

## Il dollaro come moneta internazionale (\*)

L'Europa guadagnerebbe o perderebbe dallo sviluppo di una moneta europea? Il mondo guadagnerebbe o perderebbe nella stessa misura o in maggior misura dell'Europa? O qualsiasi eventuale vantaggio per l'Europa sarebbe a spese degli Stati Uniti? I cittadini americani beneficiano più degli altri del fatto che il dollaro è tenuto come riserva dalle banche centrali estere ed è usato come mezzo di scambio dagli operatori europei e di altre zone?

Le risposte, a queste e altre domande, emergenti da recenti ricerche scientifiche non hanno trovato eco nelle discussioni politiche riguardanti la riforma del sistema monetario internazionale. In queste discussioni la moneta è trattata come una « riserva di valore » o attività di riserva, non come un mezzo di scambio. Nuove « monete » internazionali, del tipo dei diritti speciali di prelievo, sono divise per essere usate nelle liquidazioni ufficiali e non da operatori diversi da organismi governativi. Tassi di cambio fissi sono preferiti a cambi liberamente fluttuanti con la motivazione che cambi fluttuanti aumentano l'incertezza e riducono gli scambi. Ma le implicazioni di questa tesi per la funzione della moneta come mezzo di scambio sono ignorate.

Questo articolo cerca di richiamare brevemente l'attenzione su taluni recenti sviluppi della teoria della moneta; e ne trae talune conclusioni per il sistema monetario internazionale. Le principali conclusioni possono essere così enunciate: a) un sistema a monete multiple è inferiore a un sistema a due monete; per i paesi europei

(\*) Una precedente versione della tesi svolta in questo articolo era stata presentata — nel giugno del 1972 — ad un Convegno tenuto a Costanza sulla teoria e politica monetaria. Essa fu allora oggetto di commenti da parte di rappresentanti di banche centrali e di governi; di tali commenti mi sono giovato. Desidero ringraziare i dottori H. BOECKELMAN, J. H. DAVID, J. MELTZ e P. SAVONA. Ma sono specialmente debitore a KARL BRUNNER, con il quale ho collaborato in numerose ricerche. Questo articolo attinge molto al nostro lavoro comune, e particolarmente al saggio « The Uses of Money: Money in the Theory of an Exchange Economy », *American Economic Review*, 61 (dicembre 1971), pp. 784-805.

l'adozione di una sola moneta europea è quindi vantaggiosa; b) un sistema a due monete è inferiore a un sistema a moneta unica; c) giova al benessere generale che il dollaro sia usato come mezzo di scambio.

Qualche cenno sarà infine dedicato a problemi di « signoraggio » e di gestione del sistema monetario mondiale. (1)

### *La moneta come mezzo di scambio*

Il termine « moneta » ha due principali significati nella teoria economica. « Moneta » è l'attività o l'insieme di attività che — dati certi gusti, aspettative e opportunità produttive — determina il livello dei prezzi. « Moneta » è anche l'attività (o le attività) tenuta come « cuscinetto » o scorta per il caso che gli incassi e i pagamenti non siano sincronizzati.

Nessuna delle due definizioni riconosce una qualche importante distinzione fra un'economia che usa moneta e un'economia di baratto. Nella corrente teoria monetaria la prima delle menzionate funzioni della moneta può essere assolta da qualsiasi attività, e « moneta » è qualsiasi attività scelta per tale funzione. La seconda funzione può essere assolta senza « moneta », se esiste un mercato sviluppato del credito in cui gli individui possano prestare o prendere a prestito e pertanto armonizzare incassi e pagamenti. Promesse verbali di pagare hanno la stessa utilità della moneta come strumenti per armonizzare temporalmente pagamenti o incassi e sono ampiamente usati in mercati finanziari attivi dotati di sviluppati congegni di compensazione. Che le promesse verbali non siano usate ovunque o più diffusamente è dovuto all'incertezza. La funzione della moneta nel ridurre l'incertezza è un'importante oggetto di recenti studi sulla moneta.

La tradizionale teoria monetaria trascura l'incertezza, l'opportunità di « aggiustare » schede di pagamento, il costo di acquisire informazioni e la maggior parte dei costi del commerciare e scambiare. Nella teoria monetaria « standard » nulla spiega perché un qualche mezzo di scambio sia emerso per tempo nel processo di sviluppo di ogni economia; né perché vi sia una grossolana connessione fra il

(1) Per una sintesi critica di proposte alternative, v. HARRY G. JOHNSON, « International Monetary Reform and the Less Developed Countries », Cap. 10 degli *Essays in Monetary Economics*, Cambridge, 1967.

diffondersi del commercio e degli scambi e l'uso di monete comunemente accettate e riconosciute. Le fiere medioevali, il regime aureo e il sistema a « cambio dollaro » di questo dopoguerra testimoniano di siffatte connessioni. Non spiegandole e ignorando questa carenza, la teoria monetaria trascura la principale funzione della moneta. E' improbabile che su tali basi possa essere elaborato un utile piano di riforma del sistema monetario internazionale.

La nuova, o emergente, teoria monetaria riconosce che commercianti e operatori economizzano risorse usando un mezzo di scambio. L'impiego di un'« attività » dotata di proprietà note come mezzo di scambio — la principale proprietà è spesso chiamata « accettabilità generale » — riduce il costo delle operazioni di scambio. Coloro che accettano il mezzo di scambio sa che altri accetteranno futuri pagamenti fatti con lo stesso mezzo di scambio. Inoltre, in ogni transazione, l'incertezza riguardante la qualità e il prezzo nominale al tempo della consegna si riduce se le proprietà di uno dei beni scambiati sono note ad ambedue i contraenti. Il costo degli scambi diminuisce col diminuire dell'incertezza. Di conseguenza le risorse assegnate a funzioni di scambio danno più alti frutti netti, e diventa redditizio specializzarsi, destinare più risorse agli scambi. E il commercio si espande.

Siamo qui su un terreno familiare a chiunque ricordi le ragioni fondamentali indicate da Adamo Smith per la divisione del lavoro, il commercio e gli scambi. L'elemento nuovo è lo sviluppo di una analisi monetaria che estende simili conclusioni alla moneta. Ne discendono tre principali conseguenze: l'introduzione, nell'analisi monetaria, dell'incertezza circa i prezzi di mercato e le qualità dei beni scambiati, le connesse implicazioni per la funzione della moneta come mezzo di scambio, e le differenze fra congegni di scambio monetari e congegni non monetari.

Un'importante differenza fra la tesi tradizionale che enuncia i meriti del commercio e l'analisi monetaria non deve essere nascosta da questa analogia. La specializzazione e gli scambi nei mercati delle merci accrescono il benessere con l'aumentare le opportunità e la gamma delle scelte. L'uso della moneta aumenta le opportunità col ridurre il costo degli scambi e permette quindi che una maggior quantità di risorse sia destinata agli scambi o agli « otia ». Secondo i nuovi sviluppi della teoria monetaria, l'introduzione o l'impiego di molte monete differenti, in linea generale, non accresce, ma riduce i benefici netti.

### *Implicazioni per il sistema monetario internazionale*

Una delle principali ragioni adottate a sostegno di cambi fissi è che i cambi fissi accrescono la certezza, e la maggior certezza espande il commercio. I fautori di cambi fissi hanno elaborato una tesi che ha persuaso banche centrali, governi e molti operatori. Ma non hanno analizzato le conseguenze di aggiustamenti periodici dei cambi fissi, né dimostrato che ampi aggiustamenti periodici sono meno costosi di piccoli, regolari aggiustamenti. A mio giudizio, una dimostrazione generale di questo tipo è improbabile.

L'analisi della moneta come mezzo di scambio implica che la tesi favorevole a cambi fissi è meglio ragionata come tesi propugnatrice di un solo mezzo di scambio e unità di conto, cioè di un'unica moneta. Con un'unica moneta cade il problema degli aggiustamenti dei tassi di cambio. Un unico mezzo di scambio assicura il principale beneficio attribuito ai cambi fissi. L'incertezza è ridotta. A differenza della tesi favorevole ai cambi fissi, non ci sono incrinature nell'argomentazione. Con un'unica moneta sono esclusi riaggiustamenti periodici delle parità di cambio. (2)

Con un unico mezzo di scambio, i costi di informazione sono ridotti per i cittadini di ogni paese. Costoro non destinano più risorse per acquisire informazioni sui valori delle varie monete, per cambiare monete, per speculare sui futuri tassi di cambio. Il risparmio di risorse è un risparmio reale non soltanto per singoli individui o per aziende, ma anche per la società. Il lavoro di operatori specializzati nel mercato dell'euro-dollaro è solo una minima parte delle risorse che possono essere trasferite ad altri usi più produttivi. Il tempo consumato da viaggiatori (e turisti) in operazioni di cambio, e il lavoro di speculatori privati, di operatori bancari e di personale delle banche centrali accrescono notevolmente il costo reale che la società sostiene per mantenere monete locali.

Questo insieme di costi può essere risparmiato se un'unica moneta viene sostituita al sistema di monete locali e di cambi fissi. Né i benefici per i singoli e le collettività sono neutralizzati da alcuna perdita di opportunità reali. Le persone che passano da una moneta all'altra, per trar vantaggio o proteggersi da variazioni dei tassi relativi d'inflazione, conservano l'equivalente possibilità di spostarsi

(2) Il caso di una grave iperinflazione può essere un'eccezione. Certi casi di iperinflazione non hanno eliminato completamente l'uso del mezzo di scambio in vigore.

fra l'unica moneta (o diritti espressi in termini monetari) e attività reali (o diritti espressi in termini reali). Conservano cioè la possibilità di proteggersi dall'inflazione o di trar vantaggio da una corretta anticipazione di futuri processi inflazionistici.

Certo, i singoli paesi perdono la possibilità di determinare in modo indipendente il tasso di espansione della moneta interna. Ma è questa una perdita reale? Una fondamentale implicazione della teoria monetaria in un'economia aperta è che un paese non possiede il potere di scegliere indipendentemente il tasso d'espansione monetaria e il tasso di cambio. Esso perde la possibilità di inflazionare o deflazionare, nel breve periodo, a tassi più rapidi o più lenti del tasso necessario a mantenere il tasso corrente di cambio. La contropartita di questa « perdita » è il risparmio delle risorse occorrenti per acquisire informazioni e speculare e proteggersi da impreviste variazioni dei tassi di cambio. I singoli paesi rinunciano inoltre alla possibilità di imporre restrizioni o controlli valutari. Ma « perdite » di questo tipo devono essere considerate come benefici, non come costi, per l'economia mondiale.

I costi per introdurre e mantenere un'unica moneta sono ridotti al minimo se la moneta mondiale è un'attività dotata di proprietà ben note — che cioè impone spese minime d'informazione. Dovrebbero quindi essere escluse attività nuove e non familiari, del tipo Bancor, diritti speciali di prelievo, o altrettali monete internazionali. Le due monete meglio conosciute sono probabilmente l'oro e il dollaro. Le proprietà dell'oro come moneta godono forse della massima notorietà, ma i costi (in risorse) dell'usare l'oro come moneta sono notevolmente più alti. Il dollaro statunitense ha i più bassi costi di produzione, di conservazione e informazione.

Se il dollaro viene usato come la moneta comune, si evita di destinare risorse per l'acquisizione di informazioni riguardanti i tassi di cambio. Peraltro, la scelta del dollaro, o di qualsiasi altra attività, come moneta mondiale non assicura la stabilità del livello dei prezzi mondiali e il potere d'acquisto della moneta. Gli operatori continuerebbero a destinare risorse a tentativi di previsione e di acquisizione di informazioni sui tassi di inflazione correnti e futuri.

Si supponga che, invece del dollaro, l'Europa scelga una moneta comune — chiamiamola « europa » — e mantenga cambi fissi fra l'« europa » e il dollaro. Questa decisione accresce i costi di informazione e le risorse impiegate per gli scambi. Se l'impegno di mantenere cambi fissi è osservato rigorosamente, l'Europa deve adattare il suo

tasso d'inflazione al tasso d'inflazione degli Stati Uniti, o viceversa. La sola scelta a disposizione delle due banche centrali è la scelta di un'unica politica monetaria, proprio come nel caso di una moneta unica. I costi (in risorse) sono però maggiori. Non soltanto sono necessarie riunioni, discussioni e negoziati tra le due banche centrali e i governi interessati; vi sono anche problemi di sincronizzazione e aggiustamento. Ogni scostamento del cambio europa-dollaro che crea occasioni di speculazione accresce il costo del sistema, poiché incoraggia a dedicare risorse private a operazioni di speculazione e cambio; sono da aggiungere i costi delle operazioni di conversione delle monete, compresi quelli di gestire i mercati valutari. Ogni accenno alla possibilità che « considerazioni » politiche interne, rivalità nazionali, o propensioni mercantilistiche indeboliscano l'impegno di mantenere la fissità dei cambi, aumenta il guadagno sperato da speculazioni monetarie e il costo del sistema a duplice moneta.

L'esperienza, recente e passata, dei sistemi di cambi fissi offre diffuse testimonianze che i banchieri centrali preferiscono cambi fissi con controlli e restrizioni valutarie a cambi fluttuanti o a variazioni delle parità fisse. I costi sostenuti per applicare ed evitare controlli devono essere considerati come parte dei costi aggiuntivi di un sistema di cambi fissi a due monete (o a monete plurime). I costi di questo tipo non sono trascurabili, anche se sono spesso trascurati da teorici e pratici.

Raffrontato a un sistema di cambi liberamente fluttuanti, un sistema a moneta unica soffre di uno svantaggio fondamentale proprio di un sistema di cambi fissi. Tutti i paesi devono accettare il tasso d'inflazione o di deflazione derivante dal tasso mondiale di espansione monetaria. I singoli possono, ovviamente, proteggersi contro le conseguenze dell'inflazione o della deflazione spostando la loro posizione netta debitoria, ma per far questo incorrono in costi connessi con l'acquisizione di informazioni e l'aggiustamento della posizione suddetta. Tali costi non possono essere evitati. La principale differenza, sotto questo profilo, fra un sistema a moneta singola e un sistema di cambi fluttuanti è che, nel secondo sistema, i costi di informazione sono più alti e più risorse devono essere destinate alle operazioni di scambio (e in cambi).

Il punto centrale della nostra tesi può essere così riassunto. In un sistema a due monete vi sono due tassi di inflazione e un solo tasso di cambio; risorse devono essere impiegate per acquisire informazioni, per tentare previsioni, per aggiustare posizioni, per pro-

teggersi e speculare contro l'una o l'altra delle due monete. Sebbene le risorse siano impiegate in modo diverso in un sistema a cambi fissi e un sistema a cambi fluttuanti, ambedue i sistemi assorbono più risorse di un sistema a moneta unica. I costi richiesti per sostenere gli scambi si riducono al minimo se il mondo usa una sola moneta con proprietà ben note e un costo minimo di produzione come mezzo di scambio e unità di conto. Il dollaro degli Stati Uniti è, sotto questo profilo, la moneta più adatta.

### *Signoraggio e altri problemi*

Le due obiezioni più frequenti a questa tesi sono connesse:

1) la nostra tesi, si dice, permetterebbe alla banca centrale e al governo degli Stati Uniti di determinare il tasso mondiale dell'inflazione;

2) essa conferisce agli Stati Uniti il diritto esclusivo di stampare moneta e di usare il potere di creare moneta per acquisire beni reali.

Ambedue le obiezioni sono conseguenze del regime di cambi fissi e della riluttanza di debitori e creditori a rivalutare. Ambedue sono quindi elementi dell'attuale sistema. La differenza principale tra il sistema attuale e il sistema sopra delineato è che, oggi, l'impegno di mantenere cambi fissi è revocabile. Pochi paesi hanno permesso alle loro monete di fluttuare per brevi periodi per poi stabilire nuove parità, e ancor meno hanno adottato cambi fluttuanti come regime permanente o semi permanente. Per effetto di periodiche variazioni delle parità fisse, le risorse dedicate a coprirsi, speculare e operare in cambi ricevono compensi sufficienti a incoraggiare lo sviluppo dei mercati valutari. L'attuale sistema misto è lontano da un sistema ottimale. Sebbene le risorse destinate a operazioni in cambi siano cresciute, i mercati valutari sono probabilmente meno sviluppati che in un sistema di cambi liberamente fluttuanti, e i costi sociali per mantenere il vigente sistema sono maggiori dei costi necessari per far funzionare l'economia mondiale con una moneta unica. La maggior parte dei costi del sistema « a cambio dollaro » sono oggi imposti dall'impegno di mantenere cambi fissi senza realizzare i vantaggi di una moneta unica.

Nel sistema da me delineato non vi è nulla che aumenti i costi privati costringendo operatori stranieri a diventare vittime riluttanti delle politiche inflazionistiche o deflazionistiche della banca centrale

statunitense, o che aggravi la loro situazione di « vittime ». L'opportunità di spostarsi da una posizione debitoria a una posizione creditoria rimane, e perfino cresce, se, come io m'attendo, l'uso di una moneta unica riduce la frequenza con cui le banche centrali e i governi ricorrono a controlli valutari e a restrizioni della libertà di scelta degli investimenti di portafoglio. Con una moneta comune, i costi di acquisto o vendita di titoli esteri si riducono per quanti partecipano al mercato finanziario. Nella misura in cui resta la possibilità di mutare la posizione netta debitoria, coloro che anticipano in modo corretto le variazioni del livello dei prezzi possono proteggersi e perfino approfittare di tali variazioni. Con il ridurre i costi d'informazione e i costi delle operazioni di scambio e per fini di difesa e di speculazione, un sistema a moneta unica migliora il funzionamento dei mercati e accresce le possibilità di coprirsi o di avvantaggiarsi di previsioni di mutamenti nel tasso di variazione dei prezzi.

La proposta di usare il dollaro come moneta internazionale non assicura affatto che la stabilità dei prezzi sarà mantenuta o l'instabilità diminuita. Il tasso mondiale d'inflazione o di deflazione è principalmente una conseguenza di divari dei tassi ai quali si espandono la moneta e la produzione reale. La velocità con cui l'inflazione si diffonde e il suo grado d'intensità dipendono peraltro dai congegni monetari. Il mantenere cambi fissi — o raramente modificati — e una moneta di riserva facilita la diffusione dell'inflazione e accresce il costo del funzionamento del sistema monetario. La proposta di adottare il dollaro come l'unità monetaria e il mezzo di scambio mondiali non è una panacea. E' un mezzo per ridurre il costo per la provvista di un particolare complesso di servizi produttivi: i servizi della moneta.

Rimane il problema del « signoraggio » — problema che sorge perché il costo di produrre dollari è inferiore al loro valore di mercato, o, nel linguaggio dei sistemi di moneta merce, il prezzo di coniazione è inferiore al prezzo di mercato. Una soluzione di tale problema può consistere nel pagare un compenso competitivo ai detentori di moneta. Il pagamento di un'interesse sulla moneta non soltanto riduce il costo di gestione di fondi di cassa per i detentori di moneta, ma a costoro assicura anche un rendimento appropriato ai rischi e alle opportunità che scelgono di affrontare o di evitare<sup>(3)</sup>.

ALLAN H. MELTZER

(3) Per un esame di questi problemi, V. MILTON FRIEDMAN, « The Optimum Quantity of Money », Cap. 1 di *The Optimum Quantity of Money and Other Essays*, Chicago 1969.