

## Il dollaro: ieri, oggi e domani \*

Già altre volte ho parlato del dollaro, e non sempre con previsioni fortunate. Nel 1950, dopo aver lasciato l'amministrazione federale, scrissi un libro dal titolo *The Dollar Shortage*,<sup>1</sup> ove tentavo di giustificare da un punto di vista scientifico i programmi di assistenza varati nel dopoguerra dal governo americano, con cui avevo collaborato. Nel decennio successivo la scarsità di dollari si trasformò in quella che molti economisti considerarono una sovrabbondanza, cosicché coloro che presiedevano a mie conferenze e seminari non mi risparmiarono punzecchiature. Se avessi intitolato il libro "persistente squilibrio nelle bilance dei pagamenti" avrei evitato frecciate, ma venduto meno copie. Il messaggio era comunque questo: che l'equilibrio non è né istantaneo né continuo, una verità che dopo trentacinque anni sembra conquistare lentamente qualche credito. Nel 1966 apparve un altro mio volume dal titolo *Europe and the Dollar*,<sup>2</sup> raccolta di saggi e articoli sulla bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti. In quello stesso anno scrissi per l'*Economist* (di Londra) un articolo in collaborazione con Emile Despres e Walter Salant, "Il dollaro e la liquidità mondiale: un'opinione di minoranza",<sup>3</sup> in cui si affermava che il dollaro, contrariamente a quanto riteneva la maggior parte degli economisti, non era in *deficit*, giacché gli Stati Uniti erano in realtà una banca e non, come altri paesi, un'impresa industriale o commerciale. Le banche sono aziende particolari e, a differenza delle aziende non bancarie, non sono in *deficit* quando prestano a lungo e si indebitano a breve termine. Parliamo al vento. E purtroppo la forza della nostra tesi è stata completamente scalzata dal fatto che gli Stati Uniti sono ormai incorsi in un grave *deficit* reale.

---

\* Versione riveduta della "George W. Stocking Memorial Lecture" tenuta alla Vanderbilt University, Nashville, Tennessee, il 17 ottobre 1985.

<sup>1</sup> The Technology Press of Massachusetts Institute of Technology e John Wiley and Sons, New York, 1950.

<sup>2</sup> M.I.T. Press, Cambridge, Mass., 1966.

<sup>3</sup> "The Dollar and World Liquidity: A Minority View", riprodotto come Capitolo IV del mio *International Money: A Collection of Essays*, George Allen & Unwin, Londra 1981.

A conclusione di questa deludente rassegna, che rende poco plausibile qualsiasi mia pretesa di presentarmi come esperto della moneta americana, nel 1976 affermai: «Attualmente il sistema economico mondiale è afflitto da disagio e incertezza. Il dollaro è finito come moneta internazionale, ma non c'è nessun erede evidente ...».<sup>4</sup> Ho forse ragione per la prima e l'ultima di queste tre concise affermazioni, ma debbo ammettere di aver sbagliato sostenendo che il dollaro abbia fatto il suo tempo.

Questa premessa è un avvertimento a non scommettere su eventuali previsioni che potrebbero essere ricavate dal discorso che segue; il quale considera dapprima la situazione di ieri, per poi passare, più o meno sistematicamente all'oggi, e quindi al domani.

## Ieri

La mia spiegazione della scarsità di dollari nell'immediato dopoguerra non si basava, come ad es. faceva Thomas Balogh,<sup>5</sup> sulla previsione che gli Stati Uniti sarebbero stati investiti da una profonda recessione, ma piuttosto su una prospettiva di espansione degli Stati Uniti meno rapida che nel resto del mondo, impegnato a fondo in programmi di ricostruzione e di sviluppo economico. Ciò significava che gli Stati Uniti avrebbero avuto un'eccedenza di esportazioni, che avrebbe portato, in tempi normali, a un ampio deflusso di capitali statunitensi. Ma in quel tempo — così ragionavo — i mercati finanziari privati erano ancora sotto lo *shock* delle insolvenze degli anni '30. Cosicché, con un *surplus* di esportazioni da finanziare, la deficienza di finanziamenti privati doveva essere colmata con sovvenzioni governative e con prestiti di istituzioni come la Banca Mondiale.

Ammetto di non aver previsto la rapidità e la generosa consistenza con cui i capitali privati ripresero a defluire. Essi aumentarono fino a far fronte al *surplus* di esportazioni, e poi andarono oltre, poiché il resto del mondo prendeva a prestito dollari per tenerli come riserva. Ciò mise in agitazione molti osservatori. Walther Lederer, del Dipartimento del

<sup>4</sup> In "Systems of International Economic Organization", riprodotto in *ibid.*, p. 314.

<sup>5</sup> THOMAS BALOGH, *The Dollar Crisis*, Blackwell, Oxford, 1949.

Commercio, ridefinì il disavanzo in modo da includervi ogni incremento di riserve estere in dollari.<sup>6</sup> Robert Triffin chiamò in causa il *gold-exchange standard*, che consentiva agli Stati Uniti di acquistare beni e fare investimenti in cambio di titoli di debito che non venivano mai presentati all'incasso.<sup>7</sup> Despres, Salant ed io la pensavamo diversamente: per noi gli Stati Uniti agivano come una banca che prestava al resto del mondo, il quale voleva trasformare parte dei prestiti in beni e servizi e parte in accresciuta liquidità. Gli Stati Uniti, operando come una banca, era normale che prestassero a lungo e si indebitassero a breve termine: non si trattava né di un disavanzo, come pensava Lederer, né di un'assurdità, come pretendeva Triffin.

Certamente, una banca deve conservare la fiducia dei depositanti, che i preoccupati discorsi dei presidenti, da Eisenhower a Nixon, non rafforzavano. Le banche debbono anche mantenere un certo rapporto di riserva. In quel periodo le riserve auree degli Stati Uniti andarono invece diminuendo: l'oro di nuova estrazione veniva accumulato altrove, e alcuni paesi, in particolare la Francia, convertirono dollari in oro. Negli anni '50 e '60 i prestiti e gli aiuti statunitensi all'estero superarono gli avanzi delle esportazioni di 2-4 miliardi di dollari l'anno. Se le riserve fossero cresciute in proporzione, non vi sarebbero stati problemi; ma ciò non avvenne. Il Tesoro finalmente acconsentì alla creazione dei Diritti Speciali di Prelievo (DSP), o oro carta, non per ovviare al fabbisogno mondiale di liquidità, che poteva essere soddisfatto aumentando l'indebitamento in dollari, ma per accrescere le riserve statunitensi.

La situazione peggiorò per due motivi: il Vietnam e l'elezione di Nixon nel 1972. Il Vietnam provocò inflazione, perché il Presidente Johnson non si sentì di chiedere al Congresso l'approvazione di nuove tasse suggeritegli dai suoi economisti. Egli temeva che una richiesta del genere avrebbe provocato in Congresso una discussione sulla guerra nel Vietnam dagli esiti difficilmente prevedibili. La guerra fu perciò finanziata con disavanzi di bilancio, in modo inflazionistico. A sua volta, il Presidente Nixon fece di tutto per essere rieleto: in questo "tutto" vi fu anche il tentativo di sollevare l'economia degli Stati Uniti, in modo da farla marciare a pieno regime per l'autunno del 1972. Nella primavera del 1970, sotto la guida di Arthur Burns, la Riserva Federale cominciò

<sup>6</sup> Si vedano i suoi articoli in diversi numeri del U.S. DEPARTMENT OF COMMERCE, *Survey of Current Business*, dai tardi anni '50 in poi.

<sup>7</sup> ROBERT TRIFFIN, *Gold and the Dollar Crisis*, Yale University Press, New Haven, CT., 1958.

a espandere l'offerta di moneta per far diminuire i tassi d'interesse. Le cose si complicarono perché, nello stesso tempo, in Germania la *Bundesbank* stava alzando i propri tassi per proteggersi dal contagio dell'inflazione statunitense. I mercati monetari di New York e di Francoforte erano collegati dal mercato dell'Eurodollaro. Fondi defluivano quindi da New York verso, diciamo, Londra, dove venivano presi a prestito da aziende tedesche che intendevano rifinanziare i propri debiti a un interesse più basso. I dollari venivano venduti alla *Bundesbank* contro marchi, e ridepositati nel mercato dell'eurodollaro. Le banche centrali, anziché cooperare, stavano adottando politiche contrastanti. Alla fine vinsero gli Stati Uniti, ma al prezzo di inondare il mondo di dollari. Il "disavanzo", in precedenza di 2-4 miliardi di dollari l'anno, balzò a 20 miliardi nel 1971 e a 30 l'anno successivo. Le conseguenze furono varie: non si ebbero soltanto la sospensione della conversione di dollari in oro e l'introduzione della sovrattassa sulle importazioni dell'agosto 1971, ma cominciò anche, molto prima dell'impennata dei prezzi petroliferi del novembre 1973, una pericolosa corsa alla concessione di prestiti ai paesi del Terzo Mondo.

Non è chiaro, in termini di analisi economica, se l'abbandono di Bretton Woods, implicito nelle traumatiche decisioni di Nixon dell'agosto 1971, fosse dovuto al saldo commerciale sfavorevole conseguente all'inflazione dei tardi anni '60, cui si era forse aggiunta una certa perdita di capacità innovativa delle imprese americane, o al deflusso di capitali. Qualunque fossero le cause, il dollaro appariva debole, e ciò fece aumentare il ricorso a prestiti in dollari. Fino a quel momento, ci si era indebitati in dollari da spendere o da tenere. In seguito ci si indebitò in dollari da spendere o da cambiare in yen, franchi svizzeri, marchi tedeschi o lire italiane. La debolezza del 1970 e 1971 non fu corretta dall'abbandono di Bretton Woods, né dai nuovi tassi di cambio rappezzati allo *Smithsonian Institute* nel dicembre 1971. Nella primavera del 1973 era ormai chiaro che non si era avuto nessun miglioramento e, con l'adozione di tassi di cambio flessibili, il dollaro venne svincolato sia dall'oro, sia dai DSP, sia da altre monete.

Molti economisti avevano raccomandato tassi di cambio flessibili, per motivi che andavano da elevate questioni di principio a espedienti di basso profilo. Le questioni di principio sottolineavano che i mercati trovano l'equilibrio attraverso movimenti dei prezzi e che l'abbandono della convertibilità dava alle autorità monetarie l'autonomia necessaria a riservare priorità a obiettivi interni. E si riteneva che i movimenti di capitali si sarebbero esauriti, poiché i rischi di cambio avrebbero

allontanato gli operatori più prudenti. Si era bensì osservato che quando il Canada aveva adottato un tasso di cambio liberamente fluttuante i capitali avevano continuato a ondeggiare in misura vistosa, ma si pensava essersi trattato di un caso speciale. Si dimostrò trattarsi invece della regola. I flussi di capitali continuarono dopo il passaggio alla fluttuazione, prima riducendosi per un periodo prolungato, poi su e giù, giù e su. Invece della stabilità prodotta dalla speculazione stabilizzante, si ottenne l'amplificazione (il cosiddetto "overshooting") provocata dalla lentezza degli aggiustamenti negli scambi di merci, la cosiddetta curva J, che scende prima di risalire, peggiora prima di migliorare. Negli anni '70 l'"overshooting" si dimostrò inflazionistico. In un mondo sull'orlo dell'inflazione, una svalutazione faceva aumentare i prezzi, una rivalutazione li lasciava inalterati. Quando il dollaro si svalutava, i prezzi negli Stati Uniti aumentavano; quando risaliva rimanevano stabili. Con il tasso di cambio che saliva e scendeva con movimento sinusoidale, i prezzi erano bloccati verso il basso (il cosiddetto "effetto ratchet"). Il quadro migliorò finalmente nel 1982, quando la Riserva Federale, sotto la direzione di Paul Volcker, applicò i freni monetari per bloccare un'inflazione che si stava surriscaldando sotto l'impatto dell'impennata dei prezzi OPEC del 1979 e del disavanzo provocato dalle riduzioni d'imposta varate da Reagan. I tassi d'interesse negli Stati Uniti salirono, attirando da ogni parte del mondo capitali per nulla timorosi dei rischi di cambio.

Mi sia consentita una breve digressione sulla teoria degli aggiustamenti di bilancia dei pagamenti. Esistono tre approcci all'equilibrio della bilancia dei pagamenti di parte corrente. Il primo sottolinea l'importanza delle elasticità, cioè delle reazioni di importazioni ed esportazioni a variazioni del cambio. Il secondo, che va sotto l'ostico nome di approccio dell'assorbimento, concentra l'attenzione sulla spesa e la non-spesa (cioè il risparmio): la bilancia dei pagamenti di parte corrente è in equilibrio quando la spesa interna è equivalente alla produzione interna; se la spesa supera la produzione, vi è un eccesso di importazioni; se è ad essa inferiore, si ha un eccesso di esportazioni. Il terzo, l'approccio monetario, parte dalla domanda e dall'offerta interne di moneta. Se la domanda supera l'offerta, la produzione aumenta e la spesa diminuisce per ottenere moneta dall'estero mediante un'eccedenza di esportazioni; se l'offerta di moneta supera la domanda ad un certo prezzo corrente, la moneta indesiderata viene spesa in importazioni o prestata all'estero per ricondurre all'equilibrio la domanda e l'offerta di moneta. Nel lungo periodo, tutti e tre i mercati debbono raggiungere

l'equilibrio, il mercato delle elasticità dei beni e servizi, il mercato del reddito e della spesa, e il mercato della moneta. Nel breve periodo, tuttavia, il movimento di aggiustamento può cominciare dall'uno o dall'altro. Per parte mia, non sono convinto che l'approccio monetario sia generale. Mi sembra contrario al senso comune. Nella maggior parte dei casi, noi adeguiamo le nostre riserve liquide ai flussi di reddito e di spesa, non il reddito e la spesa a una qualche rigida domanda di moneta. E' inoltre sempre possibile dare a prestito eccedenze monetarie o indebitarsi per ottenere quanto serve, senza variare la produzione o la spesa.

E' bene notare che è stata abbandonata una tesi sostenuta fino agli anni '70, e cioè la tesi monetarista secondo la quale, in regime di cambi flessibili, si sarebbe sempre avuto equilibrio non soltanto della bilancia dei pagamenti ma anche dei prezzi. Un tasso di cambio, si sosteneva, con cambi flessibili non può essere sottovalutato o sopravvalutato; i prezzi si adeguano immediatamente in modo da realizzare sempre la parità dei poteri d'acquisto. Alcuni di questi teorici si spinsero fino ad affermare che il tasso di cambio a termine era una previsione accurata, o quanto meno una stima attendibile, del cambio che si sarebbe affermato in futuro. Può darsi che oggi gli economisti non sappiano gran che sui mercati dei cambi, ma sono più avanti di quando quello che pensavano di sapere era sbagliato.

Quanto all'"oggi", è difficile dire se il disavanzo statunitense di bilancia dei pagamenti sia meglio interpretato dalla teoria delle elasticità o da quella dell'assorbimento. La spiegazione fondata sulle elasticità è la seguente: il disavanzo di bilancio costringe le autorità monetarie ad adottare una politica restrittiva; il conseguente aumento dei tassi d'interesse attira capitali che provocano rivalutazione del dollaro, sopravvalutazione, e quindi eccesso di importazioni. L'approccio dell'assorbimento semplifica questo meccanismo e si concentra sul fatto che i risparmi sono scarsi negli Stati Uniti ed elevati in Giappone, cossicché il Giappone respinge beni e gli Stati Uniti ne attraggono, e i prezzi sono necessari per spiegare il *deficit*. Considerando i soli risparmi personali, i giapponesi risparmiano più del 20% del reddito personale, gli americani il 2 o il 3%. Si aggiungano i 200 miliardi di dollari di disavanzo federale, e non farà meraviglia che in una fase di espansione che stimola gli investimenti gli Stati Uniti attraggano capitali esteri.

## Oggi

Per gli sviluppi ulteriori è importante sapere se la bilancia dei pagamenti sia dominata dalla sopravvalutazione del dollaro o dal sottorisparmio degli americani e del loro governo. Se la spiegazione va ricercata principalmente nel modello dell'assorbimento, una diminuzione del tasso di cambio non accompagnata da riduzioni del disavanzo di bilancio non farebbe diminuire il disavanzo di bilancia dei pagamenti; se invece al posto di comando vi è il modello delle elasticità, dopo qualche tempo la bilancia dei pagamenti si risanerebbe. Il tasso di cambio potrebbe scendere per una diminuita disposizione dei capitalisti europei e giapponesi a investire negli Stati Uniti. Quanto agli europei, in parte tale disposizione deriva dal pessimismo sulle prospettive di crescita in Europa, e anche dalle inquietudini provocate dalla guerra fredda. Mutamenti in questi campi potrebbero deviare i prestiti dagli Stati Uniti verso l'Europa. Esiste però un altro problema; sapere cioè se l'impennata del dollaro, che ha segnato il culmine di diversi anni di espansione ed è terminata in una sopravvalutazione stimata a circa il 40%, sia oppur no una bolla di sapone, e come le bolle di sapone soggetta a scoppiare. La questione può essere posta in un altro modo: che cosa determina il prezzo del dollaro, forze di mercato speculative o fondamentali fattori economici profondamente radicati? Economisti e operatori tendono ad avere sull'argomento opinioni differenti: gli economisti danno importanza a fattori fondamentali come le bilance dei pagamenti, i bilanci pubblici, i tassi d'interesse, il reddito nazionale, ecc.; operatori come Charles Coombs, abituato a comprare e vendere valute estere per la Banca della Riserva Federale di New York, giurano sulla psicologia del mercato. Nel suo libro *The Arena of International Finance* Coombs dice due volte che coloro che scommettono sui fattori fondamentali perdono la camicia;<sup>8</sup> è successo che molti economisti del settore e consulenti valutari hanno seguito a consigliare i loro clienti, o a decidere per conto proprio di vendere dollari lungo i due anni in cui il dollaro continuava a salire fino al culmine del febbraio 1985.

<sup>8</sup> CHARLES A. COOMBS, *The Arena of International Finance*, Wiley-Interscience, New York, 1976, pp. 116, 235.

I fattori fondamentali mutano lentamente. La psicologia può rovesciarsi (essere rovesciata?) in un attimo. Nella primavera e nell'estate del 1985 tutti erano d'accordo che il dollaro stesse scendendo, o dovesse scendere, ma vi era una grande differenza tra coloro che ritenevano che potesse crollare improvvisamente e coloro che pensavano che il declino dovesse attendere la correzione del disavanzo di bilancio e una diminuzione dei tassi d'interesse. Il regolare e moderato declino del dollaro dal massimo raggiunto alla fine di febbraio, quando la psicologia sembrò in qualche modo mutare direzione arrestando il continuo aumento precedente, fino a luglio sembrò dar ragione alla scuola fondamentalista. In settembre il nuovo Segretario del Tesoro, James Baker, abbandonando la benevola o malevola indifferenza per i fattori psicologici, tentò di far sorgere l'impressione che le maggiori banche centrali avessero concordato una caduta del dollaro e che fossero pronte a vendere dollari per ottenere questo risultato. Il primo giorno, il 23 settembre, si verificò un forte calo, segnando un punto a favore della scuola psicologica. Da quel momento le valute europee hanno avuto un andamento oscillante, mentre il dollaro ha continuato a svalutarsi nei confronti dello yen, che i giapponesi si sforzavano di spingere verso l'alto per prevenire il protezionismo americano a carico dei loro prodotti.

La lenta discesa del dollaro da febbraio a luglio, ripresa dopo il breve crollo del 23 settembre, non comprova la tesi dei fondamentalisti. La giuria è ancora riunita. Sebbene abbondino i casi di mercati che si muovono lentamente in una certa direzione, si arrestano e lentamente mutano direzione, in altri casi il mutamento è improvviso. Abbiamo visto con la svalutazione del peso messicano quale aspetto possa assumere un mercato investito dal panico, quando ognuno si butta verso le uscite. Le aspettative sono molto più mutevoli di quanto non fossero sotto il *gold standard* nei suoi giorni migliori. La ricetta per la stabilità delle aspettative è la stabilità, proprio come la ricetta per un prato inglese è falciarlo e rullarlo ogni sabato pomeriggio per seicento anni. Alcuni econometrici hanno deciso, sulla base dei loro modelli e regressioni, che una caduta incontrollata era impossibile, che il cambio sopravvalutato rifletteva esattamente le reazioni attese ai tassi d'interesse interni ed esteri e ad altre variabili macroeconomiche, e che un declino dei tassi d'interesse statunitensi avrebbe provocato un lento declino del tasso di cambio. Può darsi. Non sono un econometrico, ma ho abbastanza cognizioni di storia finanziaria da non avere molte certezze in questo campo. Mi piacerebbe saperne di più sulla posizione

finanziaria dei detentori esteri di dollari, sapere cioè se essi abbiano acquistato dollari contraendo debiti in valuta nazionale che debbono restituire. Probabilmente l'inversione di tendenza sarebbe più acuta se sono indebitati nel loro paese, e meno grave se hanno semplicemente capitali di proprietà negli Stati Uniti. Ma anche in quest'ultimo caso, se raggiungono la certezza che il dollaro non debba più salire ma possa scendere, essi potrebbero prontamente far di tutto per liquidare e andarsene.

La possibilità di un'improvvisa inversione di tendenza provocata dalla realizzazione di profitti e/o dalla restituzione di debiti in scadenza fuori degli Stati Uniti solleva il problema dell'opportunità di un intervento dei governi sui mercati dei cambi attraverso le banche centrali o attraverso fondi di stabilizzazione dei cambi; se si ammette l'intervento, il problema è se esso debba limitarsi a prevenire le cadute libere, come nell'ottobre 1978 sotto la presidenza Carter, o se debba essere esteso fino a contrastare la tendenza. L'amministrazione Reagan, ideologicamente impegnata a lasciare che i mercati si governino da soli, è rimasta di preferenza del tutto fuori dal mercato, in base alla teoria della "benevola indifferenza". Pure, in certi casi di fallimenti bancari, come per la *Continental Illinois*, il dogma è stato messo da parte, nell'intento di bloccare il diffondersi di liquidazioni, con una tipica azione da prestatore di ultima istanza.

Quando si tratta di interventi contro corrente, tuttavia, le opinioni sono meno concordi. A favore dell'intervento si sostiene che i mercati tendono a uscir di strada e a sorpassare il livello di equilibrio. Questa tendenza è ben conosciuta nel ciclo del granturco e dei suini: un anno di eccesso di offerta di granturco provoca una sovrabbondanza di suini l'anno successivo, e viceversa per le carenze di offerta. Nei mercati valutari i capitali cambiano direzione più rapidamente di quanto possano fare i movimenti delle merci, provocando ora una sottovalutazione, e in seguito una sopravvalutazione. Questa tendenza può non rappresentare un pericolo quando il mondo è più o meno equilibrato attorno a livelli stabili dei prezzi delle merci e dei titoli. Ma in un mondo deflazionistico essa sarebbe deflazionistica, come negli anni '30, e inflazionistica in un mondo inflazionistico, come negli anni '70. Negli anni '80 siamo appena passati da un periodo inflazionistico a un periodo meglio equilibrato, ed è quindi improbabile che il "ratchet" funzioni costantemente in una sola direzione. Ma è pur sempre opportuno impedire che il cambio si spinga così lontano in una direzione da provocare irreversibilità nei movimenti dei prezzi, un forte movimento al rialzo in caso di deprezzamento e al ribasso in caso di rivalutazione.

Concludo sull' "oggi" col dire che, per quanto mi riguarda, dissento dalla tesi del "benign neglect", con l'idea che gli Stati Uniti non debbano curarsi di quel che succede al dollaro, che il mercato probabilmente lo porterà al livello giusto e, se il livello è sbagliato, poco importa. Questa posizione sembra sia stata abbandonata da quando Baker è al Tesoro, fortunatamente a mio giudizio. Il cambio del dollaro è importante per gli Stati Uniti e per il mondo. Se i nostri politici danneggiano l'economia con scelte ideologiche, noi possiamo eliminarli con i nostri voti, ma così non può fare il resto del mondo. Gli incontri al vertice su questi argomenti non sono seri, ma solo cerimoniali. Quel che è peggio, quando, nel febbraio 1985, le banche centrali europee vendettero diversi miliardi di dollari per contenere la rapida ascesa del dollaro, gli Stati Uniti se ne stettero pressapoco da parte e vendettero soltanto poche centinaia di milioni di dollari, con atteggiamento quasi di fastidio per le operazioni e dando l'impressione agli speculatori che non sarebbe successo nulla di serio. Un comportamento molto vicino al sabotaggio. Non sono sicuro che mi sarei spinto, come Scott Pardee nel settembre 1984, fino al punto di suggerire che gli Stati Uniti accumulassero una riserva di valuta estera per 30 miliardi di dollari per mantenere il dollaro basso in quel momento e sostenerne il corso quando necessario.<sup>9</sup> Ma sono consapevole dell'importanza di mantenere la banca centrale in contatto con il mercato valutario, in modo da non lasciar logorare o arrugginire i meccanismi di intervento. Se si riconosce che in momenti di crisi può esservi necessità di un prestatore di ultima istanza, ne segue che i mezzi di intervento debbono essere tenuti in attività e in mano a persone esperte.

## Domani

Ho in mente due domani: il primo contempla il prevalere dei fattori fondamentali, con il resto del mondo che muta parere e non considera più degno di credito un paese che accumula disavanzi all'interno e all'estero; il secondo, fra una generazione o più, in cui tutto ciò è dietro le spalle e si evolve un nuovo sistema. Spero sia ovvio che, a mio avviso, una "nuova Bretton Woods" è una perdita di tempo e una prospettiva in larga misura chimerica.

<sup>9</sup> Comunicato stampa della Discount Corporation, settembre 1984.

Quanto al futuro prossimo, è ovvio che un sistema in cui gli Stati Uniti si indebitano per 200 miliardi di dollari l'anno non può durare. E' tuttavia difficile, per non dire impossibile, prevedere la dinamica degli eventi che vi porranno fine. Una conduzione economica illuminata associata con una docile adesione politica potrebbe arrestare il disavanzo di bilancio, compiere grandi progressi nel risanamento della bilancia dei pagamenti, e perfino ottenere avanzi di bilancio, se ciò fosse necessario a compensare la carenza di risparmi privati, così da consentire la prosecuzione di investimenti privati eccedenti i profitti non distribuiti. Sembra più probabile una conduzione economica illuminata che non una docile adesione politica. Interessi consolidati sono radicati ovunque e il declino economico è il loro prodotto, come spiega Mancur Olson nel suo *The Rise and Decline of Nations*.<sup>10</sup> Pertanto, mi aspetto di vedere in futuro un'economia mondiale in cui il dollaro non ricopra più un ruolo centrale. La lunghezza e le tappe di questo processo di declino sono incerte, ma, se non interviene un miracolo, la sua direzione è certa.

Veniamo così al futuro più lontano, diciamo al 2010 o al 2015, abbastanza lontano perché io non sia più in circolazione a raccogliere ironie per l'ottusità delle mie previsioni. Ritengo che il mondo ritornerà, sia pure in modo contrastato e irregolare, verso un sistema di cambi stabili, che molto probabilmente il dollaro non sarà più il perno del nuovo sistema (realizzando la mia prematura previsione del 1976), che l'oro non vi avrà alcun ruolo. Sospetto che il ruolo di valuta chiave cui le altre monete si ancoreranno in un mondo di N-1 monete sarà probabilmente assunto da una valuta nazionale, e non da una unità composita come i DSP o l'Unità Monetaria Europea (ECU). Consideriamo separatamente l'oro, le monete artificiali e quindi, molto brevemente, il dollaro, il marco tedesco e lo yen.

Stabilità: i diversi operatori del mondo commerciale e finanziario valutano in vario modo l'attuale esperienza di un sistema di cambi flessibili. Il sistema è gradito alla maggior parte delle banche, per i profitti che possono trarre dal commercio delle valute, malgrado alcune di esse — si pensi alla *Herstatt* e alla *Franklin National Bank*, fallite nel 1974 — siano state stroncate dalla speculazione sui cambi. Non piace invece alla maggioranza delle grandi società per azioni, poiché ostacola seriamente la pianificazione degli scambi e degli investimenti e produce

<sup>10</sup> MANCUR OLSON, *The Rise and Decline of Nations: Economic Growth, Stagnation and Social Rigidities*, Yale University Press, New Haven, CT., 1982.

trimestralmente profitti e perdite artificiosi, provocati dai meccanismi contabili. Le imprese statunitensi che producono per l'esportazione o in concorrenza con prodotti d'importazione sono state danneggiate dalla sopravvalutazione del dollaro, mentre ne hanno tratto beneficio quelle europee e giapponesi, oltre ai turisti americani. I paesi meno sviluppati con grossi debiti in dollari si dibattono tra la difficoltà di far fronte al servizio del debito in una moneta sopravvalutata e le migliori possibilità di esportazione verso gli Stati Uniti. Oggi non c'è una spinta vigorosa a un mutamento, poiché non c'è un interesse predominante per il ripristino di un sistema ordinato. Col passar del tempo, tuttavia, diventerà evidente come il problema monetario sia pressante a livello internazionale come lo è a quello nazionale.

La moneta è un mezzo di scambio, unità di conto, riserva di valore e unità di misura per pagamenti differiti. La funzione di mezzo di scambio può essere assolta internazionalmente in regime di cambi flessibili, una transazione alla volta. Flussi di pagamenti e incassi possono teoricamente essere convertiti da una moneta all'altra con contratti a termine, anche se in pratica, è difficile concludere contratti a termine per un periodo superiore ai nove mesi o all'anno. Le altre funzioni hanno però bisogno di una moneta internazionale. Il teorema di Hicks, secondo il quale due beni legati da un prezzo relativo fisso possono essere considerati un solo bene, vale anche per le monete, cosicché un sistema di cambi fissi è equivalente all'esistenza di una sola moneta internazionale: utile per calcolare dove acquistare a buon mercato e vendere a buon prezzo, per conservare liquidità internazionale (la funzione di riserva di valore) e per i contratti a lungo termine.

Ovviamente, riconosco che i cambi fissi richiedono politiche monetarie e fiscali coordinate. Ciò non significa che tutti i paesi del mondo debbano agire di conserva. Configuro un sistema di valute chiave, fissate l'una in termini dell'altra, con politiche macroeconomiche convergenti. Gli altri paesi possono ancorare le proprie monete ad una di queste valute chiave e conservare un cambio fisso o flessibile secondo le proprie scelte o possibilità. Molti economisti hanno spesso propugnato un sistema di sistemi regionali a cambi fissi reciprocamente fluttuanti. Io preferisco una soluzione opposta: un sistema di singole monete a cambi fissi — dollaro, yen, marco tedesco o ECU, forse il cruzeiro brasiliano — cui si ancorerebbero le altre monete.

Oro: oggi l'oro è una merce, non una moneta. Per definizione, moneta è qualcosa di stabile in relazione alle sue varie forme. Il prezzo dell'oro in dollari oscilla in su e in giù, fino agli 850 dollari l'oncia del

1982; più di recente, le sue quotazioni hanno fluttuato tra i 280 e i 320 dollari l'oncia. La recente stabilità attorno ai 300 dollari l'oncia potrebbe indurre qualcuno a ritenere che il prezzo si stia stabilizzando. Il fatto è, tuttavia, che non vi sono transazioni di dimensioni adeguate. L'Unione Sovietica e il Sudafrica in larga misura tengono l'oro di nuova estrazione fuori dal mercato. Qualsiasi paese tentasse di convertire quantità considerevoli delle sue riserve auree ne farebbe diminuire di molto il prezzo. La Francia, ad esempio, si è messa in una situazione scomoda incassando gli avanzi in oro e indebitandosi in dollari per far fronte a disavanzi; ai prezzi correnti essa possiede 30 miliardi di dollari in oro e ne è debitrice di 40 verso l'estero, ma non può compensare le due voci, né vendere oro contro dollari sul mercato internazionale per rimborsare i debiti. Il mercato dell'oro è troppo ristretto, come l'attuale mercato del petrolio. L'oro conserva ancora un certo fascino presso molti ambienti, è facile da trasportare e da conservare, ma resta una merce, non è una moneta.

Monete artificiali: alcuni anni addietro avanzai un paragone tra la lingua e la moneta, entrambe mezzo di scambio e riserva di valore, ed oggetto di proposte di riforma. Tornare all'oro equivaleva a farsi promotori dell'adozione del latino come lingua internazionale, così come raccomandare l'adozione dei DSP come moneta internazionale sarebbe equivalso a reclamare l'uso mondiale dell'esperanto. L'uso internazionale del dollaro equivaleva all'impiego, parimenti internazionale, dell'inglese o forse dell'americano.

Si potrebbe affermare che l'ECU è in realtà il marco tedesco con un nome francese. La storia finanziaria della Germania ha qualche precedente mascheramento di questo genere. Nel 1872, quando il *Reich* fu riunificato sotto la guida prussiana, il tallero prussiano venne adottato come moneta pantedesca, ma con il nome del marco amburghese.

Molti riformatori del sistema monetario nutrono speranze per il DSP e per l'ECU. Queste unità sono state impiegate per denominare emissioni obbligazionarie (l'aspetto di unità di misura per pagamenti differiti della moneta), ma continuano a prevalere di gran lunga le emissioni in dollari, marchi tedeschi e, più di recente, yen. Di tanto in tanto si riaccende l'interesse per la denominazione in queste unità artificiali di depositi bancari accessibili al pubblico, ma con esiti insignificanti. L'esperienza sembra mostrare che le funzioni di riserva di valore e di unità di conto della moneta vengono meglio assolte dalla moneta usata per i pagamenti, che consente di evitare la necessità di conversioni. Negli Stati Uniti riconosciamo questo risparmio nei costi di

transazione quando parliamo dell'attrattiva dei conti NOW o delle caratteristiche dei fondi di mercato monetario e dei conti bancari SUPER-NOW. Posso figurarmi l'eventualità che il FMI si trasformi in una banca centrale mondiale, che crea DSP accettati in pagamento e spesi in tutto il mondo: forse non nel 2015, ma nel 2050. Per la prossima generazione, tuttavia, e forse per la successiva il DSP e l'ECU sono condannati dalla loro artificiosità a un ruolo di secondo piano, il primo più del secondo.

Una moneta nazionale, ma quale? La storia delle monete internazionali è un progressivo crescere e poi svanire. Dapprima si affermano nel commercio, poi nella finanza interna e quindi diventano d'uso internazionale. Il fiorino di Firenze, il ducato veneziano, il fiorino olandese, la sterlina britannica furono tutti da moneta internazionale e furono poi soppiantati. Il problema è se il dollaro subirà lo stesso destino e, in caso affermativo, quale sarà il suo successore. A favore di una permanenza del dollaro vi è la necessità di una moneta mondiale ampiamente usata e la mancata comparsa di un concorrente. Un quindicennio di noncuranza e indifferenza e una serie d'anni di ampi disavanzi e di pesante indebitamento sembrerebbero capaci di stroncare la carriera del dollaro; ma finora non vi sono riusciti. Nondimeno, le prospettive di lungo periodo restano negative, e per motivi più profondi che non le politiche degli anni più recenti, che non è escluso vengano invertite. Un centro finanziario deve essere qualcosa di più di un insieme di istituzioni dotate di personale esperto e innovatore. Deve esservi un flusso di risparmi per creare i mercati per gli strumenti scambiati. L'economia americana può continuare a crescere grazie all'importazione di fondi, ma il ruolo del dollaro è condannato a ridursi se il risparmio degli Stati Uniti non cresce. Non mi riferisco esclusivamente al risparmio negativo provocato dal disavanzo del bilancio federale, per quanto sia radicato più profondamente di quanto generalmente si pensi, poiché riflette una riluttanza politica di fondo a imporre tasse che coprano le spese che il pubblico pretende. A parte il bilancio federale, i risparmi si sono considerevolmente assottigliati a livello personale. I risparmi personali sono oggi prevalentemente contrattuali, legati a mutui ipotecari e a fondi assicurativi e pensionistici. L'ipotesi di un ciclo vitale dei consumi del mio collega Premio Nobel Franco Modigliani postula che le famiglie accumulino ricchezza negli anni della giovinezza e della maturità per spenderla in una dorata vecchiaia. L'ultima parte della proposizione è vera per quanto riguarda le spese turistiche e mediche dei pensionati. Ma il tasso di risparmio della parte

precedente del ciclo è sempre più compensato dai mutui ipotecari, dai prestiti rateali, dalle carte di credito, dalle cambiali insolute. Gli americani non risparmiano più molto. Inoltre, il processo di invecchiamento dell'economia americana, che ricalca l'esperienza dell'Inghilterra, è rivelato dal rallentamento delle innovazioni, dall'insistenza con cui i vari gruppi proteggono posizioni di rendita, dalla perdita di flessibilità e di adattabilità. Penso di dover restare fedele alla mia prematura affermazione del 1976, che il dollaro finirà tra le ceneri della storia, insieme con la sterlina, il fiorino olandese e fiorentino, il ducato e, se si vuole risalire più indietro, il bisante dell'Impero d'Oriente (il dollaro del Medio Evo).

E' troppo presto per designare la moneta nazionale che, nei prossimi trenta o cinquant'anni, succederà al dollaro come perno di un sistema di cambi fissi al centro dei pagamenti mondiali. Lo yen? Il marco tedesco, magari nella veste europea dell'ECU? Sebbene vi sia ancora tempo per drastici mutamenti, l'euro-pessimismo e la preoccupazione tedesca per le questioni interne, più che per quelle mondiali, riducono le possibilità del marco e dell'ECU. Anche il Giappone negli ultimi cinquant'anni ha perso parte delle sue ambizioni di supremazia mondiale, sebbene qualcuno veda segni di un loro risorgere. La sua prassi di giungere a decisioni attraverso il consenso, inoltre, è di ostacolo alla posizione di guida necessaria per gestire situazioni di crisi nell'economia mondiale. Emergerà forse un "outsider"? Come una pugnalata nel buio, posso azzardare il nome di un gigante oggi in difficoltà, ma ribollente e dinamico, il Brasile, e il suo cruzeiro?

CHARLES P. KINDLEBERGER