monetario internazionale*, Baldini & Castoldi, Milano, 1998.)
- Eichengreen, B. (2007). *Global imbalances and the lessons of Bretton Woods*. Cambridge: The MIT Press.
- ECB Statistical Data Warehouse (SDW), (2013). *International Reserves of the Eurosystem*. [online] disponibile in: <http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=2018793> [Ultimo accesso 8 Febbraio 2013].
- Ferhani, H. (2000). "A new role for gold. In: World Gold Council", *The Euro, the Dollar and gold*. Rome, Italy, 17 November 2000. London: World Gold Council, pp. 61-66.
- Fields, D. and Vernengo, M. (2011) "Hegemonic Currencies during the Crisis: The Dollar versus the Euro in a Cartalist Perspective". *The Jerome Levy Economics Institute Working Paper*, 666, [online] disponibile in: [http://www.levyinstitute.org/pubs/wp\\_666.pdf](http://www.levyinstitute.org/pubs/wp_666.pdf) [Ultimo accesso 13 Dicembre 2012].
- Germain, R. and Schwartz, H. (2014) "The political economy of failure: the Euro as an international currency" *Review of International Political Economy*, 21 (5), pp. 1095-1122.
- Graham, E.M. and Krugman, P.R. (1993). "The surge in Foreign Direct Investment in the 1980s." In: K.A. Froot, ed. *Foreign Direct Investment*. Chicago: The University of Chicago Press, pp. 13-36.
- International Monetary Fund, (IMF) (2011). *Articles of agreement of the International Monetary Fund*. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- IMF (2012a). *Balance of Payments Statistics (BoPS)*. April. Available through: ESDS International, University of Manchester. DOI: <http://dx.doi.org/10.5257/imf/bops/2012-04> [Ultimo accesso 30 Settembre 2012].
- IMF (2012b). *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER)*. March. Washington, DC.
- IMF (2012c). *International Financial Statistics*. April. Available through: ESDS International, University of Manchester. DOI: [Ultimo accesso 30 Settembre 2012] <http://dx.doi.org/10.5257/imf/ifs/2012-04>
- IMF (2012d). *World Economic Outlook*. April. Available through: ESDS International, University of Manchester. DOI: [http://dx.doi.org/10.5257/imf/weo/2012\\_04](http://dx.doi.org/10.5257/imf/weo/2012_04) [Ultimo accesso 30 Settembre 2012].
- IMF, (2012e). *Factsheet: gold in the IMF*. [online] disponibile in: <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/pdf/gold.pdf> [Ultimo accesso 19 Febr. 2013].
- Krugman, P. (2000). Introduction. In: P. Krugman, ed. *Currency crises*. Chicago: The University of Chicago Press.

- Kuhn, M. (2001). "External reserves in the IMF's quota formulae". In: World Gold Council, *Conference on gold: The Euro, the Dollar and gold*. Berlin, Germany, 16 November 2001. London: World Gold Council, pp. 69-78.
- Labrinidis, G. (2014) "The forms of world money" *Research on Money and Finance Discussion Papers*, 45, [online] disponibile in: [http://www.researchonmoneyandfinance.org/images/discussion\\_papers/RMF-45-Labrinidis.pdf](http://www.researchonmoneyandfinance.org/images/discussion_papers/RMF-45-Labrinidis.pdf) [Ultimo accesso 12 Maggio 2014].
- Lakshmanan, I.A.R. and Narayanan, P. (2012) "India and China skirt Iran sanctions with 'Junk for Oil'." *Bloomberg* [online], (Ultimo aggiornamento 6:00 PM 30 Marzo 2012) disponibile in: <http://www.bloomberg.com/news/2012-03-29/india-and-china-skirt-iran-sanctions-with-junk-for-oil.html> [Ultimo accesso 20 Febbraio 2013].
- Lapavitsas, C. (1991). "The Theory of Credit Money: A Structural Analysis". *Science and Society*, 55 (3), pp. 291-322.
- Lapavitsas, C. (1997). "Crisis and Transition in the Japanese Credit System: An Analytical Overview" *Capital and Class*, 62, pp. 21-47.
- Lapavitsas, C. (2000a). "Money and the analysis of Capitalism: the significance of commodity money". *Review of Radical Political Economics*, 32 (4), pp. 631-656.
- Lapavitsas, C. (2000b) "On Marx's Analysis of Money Hoarding in the Turnover of Capital". *Review of Political Economy*, 12 (2), pp. 219-235.
- Lapavitsas, C. (2005a) "The emergence of money in commodity exchange, or money as monopolist of the ability to buy". *Review of Political Economy*, 17 (4), pp. 549-569.
- Lapavitsas, C. (2009) "Financialisation Embroils Developing Countries". *Research on Money and Finance Discussion Papers*, 14, [online] disponibile in: <http://www.researchonmoneyandfinance.org/media/papers/RMF-14-Lapavitsas.pdf> [Ultimo accesso Ottobre 2012].
- McKinnon, R.I. (1979). *Money in international exchange: the convertible currency system*. New York: Oxford University Press.
- Marx, K. (1976) [1867]. *Capital: a critique of political economy, Vol. I*. Translated from German by B. Fowkes. London: Penguin and New Left Review.
- Marx, K. (1978) [1885]. *Capital: a critique of political economy, Vol. II*. Translated from German by D. Fernbach. London: Penguin/New Left Review.
- Marx, K. (1980) [1857-8]. *Marx's Grundrisse*. 2nd ed. Translated from German by D. McLellan. London: Macmillan.
- Marx, K. (1981a) [1894]. *Capital: a critique of political economy, Vol. III*. Translated from German by D. Fernbach. London: Penguin and New Left Review.
- Marx, K. (1981b) [1859]. *A contribution to the critique of political economy*. Translated from German by S.W. Ryazanskaya, ed. by M. Dobb. Moscow: Progress Publishers and London: Lawrence and Wishart.
- Milne, R. and Wigglesworth, R. (2012). "Demand falls short at Italy debt auction". *The Financial Times*, [online] (ultimo aggiornamento 11.20 AM il 30 Maggio 2012). disponibile in: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/19d4923a-aa3f-11e1-899d-00144feabdc0.html#axzz1wMiicQpdf> [Ultimo accesso 5 Giugno 2012].
- Ministry of Commerce People's Republic of China (MOFCOM), (2013). *Foreign investment statistics*. [online] disponibile in: [Ultimo accesso 15 Gennaio 2013]. <http://english.mofcom.gov.cn/article/statistic/foreigninvestment/>
- Nugée, J. (2001) "Foreign exchange reserves management". *Handbooks in Central Banking*, 19, Centre for Central Banking Studies, Bank of England.

- 
- Obstfeld, M., Shambaugh, J.C. and Taylor, A.M. (2008). Financial stability, the trilemma and international reserves. *NBER Working Paper Series*, 14217, [online] disponibile in: [Ultimo accesso 3 Ottobre 2012] <http://www.nber.org/papers/w14217.pdf>
- Persaud, A. (2004). *When currency empires fall*. [online] disponibile in: [Ultimo accesso 2 Settembre 2012]. <http://www.321gold.com/editorials/persaud/persaud101204.html>
- Rodrik, D. (2006) “The social cost of foreign exchange reserves”. *International Economic Journal*, 20 (3), pp. 253-266.
- Steen, M. (2013) “Bundesbank weighs bullion against public pressure”. *The Financial Times*, [online] (Ultimo aggiornamento 6:51 PM il 16 Gennaio 2013). disponibile in: [Ultimo accesso 13 Febbraio 2013] <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/97970542-5fd2-11e2-b128-00144feab49a.html#axzz2KjVo4r6n>
- Tavlas, G.S. and Ozeki, Y. (1992) “The internationalization of currencies: an appraisal of the Japanese Yen”. *IMF Occasional Paper*, 90, [online] disponibile nelle pubblicazioni del IMF [Ultimo accesso 3 Ottobre 2012]. <http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.cfm?sk=60.0>
- Tew, B. (1988). *The Evolution of the International Monetary System 1945-88*. 4th ed. London: Hutchinson. (L'evoluzione del sistema monetario internazionale, il Mulino, Bologna, 1994, 1994).
- World Gold Council (WGC), (2010). *The importance of gold in reserve asset management*. London: World Gold Council.
- World Gold Council (WGC), (2014). *Gold demand trends*, Second Quarter 2014, [online] disponibile in: [Ultimo accesso 22 Agosto 2014]. <http://www.gold.org/supply-and-demand/gold-demand-trends>
- Yoshimura, Y. (2000). A view from Japan. In: World Gold Council, *The Euro, the Dollar and gold*. Rome, Italy, 17 November 2000. London: World Gold Council, p. 51.
- Zolotas, X. (1965) “Remodelling the International Monetary System” *Bank of Greece Papers and Lectures*, 17. Athens: Bank of Greece.