



Moneta e Credito

vol. 74 n. 296 (dicembre 2021)

Articolo

Da Versailles a Bretton Woods e ai giorni nostri: errori storici e modelli ancora attuali per un sistema monetario internazionale sostenibile

ANGELO FEDERICO ARCELLI, RAINER STEFANO MASERA, GIOVANNI TRIA*

Abstract:

Vi è un parallelo tra i meccanismi monetari che erano stati definiti nella Conferenza di pace di Versailles (1919) e quanto concluso alla Conferenza di Bretton Woods (1944). A Versailles si decise per un graduale ritorno al *gold standard*, cosa che avvenne in quasi tutti i paesi entro la metà degli anni '20. A Bretton Woods, la scelta fu quella di un sistema monetario internazionale asimmetrico e ancorato a un dollaro, convertibile in oro, che, in tal modo, si affermava come la moneta internazionale di riferimento. Con la fine del sistema di Bretton Woods, con lo sganciamento del dollaro dalla convertibilità in oro decisa dal presidente Nixon il 4 agosto 1971, e più significativamente negli anni più recenti, si è sviluppato, a livello internazionale, un vasto dibattito sulla possibilità di uno strumento valutario da utilizzare per il regolamento di posizioni tra stati e banche centrali in caso di necessità.

From Bretton Woods to our days: Historic mistakes and models for a sustainable international monetary system

There is a parallel amongst the stability mechanism defined in the Versailles conference of 1919 and the conclusions of the Bretton Woods conference in 1944. Whilst in Versailles the decision was for a smooth return to gold standard schemes, which indeed happened in most of the concerned countries by the mid- '20s, at Bretton Woods the preferred option was leaning towards an asymmetric international monetary system, centered on the US dollar, in turn pegged to gold. By this mechanism the US dollar became the global reference currency. The end of the Bretton Wood mechanism was triggered by US president Nixon to de-peg the dollar from gold on August 4th, 1971. By then, and until nowadays, a large international debate about the possibility to create a new tool for settling currency positions amongst central banks took more and more momentum.

Arcelli: Center for International Governance Innovation, Waterloo (ON), Canada, e Università G. Marconi, Roma; email: f.arcelli@unimarconi.it.
Masera: Università G. Marconi, Roma; email: r.masera@unimarconi.it.
Tria: Università di Tor Vergata, Roma e Center for International Governance Innovation, Waterloo (ON), Canada; email: tria_ceis@yahoo.it.

Per citare l'articolo:

Arcelli A.F., Masera R.S., Tria G. (2021), "Pandemia, inflazione e politica monetaria", *Moneta e Credito*, 74 (296): 249-273.

DOI: <https://doi.org/10.13133/2037-3651/17675>

JEL codes:
G1; G21; F6

Keywords:
Bretton Woods, IMF, ECB, EU, financial crisis, financial markets

Homepage della rivista:
<http://www.monetaecredito.info>

I meccanismi monetari e di cambio che erano stati definiti nella Conferenza per la pace di Versailles nel 1919 hanno avuto un peso determinante sugli accadimenti del ventennio tra le due guerre mondiali e condizionato i lavori della Conferenza di Bretton Woods. A Versailles si concluse per un graduale ritorno al *gold standard*, cosa che avvenne in quasi tutti i paesi entro il 1925. Ma il delegato del Cancelliere dello Scacchiere inglese alla conferenza, John Maynard Keynes, si dimise prima della fine dei lavori in aperto dissenso con le prevedibili conclusioni.

* Rainer Stefano Masera ha curato il paragrafo 1; Giovanni Tria il paragrafo 2 e Angelo Federico Arcelli l'introduzione e il paragrafo 3; gli autori assumono responsabilità congiunta del lavoro e delle sue conclusioni. I paragrafi 2 e 3 sono una rielaborazione di tesi e proposte presentate da Giovanni Tria e Angelo Federico Arcelli nel volume *Towards a Renewed Bretton Woods Agreement* (2021a).



Quest'opera è distribuita con licenza internazionale Creative Commons Attribuzione - Non commerciale - Non opere derivate 4.0. Copia della licenza è disponibile alla URL <http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>

Venticinque anni dopo fu lo stesso Keynes a rappresentare il Regno Unito alla conferenza che si tenne nella località di Bretton Woods, in New Hampshire (USA), nel 1944. In tale conferenza ci si pose il problema di come ricostruire un nuovo ordine mondiale dalle macerie della Seconda guerra mondiale attraverso la definizione di un sistema monetario internazionale capace di promuovere e regolare gli scambi economici tra le nazioni.

Il confronto tra le tesi del britannico John Maynard Keynes e quelle dello statunitense Harry Dexter White vide le seconde prevalere, anche per il mutato peso relativo, economico e politico, dei paesi di appartenenza. La scelta fu quella di un sistema monetario internazionale asimmetrico e ancorato a un dollaro, convertibile in oro, che, in tal modo, si affermava come la moneta internazionale di riferimento. La tesi sconfitta prospettava l'istituzione di una moneta globale, il Bancor.

Dopo la fine del sistema di Bretton Woods – con lo sganciamento del dollaro dalla convertibilità in oro decisa dal presidente Nixon il 4 agosto 1971 – nel corso degli anni più recenti, in particolare di fronte agli impatti delle crisi finanziarie e degli shock da pandemia che hanno creato gravi turbolenze negli scambi commerciali internazionali e nell'economia finanziaria ci si è posto il problema di poter disporre di un nuovo strumento valutario internazionale da utilizzare per il regolamento di posizioni tra stati e banche centrali in caso di carenza di valute in alcuni dei membri del Fondo Monetario Internazionale (FMI).

A questo scopo è stato recentemente lanciato un dibattito, a livello globale, sia tecnico sia politico, su tale opportunità. Dopo la fase acuta della pandemia, e, nella speranza che la diffusione dei vaccini ci avvicini ad una fase di durevole ripresa, sembra opportuno interrogarsi sugli scenari probabili che si materializzeranno già nel corso del 2021 e negli anni immediatamente successivi.

Il sistema di Bretton Woods ha mostrato la sua non adeguatezza come capacità di correzione degli squilibri commerciali ed economici tra le nazioni che ne accettarono l'adozione. È urgente iniziare a disegnare possibili soluzioni. Quello che sta ora accadendo porta verso diverse possibili strade, tra cui l'utilizzo degli SDR (special drawing rights) allocati dal FMI a questo scopo, anche se per ora si tratta della sola riedizione di un meccanismo ideato per differenti scopi, e quindi lontano dal fine di creare le basi per una valuta transnazionale.

Il lancio delle valute digitali di stato potrebbe, poi, rappresentare un nuovo momento di cesura, anche per le possibili ripercussioni sulla capacità degli stati di controllare la massa monetaria con gli strumenti tradizionali. Una possibilità, anche per fare fronte a queste innovazioni, potrebbe essere quella di definire un nuovo accordo di stabilità esteso alle monete digitali, il che potrebbe avvenire sia attraverso il FMI e le esistenti organizzazioni e trattati internazionali, sia con un nuovo meccanismo e un nuovo accordo, che potrebbe quindi avere ripercussioni sugli attuali equilibri negli organismi internazionali, anche a beneficio di maggiore stabilità finanziaria.

1. I prodromi di Bretton Woods e il ruolo di J.M. Keynes

Come si cercherà di dimostrare, l'analisi critica degli accadimenti che hanno accompagnato e plasmato i lavori della Conferenza di Bretton Woods non può prescindere dalla ricognizione dei meccanismi monetari e di cambio che erano stati definiti nella Conferenza per la pace di Versailles nel 1919 e che si erano successivamente tradotti nel ritorno al gold standard del 1925. Già in quel torno di tempo Keynes aveva svolto un ruolo rilevante di critica alle posizioni di

common wisdom. Come a Bretton Woods, le sue idee erano rimaste largamente inascoltate. Con cogenti argomentazioni il Presidente della FED Bernanke mostrò in molti scritti che la causa prossima della depressione mondiale fu un gold standard strutturalmente viziato e malamente gestito (cfr. ad es. Bernanke and James 1990 p. 4, and Bernanke 1995).¹

Keynes aveva preso parte alla Conferenza per la pace di Versailles nel 1919. Era il delegato del Cancelliere dello Scacchiere, ma si era dimesso prima della fine dei lavori per sottolineare il suo contrasto con le conclusioni che si stavano delineando, non solo sotto il profilo degli assetti di cambio, ma anche rispetto alla questione dei pagamenti dei danni di guerra imposti alla Germania. Il dissenso si estese ai lavori della Conferenza di Genova del 1922, indetta su proposta del primo ministro inglese Lloyd George (Clarke, 1984).

Le tesi elaborate dal grande economista inglese furono immediatamente tradotte in un libro (*The Economic Consequences of the Peace*) pubblicato nello stesso anno (Keynes, 1919). Anticipando concetti compiutamente elaborati nel *Tract on Monetary Reform* (Keynes, 1923) e nella *General Theory* (Keynes, 1936) egli mostrava la debolezza dell'approccio tradizionale, secondo il quale l'offerta di beni e servizi generava sempre una corrispondente domanda. Ciò dipendeva anche dalle rigidità verso il basso di prezzi e salari.

Le argomentazioni erano state elaborate in un famoso dibattito con Bertil Ohlin sull'*Economic Journal* del 1929,² in cui Keynes si mostrò convinto della impossibilità di 'effettuare' i trasferimenti imposti alla Germania dal Trattato di Versailles. Si anticipavano temi successivamente e diversamente affrontati nella *General Theory* e infine ripresi nella Conferenza di Bretton Woods; in quella sede comunque non accettati per l'opposizione del sottosegretario al Tesoro Harry White. Nello scambio con Ohlin, Keynes sostenne la tesi secondo cui l'elasticità di prezzo delle esportazioni tedesche sarebbe risultata insufficiente per permettere alla Germania di 'effettuare' in termini reali i trasferimenti, se non al costo di effetti reddito fortemente negativi, con l'esigenza di ridurre la domanda interna con politiche restrittive. Non sarebbero stati cioè sufficienti gli effetti reddito positivi nei paesi cessionari.

Le posizioni critiche di Keynes rispetto alla saggezza convenzionale della comunità finanziaria e del mondo politico a favore del ritorno al gold standard nel 1925 riprendono ed elaborano questi temi, che anche si ritrovano poi nella Conferenza di Bretton Woods. Sulla decisione di Churchill peso molto rilevante ebbe il governatore della Bank of England Montagu Norman (governatore dal 1920 al 1944). Norman lavorava di concerto con l'altro grande argenteiere dell'epoca, Benjamin Strong, presidente della Fed (Clarke, 1984). Sul fronte monetario un ulteriore forte attacco alle posizioni della Fed venne più tardi da Milton Friedman e Anna Schwarz nel libro *The Great Contraction, 1929-1933*, pubblicato nel 1965. Nel libro i due autori hanno mostrato che le politiche monetarie pro-cicliche perseguite fecero ridurre la base monetaria e lo stock di moneta, esacerbando la grande recessione. Anche aldilà dell'Atlantico la flessibilità di prezzi e salari e la tendenza automatica alla piena occupazione erano un mantra senza effettive opposizioni.

Le idee di Keynes sono state elaborate in un libro scritto nel 1925 (*The Economic Consequences of Mr. Churchill*). Le critiche di Keynes a Churchill, allora Cancelliere dello Scacchiere, non erano direttamente rivolte al sistema del *gold standard*, pur considerato non più adeguato. La tesi era fondamentale che riportare la sterlina alla parità precedente la Prima guerra mondiale avrebbe richiesto un sostanziale riaggiustamento di tutti i valori

¹ Per un'ampia trattazione di questi punti, si fa rinvio a Fazio (2021) e Masera (2021).

² Per una trattazione complessiva di questi temi si fa riferimento a Keynes (1929), Ohlin (1929 e 1933), Mundell (1978), Machlup (1980) e Masera (1984).

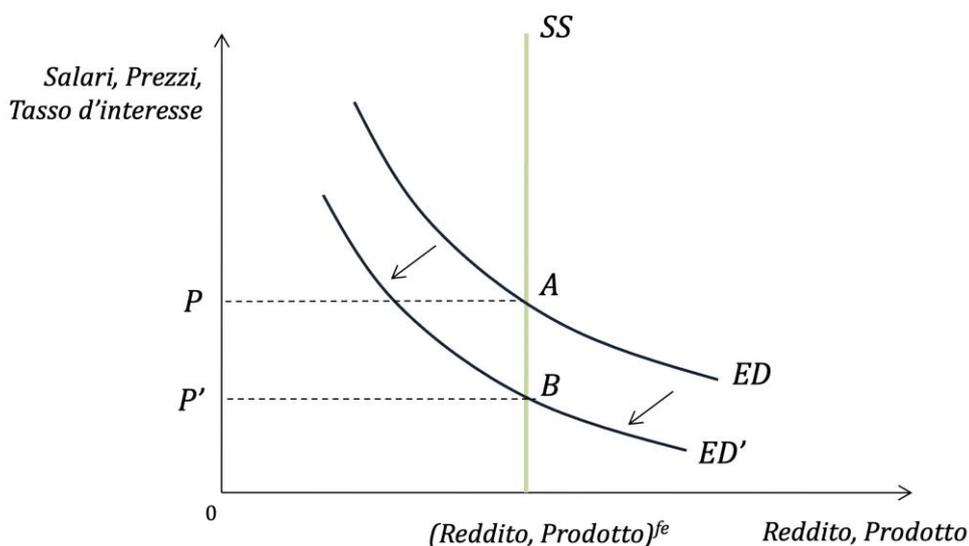
monetari. Ciò sarebbe stato fortemente deflazionistico con conseguenze estremamente negative per l'occupazione e la crescita. Keynes era ben consapevole degli errori del Cancelliere Brüning negli anni 1930-31 in Germania, che aveva cercato di far diminuire salari e prezzi, ma che di fatto aveva fatto esplodere la disoccupazione e portato Hitler al potere.

Riprendendo le parole dello stesso Keynes (1925, p. 140, nostra traduzione), "ciò che ha sviato Churchill è il fatto che egli è stato frastornato dalle voci fragorose della finanza convenzionale; e, soprattutto, [...] egli fu gravemente sviato dai suoi stessi esperti".³ Egli ripeteva che non fosse possibile ipotizzare che i salari monetari si aggiustassero verso il basso in corrispondenza alla rivalutazione del cambio. Keynes nel *Tract on Monetary Reform* (1923) spiegava perché non si poteva più fare affidamento sul meccanismo tradizionale del *gold standard*: il metodo prebellico era crollato nella realtà semplicemente perché non poteva determinare il riaggiustamento dei prezzi interni *con sufficiente rapidità*.⁴ Comunque, il sistema monetario aureo era già una barbara reliquia.

Il processo di formazione dei prezzi, con la standardizzazione e l'industrializzazione della produzione, e quello dei salari, che non avveniva più a livello di azienda atomistica, avevano acquisito connotati ben più rigidi rispetto al passato, soprattutto nel caso di contrazione della domanda monetaria. Le questioni della domanda effettiva e del paradosso della parsimonia diventavano di fondamentale importanza per spiegare deviazioni dall'equilibrio.

Secondo questo approccio, la vera protezione del risparmio sta nel creare un ambiente e adottare politiche che sospingano a realizzare investimenti profittevoli sia nel settore privato sia in quello pubblico. Diversamente, l'eccesso di risparmio porta a contrazioni del reddito e successivamente del risparmio stesso.

Figura 1 – Il modello classico



Note: w = livello dei salari, p = livello dei prezzi, i = livello dei tassi di interesse, Y = prodotto, ED = domanda effettiva.

³ "what misled Mr. Churchill [is that] he was deafened by the clamorous voices of conventional finance; and, most of all, [...] he was gravely misled by his experts".

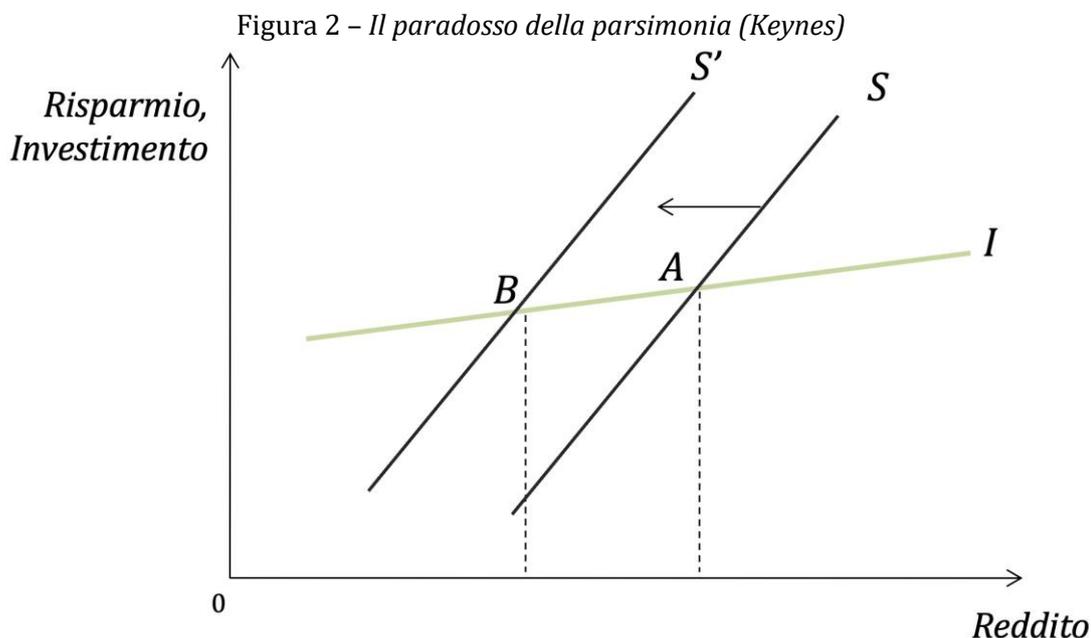
⁴ Per un'analisi dell'Italia e della lira in quel periodo confronta Keynes (1923) e Baffi (1973).

Il principio della domanda effettiva (ED) non è accettato dalla scuola classica (Say, Ricardo, Smith). Come afferma Smith ([1776] 1904, p. 371): “ogni individuo frugale è un pubblico benefattore”. Malthus (1820), peraltro, aveva elaborato una critica serrata a questi schemi, ripresa dallo stesso Keynes.

Nel sistema keynesiano l'ED rappresenta un concetto chiave. Possono manifestarsi eccessi di risparmio. In questa condizione (di fallacia di composizione) la catena causale è invertita: sono gli investimenti che determinano in equilibrio i risparmi (Hicks, 1977, p. 22).

Riassumendo, nel sistema classico la produzione è la fonte della domanda. Il reddito è sempre utilizzato e non si può pertanto verificare un 'equilibrio' di sottoccupazione. Il sistema economico e le forze di mercato – in presenza di piena flessibilità dei prezzi (p), dei salari (w) e dei tassi di interesse (i) – spingono automaticamente all'equilibrio e alla piena occupazione, cosicché il reddito e il prodotto (Y) gravitano verso il livello indicato nel grafico Y_f . In particolare, il risparmio precede e porta all'investimento. Nel sistema keynesiano i nessi causali possono invertirsi, con l'investimento che porta al risparmio. Più accuratamente, risparmio e investimento sono *determinates*, non *determinants* del sistema. I veri determinanti sono: 1) la propensione al consumo/risparmio, e 2) le curve dell'efficienza marginale del capitale e del tasso di interesse.

Il modello di *excess saving* è generalizzato in un'economia aperta, registrando nella bilancia dei pagamenti un surplus strutturale nel saldo commerciale. Come è noto, Bernanke (2005) ha proiettato il modello del *saving glut* ai primi anni del nuovo millennio mostrandone la rilevanza per la spiegazione della Grande Crisi Finanziaria del 2007-2009.



Dove: S = risparmio, I = investimento, Y = reddito.

Le preoccupazioni di Keynes sulla configurazione asimmetrica dei saldi delle partite correnti sul processo di aggiustamento e sulla crescita globale sono alla base della sua proposta di creare una International Clearing Union (ICU) formulata in una conferenza internazionale a Londra nel 1941, poi ripresa ed elaborata a Bretton Woods. L'ICU avrebbe di fatto rappresentato una banca internazionale con la prerogativa di emettere una propria moneta ("Bancor"). I paesi partecipanti in deficit avrebbero dovuto rispettare un massimo scoperto, quelli in surplus, se la posizione creditoria avesse ecceduto un massimo assegnato, avrebbero dovuto accettare la confisca del credito. Il modello prevedeva altresì che i paesi in deficit e in surplus avrebbero pagato tassi di interesse penalizzanti sui loro conti in Bancor e avrebbero proceduto a svalutazioni/rivalutazioni delle monete nazionali concordate con l'ICU. In termini più specifici l'approccio "use or lose it" presupponeva che i surplus avrebbero dovuto essere utilizzati per aumentare le importazioni, per creare capacità produttiva nei paesi in deficit. In ultima istanza, e in assenza di aggiustamento, sarebbero stati cancellati i saldi negativi dei paesi in disavanzo.

Come si è indicato, la proposta dei meccanismi ICU è antecedente alla Conferenza di Bretton Woods. Lo schema è analiticamente collegato alle riflessioni innescate dalla Conferenza di Versailles. A Bretton Woods il modello del Bancor non fu accettato dagli Stati Uniti, rappresentati dal sottosegretario al Tesoro Henry White. Gli Stati Uniti erano e pensavano di continuare a essere il paese con più elevati surplus delle partite correnti e quindi con più elevata posizione creditoria tra banche centrali. Pur dovendo di fatto registrare una sconfitta nella Conferenza del 1944, le idee di Keynes (1930, 1943, 1980) furono successivamente riprese, sotto il profilo reale, dalla nuova amministrazione americana. Purtroppo, la sua vittoria sarebbe stata postuma.

Fra il 1946 e il 1947 la politica americana con il Presidente Truman subì profondi mutamenti. La saggezza convenzionale elaborata dal "falco" Henry Morgenthau, segretario del Tesoro (e quindi capo diretto di White), prevedeva tra l'altro lo smembramento della Germania, un piano basato sui pagamenti dei danni di guerra e l'imposizione nelle regioni tedesche del divieto di ricostruzione industriale. La Germania sarebbe dovuta diventare un'economia agricola e pastorale (Morgenthau, 1945).

Il Presidente Truman elaborò con i suoi diretti e stretti collaboratori un programma completamente diverso. Si pose in primo luogo una moratoria ai pagamenti dei danni di guerra. Si decise dapprima di delineare il cosiddetto Piano della Speranza che criticava alla base il progetto Morgenthau. Nel 1947 fu adottato un piano operativo, *European Recovery Program* (ERP), più noto come Piano Marshall, dal nome del Segretario di Stato, premio Nobel per la pace nel 1953. Il piano prevedeva sostanzialmente il finanziamento americano ai progetti di ricostruzione e agli investimenti in tutti i paesi europei, anche quelli che avevano combattuto contro gli Stati Uniti, segnatamente Germania e Italia. Le risorse finanziarie messe a disposizione dagli Stati Uniti rappresentarono l'elemento di innesco, catalitico, di progetti di investimento finanziati tramite il risparmio rapidamente creato negli stessi paesi europei.

Le idee fondamentali di Keynes trovavano realizzazione, ma il grande economista era morto il 21 aprile del 1946.

2. Da Bretton Woods al dopo pandemia: ipotesi su futuri equilibri nel sistema monetario internazionale⁵

Il confronto tra le tesi del britannico John Maynard Keynes e quelle dello statunitense Harry Dexter White vide le seconde prevalere, anche per il mutato peso relativo, economico e politico, dei paesi di appartenenza. La scelta fu quella di un sistema monetario internazionale ancorato a un dollaro convertibile in oro che, in tal modo, si affermava come la moneta internazionale di riferimento. La tesi sconfitta prospettava l'istituzione di una moneta globale, il Bancor (Keynes, 1943).

Il sistema deciso a Bretton Woods mostra nei due decenni successivi la sua non adeguatezza come capacità di correzione degli squilibri commerciali ed economici tra le nazioni che ne accettarono l'adozione. Già all'inizio degli anni Sessanta dello scorso secolo parte, di conseguenza, l'attacco teorico al sistema, anche da parte di economisti di ispirazione non keynesiana. All'inizio del decennio successivo, con la dichiarazione americana di non convertibilità del dollaro in oro, il sistema di cambi incentrato sul *gold exchange standard* deciso a Bretton Woods cessa di esistere.⁶

Ciò non ha tuttavia comportato il venir meno del dollaro come moneta internazionale di riferimento nella sua triplice funzione di mezzo di pagamento, di unità di conto e di riserva di valore. In un sistema monetario internazionale diventato sostanzialmente 'anarchico', cioè non guidato da precise regole condivise, il dollaro conserva e rafforza nel sistema monetario internazionale un ruolo dominante che conferisce agli Stati Uniti quello che è stato definito un "privilegio esorbitante". Questo ruolo non è stato mai messo in discussione, né dall'emergere di altre potenze economiche, né dalla creazione dell'Euro, né dal progressivo aumento del peso delle economie emergenti asiatiche e della loro integrazione nell'economia globale.

Neppure la crisi finanziaria del 2008, generata negli Stati Uniti, è riuscita a incrinare la centralità e la forza del dollaro, che ha confermato il suo ruolo sostanziale di *safe asset* anche, e soprattutto, nei momenti di maggior tensione internazionale.

Tuttavia, vi sono oggi almeno tre fattori che rilanciano il dibattito sul ruolo del dollaro e sulla necessità di un nuovo accordo internazionale che ponga le basi di un nuovo ordine monetario e di regole condivise sugli scambi internazionali:

Il primo fattore è rappresentato dall'emergere delle fragilità dell'iper-globalizzazione dell'economia e dalla ricerca di nuove regole di governo degli scambi commerciali.

Il secondo fattore è la tecnologia, che ha cambiato radicalmente i sistemi di pagamento, anche transnazionali, e ha posto concretamente la possibilità di adozione di monete digitali, sia private sia emesse da banche centrali e potenzialmente da istituzioni multilaterali, con un ruolo internazionale globale.

Il terzo fattore è il mutato quadro dei pesi geopolitici e geo-economici che ha rilanciato, nel nuovo contesto, l'uso politico-strategico del dollaro, definito come "*dollar weaponization*".

Non è forse un caso che si riproponga, dopo oltre settanta anni e in un mondo completamente cambiato, un dibattito intorno al punto sul quale si erano confrontati Keynes e White, cioè sull'utilità o meno di una moneta globale, un nuovo Bancor, che in un mondo post-Covid-19 possa aiutare a disegnare un nuovo ordine economico mondiale capace di assicurare la cooperazione tra le nazioni.

⁵ Questa sezione e la seguente sono ispirate a Arcelli e Tria (2021a).

⁶ Cfr. Bernanke e James (1990); Eichengreen (1992); Bernanke (1993); Fratianni e Spinelli (1997); Bernanke et al. (1999); Cesarano (2003, 2006) e Buchan (2018).

2.1. Il dibattito degli anni Sessanta sulla non sostenibilità del sistema uscito da Bretton Woods

Jacques Rueff, consigliere economico del presidente De Gaulle, nel 1965 criticò il sistema monetario internazionale di Bretton Woods con la famosa metafora del sarto: “Se avessi un accordo con il mio sarto affinché qualsiasi cifra io debba pagargli egli me la restituirebbe nello stesso giorno, non avrei alcuna obiezione ad ordinargli più vestiti”.⁷ Jacques Rueff attaccava con queste parole il sistema del *gold exchange standard*, istituito con gli accordi di Bretton Woods nel 1944, che consentiva al dollaro di essere detenuto come moneta di riserva grazie alla sua convertibilità in oro.

L’argomento di Rueff era che tale sistema impediva un aggiustamento degli squilibri commerciali perché consentiva al paese emittente la moneta convertibile in oro, gli Stati Uniti, di finanziare senza limiti i propri deficit commerciali. A differenza del sistema di *gold standard*, di cui Rueff era estimatore, il sistema di *gold exchange standard* consentiva, infatti, alle banche centrali dei paesi in surplus di emettere nuova moneta nazionale sulla base di riserve detenute sia in oro sia in dollari e attività denominate in dollari. Di conseguenza, poiché i paesi in surplus, acquistando titoli denominati in dollari mantenevano di fatto le proprie riserve in dollari nella banca centrale degli Stati Uniti, il deflusso di dollari dal paese emittente, causato dal suo deficit commerciale, non determinava in realtà né un deflusso di oro né una minore capacità di spesa interna. In altri termini, tra la fine degli anni Cinquanta e gli anni Sessanta, il sistema consentì ai paesi europei e al Giappone di re-industrializzarsi fornendo “abiti” agli Stati Uniti che si permisero di acquistarne in gran numero con il credito concesso dalle “sartorie” di questi paesi.

L’analisi di Rueff, sulla insostenibilità di un sistema che consentiva di mantenere deficit permanenti delle partite correnti al paese la cui valuta nazionale è adottata come moneta internazionale, coincideva sostanzialmente con quella enunciata da Robert Triffin nel 1960⁸ nella forma del famoso “dilemma”. L’argomento di Triffin era che la nazione la cui valuta è adottata come moneta internazionale non può conciliare gli obiettivi interni di politica monetaria con l’obiettivo di rispondere alla domanda internazionale di moneta, che dipende dalla crescita degli scambi internazionali legati alla crescita dell’economia mondiale, poiché il paese emittente può fornire la propria valuta al resto del mondo solo attraverso un deficit delle partite correnti. La diagnosi di Triffin coincide, appunto, con quella di Rueff nell’osservazione che i dollari incassati dai paesi in surplus vengono utilizzati in acquisti di titoli di debito americano da detenere come *asset* di riserva accanto all’oro e, in tal modo, non c’è alcun meccanismo di riassorbimento dello squilibrio. La conclusione dei due economisti era che, inevitabilmente, la quota di dollari nelle riserve dei paesi aderenti al sistema sarebbe aumentata rispetto all’oro in misura tale da minare la fiducia nella loro convertibilità effettiva. Ciò significava dichiarare che non sarebbe stato raggiunto l’obiettivo, posto a Bretton Woods, di tornare a un sistema di cambi ordinati evitando, al tempo stesso, che la scarsità di oro frenasse, come accadeva con il sistema di *gold standard*, la liquidità richiesta dalla crescita delle economie.

⁷ Traduzione dell’autore (Tria). Testo originale: “If I had an agreement with my tailor that whatever money I pay him he returns to me the very same day as a loan, I would have no objection at all to ordering more suits from him”, da “Return to Gold – Argument with Jacques Rueff”, in *The Economist*, 13 febbraio 1965 (ripubblicato in Rueff, 1972, p. 78).

⁸ Cfr. anche Triffin, 1959.

Rueff e Triffin condividevano la diagnosi sui difetti del sistema deciso a Bretton Woods ma divergevano sulla prescrizione, essendo il primo favorevole al ritorno al *gold standard*, il secondo a un sistema monetario internazionale fondato sull'idea del Bancor keynesiano, cioè sull'istituzione di una moneta globale.

2.2 Dal crollo della Prima Bretton Woods alla Seconda Bretton Woods

Il sistema del *gold exchange standard* stabilito a Bretton Woods saltò nel 1971 sotto la pressione dei "sarti", soprattutto quelli francesi, che non volevano più prestare al cliente americano i ricavi della vendita dei loro "abiti" e, quindi, cercarono di riscuotere il credito chiedendo di convertire in oro le loro riserve in dollari.

Da allora non si è più ricostituito un sistema monetario internazionale vero e proprio, inteso come un insieme di regole condiviso per definire i rapporti di cambio delle valute, ma nel tempo si è stabilizzato un non-sistema di tipo "anarchico", come è stato spesso denominato, in cui alcuni paesi lasciano fluttuare il valore delle proprie monete, mentre altri "ancorano" il valore della propria moneta a quello di una valuta straniera come il dollaro.

Il ruolo predominante del dollaro come valuta internazionale è tuttavia continuato anche dopo il collasso del sistema di Bretton Woods. Con alterne vicende, i paesi europei, in particolare la Germania, il Giappone e poi i paesi produttori di petrolio, hanno continuato a rafforzare le loro "sartorie" e gli Stati Uniti hanno continuato a permettersi molti vestiti pagati a debito.

Il sistema è continuato in parte fino ad oggi, con la Cina che si è affermata progressivamente, dall'ultima decade del secolo scorso, nel ruolo del principale "sarto" a credito, al posto dell'Europa e del Giappone. Ciò ha fatto parlare, soprattutto dopo l'adesione della Cina al WTO nel 2001, di una "rinata" o "Seconda" Bretton Woods, con alcune tra le principali monete asiatiche, in particolare il renminbi cinese, oltre a quelle di vari paesi dell'America Latina, ancorate al dollaro e un controllo della mobilità internazionale dei capitali tra questi paesi e gli Usa.

La storia di questa Seconda Bretton Woods, e degli squilibri globali ad essa associati, è istruttiva. La rapida crescita economica della Cina coincideva con la sua accelerata integrazione nell'economia mondiale. Il suo commercio con l'estero, aumentato a tassi multipli rispetto alla crescita del commercio mondiale, generava crescenti e persistenti surplus della bilancia commerciale e delle partite correnti. Nei tre anni precedenti la grande crisi finanziaria del 2008, il surplus delle partite correnti cinesi era in media superiore al 9 per cento del PIL. Mantenendo fisso il tasso di cambio con il dollaro, fino al 2005, la Cina aveva evitato per molti anni l'aggiustamento degli squilibri commerciali attraverso un accumulo di riserve ufficiali in valuta estera, che nel 2011 raggiunse circa il 25 per cento delle riserve mondiali di valuta estera registrate presso le banche centrali, e mantenendo la regolazione da parte della Banca centrale cinese dei flussi in uscita di capitali finanziari.

L'acquisto da parte della Cina di titoli del debito pubblico e altre attività finanziarie emessi dai paesi in deficit commerciale, in particolare dagli Stati Uniti, consentiva sia di mantenere alta la liquidità interna di questi paesi, e quindi di sostenere la loro domanda interna di consumi e investimenti, sia di controllare l'eccesso di liquidità all'interno della Cina controllando le spinte inflazionistiche. In sintesi, era neutralizzato, dai due lati del Pacifico, il classico meccanismo di aggiustamento monetario degli squilibri in regime di tassi di cambio

fissi, cioè la correzione dei tassi di cambio reali attraverso il mutamento dei prezzi interni. La politica monetaria espansiva americana, che a cavallo dei due secoli ha alimentato le bolle speculative della *new economy* e del mercato immobiliare e finanziato l'eccesso di domanda interna, è stata l'altra faccia della medaglia della politica di controllo del cambio e della gestione del surplus commerciale da parte della Banca centrale cinese.

La storia della Seconda Bretton Woods, ancora una volta, non è lontana dalla storia del "sarto" di Rueff. Anche questa Seconda Bretton Woods non può tuttavia continuare e sopravvivere alla crisi del 2008. Già nel 2005, sotto la pressione degli Stati Uniti, la Cina abbandona il tasso di cambio ancorato al dollaro e il renminbi in pochi anni, dal 2005 al 2008, si apprezza di quasi il 18 per cento. Nel pieno della crisi finanziaria del 2008 la Cina ripristina per alcuni anni l'ancoraggio della sua valuta al dollaro, per poi abbandonarlo nuovamente. L'idea che si consolida in Cina è che il *dollar standard* non appare più in grado di assicurare la stabilità monetaria nei rapporti tra America e Asia, così come il mercato finanziario americano non potrà più continuare ad essere la piazza prevalente dove si impiegano i risparmi del mondo.

La maggiore flessibilità del cambio accettata dalla Cina risponde all'obiettivo di orientare maggiormente il potenziale produttivo verso il mercato interno, perché troppo fragile è il mercato esterno a fronte di una capacità produttiva immensamente aumentata e dell'accumulo di risparmi privati con un alto potenziale inflazionistico. Ciò significa che essa non avrà più interesse, nel medio periodo, a continuare a finanziare il deficit americano, anche se il mutamento di rotta richiede tempo perché rimane la preoccupazione di evitare una rapida riduzione del valore del dollaro che porterebbe ad una svalutazione eccessiva delle attività detenute in dollari. Inoltre, non vi è ancora in Asia un mercato finanziario abbastanza sofisticato da assicurare un impiego adeguato dei risparmi asiatici.

Alla vigilia del meeting del G20 di Londra, dove si doveva discutere la reazione delle principali economie del mondo alla grande crisi finanziaria generata negli Stati Uniti, Zhou Xiaochuan, allora governatore della Banca centrale cinese, pubblica il 23 marzo del 2009 un paper per la rivista della Bank of International Settlement in cui ripropone il problema dell'impossibilità di affrontare gli squilibri macroeconomici globali e di assicurare la stabilità finanziaria senza affrontare la questione irrisolta del sistema monetario internazionale, cioè dell'assenza di una moneta internazionale di riserva ancorata ad un valore stabile. Zhou ripropone le argomentazioni di Triffin sui difetti di un sistema in cui una moneta nazionale assolve di fatto al compito di moneta di riserva internazionale e si dichiara a favore di una moneta di riserva internazionale sovranazionale con un richiamo esplicito al Bancor, la *international currency unit*, proposta nel 1944 a Bretton Woods da Keynes (cfr. Triffin, 1960, 1982, 1985).

La proposta di Zhou era, nell'immediato, di rivalutare il ruolo dei diritti speciali di prelievo (*special drawing rights*, SDR) creati dal FMI nel 1969 per utilizzarli come moneta di riserva sovranazionale, in modo che la gestione della liquidità globale non interferisse più con la possibilità di aggiustare i singoli tassi di cambio a fronte di squilibri economici. In particolare, veniva proposto di promuovere l'uso dei DSP come mezzi di pagamento nelle transazioni commerciali e finanziarie non solo tra governi e istituzioni internazionali e che parte delle riserve ufficiali dei singoli paesi fossero detenute e gestite dal FMI per rafforzarne il ruolo e la capacità di stabilizzazione dei mercati. La questione posta dai cinesi non era nuova e rispondeva a problemi reali, ma chiaramente veniva posta nel momento in cui la Seconda Bretton Woods aveva mostrato i suoi limiti e sembrava concreta la possibilità di una crisi del

dollaro con conseguente perdita di valore delle ingenti riserve cinesi denominate in questa valuta.

L'anno dopo l'intervento di Zhou, la questione dell'impatto internazionale delle politiche monetarie americane si riproponeva con forza per gli effetti delle politiche ultra-espansive di *quantitative easing* adottate dalla Federal Reserve per far uscire dalla crisi l'economia americana. Ciò determinò un aumento massiccio della liquidità in dollari che si diresse in cerca di rendimenti più elevati nei paesi emergenti, in particolar modo in Asia e America Latina. Mentre in Asia, la Cina aveva risposto, come ricordato sopra, ancorandosi di nuovo al dollaro con un sostanziale tasso fisso e impedendo l'afflusso di capitali, fu principalmente il Brasile ad essere colpito da un grande afflusso di capitali americani che portò ad un rapido apprezzamento della sua valuta di oltre il 25 per cento.

Il Brasile attirava capitali perché il buon andamento della sua economia, allora legata commercialmente alla rapida crescita cinese, creava aspettative favorevoli circa il valore esterno della sua valuta. Il governo brasiliano non riuscì a frenare questo afflusso di capitali, subì la perdita improvvisa di competitività dei suoi prodotti a seguito del mutamento del tasso di cambio, e il suo ministro delle finanze usò per la prima volta la definizione, forse allora esagerata, di "guerra valutaria" per descrivere quello che dal suo punto di vista era un attacco esterno all'economia del paese. Una terminologia bellica che verrà ripresa, circa dieci anni dopo, dal paese che essendo emittente della valuta internazionale ne può far uso non per denunciare una aggressione ma come sfoggio di potenza dissuasiva.

In questi dieci anni, accade che sempre di più il ruolo del dollaro nel sistema monetario internazionale si separa dal peso economico globale del suo paese emittente. Oggi, gli Stati Uniti producono circa il 10 per cento del PIL mondiale e rappresentano il 10 per cento del commercio mondiale, ma un terzo dei paesi del mondo adotta valute esplicitamente ancorate al dollaro, il 70 per cento del PIL mondiale usa il dollaro come moneta di riferimento, il 50 per cento delle fatture mondiali e i due terzi delle riserve ufficiali in valuta estera e dei debiti esterni globali sono denominati in dollari.

La spiegazione di questo fenomeno può essere affidata anche a un effetto network, che quindi si autoalimenta. Poiché gran parte degli scambi sono fatturati in dollari è logico assicurarsi con titoli finanziari denominati in dollari e detenere ampie riserve ufficiali in dollari o in attività denominate in dollari per isolarsi dall'impatto di fluttuazioni del dollaro conseguenti ai cicli dell'economia americana e delle sue politiche monetarie e di bilancio. I paesi emergenti sono d'altra parte costretti a orientare le proprie politiche monetarie alla stabilizzazione dei flussi di capitali.

La conclusione di questa interpretazione è che il dollaro USA, che rimane importante come al momento del crollo di Bretton Woods nel 1971 nonostante oggi i paesi emergenti già coprano circa il 60 per cento del PIL globale, rimarrebbe dominante anche se il peso economico relativo degli Stati Uniti continuasse a ridursi.

Il dibattito sul sistema monetario internazionale e sul ruolo del dollaro riparte prima della crisi innescata dal Covid-19, essenzialmente in connessione all'acuirsi del confronto commerciale tra Stati Uniti e Cina, la cosiddetta "guerra dei dazi", che rappresenta un aspetto di un più generale confronto geopolitico e strategico.

Tre fattori fondamentali hanno influenzato la ripresa di questo dibattito. Il primo è la crescita ulteriore della Cina come peso economico strategico globale e il suo mutamento di posizione negli scambi internazionali rispetto a dieci anni fa. Collegate a questa evoluzione sono il processo di arretramento dalla iper-globalizzazione e, più in particolare, le ambizioni di

“*decoupling*” dell’economia globale come strategia di risposta alla sfida economica e tecnologica cinese.

Il secondo fattore è l’uso, in modi inediti nella forma anche se non nuovi nella sostanza, della posizione preminente del dollaro nei sistemi di pagamento internazionali e nelle infrastrutture finanziarie internazionali per estendere ad ambiti extraterritoriali la legge americana e perseguire obiettivi di strategia geopolitica. Questo fenomeno definito come “*weaponization*” del dollaro, cioè uso del dollaro come arma politica strategica, pone interrogativi e preoccupazioni sulla possibilità che sia minata in tal modo la fiducia nel dollaro come *safe asset* da parte degli investitori internazionali, sia dei paesi avanzati sia dei paesi emergenti.

Il terzo fattore, che forse rappresenta l’elemento maggiore di discontinuità rispetto al passato, è quello tecnologico, che oggi offre nuove soluzioni efficienti al sistema dei pagamenti e, con la proposizione di monete digitali e cripto-valute, ripropone su nuove basi di percorribilità tecnica, anche se non ancora politica, ipotesi di monete globali che richiamano l’idea keynesiana di una moneta sovranazionale capace di risolvere i fattori di instabilità connessi all’uso di una moneta nazionale come moneta internazionale. Conviene, quindi, partire dagli effetti potenzialmente dirompenti dell’innovazione tecnologica.

Il 17 e 18 luglio 2019, i ministri finanziari e i governatori delle banche centrali dei paesi del G7, riuniti in Francia a Chantilly, discutono con malcelata preoccupazione il piano di Facebook di lanciare la Libra, una *stablecoin* presentata come semplice mezzo di pagamento ma ancorata ad un paniere stabile di valute. Il tema non viene sottovalutato, non tanto per i pericoli insiti nello specifico progetto le cui probabilità di attuazione non sono forse altissime, ma perché immediatamente viene colto come esso rappresenti la prima vera potenziale sfida lanciata a quel che resta del sistema monetario internazionale nato a Bretton Woods, per di più lanciata da un pool di imprese private.

Presentata come un mero mezzo di pagamento transfrontaliero diretto a tagliare drasticamente costi e tempi dei pagamenti transnazionali e a includere ampi settori di popolazione che, soprattutto nei paesi in via di sviluppo, sono di fatto esclusi dai circuiti di pagamento basati sui sistemi bancari, il progetto della nuova cripto-valuta con ambizioni globali mostrava come la strada fosse ormai aperta per una sfida più ampia. I soli vantaggi di efficienza assicurati dal passaggio alle valute digitali non appaiono oggi enormi, se si considera che le nuove tecnologie hanno ormai già attivato diffusi sistemi di pagamento legati a piattaforme private senza bisogno di adottare, come unità di conto o riserva di valore, una cripto-moneta.

Anche i sistemi attuali di trasferimento interbancario, come la *Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication* (SWIFT) di base euro-americana e il sistema delle banche centrali europee *TARGET Instant Payment Settlement* (TIPS), stanno sperimentando nuovi sistemi di trasferimento istantaneo. Tuttavia, il progetto privato della Libra era una sfida all’adozione di cripto-valute anche da parte delle banche centrali e, soprattutto, mostrava che le economie e le tecnologie erano ormai mature anche per l’adozione di una moneta globale sul modello del Bancor keynesiano.

Un mese dopo, uno dei protagonisti della riunione del G7 di luglio, il governatore della Bank of England Mark Carney, parlando davanti ad una platea di banchieri ed economisti all’incontro annuale di Jackson Hole nel Wyoming, afferma che la dipendenza del mondo dal dollaro USA non è più sostenibile e invita il FMI a farsi carico di un nuovo sistema monetario e finanziario internazionale basato su più valute. L’obiettivo è assicurare le economie emergenti

da deflussi distruttivi di capitali in dollari e rimuovere il loro bisogno di accumulare un eccesso di riserve in dollari, la cui conseguenza è la tendenza a esacerbare l'incertezza e gli effetti deflazionistici particolarmente dannosi quando vi è un disallineamento tra le fasi cicliche americane e dei paesi emergenti.

L'analisi di Mark Carney parte dalla constatazione che non sia più vero che un regime di cambi flessibili sia la soluzione per permettere ai singoli paesi di assorbire gli shock globali e di mantenere stabili i livelli della produzione e dei prezzi interni mediante una politica monetaria flessibile. L'argomento è che l'aumento dell'integrazione economica e produttiva globale, anche attraverso lo sviluppo delle catene internazionali del valore, ha determinato di fatto una crescente sincronizzazione dei movimenti dei prezzi alla produzione nei vari paesi. Ciò deriva dalla crescente rigidità dei prezzi internazionali denominati in dollari rispetto alle fluttuazioni delle altre valute, dovuta al fatto che il dollaro rappresenta la valuta di fatturazione di metà degli scambi internazionali, circa cinque volte la quota USA nelle importazioni globali e tre volte la sua quota nelle esportazioni globali.

La conseguenza è che il deprezzamento di una valuta rispetto al dollaro scoraggia le importazioni, rendendo i beni e servizi prodotti all'estero più costosi in termini di valuta domestica, ma non ha effetti sui prezzi delle esportazioni in dollari e quindi ritarda l'aggiustamento delle quantità esportate causando solo maggiori profitti in valuta domestica per gli esportatori. Il risultato è che la crescita globale risente fortemente di ciò che accade al dollaro a seguito delle vicende economiche e delle politiche monetarie americane, lasciando i vari paesi esposti alla volatilità del dollaro e ai rischi globali. La conclusione di Mark Carney, come di altri economisti, è nuovamente l'affermazione che il ruolo dominante del dollaro nel sistema monetario è fonte di instabilità e che si deve mettere all'ordine del giorno il passaggio ad un sistema multipolare, cioè basato su più monete internazionali o meglio l'adozione di una moneta globale, che potrebbe avere la forma di una valuta elettronica globale. L'alternativa sarebbe quella di andare verso un futuro conflitto tra il dollaro e il renminbi, il cui uso è in forte crescita nel commercio mondiale.

Analisi e argomentazioni non sono molto diverse da quelle enunciate dal governatore della People's Bank of China dieci anni prima, il quale a sua volta riprendeva il vecchio dibattito di quasi cinquanta anni prima. Tuttavia, il passaggio da una moneta internazionale di riserva ad un'altra è una questione complessa che segue non solo ad un mutamento forte di peso economico del paese di emissione ma anche al diffondersi della nuova moneta come mezzo di scambio, e quindi alla sua efficienza e convenienza nei pagamenti internazionali. La sua adozione come unità di conto e riserva di valore ne è la conseguenza. Da ciò consegue il peso determinante che oggi può avere la tecnologia per superare le esternalità di rete che ostacolano il passaggio ad un nuovo sistema monetario internazionale più vicino a quello vagheggiato da Keynes, mediante la creazione di una "valuta egemonica sintetica", per usare la definizione di Marc Carney, attraverso una rete di valute digitali delle banche centrali.

La Cina ha già annunciato l'intenzione della People's Bank of China di emettere una valuta digitale ufficiale. Questa mossa apre, forse, una prima sfida globale anche se l'affermazione di questa valuta negli scambi mondiali rimane soggetta al fatto che, come è stato osservato, un renminbi digitale rimane sempre un renminbi, con i problemi che esso ancora presenta per essere competitivo come moneta globale. Chi contesta le provocazioni a favore di una nuova moneta globale richiama i dati che testimoniano il ruolo ancora predominante del dollaro per dimostrarne la non contendibilità in base all'argomentazione che la forza del dollaro come *safe asset* non deriva semplicemente dall'attuale effetto di rete.

Inoltre, il “monopolio naturale” del dollaro come *safe asset* deriverebbe dalla correttezza fondamentale del sistema politico ed economico americano. A sostegno del dollaro giocherebbe principalmente il funzionamento delle istituzioni americane che assicurano un mercato finanziario molto sviluppato, liquido e un forte sistema di protezione degli investitori fondato su un affidabile sistema legale. Si tratta di caratteristiche che, ad esempio, non sono altrettanto presenti in Cina per consentire al renminbi di affermarsi come valuta internazionale concorrente del dollaro. Delle tre condizioni necessarie affinché una moneta nazionale possa assumere un ruolo internazionale, la moneta cinese ne soddisfa già due: la dimensione dell’economia del paese e la sua capacità di conservazione del valore. Tuttavia, manca ancora la terza condizione, cioè avere alle spalle un mercato finanziario sviluppato, aperto e liquido garantito.

Queste posizioni sono state anche di recente ribadite da Gita Gopinath (2020), Chief economist del FMI, per affermare che queste caratteristiche del dollaro non lo rendono oggi contendibile né dal renminbi, nonostante il peso crescente dell’economia cinese, né dalle monete virtuali come la Libra o da una moneta virtuale globale quale quella auspicata da Mark Carney. In realtà l’argomento è meno convincente se riferito ad una moneta virtuale globale emessa da una istituzione internazionale monetaria e finanziaria, come un FMI riformato, e a seguito di un accordo globale tra nazioni.

2.3 L’effetto congiunto della de-globalizzazione e della “dollar weaponization”

Dobbiamo considerare gli altri due fattori, che accanto alla rivoluzione tecnologica, rappresentano potenziali fattori di indebolimento della posizione dominante del dollaro: la pratica del *dollar weaponization* e l’eventuale rafforzamento delle politiche tendenti al *decoupling* dell’economia globale o anche di solo arretramento rispetto all’iper-globalizzazione degli ultimi decenni. L’esempio più importante di *weaponization* del dollaro riguarda l’applicazione di sanzioni economiche, come quelle adottate contro l’Iran con il tentativo di tenerlo fuori dal sistema bancario internazionale e dai suoi sistemi di trasferimento di fondi internazionali, tentativo rafforzato dalla minaccia di rappresaglia nei confronti dei paesi e delle imprese, anche non americane, che non seguono queste indicazioni. Queste politiche hanno già spinto la Russia a spostare proprie riserve da attività denominate in dollari e vari altri paesi, come la Cina, a svolgere in modo crescente transazioni nel mercato del petrolio senza l’uso del dollaro. Queste politiche americane, al di là degli obiettivi strategici, hanno senza dubbio il potenziale di minare la fiducia nel dollaro come *safe asset*, oltre che ridurre l’uso negli scambi internazionali. Il confronto commerciale con la Cina e le tendenze ad ampliare l’area di controllo sui flussi di capitale cinesi destinati a investimenti negli Stati Uniti in base a obiettivi geopolitici o di guerra commerciale rappresentano altrettanti segnali di allerta, per tutti i paesi emergenti e per parte dei paesi avanzati, che la desiderabilità di un sistema monetario internazionale meno legato al dollaro e più equilibrato rispetto alla composizione attuale dell’economia globale e del commercio internazionale possa essere oggetto almeno di dibattito.

Il terzo fattore da considerare è che il Covid-19 probabilmente accelererà la tendenza a rivedere le catene internazionali del valore che sono state alla base della crescita del commercio internazionale e dell’aumento complessivo di produttività dell’economia globale negli ultimi decenni. Sono emersi gli elementi di fragilità di queste catene che alla ricerca di economie di scala crescenti si sono allungate eccessivamente dal punto di vista geografico e della frammentazione

del processo produttivo. Motivi di sicurezza di fronte ai rischi di ogni tipo di interruzione di queste catene, dai rischi economici a quelli naturali e geopolitici, consigliano il loro accorciamento e spingono al parziale “rimpatrio” delle attività produttive. A queste tendenze, che probabilmente si rafforzeranno nel mondo post-Covid, si aggiunge, per motivi di competizione tecnologica strategica e geopolitica, l’idea di procedere verso un processo di *decoupling*, cioè di disaccoppiamento o di minor legame tra le economie che fanno capo al sistema occidentale di sicurezza e le economie tendenzialmente egemonizzate dalla Cina.

Questa prospettiva sarebbe probabilmente disastrosa sul piano economico e pericolosa per il possibile deteriorarsi dei rapporti tra le nazioni, ma implicherebbe anche che la continuazione della “guerra commerciale” non potrebbe non investire anche il sistema monetario e finanziario. In ogni caso, l’arretramento dalla fase di iper-globalizzazione così come una maggiore regionalizzazione delle catene produttive globali ridurrebbe il rapporto tra commercio mondiale e PIL mondiale e comporterebbe anche il ridimensionamento potenziale del ruolo del dollaro sul mercato globale che si è nutrito del fenomeno inverso per affermare il suo “monopolio naturale”.

3. Riflessioni sulle prospettive e sugli equilibri finanziari internazionali, con particolare riguardo alla necessità di nuovi accordi per assicurare la stabilità delle monete e dei mercati finanziari

La crisi pandemica, che ancora è in atto dopo la fase acuta nel 2020, ha rappresentato un momento di svolta per il mondo, ma anche per l’Europa. Infatti, al di là delle necessarie azioni in campo medico e di profilassi, la necessaria reazione delle autorità monetarie di tutto il mondo alla crisi si è concentrata sull’obiettivo di rendere resiliente il sistema economico e produttivo durante la fase più difficile.

Per giungere a questo risultato si è assistito a una sospensione di vincoli e accordi internazionali e a manovre di espansione monetaria e di emissione di garanzie pubbliche in varie parti del mondo. A livello internazionale va segnalata forse la decisione più significativa in termini di riconsiderazione dei dibattiti di politica economica successivi a Bretton Woods,⁹ e cioè la decisione del FMI, su input della presidenza inglese del G7, di approvare la più importante allocazione di sempre di *special drawing rights* (SDR),¹⁰ anche se comunque con le regole del 1969, quindi forse deludendo le attese di chi sperava in uno strumento monetario internazionale (cosa che gli SDR non sono). Tuttavia, dato che gli SDR non possono essere “spesi” (non possono essere detenuti da privati ma solo dagli stati, dalle banche centrali e dalle

⁹ Sulle questioni relative ai limiti del “gold standard” e del “gold exchange standard” cfr. Bernanke e James (1990); Eichengreen (1992) e anche Bernanke (1993, 1995).

¹⁰ Gli SDR (cfr. <https://www.imf.org/en/About/Factsheets/Sheets/2016/08/01/14/51/Special-Drawing-Right-SDR>), unità di riserva internazionale creata nel 1969 dal FMI come supplemento alle riserve ufficiali di ciascun paese membro del FMI stesso, non sono né una valuta, né un credito verso il FMI. Piuttosto si tratta di uno strumento basato sulle valute convertibili detenute dai membri del FMI stesso, e gli SDR possono essere scambiati contro queste valute. Agli SDR è associato un tasso di interesse (sempre stato minimo – intorno all’1-2% e ora sceso ulteriormente). Infatti, gli SDR possono essere detenuti solo da stati e banche centrali membri del FMI e da 15 “prescribed holders” ma non possono in nessun caso essere detenuti da privati. Quindi non sono una valuta né possono essere “spesi” (solo convertiti in scambi tra banche centrali o stati o *prescribed holders*). Oggi gli SDR sono composti da un paniere di cinque valute (nella definizione del 2015: dollaro USA per il 41,73%, euro 30,93%, renminbi cinese 10,92%, yen giapponese 8,33% e sterlina britannica 8,09%). Un nuovo “paniere” sarà definito entro il primo agosto 2022. Gli SDR sono le unità di denominazione del bilancio del FMI e di alcune altre istituzioni internazionali. Questa è la loro funzione principale.

15 istituzioni internazionali designate¹¹), essi non rappresentano del denaro liberamente utilizzabile che va sui bilanci pubblici, ma solo una forma di disponibilità supplementare di riserve internazionali utili a regolare gli scambi e le posizioni finanziarie tra stati.¹²

Dietro l'istituzione degli SDR nel 1969 c'era anche l'idea di sopperire alla tensione che si era creata nel sistema di Bretton Woods (fino al 1971-73 tutte le principali valute erano convertibili in oro), in particolare nei confronti del dollaro USA, con molti detentori di tale valuta che domandavano la conversione in oro dei loro dollari.¹³ Questo aveva creato turbolenze nei commerci internazionali, e obbligò gli Stati Uniti, nell'agosto 1971, a sospendere la convertibilità del dollaro in oro, dopo il noto accordo con l'Arabia Saudita che impose il dollaro USA come moneta di negoziazione per il petrolio, obbligando quindi tutti i paesi a detenere dollari anche se non più convertibili. La dissoluzione del sistema di parità monetaria internazionale incentrato sul dollaro USA e sulla convertibilità in oro rese meno rilevante la creazione degli SDR. Infatti, le allocazioni complessive furono molto limitate fino all'incremento del 2009.

Nel corso degli anni più recenti, e in particolare di fronte agli impatti della crisi pandemica che hanno creato nuove turbolenze negli scambi commerciali internazionali e nell'economia finanziaria, ci si è posto il problema di poter disporre di una sorta di strumento valutario internazionale da utilizzare per il regolamento di posizioni tra stati e banche centrali in caso di carenza di valute in alcuni dei membri del FMI. Il Fondo, anche su indicazione del G7, ha proposto il 9 luglio 2021 ai suoi membri di aumentare le allocazioni di SDR per ulteriori 650 miliardi di dollari USA equivalenti. Tale decisione è stata successivamente approvata e resa operativa nei mesi successivi, consentendo quindi di procedere ad allocazioni che andranno ripartite proporzionalmente tra i membri, in base alle loro quote.

Questa decisione, nel breve termine, data la difficoltà del contesto internazionale post-pandemico, avrà effetti benefici sugli scambi e sulla stabilità finanziaria ed è quindi improbabile che richieda l'uso di schemi obbligatori di scambio. Tuttavia, è certo una relativa delusione per quelle parti del mondo, in particolare paesi come la Cina, che avevano sostenuto, anche nel recente passato, la soluzione di una forma di strumento monetario atto a regolare gli scambi internazionali e ad evitare la posizione dominante – e distorsiva – del dollaro USA.¹⁴

¹¹ Esse sono: le quattro banche centrali multilaterali: la European Central Bank (BCE), Bank of Central African States, Central Bank of West African States, and Eastern Caribbean Central Bank; tre istituzioni di *settlements*: la BIS/BRI, il fondo monetario arabo e il fondo di riserva latino americano; 8 istituzioni multilaterali: African Development Bank, African Development Fund, Asian Development Bank, International Bank for Reconstruction and Development and the International Development Association, Islamic Development Bank, Nordic Investment Bank, and International Fund for Agricultural Development.

¹² In passato il mercato degli SDR è stato riservato alle banche centrali, essenzialmente, con scambi volontari registrati presso il FMI. In teoria esiste un processo di allocazione "obbligatoria" degli SDR sui membri FMI con maggiori surplus valutario (ossia, essi sono "obbligati" dagli accordi ad accettare SDR in cambio di valute come USD o euro se un paese "debole" vuole venderli per avere tali valute per regolare le sue posizioni), ma questo non è mai stato utilizzato finora.

¹³ Originariamente (1969, alla prima allocazione) 1 SDR equivaleva a 1 dollaro USA o a 0,888671 grammi di oro puro. Ma, a partire dal 1971-73, con la fine del sistema di Bretton Woods e della convertibilità in oro delle principali valute, gli SDR sono divenuti un "paniere" di valute convertibili rilevanti per le riserve delle banche centrali. Al febbraio 2018 erano stati emessi in totale circa 204,2 miliardi di SDR (circa 300 miliardi di dollari), la maggior parte dei quali (circa il 90%) allocati nel 2009 durante la crisi finanziaria post Lehman (2008). Un SDR a febbraio 2018 valeva, quindi, circa 1,4 dollari USA. La valutazione varia ogni giorno dato che si tratta della somma di un paniere di valute convertibili e fluttuanti sul mercato.

¹⁴ Paulson Jr. (2020), ex segretario al Tesoro con George W. Bush, sostiene che "il privilegio conferito al dollaro USA come valuta globale di riserva non fu predeterminato. La preminenza del dollaro fu causata da una combinazione di eventi storici, dalle condizioni geopolitiche successive alla Seconda Guerra Mondiale, dalle politiche della banca centrale USA e dalla dimensione e dal dinamismo dell'economia americana" ("[...] The privilege conferred on the US dollar as the global reserve currency was hardly preordained. The dollar's preminence came about only through a

L'unica conclusione che se ne trae, quindi, è che il dibattito sui nuovi equilibri monetari internazionali è aperto e sempre più attuale.

La pandemia ha provocato una serie di shock a livello internazionale, e le istituzioni poste a tutela della stabilità finanziaria a livello globale stanno attraversando un momento delicato, anche per gli squilibri finanziari che si sono generati tra i paesi emergenti e il mondo sviluppato e le tensioni sui mercati delle materie prime. Di certo questioni come quelle relative al debito dei paesi emergenti possono diventare causa di gravi conseguenze se non si troveranno adeguati accordi per gestire la velocissima evoluzione degli eventi. Tuttavia, al di là delle considerazioni sugli scenari mondiali, è anche opportuno considerare la situazione europea, dato che un'eventuale seria crisi in Europa sarebbe davvero un "*game changer*" storico che, da solo, potrebbe forzare la necessità di nuovi accordi a livello globale.

Infatti, quest'area del mondo, e in particolare l'insieme dei paesi membri dell'Unione Europea, rappresenta circa il 15% del PIL globale e ha una peculiare architettura finanziaria e una moneta unica sovranazionale. Certamente, la crisi pandemica ha messo sotto grande stress la situazione della UE, ma l'uscita dalla crisi sta evidenziando non solo l'emergere di rischi e necessità di nuovi accordi, come nel resto del pianeta, ma, soprattutto, la necessità di ripensare i fondamenti degli accordi di stabilità tra i paesi membri dell'Unione.¹⁵ Una crisi grave in Europa potrebbe essere la miccia che accenda un'ondata di crisi (e di cambiamenti) ben al di là del Vecchio Continente.

Dagli inizi del 2020, allo scoppio della pandemia di Covid-19, in Europa sono stati sospesi i parametri utilizzati da Bruxelles nel valutare l'azione dei governi dei paesi membri ed è stato definito un regime di "*temporary framework*" (cfr. Arcelli et al., 2021a) che ha, sostanzialmente, lasciato spazio alle iniziative di ciascun singolo stato per mitigare gli impatti della pandemia, senza porre in essere alcun vincolo di bilancio né di limite a ciò che in precedenza sarebbe stato classificato come aiuto di stato.

A questo schema di riferimento, si sono aggiunte poi azioni dirette degli organi europei, a partire dal vasto impegno della Banca Centrale Europea ad una politica monetaria accomodante e, sostanzialmente, volta anche a preservare la stabilità finanziaria garantendo sia il rinnovo dello stock di debito pubblico detenuto dal sistema europeo di banche centrali, sia un ampio programma di nuovi acquisti, che hanno portato i tassi sul debito dei principali paesi europei a livelli prossimi a zero quando non addirittura negativi. Inoltre, sia il rinnovo del bilancio europeo per il periodo 2021-27, con un ritorno a un'espansione dei contributi e della spesa, sia il lancio del piano Next Generation EU, hanno rappresentato e rappresentano la prospettiva di un salto evolutivo in diversi settori dell'economia.

Tuttavia, nel corso del 2021, si sta notando quanto il contesto economico stia velocemente cambiando, anche sulla base di una serie di eventi esogeni. Infatti, l'uscita "in anticipo" di alcune aree del mondo – come la Cina – dalla situazione di crisi pandemica, ha già provocato tangibili rialzi sul mercato globale delle materie prime.

Al momento si guarda con attenzione agli sviluppi, soprattutto al rischio di inflazione. Ma, se negli USA la Fed, data la sua maggiore libertà nella gestione della politica monetaria e la disponibilità di un ampio numero di strumenti, ha mezzi per gestire efficacemente un rischio inflattivo, certamente in Europa lo scenario è diverso per via delle peculiarità dell'Unione.

combination of historical happenstance, geopolitical conditions after World War II, U.S. Federal Reserve policies and the sheer size and dynamism of the U.S. economy").

¹⁵ Come riferimento al dibattito storico in merito, cfr. anche Sarcinelli (2012).

Infatti, la Banca Centrale Europea potrebbe avere, ad esempio, remore nel modificare la politica di acquisto di titoli pubblici (per i rischi di stabilità finanziaria che ne conseguirebbero), o nell'aumentare i tassi di interesse (che colpirebbero anche il valore dell'enorme stock di titoli detenuti dalla stessa BCE). Tra le ipotesi emerse di recente vi sarebbe l'idea di optare per la sterilizzazione di una parte dell'enorme liquidità detenuta dalle banche commerciali, ad esempio imponendo una riserva obbligatoria. In pratica, verrebbe ripresa una prassi che sembrava ormai desueta e legata ad un passato in cui i fondi depositati presso la banca centrale erano anche una forma di garanzia ulteriore della solidità delle istituzioni bancarie, ma rivoluzionandone gli scopi.

Oggi, una riserva obbligatoria equivarrebbe alla riduzione degli strumenti liquidi disponibili presso le banche nella loro gestione di bilancio. Infatti, la scelta degli anni recenti fatta da molte banche centrali di offrire tassi negativi sui depositi alle banche aveva come scopo l'aumento della disponibilità di fondi per impieghi nell'economia (gli operatori erano scoraggiati dal depositare fondi a tassi negativi e cercavano impieghi a breve sui mercati con ritorni almeno positivi e liquidabilità agevole). La reintroduzione di una riserva obbligatoria avrebbe quindi effetti sul comportamento delle banche. Certamente, di fronte al rischio di vedere indisponibile parte della loro liquidità, per ora pure a tasso negativo, esse cercherebbero di riallocare gli impieghi attivi verso forme più redditizie e, quindi, forse meno liquide, probabilmente avendo effetti di mercato nella direzione di una minore accessibilità al credito, e, a cascata, nei fatti, a una forma di restrizione monetaria ottenuta senza toccare le leve tradizionali di politica monetaria (politica dei tassi di interesse e gestione del portafoglio titoli della banca centrale). Questo avrebbe certo un impatto deflattivo – nel modo più “neutrale” possibile per il mercato e per i debiti sovrani – ma produrrebbe probabilmente una contrazione del credito, con la possibilità di un impatto (negativo) differito sulla ripresa, una possibile contrazione dei mercati azionari (la minore liquidità disponibile creerebbe pressione sui prezzi e ritiro dagli investimenti più rischiosi), un effetto contro ciclico rispetto alle tante iniziative a supporto dell'economia.

Tuttavia, la prevedibile fine del regime di *temporary framework* alla fine del 2022 (Arcelli et al., 2021b), oltre a implicare – salvo negoziati per cambiare tali schemi, approvati con dei trattati – il ritorno ai vecchi parametri per il giudizio dei bilanci pubblici e quindi ponendo nuovi vincoli alla spesa (a meno di una revisione dei trattati oggi però non ancora parte del dibattito europeo), potrebbe anche produrre nei prossimi due anni un graduale ritorno ad una situazione “ordinaria” sui mercati, con l'esplosione delle situazioni di crisi non ancora emerse anche grazie alle moratorie sui debiti e agli aiuti messi a disposizione date le deroghe attuali alle regole europee ancora vigenti.

Questo contesto potrebbe portare sia alla necessità di lanciare un autentico dibattito sul futuro dell'Unione Europea e sul come, di conseguenza, si possano ridefinire gli accordi europei, ma pure, in prospettiva, favorire nuovi accordi anche a livello globale.

Tuttavia, il comune obiettivo di evitare che l'uscita dalla situazione di sospensione degli obblighi determinati dai trattati europei vigenti, attualmente prevista per il 2023, si traduca in uno shock per le economie più deboli e indebitate e una nuova causa di divergenza tra le economie europee, non è tema condiviso da tutti. Infatti, alcuni paesi membri si troveranno, all'uscita dalla crisi, in una situazione competitiva migliore di altri, e avranno, quindi, maggiore capacità di condizionare le eventuali nuove regole, o, al limite, di imporre veti se il risultato di eventuali negoziati non sembrasse conveniente.

L'asimmetria di fondo tra i paesi membri dell'Unione Europea, sia in termini di economia reale che di fondamentali, e la lentezza del processo decisionale europeo, rischiano di essere un ostacolo importante a una risposta efficace e tempestiva, anche dato che gran parte dell'Unione si trova ancora in una fase di controllo della pandemia e non in piena ripresa. Questo pone dei rischi oggettivi nel medio e lungo termine, dato che un'eventuale inflazione "importata" (su shock esogeni, ad esempio, sulle materie prime, o altro) potrebbe minacciare la stabilità dell'eurozona, in assenza di validi progetti alternativi, o rendere l'euro una moneta debole, che quindi perderebbe il suo ruolo di riserva.

Come immaginare soluzioni frutto di una cooperazione a livello europeo e come sintesi tra l'iniziativa privata e una regia pubblica, anche europea? In assenza di una vera prospettiva di unione politica europea, la strada che sembra più probabile è quella di nuovi accordi internazionali per la stabilità monetaria. Ora, è difficile pensare che gli europei potranno limitarsi ad accordi di carattere "meccanico" tra i vari paesi membri senza tenere conto del contesto globale. Non è evidente che gli obiettivi di lungo termine a livello europeo possano rimanere in coerenza con l'interesse nazionale dei vari paesi membri, mentre l'inflazione e la politica monetaria saranno necessariamente europee,¹⁶ e la politica fiscale dovrà tendere a una sostanziale equipollenza tra sistemi, per evitare una competizione tra stati membri sulle condizioni offerte alle imprese.

Ma la scelta fatta finora di centralizzare alla BCE la gestione dell'inflazione sta rivelando i suoi limiti. È stato fatto notare, ad esempio, come un basso tasso d'inflazione sia un elemento positivo in economie mature e forti, ma non necessariamente sia la migliore opzione per economie in forte crescita, quali, presumibilmente, potrebbero essere quelle dei paesi di recente o nuova adesione, anche per colmare il divario rispetto agli attuali membri. In questi paesi un tasso di inflazione più elevato potrebbe favorire un maggiore dinamismo e uno sviluppo più accelerato – che gli stessi membri dell'Unione con economie mature auspicano – mentre l'imporre di adeguarsi all'inflazione bassa e stabile di economie più consolidate potrebbe rappresentare un "freno" alla crescita.¹⁷

Allo stesso modo, non necessariamente l'applicazione dei criteri di convergenza in modo uguale per tutti riflette la scelta in assoluto migliore per ciascuno. Forse, il futuro renderà necessarie forme di coordinamento – si può ipotizzarle in capo alla Commissione o anche con nuovi organi intergovernativi ad hoc – in ambito fiscale e per favorire le politiche di sviluppo. In pratica, i paesi membri dovranno decidere insieme come regolare i conflitti competitivi a vantaggio di tutti e come indirizzare le priorità di sviluppo. Ciò non potrà limitarsi al decidere come spendere i fondi comunitari, ma andrà necessariamente considerato su di un piano più generale, includendo gli effetti indotti delle politiche di riallocazione delle risorse a livello nazionale. Inoltre, data l'importanza della materia, andrebbe aggiunto che è difficilmente pensabile di lasciare scelte del genere ad organismi che non siano legittimati da un mandato elettivo o da un esplicito vincolo di dipendenza a governi nazionali vincolati a loro volta, com'è ovvio, alla fiducia dei propri elettori.

Questo pone un problema di ridefinizione, anche per mezzo di un trattato specifico con valore costituzionale, dei futuri organi decisionali dell'unione e del vincolo che li lega alla

¹⁶ A proposito della visione della Banca Centrale Europea sulla politica monetaria e sull'inflazione, cfr. Draghi (2016).

¹⁷ Va detto che molto di quanto oggi vediamo dipende dalle negoziazioni per arrivare alla moneta unica in Europa e dai vincoli posti dai negozianti tedeschi, in particolare, desiderosi di mantenere il ruolo del marco tedesco come moneta legata a un obiettivo di inflazione, proiettandolo sull'euro. Per il passato storico, cfr. Kindleberger (1993, 1976, 1985).

rappresentanza conferita dagli elettorati nazionali o ai governi emanazione di questi ultimi. Inoltre, senza un accordo tra i paesi membri e un chiaro schema che vada oltre la semplice difesa del principio di concorrenza in un *“level playing field”*, sarà arduo assicurare l’opzionalità per interventi pubblici, nazionali ed europei, contro i probabili fallimenti del mercato nel gestire le situazioni in difficoltà (aziende e strutture produttive) a condizioni accettabili per un’economia di mercato avanzata che ha da sempre alla sua base un principio di sostenibilità sociale, e ora anche ambientale e strutturale/etica (cfr. anche D’Ippoliti et al., 2020).

Ma tali eventuali nuovi accordi dovrebbero essere attenti non solo a dare una prospettiva di stabilità, ma, anche, a salvaguardare un sano funzionamento del mercato, sia dei beni e servizi che degli strumenti finanziari, specie in un contesto internazionale sempre più complesso. L’assenza di regole rischia di causare più rischi e problemi che l’eccesso di normative visto in passato, per cui, proprio la memoria degli eccessi normativi dovrebbe spingere tutti a cogliere l’opportunità di una ridefinizione del contesto di relazioni economiche tra i sistemi paese europei.

Tuttavia, non si può pensare a una nuova Unione Europea senza tenere presente l’implicito condizionamento che verrà dal contesto internazionale. È difficile immaginare che ciò che accade in termini di nuovi equilibri nel sistema di commerci mondiale, e le conseguenze che ciò sta avendo sulle valute, e in particolare sul dollaro USA, non tocchino anche l’euro. Ma l’euro, a sua volta, per mantenere la sua credibilità e competitività come moneta internazionale deve poter contare sulla base forte di un patto solido tra i paesi europei e una chiara prospettiva di lungo termine (e qui l’aggettivo “chiara” per i mercati forse conta di più rispetto all’eventualità che questa prospettiva sia “politica” o solo un mercato o, al limite, anche un passo indietro rispetto all’oggi) (cfr. Stiglitz, 2016).

Si pone, quindi, in modo imperativo la necessità di un dibattito sulle “regole”. Bisogna, infatti, evitare che gli eventi corrano più velocemente delle intenzioni e la strada risulti già tracciata, magari non nel modo migliore, dalle necessità e dai vincoli posti dall’economia e dagli eventi.

4. Conclusioni

Gli eventi, le analisi e le politiche passate sotto rassegna critica in questo saggio coprono oltre un secolo di tempi moderni, ma anche la parte più storica di quanto descritto sommariamente mantiene un’estrema attualità, anche per via dell’attesa, per tempi non remoti, di nuove iniziative a riforma dei meccanismi concordati monetari e di cambio che oggi potrebbero avere impatti di enorme importanza. Nessi profondi collegano, infatti, la Conferenza di Versailles del 1919, la creazione del nuovo *“gold standard”* già nel corso degli anni ’20 del XX secolo, alla definizione di un nuovo assetto finanziario internazionale nel 1944.

Ma, come noto, ormai cinquant’anni fa, nell’agosto 1971, il sistema di Bretton Woods cadeva, travolto da vizi strutturali e cattiva gestione. Da allora, il cammino per la ricostruzione di un assetto internazionale è stato irto di ostacoli e caratterizzato da un ruolo sempre più debole e incompleto degli attori principali (stati e banche centrali) a vantaggio di una evoluzione determinata dagli eventi e dalle crisi che si sono susseguite negli anni.

La questione si manifesta oggi con grande coerenza. Occorre una visione nuova e diversa, che, forse, possa trarre dagli insegnamenti e dalle intuizioni di John Maynard Keynes, che continuano ad avere grande rilievo, un’ispirazione utile ad affrontare problemi irrisolti da quando furono posti per la prima volta già oltre un secolo fa. Infatti, per un paradosso storico,

Keynes si trovò a partecipare, come attore principale, sia alla conferenza di Versailles (1919), sia a quella di Bretton Woods (1944), e, in entrambe le occasioni, le sue posizioni, che successivamente sarebbero state riconosciute come lungimiranti, non ottennero il consenso sufficiente per essere adottate.

Se, nel caso di Versailles, la decisione di ritornare a un sistema di *gold standard* di lì a pochi anni, unitamente alla questione delle riparazioni tedesche,¹⁸ avrebbe mostrato in poco tempo le sue falle e aperto la strada, se pure indirettamente, alla successiva crisi del 1929, il sistema monetario internazionale definito 25 anni dopo a Bretton Woods ebbe vita più lunga, anche se, forse, per la situazione particolare del mondo, e degli Stati Uniti, all'indomani del secondo conflitto mondiale. Il sistema adottato nel 1944, che, rigettando l'idea keynesiana del Bancor, aveva attribuito al dollaro il ruolo di moneta internazionale di riserva e con esso l'esorbitante privilegio di finanziare con facilità i propri deficit, non esiste più da tempo nella sua originaria formulazione di *gold exchange standard*. Esso ha dato luogo, tuttavia, a un sistema monetario internazionale "di fatto" in cui, attraverso le vicissitudini dell'economia mondiale e le trasformazioni epocali che l'hanno caratterizzata, anche dopo la crisi del 1971, non è stato ancora scalfito, dopo oltre settant'anni, né il ruolo né l'esorbitante privilegio che al dollaro era stato attribuito nel 1944 per accordo internazionale.

La critica teorica a un sistema in cui una moneta nazionale ha il ruolo di moneta internazionale di riserva è stata riproposta più volte in questo tempo di fronte agli squilibri globali che questa stessa critica aveva previsto e che, pertanto, non appare confutata. Eppure, il sistema è andato avanti, pur in un contesto in cui la forza dell'economia americana, che aveva imposto la soluzione originaria di Bretton Woods, è stata progressivamente sfidata dai paesi emergenti asiatici e in particolare dalla Cina.

La questione, oggi, si ripropone in una situazione complessa in cui alle ragioni della competizione strategica tra la Cina e gli USA, o più in generale l'Occidente, si contrappone l'esigenza di mantenere e, possibilmente, rafforzare la cooperazione economica internazionale post-Covid-19. Non sarà facile, infatti, gestire l'aumento esplosivo dei debiti sovrani e privati in tutto il mondo, la regolazione dei flussi internazionali di capitale alimentati dalla liquidità creata dagli stimoli monetari adottati da parte di tutte le banche centrali e, infine, la ricomposizione delle filiere produttive globali (cfr. Arcelli e Tria, 2021b).

Tuttavia, non si può non riconoscere che l'ipotesi di una nuova Bretton Woods, con regole condivise e quindi efficaci a livello mondiale, richiederebbe necessariamente un passaggio intermedio, che sarebbe poi l'unico modo di garantire il successo dell'iniziativa, con un accordo preliminare tra Stati Uniti, Cina e Unione Europea (probabilmente includendo il Regno Unito o come partner della UE o degli USA). È evidente che una tale ipotesi sembra oggi estremamente lontana, anche data la posizione USA che tende a guardare con sospetto ogni modifica all'ordine internazionale che avvantaggi la Cina e riduca la capacità di controllo (ad esempio la disponibilità di un veto sulle delibere del FMI) degli USA.

Per quanto riguarda l'Europa, si riconosce ormai da più parti che una modifica del trattato di funzionamento della BCE sarebbe probabilmente necessaria prima di un negoziato che impegni i paesi membri in accordi internazionali che avrebbero necessarie ripercussioni sulla stessa BCE e sui suoi poteri. Anche se questa eventuale modifica, tutta da valutare e verificare sia nelle intenzioni degli stati che nelle reali possibilità, apre poi una serie di scenari. Infatti,

¹⁸ Cfr. in particolare Fazio (2021) e anche Feldman (1996) per il contesto internazionale oltre a Fratianni e Spinelli (1997) e a D'Ippoliti e Roncaglia (2011), per quello italiano.

molto dipenderà dal ruolo possibile per l'euro (oltre che per la sua eventuale futura versione digitale) nel possibile nuovo (riformato) sistema internazionale.

In effetti, oggi siamo di fronte a una fase di grande espansione, un "rimbalzo" dopo le chiusure dovute alla pandemia di Covid-19, che beneficia anche delle rilevanti iniziative messe in atto per sostenere il mercato e il sistema economico (Masera R., 2020). Ma lo scenario al momento dell'uscita dai vari strumenti di sostegno, a livello internazionale oltre che europeo, è denso di incognite (Arcelli et al., 2021b), specie in termini di quante situazioni di difficoltà finanziarie di imprese produttive, oggi sopite, emergeranno, specie nei paesi dell'Unione Europea. Questo potrebbe avere ripercussioni più vaste, come pure potrebbe averne un cambio troppo repentino della politica monetaria molto accomodante finora sostenuta dalle banche centrali.

Quindi esiste il rischio non solo di una lunga recessione globale, ma anche di avere già innescato pressioni inflazionistiche, ove il mix delle politiche interne e internazionali continuasse a poggiare prevalentemente su tassi di interesse negativi e impulsi monetari espansivi attraverso acquisto di titoli, non solo di debito pubblico.

I confini tra *asset inflation*, oggi evidente ma non misurabile facilmente, e *consumer price inflation* possono diventare incerti e mettere a repentaglio i risultati ottenuti nell'ancorare le aspettative di inflazione.

D'altra parte, alcuni nodi del coordinamento delle politiche monetarie e fiscali a livello globale, che implicano un aggiornamento di regole condivise sia sul sistema monetario internazionale sia sul commercio internazionale, che corrispondano maggiormente ai nuovi pesi economici relativi così come a quelli prospettici, non sono un prodotto della crisi indotta dalla pandemia, ma erano preesistenti. Era preesistente sia il pericolo che le guerre commerciali si allungassero facilmente in più pericolose guerre valutarie così come l'ampliarsi della liquidità internazionale a fronte di una non allineata crescita degli investimenti non finanziari.

La decisione del FMI con l'approvazione di una massiccia allocazione di SDR nell'estate 2021 sembrerebbe andare sia nella direzione di prevenire problemi di liquidità tra banche centrali, e quindi tutelare la stabilità dei mercati e dei commerci, sia verso un molto parziale accoglimento delle istanze passate della Cina e di altre economie emergenti su forme di regolamento monetario che prescindano da un ruolo del dollaro USA come valuta principale di riserva.

Tuttavia, dato che l'allocazione decisa nel 2021 ha ancora le regole e rigidità del 1969, va effettivamente considerato che essa rappresenta molto poco (se non forse addirittura un passo indietro) nella direzione della creazione di una moneta (o equipollente strumento) internazionale. Essa sconta l'opposizione degli Stati Uniti, che sono peraltro l'unico paese con diritto di veto sulle delibere del FMI, a passi più coraggiosi.

In questo contesto, la posizione europea potrebbe rappresentare un ulteriore elemento decisivo. La definizione delle regole e della prospettiva di funzionamento dell'Unione Europea al termine del *temporary framework* attualmente in vigore (la sospensione delle regole del "patto di stabilità") potrebbe avere importanti ripercussioni sull'euro e sul suo ruolo di moneta internazionale. Se esso sarà gravemente indebolito, forse dovremmo immaginare uno scenario in cui il dollaro USA, almeno per un certo tempo, rimarrà l'unica moneta di riferimento per gli scambi internazionali.

Anche la realizzazione di una nuova Bretton Woods, nel senso della messa in opera di un nuovo schema di regole condivise per tutelare la salute dei commerci internazionali e la

stabilità finanziaria dei mercati e degli intermediari, è condizione necessaria per conseguire l'obiettivo necessario di risanamento ambientale e di una *green economy* globale.

Ma se gli europei riuscissero a ridefinire ruolo e prospettiva dell'Unione e a dare un nuovo impulso alla moneta unica, probabilmente anche modificando il trattato di funzionamento della BCE, il meccanismo di moneta internazionale oggi rappresentato dall'euro potrebbe, forse, diventare una moneta sovranazionale che guardi oltre ai confini dell'Unione, se non accogliendo membri non europei (per gli evidenti vincoli di convergenza) almeno acquisendo crescente spazio come strumento per regolare gli scambi. Questo scenario, forse troppo ambizioso per l'euro che conosciamo oggi, potrebbe diventare più plausibile ove si giungesse, in tempi non lunghissimi (oggi si parla del 2025), ad un "euro digitale" che possa quindi acquisire un ruolo di moneta di regolamento internazionale più efficiente ed efficace e così porsi come una delle basi di una possibile moneta internazionale globale.

Se le principali aree monetarie inizieranno a emettere credibilmente valute digitali (speculari alle attuali, quindi soggette a politica monetaria), un altro aspetto da non sottovalutare potrebbe essere quello, infatti, di riconsiderare la possibilità di un nuovo accordo diretto soprattutto a regolare i pagamenti e la massa monetaria digitale, e quindi, forse, una "Bretton Woods" parallela, focalizzata sul mantenimento della stabilità finanziaria anche in caso di una variazione sostanziale del modello sottostante di base monetaria.¹⁹ Peraltro, questa ipotesi potrebbe, in effetti, mettere in discussione le attuali certezze circa le valute di riferimento per gli scambi internazionali.

Non è dato oggi sapere se la posizione centrale del dollaro USA resterà tale – e dipenderebbe ancora una volta da una dinamica sostanzialmente non concordata – oppure se si darà vita a una nuova Bretton Woods secondo linee qui indicate.

Occorre in primo luogo una scelta cooperativa – non facile, ma non impossibile – tra le principali aree economiche e monetarie, guidate da Stati Uniti, Cina ed Europa. Si tratta di riconciliare gli obiettivi della *Green Revolution* a livello globale, utilizzando appieno le opportunità della *digital transformation*, con l'attuazione di politiche economiche – di offerta, fiscali e monetarie – concordate nei singoli paesi. Nell'ambito del FMI può e dovrebbe esser tracciato un percorso coerente per non sottostare al sempre presente pericolo di una recessione internazionale globale – disastrosa sul piano economico, sociale, nonché dei rapporti tra le nazioni – per difetto di coordinamento globale nella gestione delle politiche monetarie. È necessario rinvenire risposte coerenti per evitare il ricorso a politiche monetarie troppo lasche per troppo tempo. Potrebbero far riprendere l'inflazione e mettere a repentaglio la credibilità faticosamente acquisita dalle banche centrali. È anche evidente che gli enormi impulsi di bilancio di carattere espansivo non potranno che essere rimodulati man mano che gli investimenti saranno realizzati e la crescita sostenibile sarà consolidata.

Ma ciò richiede una gestione attenta della transizione e un delicato trade-off fra indebitamento e leva eccessivi e un sostegno graduato ma non indefinito, in particolare alle imprese troppo indebitate e con ridotte prospettive di recupero di redditività. Le tensioni in Cina nel settore immobiliare, in Europa negli spread di debito sovrano e negli stessi Stati Uniti su *margin debt*, *zombie firms* e inflazione rappresentano segnali che non possono essere trascurati e che dovrebbero trovare opportuna composizione proprio nell'ambito delle rinnovate istituzioni di Bretton Woods, con una maggiore attenzione alle condizioni di finanziamento e di stabilità monetaria da cui dipende anche lo sviluppo dei paesi ancora in via

¹⁹ A titolo di background cfr. Kregel (2019) e Krugman et al. (2018).

di sviluppo e la loro integrazione piena nei mercati globali, che oggi rappresenta forse la vera incognita per gli equilibri economici globali.

Assieme ad accordi su regole condivise per il commercio internazionale e per la creazione di nuove, più corte e più resilienti *supply chains* internazionali – anche attraverso la riforma dell’Organizzazione Mondiale del Commercio – si getterebbero le basi per un sistema monetario mondiale più coerente ed efficiente.

Questa volta, complice anche la tecnologia, ci sarebbero le condizioni perché prevalessero le lungimiranti visioni di Keynes: sta a lungimiranti policy maker saperle cogliere.

Riferimenti bibliografici

- Arcelli A. F. e Tria G. (2021b), “Time to reset?”, *World Commerce Review*, disponibile alla URL: https://www.worldcommercereview.com/publications/article_pdf/1966.
- Arcelli A.F. e Tria G. (2021a), *Towards a Renewed Bretton Woods*, Washington (DC): Transatlantic Leadership Network.
- Arcelli A.F., Gorino C. e Torcellan C. (2021a), “La situazione del Mercato del credito in Italia dopo la pandemia e in vista della fine del ‘Temporary Framework’ europeo”, *Quaderni DISES*, n. 152/settembre, Piacenza: Dipartimento di Scienze Economiche e Sociali, Università Cattolica del Sacro Cuore, disponibile alla URL: https://dipartimenti.unicatt.it/dises-Arcelli-Gorino-Torcellan_152.pdf
- Arcelli A.F., Gorino C., Torcellan C. (2021b), “Le prospettive del credito in Italia, dopo la crisi pandemica e l’attesa fine del *temporary framework*”, *Minerva Bancaria*, 4-5/2021, pp. 155-175.
- Baffi P. (1973), *Nuovi studi sulla Moneta*, Milano: Giuffrè.
- Bernanke B. (1993), The World on a Cross of Gold. A Review of “Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939”, *Journal of Monetary Economics*, 31 (2), pp. 251-267.
- Bernanke B. (1995), “The Macro Economics of the Great Depression: a Comparative Approach”, *Journal of Money, Credit and Banking*, 27 (1), pp. 1-28.
- Bernanke B. (2005), “The Global Saving Glut and the US Current Account Deficit”, intervento alla Sandridge Lecture, Virginia Association of Economics, Richmond, Virginia, 10 marzo, Washington (DC): Federal Reserve Board.
- Bernanke B. and James H. (1990), “The Gold Standard, Deflation, and Financial Crisis in the Great Depression: An International Comparison”, *NBER Working Paper*, n. 3488, Cambridge (MA): National Bureau of Economic Research.
- Bernanke B., Laubach T., Mishkin F.S. e Posen A.S. (1999), *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*, Princeton e Oxford: Princeton University Press.
- Buchan J. (2018), *John Law: A Scottish Adventurer of the Eighteenth Century*, London: MacLehose Press.
- Cesarano F. (2003), “Defining Fundamental Disequilibrium: Keynes’s Unheeded Contribution”, *Journal of Economic Studies*, 30 (5), pp. 474-492.
- Cesarano F. (2006), *Monetary Theory and Bretton Woods: The Construction of an International Monetary Order*, Cambridge and New York: Cambridge University Press.
- Clarke S. (1984), *La collaborazione tra banche centrali dal 1924 al 1931*, Milano: Cariplo, Bari: Laterza.
- D’Ippoliti C. e Roncaglia A. (2011), “L’Italia: una crisi nella crisi”, *Moneta e Credito*, 64 (255), pp. 189-227.
- D’Ippoliti C., Malaguti M.C. e Roncaglia A. (2020), “L’Unione Europea e l’euro: crescere o perire”, *Moneta e Credito*, 73 (291), pp. 183-205.
- Draghi M. (2016), “Addressing the causes of low interest rates”, discorso introduttivo del Presidente della BCE al Meeting annuale dell’Asian Development Bank, Francoforte s. M., 2 maggio, disponibile alla URL: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp160502.en.html>
- Eichengreen B. (1992), *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939*, Oxford: Oxford University Press.
- Fazio A. (2021), *L’inflazione in Germania nel 1918-1923 e la crisi mondiale del 1929*, Roma: Treves.
- Feldman G. (1996), *The Great Disorder. Politics, Economics and Society in the German Inflation 1914-1924*, Oxford: Oxford University Press.
- Fratianni M. e Spinelli F. (1997), *A Monetary History of Italy*, Cambridge: Cambridge University Press.
- Friedman M. e Schwartz A.J. (1965), *The Great Contraction, 1929-1933* Princeton (NJ): Princeton University Press.
- Gopinath G. (2020), “Digital currencies will not displace the dominant dollar”, *Financial Times*, 7 gennaio.
- Hicks J. (1977), *Economic Perspectives*, Oxford University Press.
- Keynes J.M. (1919), *The Economic Consequences of the Peace*, New York: Harcourt, Brace and Howe, 1920.
- Keynes J.M. (1923), *A Tract on Monetary Reform*, London: Macmillan.

- Keynes J.M. (1925), *The Economic Consequences of Mr Churchill*, London: The Hogart Press.
- Keynes J.M. (1929), "The German Transfer Problem", *Economic Journal*, 39 (153), pp. 1-7.
- Keynes J.M. (1943), "International Clearing Union", discorso alla Camera dei Lords, 18 maggio 1943, vol 127 cc521-64, disponibile alla URL: <https://api.parliament.uk/historic-hansard/lords/1943/may/18/international-clearing-union>.
- Keynes J.M. (1930), *A Treatise on Money: The Pure Theory of Money and The Applied Theory of Money*, 2 voll., London: Macmillan.
- Keynes J.M. (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, New York: Harcourt Brace and Howe.
- Keynes J.M. ([1943] 1969), "Keynes Plan – Proposals for an International Currency (or Clearing) Union", in K. Horsefield (a cura di), *The International Monetary Fund 1945-1965: Twenty Years of International Monetary Cooperation*, Volume 3. Documents (pp. 3-36), Washington (DC): International Monetary Fund.
- Keynes J.M. (1980), *The Collected Writings*. Vol. 26, *Activities, 1941-46: Shaping the Post-War World: Bretton Woods and Reparations*, London: Macmillan.
- Kindleberger C.P. (1993), *A Financial History of Western Europe*, Oxford: Oxford University Press.
- Kindleberger C.P. (1976), "Germany's persistent balance-of-payments disequilibrium revisited", *BNL Quarterly Review*, 29 (117), pp. 119-150.
- Kindleberger C.P. (1985), "The dollar yesterday, today, and tomorrow", *BNL Quarterly Review*, 38 (155), pp. 295-308.
- Kregel J. (2019), "Alcune osservazioni sulla globalizzazione della finanza e delle valute digitali", *Moneta e Credito*, 72 (285), pp. 15-28.
- Krugman P.R., Obstfeld M e Melitz M. (2018), "International Monetary System: An Historical Overview", in *International Economics, Theory and Policy* (pp. 579-598), Londra: Pearson.
- Machlup F. (1980), "My early work on international monetary problems", *BNL Quarterly Review*, 33 (133), pp. 115-146.
- Malthus T. (1820), "Principles of Political Economy", London.
- Masera R. (1984), "Prefazione", in S. Clarke, *La collaborazione tra banche centrali dal 1924 al 1931*, Milano: Cariplo, Bari: Laterza.
- Masera R. (2020), "Le sfide dell'Europa a seguito della pandemia", in: Gennaro A. e Masera R. (a cura di), *Riflessioni sul futuro dell'Europa*, Roma: Aracne.
- Masera R. (2021), "Risparmio e investimenti: un gold standard strutturalmente viziato e malamente gestito", in A. Fazio (a cura di), *L'inflazione in Germania nel 1918-1923 e la crisi mondiale del 1929*, Milano: Treves.
- Morgenthau H.Jr. (1945), *Germany is our problem: A Plan for Germany. Suggested post-surrender program for Germany*, New York: Harper & Brothers.
- Mundell R.A. (1978), "The Santa Colomba conclusions, 1978: the great adjustment controversy", *Economic Notes by Monte dei Paschi di Siena*, 7 (2-3), pp. 3-33.
- Ohlin B. (1929), "The reparation problem: a discussion", *Economic Journal*, 39 (154), pp. 172-182.
- Ohlin B. (1933), *Interregional and International Trade*, Cambridge (MA): Harvard University Press.
- Paulson H.M. Jr. (2020), "The Future of the Dollar: U.S. Financial Power Depends on Washington, Not Beijing", *Foreign Affairs*, 19 maggio, disponibile alla URL: <https://www.foreignaffairs.com/articles/2020-05-19/future-dollar>.
- Rueff J. ([1965] 1972), "Interview with *The Economist*", in *The Monetary Sin of the West* (pp. 75-98), New York: Macmillan Company.
- Sarcinelli M. (2012), "The new financial architecture: from substantive to procedural rules", *BNL Quarterly Review*, 57 (231), pp. 337-363.
- Smith A. ([1776] 1904), *Wealth of Nations*, a cura di Edwin Cannan, Londra: Methuen.
- Stiglitz J.E. (2016), *The Euro: How a Common Currency Threatens the Future of Europe*, New York: W.W. Norton & Company.
- Triffin R. (1959), "The return to convertibility: 1926-1931 and 1958? Or convertibility and the morning after?" *BNL Quarterly Review*, 12 (48), pp. 3-57.
- Triffin R. (1960), *Gold and the Dollar Crisis*, New Haven: Yale University Press.
- Triffin R. (1982), "The European Monetary System and the dollar in the framework of the world monetary system", *BNL Quarterly Review*, 35 (142), pp. 245-267.
- Triffin R. (1985), "The international accounts of the United States and their impact upon the rest of the world", *BNL Quarterly Review*, 38 (152), pp. 15-30.
- Zhou Xiaochuan (2009), "Reform the international monetary system", *BIS Review*, n. 41/2009, Basilea: Bank of International Settlement.