

# Il crescente indebolimento del sistema finanziario internazionale \*

H. PETER GRAY

## 1. Introduzione

A parte il perspicace lavoro di Triffin (1961) e Kindleberger (1986), il problema del ruolo di un potere finanziario dominante o di un egemone come baluardo a difesa della resilienza del sistema finanziario internazionale non ha ricevuto l'attenzione analitica che merita.<sup>1</sup> La presentazione del *White Plan* a Bretton Woods risultò essere un impegno da parte degli Stati Uniti ad accettare il ruolo di leader finanziario: l'impegno venne preso in gran parte sulla base del proprio interesse, sebbene l'analisi implicita riconosca chiaramente la necessità per gli Stati Uniti di esportare capitali ed effettuare trasferimenti unilaterali (Acheson 1944, Gray 1996).

Il ridursi della capacità di svolgere il ruolo di egemone da parte degli Stati Uniti venne notata per la prima volta da Triffin (1961, p. 63). Questi concluse che il declino nella posizione di riserva netta (positiva) degli Stati Uniti negli ultimi anni '50 «non poteva continuare all'infinito senza alla fine minare la fiducia degli stranieri nel

---

□ Professore emerito, Rensselaer Polytechnic Institute e Rutgers University, Department of International Business and Business Environment, New Brunswick, N.J. (USA).

\* Si ringrazia C.P. Kindleberger e William S. Milberg per le osservazioni su una precedente stesura.

<sup>1</sup> Kindleberger preferisce il termine "leader" trovando nel termine "egemone" delle note intrinseche di prepotenza. Il significato politico di "egemone" implica un tributo, ma come leader del sistema finanziario internazionale un "egemone" fornisce beni pubblici internazionali ed è quindi un contribuente. In questo articolo i due termini sono utilizzati in modo intercambiabile.

Come viene successivamente chiarito, è forse necessario esercitare una certa disciplina sulle nazioni seguaci se lo svolgimento dei propri doveri egemonici indebolisce il leader tanto da fargli perdere la sua efficacia. Si veda anche Stoga (1986).

dollaro come sicuro mezzo di accumulazione di riserva». In anni recenti, con un sistema di tassi di cambio flessibili, il cronico disavanzo delle partite correnti statunitensi (e il suo finanziamento mediante un aumento delle passività finanziarie *nette* sull'estero) si aggirava su una media di 100 miliardi di dollari all'anno (si veda tabella 1). Il disavanzo cronico ha indebolito gravemente la capacità degli Stati Uniti di agire come egemone e, con ciò, la capacità del sistema finanziario internazionale di resistere a un grave shock (esogeno o endogeno) senza che una crisi finanziaria porti a una notevole perdita di valore delle attività finanziarie.<sup>2</sup> Questo articolo vuole dimostrare che il sistema finanziario internazionale ha seriamente bisogno di essere rimodellato per tenere conto della potenziale vulnerabilità della valuta chiave.

L'analisi economica oggi prevalente tende a considerare possibile l'esistenza di un sistema finanziario internazionale ottimale: tale sistema sarebbe stato normalmente considerato in termini di efficienza allocativa globale e, quindi, avrebbe dovuto permettere sia una circolazione di capitale totalmente libera, sia un'assoluta libertà negli scambi di beni e servizi. Il riconoscere che l'efficienza allocativa può non essere compatibile con l'efficienza nel senso di un'adeguata stabilità finanziaria (Gray e Gray 1981) e con la crescente possibilità di una crisi finanziaria, contribuisce a generare tre problemi inerenti alle strategie di politica economica:

1) la necessità di costringere a riconoscere i pericoli, per il sistema finanziario internazionale, inerenti ai cronici disavanzi pubblici correnti statunitensi e ai corrispondenti avanzi, in particolare se i disavanzi sono finanziati con passività facilmente realizzabili;

2) la necessità di porre il sistema in grado di evitare crisi fino a quando non ne venga istituito uno nuovo;

3) l'ideazione del nuovo sistema e la sostituzione del vecchio. Il nuovo sistema sarà anche costretto a riconoscere l'interdipendenza esistente tra la forza dell'egemone (l'efficienza inerente alla stabilità del sistema finanziario internazionale) e il livello fino al quale è possibile permettere movimenti finanziari incontrollati.

Il sistema finanziario internazionale è sempre stato più robusto, cioè molto meno sensibile a una seria disfunzione, in presenza di un

<sup>2</sup> È probabile che una crisi di tal genere provochi anche una drastica riduzione nei prezzi delle attività reali (Gray 1992).

TABELLA 1

SALDI CUMULATIVI DELLE PARTITE CORRENTI, 1982-1983<sup>a</sup>  
(miliardi di dollari USA)

Paese	Avanzo cumulativo (disavanzo = -)	Numero più lungo di anni consecutivi con lo stesso segno <sup>b</sup>	Saldo cumulativo in % delle esportazioni di beni e servizi del 1993
Australia	-123,8	12*	229
Belgio	+38,9	9*	27
Canada	-138,8	9*	86
Francia	-37,5	6 <sup>c</sup>	13
Germania	+212,3	9 <sup>c</sup>	49
Italia	-76,6	6 <sup>c</sup>	34
Giappone	+779,2	12*	193
Corea	+15,6	4	16
Paesi Bassi	+78,0	12*	49
Svezia	-12,6	6	21
Taiwan	+130,1	12*	132
Regno Unito	-129,9	8*	56
USA	-1.147,0	12*	185

<sup>a</sup> Questi dati devono essere considerati come ordini di grandezza perché le discrepanze statistiche (errori e omissioni) possono essere notevoli.

<sup>b</sup> Un asterisco indica che la sequenza consecutiva più lunga non è conclusa nell'ultimo anno per il quale erano disponibili i dati.

<sup>c</sup> La Francia presentava una serie di sei disavanzi prima di due avanzi nel 1992 e nel 1993; la Germania nove avanzi consecutivi prima di due disavanzi nel 1992 e nel 1993; l'Italia presentava sei disavanzi consecutivi prima di un avanzo nel 1993. Questi fenomeni intra-europei sono senza alcun dubbio correlati al riallineamento dei tassi di cambio e alla riunificazione della Germania.

Fonti: Fondo Monetario Internazionale, *International Financial Statistics* (vari numeri). Per Taiwan: *The Statistical Yearbook of the Republic of China 1994* e International Commerce Bank of China, *Economic Review*, Taipei, September/October 1994.

super-potere finanziario che svolgeva il ruolo di egemone e forniva beni pubblici a livello internazionale.<sup>3</sup> Questo ruolo venne assunto dal Regno Unito negli ultimi anni dell'800 e nella prima parte del '900, mentre gli Stati Uniti furono l'incontrastato leader finanziario nei primi vent'anni successivi alla seconda guerra mondiale.<sup>4</sup> Entram-

<sup>3</sup> Per una descrizione storica del successo dei sistemi egemonici si veda Eichengreen (1989).

<sup>4</sup> Il compito del Regno Unito nel periodo precedente la prima guerra mondiale fu molto più limitato e, poiché precedeva di molto il suffragio universale nelle democrazie,

bi furono periodi di eccezionale prosperità globale e di notevoli aumenti nel volume degli scambi e degli investimenti internazionali.<sup>5</sup> Come dimostrano chiaramente gli anni tra le due guerre, l'esperienza dei periodi privi di egemone è molto meno invidiabile. Lo scenario peggiore in assoluto è quello in cui una nazione tenta di svolgere il ruolo di egemone senza avere risorse finanziarie adeguate né l'impegno nazionale richiesto per tale compito. Tale situazione si è creata solo quando le nazioni, che hanno perso la loro precedente capacità egemonica, non sono riuscite a riconoscere tale perdita (Eichengreen 1989, p. 282); un esempio palese è quello del Regno Unito negli anni '20 e all'inizio degli anni '30. Si può dire che la posizione attuale degli Stati Uniti possiede il potenziale perché un simile episodio si ripeta.

La sezione 2 dell'articolo contiene un semplice modello di potenziale instabilità nei mercati finanziari e nel ruolo dell'egemone. La sezione 3 illustra in breve come l'esistenza dell'egemone semplifichi il processo di generazione di un'adeguata domanda aggregata globale, eviti cioè che i limiti inerenti alla bilancia dei pagamenti mantengano la domanda aggregata globale a un livello troppo basso;<sup>6</sup> la sezione 4 esamina i pericoli di un sistema senza egemone. La sezione 5 trae qualche conclusione su quanto si dovrebbe fare, dato che attualmente nessuna nazione sembra essere in grado di assumere tale ruolo.<sup>7</sup>

molto più facile del compito degli Stati Uniti dopo la seconda guerra mondiale. L'impegno del Regno Unito dopo il 1920 fu un esempio di nobile e vana subordinazione dell'economia nazionale al riconoscimento della necessità dell'esistenza di un egemone.

<sup>5</sup> Il saggio più elevato di scambi e investimenti internazionali all'interno di unioni monetarie (che potrebbero ragionevolmente essere chiamate sistemi egemonici parziali) è anch'esso evidente, segnatamente quando i membri dell'unione includono nazioni con dotazioni di risorse decisamente diverse fra loro (ad esempio, si consideri il Commonwealth e l'area della sterlina). Tuttavia l'era di Bretton Woods fu anche un periodo di recupero postbellico sotto l'ala di un egemone eccezionalmente illuminato (cfr. Schlesinger 1988).

<sup>6</sup> Il problema di cosa sia "adeguato" è incerto e interessante. Per una definizione che si concentra sulla capacità dei paesi in via di sviluppo di raggiungere livelli di produzione non gravemente vincolati dalla disponibilità di valuta estera, si veda Davidson (1991). Il criterio è nel nostro caso meno ambizioso: esso mette l'accento in primo luogo sulla necessità di evitare crisi finanziarie e, in secondo luogo, sulla garanzia che un'adeguata domanda aggregata globale non venga frustrata da carenze (liquidità inadeguata) nel sistema finanziario internazionale. Nessun sistema finanziario internazionale sarà in grado di garantire una "produzione globale di pieno utilizzo", a meno che non vi siano adeguati mutuatari *meritevoli di credito* o il necessario volume di trasferimenti unilaterali.

<sup>7</sup> Triffin (1987) considera gli accordi attuali più come uno scandalo che come un sistema.

## 2. Un modello d'instabilità e di forza egemonica

La figura 1 mostra l'eccesso di domanda di attività finanziarie in un mercato finanziario potenzialmente instabile e definisce il potenziale per un'instabilità verso il basso (inefficienza legata alla stabilità) mediante due misure:  $a$  e  $b$ .<sup>8</sup> La robustezza di un mercato finanziario, ovvero l'ordine di grandezza dello shock a cui può resistere senza entrare in un circolo vizioso discendente, viene misurata sull'asse orizzontale da  $a$ . La dimensione di  $a$  dipende dalle aspettative di coloro che operano sul mercato, dal grado fino a cui possono finanziare le loro posizioni debitorie di fronte a un crollo dei valori delle attività, e dalla loro fiducia nella capacità della banca centrale o dell'egemone d'immettere liquidità nel sistema. Ci si può aspettare che la fiducia nell'intervento potenzialmente valido di un mutuante di ultima istanza aumenti  $a$  così come può farlo una recente esperienza protratta di tranquillità (Tversky e Kahneman 1982); maggiore è il grado d'indebitamento finanziario delle posizioni nel mercato (tenendo conto di qualsiasi posizione di copertura su mercati derivati), maggiore è il rischio di uno shock endogeno causato da un brusco cambiamento della fiducia, minore sarà  $a$ .<sup>9</sup> Il mercato diventa instabile se la grandezza dello shock, endogeno o esogeno, eccede  $a$  (sposta la curva di eccesso di domanda verso sinistra di un ammontare maggiore di  $a$ ).

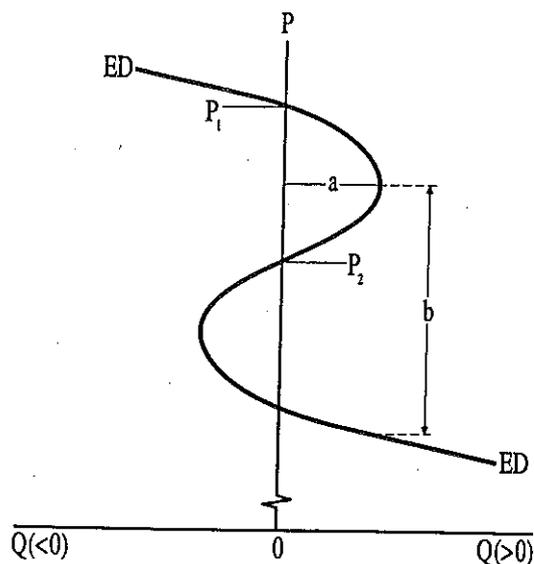
Più importante è la dimensione di  $b$ , che misura il ribasso potenziale dei prezzi delle attività (la distanza tra gli equilibri multipli) nell'eventualità che i titolari delle attività tentino di ridurre le loro posizioni finanziarie. Tale processo si autorafforza, tramite l'effetto che la diminuzione dei prezzi ha sulla fiducia di altri titolari di attività, e tramite la maggiore difficoltà di finanziamento delle posizioni debitorie, mentre i prezzi delle attività sono in ribasso. Anche se la banca centrale o l'egemone potrebbero tentare di contrastare una spirale deflazionistica, ciò richiederebbe una partecipazione di riserve

<sup>8</sup> La figura deriva dal classico diagramma d'instabilità con curva a esse nel mercato dei beni e definisce la stabilità nel solito modo, cioè un aumento dei prezzi provoca una diminuzione dell'eccesso di domanda (Hicks 1946, p. 65). In un mercato di attività, l'offerta corrente può essere tralasciata e l'analisi può essere condotta su un dato stock di attività. I dettagli del modello, incluso il ruolo dei mercati interdipendenti, sono forniti in Gray (1992).

<sup>9</sup> Una durata più prolungata delle condizioni avverse aumenterà la possibilità che i contratti di copertura scadano durante un periodo di prezzi al ribasso, così che la copertura originaria non possa essere rinnovata.

FIGURA 1

INSTABILITÀ VERSO IL BASSO IN UN MERCATO DELLE ATTIVITÀ FINANZIARIE



ben maggiore di quella richiesta dal semplice ripristino della fiducia *ex ante* e dall'aumento della dimensione di *a*.

Questo semplice modello può essere applicato al mercato per le attività finanziarie di una singola nazione, alla posizione internazionale di un singolo paese o all'economia nella sua globalità. Il ruolo della banca centrale/egemone è di garantire che la fiducia non diminuisca fino ad arrivare a un punto di notevole vulnerabilità, tramite normative che prevengano un indebitamento eccessivo da parte dei titolari di attività e, più in particolare, da parte degli intermediari finanziari, e che le riserve siano tali da evitare che una qualsiasi crisi porti a una seria riduzione dei valori dell'attivo. A parte l'efficacia regolatrice, la banca centrale/egemone deve essere in grado di immettere riserve nel sistema finanziario nel momento del bisogno. Il sistema finanziario internazionale è più vulnerabile alle crisi di quelli nazionali, perché uno shock negativo può essere provocato da tensioni politiche e/o da una fuga da una valuta nazionale, e perché un egemone inadeguato può non essere in grado d'immettere *liquidità nel sistema in forma di valute appropriate*.<sup>10</sup>

<sup>10</sup> Per essere precisi, immettere nel sistema una valuta, per la quale non vi sia eccesso di domanda è controproducente e *non* aggiunge liquidità.

Idealmente l'egemone dovrà garantire l'esistenza di un soddisfacente sistema internazionale di pagamenti, che i fattori finanziari internazionali non impediscano un funzionamento lineare delle economie che ne fanno parte, e che gli investimenti internazionali siano salvaguardati da sistematiche inadempienze. In altre parole, il sistema finanziario privato dell'egemone agisce come banchiere e creatore di mercati finanziari per il mondo. La sua banca centrale e il Tesoro agiscono come banchiere centrale per il mondo, come fornitore di liquidità sia direttamente ai governi stranieri, sia indirettamente mediante il suo sistema finanziario privato, garantendo allo stesso tempo che le proprie imprese finanziarie siano sufficientemente disciplinate da non creare tensioni nel sistema internazionale.

Molti sono pronti a identificare l'esistenza di un potere egemonico con la prevalenza di un sistema (*gold standard*) di tassi di cambio fissi e di libera circolazione dei capitali. Un sistema di tal genere è una caratteristica possibile ma non inevitabile di un regime egemonico ben strutturato. Un sistema monetario aureo può prosperare perché l'egemone ha la forza finanziaria e politica per affrontare tutti gli assalti all'interno e all'esterno della propria valuta senza sacrificare livelli accettabili di prestazioni interne.<sup>11</sup> Nell'assumere una posizione di predominio finanziario, l'egemone ha completamente trasformato la sua valuta nazionale in una valuta (riserva) globale (e il suo mercato finanziario nazionale in un centro globale). Insieme (almeno) alla convertibilità estera, un sistema a tassi di cambio fissi permetteva un volume di scambi a un livello tanto grande quanto era reso possibile dalle politiche commerciali e dai sistemi d'informazione ancora esistenti. Poiché sia il Regno Unito sia gli Stati Uniti (Acheson 1944) erano convinti dell'auspicabilità del libero scambio, esso ricevette un forte sostegno durante i principali regimi egemonici. Un sistema a tassi di cambio fissi offriva anche, ai paesi con passivi nei saldi correnti di bilancia dei pagamenti, il privilegio di prendere in prestito la valuta straniera necessaria per progetti o fini, che avessero superato gli standard di credito delle istituzioni finanziarie del paese egemone.<sup>12</sup> Queste sono tutte condizioni favorevoli a una prosperità globale

<sup>11</sup> "Accettabile" è un concetto molto più impegnativo in un'epoca di suffragio universale.

<sup>12</sup> I movimenti di capitale sono tradizionalmente concepiti come movimenti che implicano richieste di prestito da paesi deficitari per investimenti a lungo termine (finanziamento di progetto) o per necessità a breve termine legate alla bilancia dei pagamenti. Anche la fuga di capitali e gli investimenti di portafoglio in strumenti finanziari hanno dato origine a movimenti di capitale, quando sono stati permessi (o

e, finché l'egemone e la sua valuta restarono al di sopra di ogni sospetto, il sistema finanziario internazionale restò stabile, nel senso che la possibilità di una crisi finanziaria era estremamente remota. Chiamiamo un egemone che opera con successo in un sistema a tasso fisso un "egemone dominante".<sup>13</sup>

Non vi è alcuna ragione per cui non si possa utilizzare una certa flessibilità nel tasso di cambio della valuta dell'egemone per alleviare gli oneri dovuti all'egemonia,<sup>14</sup> tranne il fatto che tale flessibilità aumenta la possibilità di massicci flussi internazionali di capitale.<sup>15</sup> Chiamiamo un egemone che opera in queste condizioni un "egemone debole". In un regime di tassi di cambio fissi, uno spostamento nelle ragioni nette di scambio richiede cambiamenti nei livelli relativi di prezzo in valute locali;<sup>16</sup> nelle economie in cui vi è una certa resistenza all'inflazione e rigidità dei prezzi verso il basso, è probabile che un adeguamento ai cambiamenti nelle ragioni di scambio in un sistema di tassi di cambio fissi generi severi costi di adeguamento. Ci si potrebbe

---

realizzati di fatto). Fin dalla seconda guerra mondiale, lo sviluppo dell'impresa multinazionale (IMN) ha portato a un massiccio trasferimento all'estero di fondi su istigazione delle imprese nazionali. Tali decisioni necessitano di un'autorizzazione da parte delle istituzioni finanziarie dei paesi esportatori di capitale solo se le IMN finanziano le loro speculazioni raccogliendo fondi nei mercati finanziari del paese d'origine. In genere le attività possedute all'estero dall'IMN non sono liquide ed è poco probabile che possano provocare un'instabilità finanziaria.

<sup>13</sup> Il crollo del sistema di Bretton Woods venne preannunciato dal flusso massiccio di investimenti diretti esteri da parte delle IMN e dal declino del ruolo di capofila tecnologico degli Stati Uniti (probabilmente l'elemento scatenante fu rappresentato dalle tensioni nella bilancia dei pagamenti provocate dalla guerra del Vietnam). L'importante ruolo delle IMN nel mondo moderno sembrerebbe rendere il ruolo di "egemone dominante" quasi impossibile da sostenere.

<sup>14</sup> Un collega ha sottolineato i vantaggi di essere egemone: infatti l'egemone può finanziare i disavanzi della bilancia dei pagamenti senza aggiustamenti per un periodo di tempo più lungo. Tale osservazione è valida se (e soltanto se) i disavanzi sono naturalmente autocorrettivi: nell'assenza di tale autocorrezione, i disavanzi possono accumularsi per molti anni e precipitare l'egemone nella situazione di più grande debitore del pianeta (si veda sopra).

Tuttavia anche l'inevitabile esposizione alla fuga di capitali impedisce l'adozione di politiche nazionali che potrebbero essere auspicabili (Keynes 1933, p. 757).

<sup>15</sup> Tale caratteristica potrebbe essere un prerequisito per i futuri regimi egemonici, data l'apparente impossibilità di pervenire a una relativa stabilità dei prezzi quando le economie nazionali stanno operando a piena capacità o quasi. Ciò richiederebbe all'egemone di sopportare vincoli di tasso reale d'interesse che ricadono sulla sua *performance* nazionale.

<sup>16</sup> I fautori odierni di tassi di cambio fissi presuppongono essenzialmente l'esistenza di una qualche banca centrale egemonica e sostengono la cooperazione internazionale delle politiche macroeconomiche per mantenere le tensioni a un livello minimo.

aspettare che tali costi aumentino in modo esponenziale rispetto all'ampiezza dell'adeguamento richiesto. Un egemone svolge una funzione globale fondamentale se è in grado di assorbire gli shock in modo che l'adeguamento delle strutture degli scambi e degli investimenti internazionali possa procedere senza violente oscillazioni nei tassi di cambio reali. In altri termini, esistono condizioni in cui "una moderata variabilità del tasso di cambio" può essere una caratteristica di un regime egemonico, e può essere molto meno costosa di un mero regime liberista con tassi di cambio totalmente flessibili. Un "egemone debole" dovrebbe possedere o controllare grandi riserve e imporre un'attiva politica dei tassi d'interesse sui propri mercati finanziari, atta a garantire che non abbia luogo alcun prelievo massiccio di fondi nel caso di un possibile indebolimento della valuta egemonica. La necessità di tali politiche verrebbe ridotta come si è ridotta la libertà delle transazioni finanziarie internazionali per sostenere l'egemone. Tale requisito è diverso solo nel grado dai costi imposti a un egemone dominante.

L'abilità dell'egemone sia di sopportare gli oneri necessari sia, nelle democrazie, di mantenere l'indispensabile appoggio politico era cruciale per il successo del regime egemonico. L'onere sopportato dall'economia dell'egemone veniva premiato quasi interamente dalla "gloria propria al ruolo": gloria condivisa da una relativamente piccola *élite* di alti funzionari, politici e banchieri. I costi delle restrizioni all'attività economica nazionale causati da tassi d'interesse reali più elevati sarebbero avvertiti in tutta la nazione e, principalmente, dai membri marginali dell'elettorato.

### 3. La domanda aggregata globale

Mentre il livello della domanda aggregata mondiale nel suo insieme è sempre stato un importante determinante dell'andamento del prodotto nazionale, tale livello è diventato sempre più importante con gli spettacolari aumenti di scambi e investimenti internazionali (globalizzazione) e, in particolare negli ultimi anni, con la crescita dei disavanzi commerciali cumulativi (si veda la tabella 1). Un sistema finanziario internazionale efficace porta a un miglioramento sia del

livello della domanda aggregata globale sia di quello dell'efficienza allocativa globale.

In termini di domanda aggregata, l'egemone agisce (più o meno) passivamente come l'*n*-simo paese, controbilanciando la somma degli obiettivi relativi alla domanda aggregata degli altri (*n*-1) paesi. Tale ruolo di *n*-simo paese si può vedere più facilmente con l'aiuto di un sistema di equazioni keynesiane per un mondo composto da varie nazioni. Come in qualsiasi modello keynesiano semplice, il livello d'equilibrio del prodotto mondiale,  $Y_n$ , è uguale alla somma della spesa per il consumo (*C*), più l'investimento (*I*), più la spesa pubblica in beni e servizi (*G*) e l'avanzo corrente o esportazioni nette (*X* - *M*) in ogni nazione.

$$(1) \quad Y_n = \Sigma C_i + \Sigma I_i + \Sigma G_i + \Sigma (X_i - M_i) \quad (i = 1, 2, \dots, n)$$

A causa della simmetria delle attività di esportazione e importazione:

$$(2) \quad \Sigma (X_i - M_i) \equiv 0$$

Allora la domanda aggregata globale include:

$$(3) \quad Y_n = \Sigma Y_i = \Sigma I_i + \Sigma I_i + \Sigma G_i$$

Il reddito, o prodotto, globale è la somma della domanda aggregata nelle *n* economie.<sup>17</sup>

Importante è il ruolo degli avanzi correnti, (*X* - *M*), nella distribuzione della domanda aggregata globale, poiché questa è una fonte, raramente considerata, di domanda aggregata effettiva e di potenziale instabilità. Il funzionamento di questo sistema è abbastanza semplice. Un qualsiasi avanzo nelle partite correnti serve a trasferire risparmio (assorbimento aggiuntivo potenziale) dalla nazione eccedentaria a quella deficitaria: ciò permette alla nazione in passivo di incrementare il suo assorbimento oltre quanto sarebbe possibile in un'economia con partite correnti in pareggio e con lo stesso livello di attività economica globale. Tale meccanismo di trasferimento porterebbe a un incremento della domanda aggregata globale, se il paese in attivo avesse prodotto meno qualora i suoi avanzi correnti non fossero stati disponibili e, qualora il trasferimento non fosse una semplice transazione unilaterale (dono), aumenterebbe il valore netto internazionale della nazione eccedentaria nei confronti dell'estero. Allo

<sup>17</sup> Questo sarebbe, naturalmente, il reddito globale in un mondo con partite correnti in pareggio.

stesso tempo, un disavanzo corrente ridurrebbe il valore netto internazionale (VNI; Gray 1974, pp. 46-49).<sup>18</sup>

L'investimento e il risparmio internazionali svolgono un ruolo allocativo positivo nell'economia globale, permettendo che il risparmio di un paese venga trasferito in un altro in cui i tassi reali di profitto sugli investimenti vengono considerati più elevati. Il trasferimento della domanda aggregata tra nazioni non aumenta necessariamente il risparmio e l'investimento globali; esso non fa che redistribuire un importo globale di risparmio tra le nazioni. I paesi che generano risparmio aumentano i propri valori netti tramite formazione di capitale a livello nazionale e mediante investimenti internazionali all'estero, che possono essere sia reali sia finanziari.<sup>19</sup>

Il valore sociale di un avanzo o di un disavanzo dipende dal livello corrente di  $Y_n$ . Tale questione dipende, a sua volta, dal livello delle spese programmate, che possono essere considerate come rappresentanti variabili obiettivo in un contesto alla Tinbergen (1970). I valori obiettivo nelle partite correnti possono essere indicati con un asterisco; non vi è alcuna ragione per supporre che tali obiettivi, ai quali si giunge indipendentemente, obbediscano a:

$$(4) \quad \Sigma (X_i - M_i)^* = 0$$

Se la somma degli avanzi e dei disavanzi correnti programmati non è uguale a zero, il sistema internazionale deve adeguarsi, e devono essere accettati nuovi valori obiettivo.<sup>20</sup> Vi è anche motivo di aspettarsi che la somma degli obiettivi mondiali sia positiva. Se la somma degli obiettivi stabiliti per le partite correnti è positiva, allora i

<sup>18</sup> È possibile, e rilevante per l'attuale posizione statunitense, che un egemone acquisisca crediti ufficiali o privati contro residenti di paesi debitori/deficitari e assuma debiti verso residenti di nazioni creditrici/eccedentarie, così che le sue riserve valutarie aumentino la sua capacità di affrontare un assalto contro la sua valuta.

<sup>19</sup> Ciò differisce dalle analisi di economie chiuse in cui l'acquisizione di attività finanziarie non costituisce un investimento aggregato. Mentre il mutuante investe a livello internazionale mediante l'acquisizione di attività sia reali sia finanziarie, non vi è garanzia che i fondi ricevuti vengano spesi interamente nell'investimento.

<sup>20</sup> Si noti che gli imprenditori in alcuni paesi potrebbero voler spendere in assorbimento, ma non sono considerati meritevoli di credito da parte dei banchieri delle nazioni eccedentarie. L'egemone non può far nulla per correggere tale situazione a meno che non sia pronto a fornire trasferimenti unilaterali (aiuto estero) come mezzo per incrementare la domanda aggregata globale. Salvo uno sforzo combinato da parte delle principali nazioni, il donatore sarà probabilmente costretto a subire una diminuzione di valore netto internazionale e parte dell'aiuto sarà, in realtà, finanziata accettando impegni finanziari da paesi che si trovano in una situazione di esportazioni nette positive grazie alle sovvenzioni dell'egemone.

paesi agiranno per tentare di giungere il più vicino possibile agli obiettivi individuali. Il fatto che le politiche commerciali siano subordinate al raggiungimento degli obiettivi macroeconomici nazionali implica (occulti) aumenti negli ostacoli al commercio internazionale, e l'economia globale allocherà le risorse in modo meno efficace (Robinson 1966).<sup>21</sup>

Ci si aspetta che l'economia mondiale funzioni in modo più efficace quando gli obiettivi macroeconomici non impediscono l'efficienza dell'economia internazionale, cioè quando la somma degli obiettivi correnti è uguale a zero.<sup>22</sup> È più probabile che questa situazione commerciale positiva venga raggiunta quando esiste un egemone che svolge il ruolo di *n-esimo* paese stabilendo il suo obiettivo per le partite correnti (o la sua tolleranza) all'opposto della somma degli obiettivi correnti degli altri *n-1* paesi. L'egemone deve assicurarsi che gli *n-1* paesi non abusino collettivamente di lui, con conseguenti costi sociali (Stoga 1986) e deve subordinare la sua prestazione economica al proprio ruolo internazionale: se non vi riesce, indebolisce la propria capacità di continuare a essere un egemone efficace.<sup>23</sup> Fin dal 1982 il livello globale di attività economica è stato sostenuto grazie alla funzione di locomotiva globale svolta dagli Stati Uniti, tramite la gestione dei principali disavanzi correnti internazionali e il loro finanziamento con passività sull'estero, in gran parte assorbite dal sistema finanziario privato (tabella 2). Eliminare il disavanzo corrente statunitense, in assenza di espansione da parte dei paesi con avanzi cronici, equivarrebbe probabilmente a gettare l'economia globale nella recessione, anche senza gravi spostamenti nei tassi di cambio, riducendo l'efficienza dovuta alla stabilità.

<sup>21</sup> È probabile che un avanzo corrente aiuti le imprese di una nazione a mantenere la propria competitività internazionale, grazie ai profitti derivati da un tasso di cambio più favorevole per la valuta nazionale rispetto a quello che si avrebbe avuto con un saldo delle partite correnti in pareggio (Mülberg e Gray 1992).

<sup>22</sup> La maggior parte dei paesi ha una serie di obiettivi per il saldo delle partite correnti tali che, se la somma degli obiettivi espressi è positiva, le inefficienze crescono solo quando la somma degli obiettivi minimamente accettabili è positiva.

<sup>23</sup> Ciò è quanto gli Stati Uniti non sono chiaramente riusciti a fare. Questa pressione iniziò nei primi anni '60 con l'espansione di Kennedy e, molto più gravemente, con il coinvolgimento del paese nella guerra del Vietnam. In questo caso il ruolo di guardiano del mondo era in contrasto con quello di egemone finanziario e si dovette rinunciare a o sacrificare uno di essi (Gray 1996).

TABELLA 2

VALORE NETTO INTERNAZIONALE (VNI) DEGLI USA  
(con investimenti diretti al costo corrente;<sup>a</sup>  
miliardi di dollari a fine anno)

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994 <sup>d</sup>
VNI (fine dell'anno precedente)	+378,9	+363,0	+231,4	+132,8	+45,0	-11,1	-134,5	-250,3	-251,1	-355,1	-515,7	-545,3
Saldo di conto corrente	-44,0	-99,0	-124,2	-150,9	-166,3	-127,1	-106,3	-92,1	-7,4	-62,4	-100,0	-151,2
Discrepanza statistica <sup>b</sup>	+22,2	+21,3	+23,0	+31,2	-4,0	+55,5	+3,9	+32,6	+2,6	+62,5	+36,0	-14,3
Adattamenti totali <sup>c</sup>	+5,9	-53,9	+2,6	+31,9	+144,2	-51,8	-13,4	+58,7	-99,2	-160,7	+34,4	+30,0
VNI alla fine dell'anno	+363,0	+231,4	+132,8	+45,0	-11,1	-134,5	-250,3	-251,1	-355,1	-515,7	-545,3	-680,8
<i>Memorandum</i>												
con gli investimenti diretti a valore di mercato	+292,1	+172,9	+135,8	+136,4	+71,3	+14,8	-77,1	-211,7	-349,0	-570,6	-453,9	-584,0

<sup>a</sup> L'oro viene valutato al prezzo di mercato di fine anno (si veda nota 7). Le motivazioni di mercato del valore netto internazionale sono date nei memorandum. Per i dettagli si vedano le fonti.

<sup>b</sup> Quando è positiva, la "discrepanza statistica" indica "crediti non spiegati". È chiaro che dati incompleti tendono a ridurre la diminuzione di VNI.

<sup>c</sup> Questa cifra include i cambiamenti di valore sia delle attività reali sia di quello finanziario, e anche dei flussi netti di capitale.

<sup>d</sup> Preliminare.

Fonti: *Survey of Current Business*, 75 (giugno, 1993), pp. 60, 70 e 85; per i dettagli sulla motivazione per l'uso dei costi correnti e di mercato si vedano Landefeld e Lawson (1991) e Scholl (1991).

#### 4. L'egemone come creatore di beni pubblici internazionali

Per funzionare in modo efficiente in un mondo sconvolto da shock e cambiamenti repentini, un sistema finanziario deve o avere alcune caratteristiche innate che gli permettano di assorbire e sopravvivere agli shock esogeni (robustezza) o dedicare risorse alla creazione di capacità di assorbimento di shock (aumentando *a*). Le misure atte ad aumentare la stabilità sono beni pubblici (Cooper 1977). La loro introduzione in un sistema finanziario integrato a livello internazionale è agevolata dall'esistenza di un egemone.<sup>24</sup> È probabile che la quantità auspicabile di beni pubblici capaci di incrementare la stabilità aumenti quando:

1) grandi imprese finanziarie commettono gravi errori di valutazione (subendo delle perdite) così che il sistema finanziario diventa più vulnerabile all'insolvenza, all'effetto domino e alla crisi, mentre l'adeguatezza patrimoniale dei suoi intermediari viene erosa;

2) le innovazioni tecnologiche aumentano l'interdipendenza tra mercati finanziari di diverse nazioni con la possibilità di violente fluttuazioni nei prezzi delle attività nella valuta che subisce prelievi netti e di insolvenze potenzialmente diffuse;

3) la nazione della valuta chiave ha un rapporto molto elevato tra debiti, detenuti da stranieri e facilmente incassabili, e riserve, così che una fuga dalla sua valuta potrebbe essere provocata dai titolari di attività, interessati al valore delle loro attività, denominate in dollari, nella loro moneta nazionale.

Nuove tecnologie riguardanti il movimento di fondi tra attività (e valute) e il maggior indebitamento degli intermediari finanziari dell'egemone aumentano sia *a* sia *b*.

<sup>24</sup> Questa sezione s'ispira ampiamente alla sezione V di Kindleberger (1986). Il leader può, naturalmente, fornire semplicemente i beni pubblici, ma tale atteggiamento incrementerebbe il costo interno della *leadership* e la probabilità per l'egemone di perdere alla fine la sua capacità di reggere il peso di tale ruolo. Stoga (1986) afferma che imporre condizioni è una tattica legittima da parte dell'egemone: le decisioni di creare beni pubblici possono essere imposte, ad esempio, da una politica commerciale discriminatoria applicata contro le nazioni con avanzi cronici in periodi di elevato surplus netto (equazione 4). Tale possibilità rispecchia la clausola della "valuta scarsa" (articolo VII del Fondo Monetario Internazionale (si veda Tew 1958, p. 92).

In pratica, l'esistenza di un egemone dominante elimina molti dei motivi di preoccupazione legati all'offerta di beni pubblici. L'egemone vigilerà sul proprio sistema finanziario privato in modo da garantire l'assenza di qualsiasi debolezza cronica. Molto importante è il fatto che non vi sia più bisogno di preoccuparsi che la banca centrale dell'egemone abbia la capacità di fornire sufficiente liquidità, poiché la liquidità viene definita rispetto alla moneta stessa dell'egemone.

Un egemone debole non ispira lo stesso grado di fiducia da parte dei depositanti, e un egemone debole può svolgere in modo efficace solo il ruolo di *n-esimo* paese in senso macroeconomico al costo d'indebolire la sua funzione egemonica. I beni pubblici atti ad aumentare la stabilità sono veramente necessari e tanto più lo diventano quanto più debole è la capacità dell'egemone di resistere agli shock avversi. Se l'innescò della crisi è costituito dalla fuga dalla valuta dell'egemone, allora l'egemone non può, da solo, fornire liquidità al sistema, poiché può solo offrire la sua moneta, che si trova già in forte eccesso di offerta (aumentando enormemente *b*).

Quando non esiste un egemone nazionale efficace, i servizi prestati dall'egemone devono essere forniti congiuntamente dopo che è stato raggiunto un accordo tra le nazioni principali: in altri termini, l'egemone diventa un comitato o un egemone supplente.<sup>25</sup> I problemi basilari nella fornitura di beni pubblici in grado di aumentare la stabilità in un sistema retto da un comitato-egemone sono:

1) la mancanza di volontà da parte delle autorità nazionali di *stipulare un'assicurazione* contro l'instabilità, sostenendo un costo (politico o sociale) noto e attuale piuttosto che rischiare di esporsi a una crisi che viene percepita come scarsamente probabile nel breve periodo;

2) l'incapacità dei potenziali beneficiari di riconoscere il loro interesse nella stabilità del sistema finanziario;

<sup>25</sup> Un sistema non egemonico potrebbe avvicinarsi al concetto di "regime" utilizzato dai politologi. Nell'ambito di tale concetto, le istituzioni e i regolamenti stabiliti permetteranno agli attori di agire congiuntamente per trattare questioni d'interesse comune. Per una valutazione della capacità di un regime di sostituire un egemone, si veda Kindleberger (1988, pp. 153-159). Un comitato egemone composto da un piccolo numero di nazioni importanti, ad esempio l'Europa (Germania), il Giappone e gli Stati Uniti, sarebbe più efficace, ma sussiste il rischio concreto che le relazioni tra i membri del comitato siano mutevoli e possano deteriorarsi violentemente in periodi di crisi o, invero, la crisi potrebbe essere attribuita alla (percezione della) grave tensione esistente tra i membri del comitato egemone.

3) il problema del *free rider* (dove alcuni paesi cercano di trarre vantaggio da misure concepite per aumentare la robustezza del sistema senza contribuire al costo corrente);

4) la necessità per i negoziatori internazionali (il partito politico al potere) di essere considerati come difensori degli interessi dei propri elettori (gli interessi competitivi internazionali dei gruppi di pressione nazionali).

Quando si ha un comitato come egemone, i rischi risiedono nella difficoltà di raggiungere una totale cooperazione e un pieno accordo tra i membri del comitato, poiché i (rappresentanti dei) membri possono essere in conflitto rispetto ai problemi sopra elencati. La necessità di beni pubblici in grado di aumentare la stabilità cresce con la turbolenza del sistema finanziario internazionale e con la sua fragilità. E comunque, a metà degli anni '90, i due fenomeni sono tali da suscitare inquietudine (Schlesinger 1988).

Data la possibilità di frizione tra i membri del comitato in un periodo di tensione, gli accordi devono essere definiti chiaramente *ex ante*, in modo che il sistema diventi un "regime"<sup>26</sup> e l'offerta di beni pubblici sia istituita senza bisogno di autorizzazione da parte dei politici. La difficoltà risiede nel negoziare un "regime" di tal genere e nel mantenerlo aggiornato rispetto agli sviluppi tecnologici.

L'offerta di misure in grado di aumentare la stabilità a un livello tale da far sì che il costo marginale dell'offerta di tali beni sia inferiore o uguale al valore atteso (negativo) netto attuale della malfunzione è un mero esempio del principio di assicurazione contro il rischio. L'offerta di tali beni richiede attualmente una piccola spesa certa contro il verificarsi di un evento poco probabile che comporterebbe perdite di altissimo valore, cioè una rinuncia certa ai "propri" interessi correnti (individuali o di gruppo) per futuri e incerti benefici "collettivi". Kunreuther *et al.* (1978) indicano che le decisioni di stipulare assicurazioni private tendono a diventare non razionali con la diminuzione della probabilità prevista dell'evento.<sup>27</sup> In un mondo in cui l'azione collettiva è considerata tendenzialmente non efficiente al minimo costo, ci si deve aspettare un orientamento sfavorevole ad attività assicurative di questo tipo.

<sup>26</sup> Si veda la nota precedente.

<sup>27</sup> Si vedano Tversky e Kahneman (1982) e Simon (1978).

Si può ritenere che la necessità di un "regime" abbia origine da due possibilità che non si escludono a vicenda. La prima: l'egemone di un tempo non riconosce la sua perdita di capacità. Sfortunatamente, non vi è un segnale innegabile che indichi la perdita della capacità di svolgere il ruolo di egemone debole, tranne una crisi reale o *in fieri*, e la perdita del vantaggio finanziario di avere l'indebitamento nazionale denominato in valuta nazionale può spingere l'egemone a non voler riconoscere la sua debolezza. La seconda: gli altri principali poteri finanziari non avvertono il pericolo di crisi insito nella mancanza di un egemone e sono pronti a permettere all'ex egemone di continuare a svolgere tale ruolo come se fosse ancora in possesso della necessaria forza finanziaria. In altri termini, tutte le nazioni sono "miopi" di fronte alle catastrofi (nel contesto, una tendenza cronica a sottovalutare la probabilità di malfunzione) e non apprezzano a sufficienza il valore dei beni pubblici in grado di aumentare la stabilità. Vi è una presunzione di stabilità diffusa. Il problema può anche essere aggravato dal non riuscire a riconoscere che le misure atte ad aumentare l'efficienza connessa alla stabilità non possono essere applicate velocemente, né possono essere concepite per avere un effetto immediato, a meno che esse non siano già in vigore e non siano soggette a cadere a pezzi come risultato di tensioni politiche di breve periodo.

Il problema del *free rider* esiste quando un singolo soggetto a rischio non stipula il premio assicurativo perché ritiene che il resto delle persone a rischio pagherà collettivamente il premio necessario. Spesso l'aumento della stabilità implica una regolamentazione più vincolante e più imparziale per le imprese nazionali: i paesi che hanno permesso alle proprie imprese finanziarie di navigare con il vento a favore si accorgeranno che queste imprese perderanno vantaggi competitivi. Ciò causa serie difficoltà ai rappresentanti politici presenti in conferenze internazionali.

In questo caso vi possono essere serie difficoltà nel garantire l'adeguata efficienza da stabilità sotto l'egida di un egemone in forma di comitato, nonostante il fatto che l'esistenza di un egemone sia nell'interesse di tutti. La volontà di fronteggiare le necessità del sistema nasce probabilmente solo quando la possibilità di una crisi è considerata sufficientemente grande da non poter ritardare l'applicazione di misure preventive.

## 5. Implicazioni del nuovo sistema

Se non vi è alcuna nazione in grado o desiderosa di essere il leader finanziario del mondo, allora è necessaria la cooperazione internazionale. Né il Giappone, né la Germania sono in grado di agire a tutela del sistema.<sup>28</sup> Gli Stati Uniti non possono continuare all'infinito a svolgere il ruolo di egemone debole, mentre le sue passività internazionali *nette* stanno aumentando di circa 100 miliardi di dollari l'anno (tabella 2) e le sue passività private lorde sull'estero, facilmente incassabili, aumentano a un ritmo leggermente più elevato (tabella 3).<sup>29</sup> Il Comitato Cooke o di Basilea dei paesi appartenenti al G-10 (più Svizzera e Lussemburgo), sotto gli auspici della Banca dei Regolamenti Internazionali, ha fatto progressi nel creare un accordo tra banche centrali sull'adeguatezza patrimoniale e sulla responsabilità per le insolvenze di banche e di filiali straniere di banche.<sup>30</sup> Il Comitato tuttavia non è autorizzato a trattare la questione della cooperazione macroeconomica, inclusa quella della funzione del mutuante di ultima istanza quando i mutui devono essere fatti in valute diverse da quella chiave, e ancora meno a trattare il problema di come sostituire il dollaro statunitense e i mercati finanziari privati degli Stati Uniti, elementi fondamentali del sistema esistente.

È probabile che l'assenza di un egemone dominante o persino di un egemone debole limiti il modo in cui si può definire il sistema finanziario internazionale. Ad esempio, un sistema egemonico di tipo comitato può non essere compatibile con l'assoluta libertà di movimenti di capitale, semplicemente perché è probabile che tale sistema si riveli meno robusto di quello con un egemone dominante. La

<sup>28</sup> Si può considerare la Germania troppo preoccupata dall'adozione di una moneta unica nell'Unione Europea, che necessiterà di un periodo di adattamento prima che l'ecu possa divenire una moneta globale. Per gli impedimenti culturali che precludono al Giappone il ruolo di egemone, si veda Murphy (1989). Si potrebbe attribuire il fallimento degli Stati Uniti nel mantenere il ruolo di egemone al fatto di aver svolto tale ruolo senza avvertire il modo in cui questo compito e gli altri due suoi ruoli di leader indebolivano la sua capacità (Gray 1996).

<sup>29</sup> È l'ordine di grandezza delle passività facilmente incassabili piuttosto che il deterioramento annuale del valore netto internazionale a costituire il nocciolo della questione: gli Stati Uniti possono caricare i costi dell'interesse al debito (Godley 1995). Circa la metà delle passività rispetto a stranieri sono passività di banche commerciali: un ritiro improvviso di tali depositi potrebbe mettere a repentaglio la solvibilità di quelle banche (sebbene la politica del "troppo grande per fallire" potrebbe trasmettere lo shock dalle singole banche al Tesoro statunitense).

<sup>30</sup> Le questioni trattate in questo paragrafo vengono sviluppate in maggior dettaglio in Gray e Gray (1992).

TABELLA 3

ATTIVITÀ FINANZIARIE DI NON AMERICANI PRESENTI SUI MERCATI FINANZIARI USA  
(dati di fine anno in miliardi di dollari)

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994 <sup>p</sup>
Attività ufficiali	194,5	199,7	202,5	241,2	283,1	322,0	341,9	375,4	401,7	442,7	516,7	545,3
Attività private	487,7	580,2	737,3	927,2	1.051,6	1.221,4	1.451,9	1.474,9	1.593,2	1.716,6	1.866,4	2.032,8
Titoli di stato USA	33,9	62,1	88,0	96,1	82,6	100,9	166,5	162,4	189,5	224,8	253,3	265,6
Altri titoli	17,5	32,4	82,3	140,9	166,1	191,3	231,7	245,7	287,3	319,9	392,1	417,8
Partecipazioni	96,4	96,1	125,6	168,9	175,6	201,0	251,2	221,7	271,9	300,2	340,0	337,9
Passività non bancarie	61,7	77,4	87,0	90,7	110,2	144,5	167,1	213,4	208,9	220,7	229,0	225,1
Passività bancarie	278,3	312,2	354,5	430,6	517,2	583,7	635,2	631,6	636,6	651,3	671,9	786,3

P = preliminare.  
Fonte: *Survey of Current Business* (giugno, 1995, p. 60).

questione diventa allora quella di trovare un compromesso tra il grado di rinuncia, che le singole nazioni sono pronte ad accettare, a un'apparentemente auspicabile mobilità finanziaria internazionale e la loro volontà d'istituire un sistema forte e di sottomettersi (e credere) alla comune disciplina.<sup>31</sup> Nella situazione attuale, quando la principale minaccia per la stabilità finanziaria è una massiccia fuga da quella che viene considerata la valuta chiave, il paese della valuta chiave non può offrire liquidità al sistema finanziario globale, ossia non può svolgere il ruolo di mutuante internazionale di ultima istanza.<sup>32</sup>

Anche un sistema egemonico debole richiede che l'egemone sia in grado di fornire liquidità nella sua propria moneta. Con un egemone di tipo comitato, si devono accantonare enormi linee di credito che devono essere messe a disposizione dalle nazioni (dalle banche centrali) a ogni paese di dimensioni significative che stia subendo un assalto contro la sua moneta. Secondo Kindleberger (1986, p. 8), deve esservi una fonte di offerta in caso di grave penuria, e il mantenimento di mercati aperti in caso di saturazione.

Per preservare il sistema attuale, fatta salva l'evoluzione di un regime di tipo comitato, è necessario finanziare il debito privato facilmente incassabile definito in dollari. Ciò può essere fatto istituendo linee di credito per il Tesoro statunitense, che devono essere definite nella valuta del mutuante, in modo che, nell'eventualità di una fuga dal (o di un attacco al) dollaro, entri efficacemente in funzione un mutuante internazionale di ultima istanza. Come si è visto, tali accordi non possono essere raggiunti al momento della crisi, quando le banche centrali creditrici, persino comprendendo pienamente il loro ruolo, potrebbero essere ostacolate nello svolgimento della loro funzione da politici locali. Non possono essere istituite restrizioni alla convertibilità del dollaro, qualora ciò fosse possibile, finché il sistema esistente non è stato sostituito.<sup>33</sup>

<sup>31</sup> La nuova argomentazione contro un'assoluta libertà di circolazione del capitale finanziario, compatibile con quanto sostenuto in questo articolo, è presentata da Wallace (1990). L'idea che i movimenti internazionali di capitale finanziario privato debbano essere limitati nell'interesse della praticabilità del sistema finanziario internazionale è compatibile con il compromesso tra efficienza allocativa ed efficienza connessa alla stabilità sviluppato da Gray e Gray (1981).

<sup>32</sup> Vi è un infausto confronto con il periodo tra le due guerre, quando le due nazioni con grandi riserve, Francia e Stati Uniti, non erano disposte a svolgere il ruolo di mutuante internazionale di ultima istanza.

<sup>33</sup> La proposta di Tobin (1978) sarebbe più efficace nel contrastare una crisi speculativa se l'aliquota fiscale potesse essere aumentata dalla banca centrale che sta subendo una fuga di valuta. Tale possibilità dovrebbe probabilmente ridurre la volontà degli stranieri di finanziare una moneta sopravvalutata. Si veda anche Davidson (1995).

Se il nuovo sistema, come ci si deve aspettare, conserva la fiducia nelle monete nazionali, bisogna provvedere a garantire l'assenza di crisi finanziarie globali con tutte le loro implicazioni sull'economia reale (Gray 1990). Ciò richiede che le nazioni riconoscano la necessità di un tale sistema, se lo si vuole stabile. Deve essere tenuta presente la possibilità che un mondo liberista sia capace d'instabilità e si deve considerare la possibilità di qualche sorta d'impedimento ai movimenti internazionali di capitali finanziari privati. L'esistenza di un mutuante internazionale di ultima istanza ora diventa un'operazione di tipo comitato in cui viene istituito qualcosa di simile ad accordi di *swap* di lungo periodo a condizioni precedentemente specificate.

## 6. Conclusione

Il sistema finanziario globale è soggetto a crisi, in gran parte a causa della possibilità di violenti spostamenti di fondi tra monete nazionali con corrispondenti grandi fluttuazioni dei tassi di cambio.<sup>34</sup> Tali fluttuazioni e le parallele transazioni finanziarie potrebbero causare una diminuzione dei prezzi delle attività finanziarie denominate in dollari nei mercati finanziari statunitensi, a scapito del benessere dell'economia mondiale. Non è possibile tornare a un sistema egemonico – neppure a uno debole – e si deve creare un sistema con un comitato egemone. In questo processo, è necessario definire la libertà dell'attività finanziaria internazionale in termini di capacità del nuovo sistema di preservare la stabilità e la funzionalità.

<sup>34</sup> Tali tensioni possono avere origine da un disaccordo politico o dal timore diffuso di una rottura degli accordi commerciali, così come essere il risultato di dirette tensioni finanziarie. Si potrebbe sostenere che gli Stati Uniti, grazie al loro indebitamento, hanno perso la loro libertà di azione politico-commerciale con le nazioni creditrici perché una linea dura provocherebbe ritiri di fondi dettati dal panico.

## BIBLIOGRAFIA

- ACHESON, DEAN (1944), "Statement", *Hearings on Post-War Economic Policy and Planning*, Special Committee on post-war policy and planning, U.S. House of Representatives, 78th Congress, second session, November 30.
- COOPER, RICHARD N. (1977), "Worldwide vs. regional integration: is there an optimal size of the integrated area?", in Fritz Machlup ed., *Economic Integration: Worldwide, Regional and Sectoral*, Halstead, New York.
- DAVIDSON, PAUL (1991), "What international payments scheme would Keynes have suggested for the twenty-first century?", in Paul Davidson and Jan Kregel eds, *Economic Problems of the 1990s*, Edward Elgar Publishing Company, Cheltenham.
- DAVIDSON, PAUL (1995), "Are grains of sand in the heels of international finance sufficient to do the job when boulders are often required?", dattiloscritto.
- EICHENGREEN, BARRY (1989), "Hegemonic stability theories of the international monetary system", in Richard N. Cooper et al. eds, *Can Nations Agree?*, The Brookings Institution, Washington.
- EICHENGREEN, BARRY e PETER B. KENEN (1944), "Managing the world economy under the Bretton Woods System: an overview", in Peter B. Kenen ed., *Managing the World Economy: Fifty Years after Bretton Woods*, The Institute for International Economics, Washington, pp. 3-57.
- GODLEY, WYNNE (1995), "The U.S. balance of payments, international indebtedness and economic policy", *Jerome Levy Institute Public Policy Brief*, no. 23.
- GRAY, H. PETER (1974), *An Aggregate Theory of International Payments Adjustment*, Macmillan Press, London.
- GRAY, H. PETER (1990), "A model of depression", *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, September, pp. 269-288.
- GRAY, H. PETER (1992), "Dangers in the reduction of the U.S. international net worth", *The International Trade Journal*, VI, Summer, pp. 427-442.
- GRAY, H. PETER (1992), "The burdens of global leadership", in Khosrow Fatemi ed., *International Trade in the 21st Century*, Pergamon, London.
- GRAY, H. PETER e JEAN M. GRAY (1994), "Minskian fragility in the international financial system", in Gary Dymnsky and Robert Pollin eds, *New Perspectives in Monetary Macroeconomics: Explorations in the Tradition of Hyman P. Minsky*, University of Michigan Press, Ann Arbor, pp. 143-168.
- GRAY, JEAN M. e GRAY, H. PETER (1981), "The multinational bank: a financial MNC?", *Journal of Banking and Finance*, 5, March, pp. 33-64.
- HICKS, J.R. (1946), *Value and Capital*, seconda edizione, Oxford University Press, London.
- KEOHANE, ROBERT O. (1994), "Comment on Eichengreen and Kenen", in Peter B. Kenen ed., *Managing the World Economy: Fifty Years after Bretton Woods*, The Institute for International Economics, Washington, pp. 58-63.
- KEYNES, J.M. (1933), "National self-sufficiency", *The Yale Review*, XXII, June, pp. 755-769.
- KINDLEBERGER, CHARLES P. (1986), "International public goods without international government", *American Economic Review*, 76, March, pp. 1-13.
- KINDLEBERGER, CHARLES P., (1988) *The International Economic Order: Essays on Financial Crisis and International Public Goods*, MIT Press, Cambridge, Mass.
- KUNREUTHER, HOWARD et al. (1978), *Disaster Insurance Protection: Public Policy Lessons*, Wiley, New York.
- LANFELD, J. STEVEN e ANN M. LAWSON (1991), "Value of the U.S. net international investment position", *Survey of Current Business*, 71, May, pp. 40-49.
- MILBERG, WILLAM S. e H. PETER GRAY (1992), "International competitiveness and policy in dynamic industries", *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, March, pp. 59-80.
- MINSKY, HYMAN P. (1986), "Global consequences of financial deregulation", *The Marcus Wallenberg Papers on International Finance*, 2, no. 1, International Law Institute and School of Foreign Service, Georgetown University, Washington.
- MURPHY, R. TAGGART (1989), "Power without purpose: the crisis of Japan's financial dominance", *Harvard Business Review*, March-April, pp. 71-83.
- ROBINSON, JOAN (1966), *The New Mercantilism*, Cambridge University Press, Cambridge.
- SCHLESINGER, JAMES R. (1988), "Domestic policies and international capital flows", in Martin Feldstein ed., *The United States and the World Economy*, University of Chicago Press, Chicago, pp. 644-654.
- SCHOLL, RUSSEL B. (1990), "International investment position: component detail for 1989", *Survey of Current Business*, June, pp. 54-65.
- SIMON, HERBERT A. (1978), "Rationality as process and as product of thought", *American Economic Review*, 68, May, pp. 1-16.
- STOGA, ALAN J. (1986), "If America won't lead", *Foreign Policy*, no. 64, pp. 79-97.
- TEW, BRIAN (1958), *International Monetary Co-operation, 1945-56*, Hutchinson, London.
- TINBERGEN, JAN (1970), *On the Theory of Economic Policy*, North Holland, Amsterdam.
- TOBIN, JAMES (1978), "A proposal for international monetary reform", *Eastern Economic Journal*, 4, January-March, pp. 153-159.
- TRIFFIN, ROBERT (1961), *Gold and the Dollar Crisis*, Yale University Press, New Haven.
- TRIFFIN, ROBERT (1987), "The IMS (International Monetary System ... or Scandal?) and the EMS (European Monetary System)", *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, September, pp. 239-261.

TVERSKY, A. e D. KAHNEMAN (1982), "Judgement under uncertainty. Heuristics and biases", in D. Kahneman, P. Slovic and A. Tversky eds, *Judgement under Certainty: Heuristics and Biases*, Cambridge University Press, New York, pp. 3-22.

WALLACE, NEIL (1990), "Why markets in foreign exchange are different from other markets", *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, Winter, pp. 12-17.