

## Dal regime di *dollar standard* del Plaza Accord a uno di *crypto standard*

PAOLO SAVONA

### Abstract:

Partendo dall'Accordo del Plaza, che nel 1985 si propose di regolare il funzionamento del *dollar standard*, il sistema monetario internazionale ha vissuto una serie di evoluzioni seguite al crollo dell'URSS, allo sviluppo della globalizzazione, culminata nella nascita del WTO e nella crescita della Cina, e all'inversione protezionistica della politica statunitense delle relazioni internazionali. La crescita abnorme della finanza è sfociata nella crisi mondiale del 2008, aprendo la strada all'affermarsi dei Bitcoin, la moneta virtuale privata, seguita da molte *cryptocurrency*, che il mercato ha gradito, inducendo le autorità a legittimarne l'esistenza, fino alla dichiarazione dell'Amministrazione Trump del marzo 2025 che ha gettato le basi per una profonda modifica del regime monetario internazionale dal *dollar* al *crypto standard*.

### From the dollar standard regime of the Plaza Accord to a crypto standard

*Starting from the Plaza Agreement, which in 1985 proposed to regulate the functioning of the dollar standard, the international monetary system has experienced a series of evolutions following the collapse of the USSR, the development of globalization, culminating in the birth of the WTO and the growth of China, and the protectionist reversal of US foreign relations. The abnormal growth of finance resulted in the world crisis of 2008, paving the way for the emergence of Bitcoin, the private virtual currency, followed by many cryptocurrencies, which the market liked, leading the authorities to legitimize their existence, until the Trump Administration's statement in March 2025 which laid the foundations for a profound change in the international monetary regime from the dollar to the crypto standard.*

Professore emerito di Politica economica,  
email: [profsavona@gmail.com](mailto:profsavona@gmail.com)

### Per citare l'articolo:

Savona P. (2025), "Dal regime di *dollar standard* del Plaza Accord a uno di *crypto standard*", *Moneta e Credito*, 78 (311), pp. 223-232.

### DOI:

<https://doi.org/10.13133/2037-3651/19119>

### JEL codes:

F33, N20, F55

### Keywords:

international monetary regimes, international economic agreements, international finance, cryptocurrency

### Homepage della rivista:

[https://rosa.uniroma1.it/rosa04/moneta\\_e\\_credito](https://rosa.uniroma1.it/rosa04/moneta_e_credito)

## 1. Genesi del problema affrontato dall'accordo raggiunto dal G6 nel 1985 presso l'Hotel Plaza di New York

Questa memoria si era prefissa di ricordare l'accordo raggiunto dal Gruppo dei 5 più il Canada riunitosi all'Hotel Plaza di New York quarant'anni orsono ma, cammin facendo, ha trascinato il ricordo della catena storica degli eventi che hanno contraddistinto nel XX secolo il sistema

monetario internazionale e stanno interessando ancor più il XXI in corso con le *cryptocurrencies*. Da questa analisi vengono tratte due principali conclusioni: 1) ogni tentativo di mantenere in vita un regime di cambio concordato tra paesi è destinato al fallimento se almeno i principali Stati del mondo non collaborano; 2) le innovazioni introdotte dal mercato finiscono con il prendere il sopravvento sugli strumenti tradizionali regolati, propiziate dall'uso ben noto che ne fa la speculazione, soprattutto se assecondate dalle politiche delle autorità di governo.<sup>1</sup> Essa non si propone di essere un saggio basato sui canoni analitici ortodossi stabiliti dalle principali riviste scientifiche, ma anticipa sul piano logico che cosa sta accadendo nel sistema monetario internazionale a seguito della trasformazione del regime di *dollar standard*, entro cui ancora si muove, in uno di *crypto standard*, a seguito della legittimazione degli strumenti monetari virtuali, principalmente per iniziativa dell'attuale amministrazione americana.<sup>2</sup>

La necessità di un mezzo di scambio che funga da misura di valori ha dato vita alla moneta ed è stato accertato fosse stata avvertita dal genere umano fin dalla fine del suo nomadismo e forse anche prima. Dalle sue forme rozze iniziali, come pietre, conchiglie o manufatti di creta (*ostrakas*), contraddistinte da scarsità e durabilità, esso è giunto a individuare l'oro e l'argento come beni meglio dotati delle due proprietà, dando vita a un regime di circolazione monetaria metallica, la cui entità era decisa dai minatori di questi due beni preziosi, una caratteristica che ci porta, ancor prima di ogni considerazione sul Plaza Accord, ai Bitcoin e alle *cryptocurrencies* che occupano la cronaca e l'analisi odierne. La moneta metallica, come ogni mezzo di scambio, ebbe vita tormentata, per l'erraticità delle nuove scoperte e la distribuzione geografica delle consistenze non coincidenti con i bisogni della produzione e del commercio mondiale. Le difficoltà vennero affrontate facendo ricorso a forme integrative fiduciarie in forma cartacea, come le fedie di deposito nel Medio Evo e i depositi bancari nei tempi moderni, che avevano sottostanti quantità variabili di questi due metalli preziosi, facendo emergere il problema della convertibilità tra monete in circolazione e la nascita di un mercato dei cambi.

Poiché la storia della moneta non è lo scopo di questa memoria, l'analisi salta direttamente all'VIII secolo, quando il bimetallismo a cambi fissi tra l'oro e l'argento ha il suo ingresso ufficiale con la riforma monetaria di Carlo Magno, che crea la libbra d'oro, mai coniata,<sup>3</sup> sostituita da una circolazione equivalente di 240 denari d'argento; venne così stabilito il primo rapporto ufficiale di cambio tra i due metalli, che divenne il problema dominante dei rapporti tra monete in circolazione, con alterne vicende e relativi malfunzionamenti del sistema dei pagamenti e crisi finanziarie, inducendo nel XIX secolo i grandi banchieri a indire conferenze internazionali per stabilire le regole che essi stessi e gli Stati dovevano rispettare. Un banchiere privato, J.P. Morgan (il nome di battesimo puntato è di prammatica),<sup>4</sup> fu tra i più attivi in materia, dato che la banca centrale americana, la Federal Reserve (FED), nacque solo nel 1913. Furono iscritti nell'agenda delle conferenze e approfonditi dagli studiosi il moltiplicatore dei depositi bancari e il monopolio

<sup>1</sup> Gli economisti ben conoscono che fatta una norma, il mercato si impegna ad aggirarla. Edward Chancellor (2000, p. 326), così conclude la sua brillante analisi: "Forza anarchica, la speculazione impone continue restrizioni da parte dei governi, ma rompe inevitabilmente le catene e sfugge in tutte le direzioni. Il pendolo oscilla in un senso e nell'altro tra la libertà economica e la costrizione".

<sup>2</sup> Così facendo rivendica la leadership culturale dell'Italia in argomento – da Antonio Serra (1613), a Geminiano Montanari (1683), a Ferdinando Galiani (1751), a Marco Fanno e Costantino Bresciani Turrone (1931), a Paolo Baffi (1965; 1973), a Guido Carli (1971a; 1971b; 1993) e a Rinaldo Ossola, il negoziatore dei Diritti Speciali di Prelievo (1968) – di cui *Moneta e Credito* e *BNL Quarterly Review* rappresentano due punte di diamante (su cui, si veda Roncaglia, 2008).

<sup>3</sup> Luigi Einaudi definì la libbra d'oro una "moneta di conto", altri, come Carlo Cipolla, "moneta immaginaria".

<sup>4</sup> Una curiosità storica: Morgan morì nel 1913 all'Hotel Plaza di Roma, nella cui casa madre si tenne l'accordo che questa memoria si è prefissa di celebrare.

della creazione di moneta, ossia il problema della sovranità monetaria degli Stati-nazione. Esse si spinsero fino a elaborare il decalogo dei compiti e dei poteri dei banchieri centrali, riconoscendo l'indipendenza dai governi alle loro istituzioni, le banche centrali, per limitare la propensione della politica ad indebitarsi per motivi elettorali.<sup>5</sup>

La tensione regolatoria restò sempre orientata verso il regime monetario, considerato ideale, del *gold standard*, secondo cui l'oro sarebbe dovuto restare la moneta di riferimento degli scambi, ma questa soluzione non si realizzò mai in pratica per una ragione o per l'altra. Prevalse invece il *gold-exchange standard*, ossia un regime di convertibilità della moneta fiduciaria in oro, soprattutto nei rapporti internazionali. A cavallo del XIX e XX secolo l'Inghilterra godeva di uno status di potenza economica e politica mondiale e il regime degli scambi operò come *gold-sterling standard* fino al 1931, quando collassò, soprattutto a causa della Grande Crisi del 1929-33. Il regime monetario internazionale si mosse verso il *gold-dollar standard*, riconosciuto ufficialmente nel 1944 dai 44 Stati convenuti alla Conferenza di Bretton Woods, che approvarono un regime di cambi fissi, ma aggiustabili, affidandone la vigilanza al Fondo Monetario Internazionale (FMI). Gli Stati nazionali mantennero il controllo dei movimenti finanziari e decisero di assistere le aree arretrate per propiziare la crescita, affidando il compito alla Banca Internazionale per la Ricostruzione e lo Sviluppo (IBRD nell'acronimo inglese, International Bank for Reconstruction and Development, poi ribattezzata Banca Mondiale).<sup>6</sup>

Fu chiaro che le riserve auree degli Stati Uniti non potevano reggere il passo della crescita globale, in presenza di una domanda crescente di dollari per usi internazionali connessa con la ripresa postbellica; Keynes stesso era consapevole del difetto, ma la valutazione venne attribuita all'economista belga Robert Triffin.<sup>7</sup> La dipendenza della creazione di dollari dai disavanzi valutarî della bilancia estera statunitense causò una scarsità iniziale di dollari (in letteratura ricordata come *dollar shortage*), che presto divenne abbondanza (*dollar glut*), tramutando il regime in un *dollar standard*, retto dall'interesse e dalla buona volontà dell'Occidente di non chiedere la convertibilità in oro della moneta americana. Gli Stati Uniti introdussero vincoli al mantenimento della loro sovranità di creare moneta in forma di depositi bancari, ma il resto del mondo replicò a questa limitazione, prima con gli eurodollari (dollari creati in Europa) e poi su aree geografiche più ampie, che Fritz Machlup propose di denominare 'xenodollari' (dollari creati all'estero); poiché questa creazione di dollari *offshore* preludeva a una perdita della sovranità monetaria internazionale da parte degli Stati Uniti, nel 1971 l'amministrazione Nixon decise di dichiarare unilateralmente la fine dell'Accordo del 1944.<sup>8</sup>

---

<sup>5</sup> Marcello De Cecco si può considerare il principale conoscitore dell'evoluzione del sistema monetario internazionale nel periodo qui considerato, da lui esaminata da diversi punti di vista. La sua interpretazione si rinviene nel suo principale scritto intitolato *Money and Empire: the international gold standard, 1890-1914* (1974). Anche Filippo Cesarano della Banca d'Italia ha esaminato gli sviluppi del gold standard nel suo *Gli accordi di Bretton Woods. La costruzione di un ordine monetario internazionale* (2000). Se venisse criticata l'attenzione eccessiva prestata in questo lavoro agli scritti di autori italiani, la risposta sarebbe che noi abbiamo letto ciò che autori esteri hanno scritto, sovente citandoli, ma loro non hanno letto i nostri, come Franco Modigliani soleva ripetere.

<sup>6</sup> La IBRD guidata da Eugene Black concordò con Menichella, Governatore della Banca d'Italia, di considerare il nostro Mezzogiorno l'area di sperimentazione dell'efficacia degli interventi della nuova istituzione. Cfr. Farese e Savona (2014).

<sup>7</sup> L'idea è stata espressa da Triffin solo nel 1960 nel suo *Gold and the Dollar Crisis: The Future of Convertibility*, che raccoglie la testimonianza resa quell'anno al Congresso americano, conscio del paradosso della convertibilità.

<sup>8</sup> Questa interpretazione è stata avanzata da Michele Fratianni e Paolo Savona su questa stessa Rivista (1971a) e sulla *BNL Quarterly Review* intervenendo su un commento del prof. Machlup, un raffinato glottologo di termini economici che propose di definirli xenodollari (1971b). L'allora Governatore della Banca d'Italia, Guido Carli, partecipò attivamente al dibattito su *Bancaria* (1971a) e *BNL Quarterly Review* (1971b), ipotizzando la caduta della convertibilità aurea del

Subito dopo la decisione i principali paesi occidentali si riunirono a Washington, presso lo Smithsonian Institute, esprimendo la volontà di insistere sui cambi fissi, ritoccando di poco la parità del dollaro: l'accordo durò 15 mesi.<sup>9</sup> Nel 1973 subentrò la crisi petrolifera e il funzionamento del regime dei cambi fissi ne risentì in vari modi, a cominciare dai maggiori squilibri di bilancia estera valutaria degli Stati Uniti, che crebbero soprattutto nei confronti del Giappone, affermatosi come indiscusso leader mondiale delle produzioni di strumenti elettronici e di automobili, che allora trainavano la crescita reale e l'occupazione. Come pure contò la rilevante concentrazione di dollari in mano ai paesi produttori di petrolio (i petrodollari), la cui stabilità del loro possesso non era certo garantita, essendo insoddisfatti per il mutamento di regime monetario internazionale. Si giunse così all'incontro nel 1985 dei Ministri del Tesoro di sei importanti paesi sviluppati all'Hotel Plaza di New York per concordare un metodo di governo internazionale dei cambi, che si mostrò un mero desiderio e condusse a un nuovo incontro due anni dopo al Louvre di Parigi, che sanzionò il passaggio dai cambi fissi ai regolati; ma anche questa decisione fu solo teorica, perché marcò la fine di entrambi i regimi. Il collasso dell'URSS nel 1989 e l'ascesa della Cina guidata da Deng nel commercio mondiale, rafforzatasi nel 1995 con l'adesione all'Organizzazione Mondiale del Commercio (World Trade Organization, WTO), cambiarono gli equilibri geopolitici con riflessi sul regime monetario internazionale. Ciò nonostante, il dollaro ha retto come principale *fiat money*, ossia moneta usata volontariamente a livello internazionale, ma anche perché nessun'altra offriva le stesse proprietà.<sup>10</sup>

## 2. L'eziologia del Plaza Accord

La genesi del Plaza Accord è anche l'eziologia del fenomeno esaminato, ossia il pensiero scientifico da essa scaturito che ha guidato l'evolversi della politica monetaria interna e internazionale, sollevando problemi che, dopo altri 40 anni, restano gli stessi di allora: a) quale regime monetario internazionale consente al mondo di crescere sia economicamente che civilmente; b) il mercato deve essere libero di operare oppure necessita di un intervento pubblico con funzioni correttive; c) come nasce il risparmio e come va protetto legalmente e gestito razionalmente.

La teoria economica – e, in parte minore, la realtà – ci ha insegnato che la moneta conta, che l'intervento pubblico è necessario e che il risparmio va protetto e il suo uso finalizzato alla crescita reale. Questo è (o dovrebbe essere) l'abc economico che i cittadini affidano in gestione alla politica, che opera nel mondo a diversi gradi di efficienza e di coercizione. Su ciascuno di questi principi si sono svolte e tuttora si svolgono, ma con minori divergenze, le dispute tra le numerose scuole di pensiero, tra le quali ricorderemo – per la loro lunga durata, ma anche per la qualità euristica – la teoria ricardiana, quella keynesiana e quella monetarista, rispettivamente dedite a considerare centrale nel meccanismo di sviluppo reale la distribuzione del reddito, l'intervento pubblico e la creazione di moneta. Sulla distribuzione del reddito tra profitti, salari e rendite non potrà esserci mai una convergenza di giudizio, mentre per l'intervento pubblico e la moneta è ormai prevalsa la considerazione che “siamo più o meno tutti keynesiani e monetaristi”. Questo tessuto teorico è stato elaborato nei diversi dettagli nel corso dei secoli che vanno dall'avvio della rivoluzione

---

dollaro che sarebbe stata decisa cinque mesi dopo; l'articolo fu ristampato nei suoi *Scritti di economia internazionale* su un numero speciale di *Moneta e Credito* (1993).

<sup>9</sup> Un esame rapido dei contenuti dello Smithsonian Agreement si trova su <https://www.bankpedia.org>

<sup>10</sup> Per chi cercasse un rapido esame della storia dei regimi di cambio suggerisco l'agile scritto di Michele Capriati contenuto nel suo corso di Economia internazionale all'Università di Bari ([disponibile online](#)). Naturalmente esistono fiumi di altri scritti sviluppati su base analitica e non solo storica.

industriale e dal coinvolgimento dello Stato per garantire la piena occupazione e i servizi reali e finanziari.

A Bretton Woods, l'inglese Keynes tentò di tessere una trama completa teorica e pratica dello Stato del benessere, ma la posizione dell'americano White riuscì a limitarne l'attuazione.<sup>11</sup> Vi fu concordia tra i paesi convenuti di creare un mercato globale competitivo, nel quale l'intervento pubblico svolgesse il ruolo di compensare la sua incapacità di raggiungere spontaneamente gli obiettivi di stabilità e crescita che si erano prefissi, ma non ritennero necessaria la nascita del *bancor*, una moneta che Keynes definì "as good as gold", che agevolasse l'incontro tra risparmi e investimenti sul piano globale.<sup>12</sup> Tuttavia, i convenuti decisero di assegnare alla bilancia valutaria con l'estero degli Stati Uniti la funzione di banca centrale mondiale, creando per quel paese l'"esorbitante privilegio" (la definizione è del Presidente francese Giscard d'Estaing) di vivere permanentemente al di sopra delle proprie risorse e di godere di un signoraggio monetario globale, con l'unico rischio di perdere l'oro a riserva. Questo restò uno sbocco puramente teorico perché i paesi accettarono il dollaro come tale e, quando maturò la domanda di loro convertibilità, non potendo ricorrere al pool dell'oro concordato a Basilea nel 1961, denunciarono unilateralmente l'accordo. Oggi l'Amministrazione Trump accusa il resto del mondo che quel regime economico monetario, con quello che seguì, aveva "sfruttato" gli Stati Uniti, senza che tale affermazione susciti reazioni ufficiali e di studiosi in linea con la realtà fattuale che la smentisce, avendo messo in circolazione 32 trilioni di miliardi di titoli di Stato denominati in dollari (10 volte circa il debito pubblico italiano) per una parte rilevante posseduta dall'estero.<sup>13</sup>

L'amministrazione americana si prepara a dare nuova forma al suo "esorbitante privilegio" con il decreto presidenziale del 6 marzo 2025 che assegna ai Bitcoin e a quattro criptovalute la funzione di riserva ufficiale del dollaro, gettando le basi per una convertibilità della moneta americana in questa forma, ossia dando vita a un regime di *dollar-crypto standard*, destinato a sua volta a trasformarsi in *crypto standard*, a causa del venir meno delle basi oggettive su cui poggia il *fiat-dollar standard*.

A ciascun cambiamento fu associata una filosofia economica, senza che sia prevalsa l'una o l'altra forma sperimentata. Sulla "regole d'oro" dell'economia avanzate da ciascuna teoria vale il giudizio che esse sono frutto dell'impegno degli economisti per spiegare le diverse realtà che hanno dovuto affrontare e, pertanto, ciascuna ha una sua funzione euristica, che induce a considerare non permanente la loro validità legata alle circostanze storiche da spiegare e ai luoghi dove esse maturano.<sup>14</sup> Ad esempio, la Russia sovietica, che proponeva un regime economico centralizzato, quindi non di mercato, si era tenuta fuori dall'Accordo di Bretton Woods per le note ragioni ideologiche; la Cina, firmataria dell'Accordo nella sua veste nazionalistica, si era chiamata fuori seguendo una politica di cambio dello yuan, poi renminbi, fuori mercato, raggiungendo un

---

<sup>11</sup> Esistono molte storie e molte più analisi sui contenuti dell'Accordo di Bretton Woods, ma quella curata dall'*Enciclopedia Britannica*, articolata nei diversi aspetti a firma di illustri economisti, resta una delle più complete e chiare, alla quale si rimanda.

<sup>12</sup> Il tentativo fu ripreso nel dopoguerra e le negoziazioni continuarono fino al 1968, quando nella riunione annuale del FMI che si tenne a Rio de Janeiro fu decisa la creazione degli SDR, i Diritti Speciali di Prelievo, che furono però sottoposti a tali vincoli nella loro creazione, sempre per opera degli Stati Uniti e, questa volta, anche della Germania Ovest, che non poterono svolgere il ruolo previsto dal *Bancor*. Cfr. Fratianni e Savona (1974).

<sup>13</sup> Un supporto teorico alla politica di Trump è avanzato da Stephen Miran, suo principale consigliere economico, in *A User's Guide to Restructuring the Global Trading System*, del novembre 2004, un documento da lui curato per la Hudson Bay Capital, di cui era Senior Strategist.

<sup>14</sup> Questa conclusione si differenzia da quella che ha prevalso dopo la fine del comunismo sovietico che siamo tutti keynesiani o monetaristi. Essa è stata espressa nel mio lavoro *Che cos'è l'economia. Cinque conversazioni* (Savona, 1999).

forte attivo per la loro bilancia estera; l'Unione Europea tentò di replicare il regime di cambi fissi tra le principali sue monete, con una fluttuazione congiunta prestabilita, ma flessibile nei confronti dell'esterno; il Giappone affermò la superiorità dello yen puntando sulla leadership nelle industrie elettronica e automobilistica negli scambi internazionali. Ciascuno di questi casi non trova completa spiegazione in una delle teorie ricordate, pur recependone aspetti, dando vita a ulteriori teorie.<sup>15</sup> Questi fattori distorsivi nei cambi e la crisi petrolifera di inizio anni 1970, che quadruplicò il prezzo del greggio, causarono squilibri di diversa entità nelle bilance estere delle principali nazioni, ma rafforzarono la fiducia negli Stati Uniti, inducendo una rivalutazione del dollaro del 50% e creando reazioni che impedirono il funzionamento del regime di cambi regolati. Questa constatazione non si è riflessa in un passaggio a un regime di cambi flessibili, dato che gli Stati non vollero, né vogliono abdicare alla sovranità su di essi. La conseguenza è quella alla quale oggi assistiamo con sconforto: il ritorno al protezionismo e la crescita dei dissensi geopolitici che cambiano in negativo il clima delle relazioni internazionali, disconoscendo che la cooperazione tra Stati ha consentito uno significativo sviluppo economico e sociale, invero anche grazie al contributo di stabilità dato dall'accordo di deterrenza militare negoziato da Kissinger e firmato da Reagan.

### 3. Contenuti del Plaza Accord

Tenuto conto della genesi e dell'eziologia dell'Accordo del Plaza si può comprendere meglio l'oggetto che lo distingue, ossia i rapporti di cambio tra monete dei G5 più il Canada, e perché matura nel 1985; come insegnamento più generale, annunciato in apertura del lavoro, ne deriva che, senza un coordinamento stretto tra i principali paesi del mondo, i cambi fissi non possono funzionare e quelli regolati finiscono per non rispondere a criteri di razionalità tipici del mercato, rialimentando il protezionismo latente degli Stati-nazione.

Come si è già fatto cenno, nella prima metà degli anni Ottanta il dollaro si era apprezzato della metà nei confronti delle principali monete estere (lo yen giapponese, il marco tedesco, il franco francese e la sterlina inglese), peggiorando le capacità di esportazione degli Stati Uniti e, di conseguenza, il saldo della loro bilancia economica con l'estero, registrando inevitabili riflessi su quella valutaria, entrambe rette dall'uso volontario del dollaro per gli scambi internazionali. L'Amministrazione Reagan, la cui politica era di marcata impronta liberista ispirata dalla Scuola di Chicago, si opponeva a interventi sul mercato dei cambi ed era ancora alle prese con l'inflazione generata dalla crisi petrolifera. I produttori americani subivano la concorrenza estera dovuta al cambio sfavorevole, che si sommava alla perdita di leadership tecnologica nei settori allora trainanti, spingendo il Congresso a varare restrizioni commerciali, non gradite dal resto dei paesi sviluppati e dalla stessa Casa Bianca. Si crearono pertanto le basi per il raggiungimento dell'accordo sui cambi raggiunto nell'Hotel Plaza.

Le statistiche confermano che, a seguito delle decisioni di un intervento coordinato sui cambi, il deficit di parte corrente degli Stati Uniti migliorò di poco e non nei confronti del Giappone, la cui capacità competitiva era tale da compensare i vantaggi del cambio sfavorevole nei confronti del dollaro e, in sovrappiù, praticava una politica di forte protezione dalle importazioni, che prese

---

<sup>15</sup> Nel mio *Che cos'è l'economia* (Savona, 1999), ne ho contate 19.

tempo a essere ridotta nell'ambito della WTO.<sup>16</sup> Questo successo indusse il Giappone a praticare politiche monetarie espansive che avviarono un ciclo inflattivo-deflattivo,<sup>17</sup> che portò a un lungo periodo di bassa crescita, ricordato come “decennio perduto”, e gli Stati Uniti a perdere fiducia nelle capacità terapeutiche del cambio regolato.

Vista l'inefficacia del Plaza Accord, due anni dopo i G6 decisero di cambiare oggetto dell'accordo nel corso dell'incontro dei Ministri del Tesoro al Louvre di Parigi, decidendo di aggiungere un coordinamento delle politiche economiche per stabilizzare indirettamente i cambi. Le politiche monetarie seguono procedure abbastanza indipendenti e dinamiche, mentre le politiche fiscali dei G6 sono dominate dalla complessità degli interessi in gioco e la lentezza dei processi democratici e, di conseguenza, l'integrazione risultò di scarsa efficacia e il risultato fu un “liberi tutti”.<sup>18</sup>

Nel 1989 crollò il Muro di Berlino e prese avvio un nuovo corso della politica monetaria, cambiando i problemi da affrontare e, dopo un momento di euforia che fece parlare di “fine della storia”, produsse una riduzione dei contenuti cooperativi delle relazioni geopolitiche, di cui oggi percepiamo la rilevanza.

#### 4. Il ritorno dei minatori in forma tecnologica e l'abdicazione della sovranità monetaria da parte degli Stati

Nel ventennio che segue gli Accordi del Plaza e del Louvre matura l'ampliamento delle *information technologies* per le contabilità decentrate (*blockchain* e *Distributed Ledger*) e il trattamento scientifico delle informazioni (*Data science*), dando avvio a una nuova rivoluzione che ha preso il nome di Intelligenza Artificiale (AI), con specifiche applicazioni finanziarie per la gestione delle operazioni di borsa e dei servizi di ogni tipo (Fintech).<sup>19</sup> Essa ha tutte le caratteristiche di una rivoluzione capace di mutare i modi in cui opera il mercato mobiliare, quindi anche il monetario, per accrescere l'uso razionale della liquidità e del risparmio e, una volta sopportati gli oneri del

<sup>16</sup> L'Organizzazione Mondiale del Commercio (WTO) prese avvio nel 1995 come passaggio dall'Accordo Generale delle Tariffe e del Commercio (acronimo inglese GATT) che aveva guidato dal 1947 la fase postbellica del processo di liberalizzazione degli scambi.

<sup>17</sup> Il dibattito sul ruolo della moneta, che ebbe nel Radcliffe Report inglese del 1959 il suo momento più intenso, portò a definire che una buona gestione monetaria poteva influire sulle aspettative, poco sull'economia reale e maggiormente sull'inflazione. Nel 1975 l'OCSE completò una ricerca tentando di valorizzare il ruolo della moneta nella crescita reale, che pubblicò sotto il titolo *The Role of Monetary Policy in Demand Management. The Experience of Six Major Countries*. Essendo stato direttamente coinvolto nella stesura, scrissi una memoria per il *Giornale degli economisti e Annali di economia* (n. 11-12, 1978, pp. 733-743) che replicava in italiano il titolo originale del lavoro con l'aggiunta di *Note allo studio dell'OCSE*, nel quale ribadivo che una politica accondiscendente porta a un aumento dei prezzi, che sollecita un'inversione nella creazione monetaria che causa deflazione. Il caso giapponese è da manuale, ma le autorità, spinte dalla pubblica opinione, mostrano sovente di avere una memoria corta per le esperienze vissute e patite.

<sup>18</sup> Non si può sostenere che sia maturata una teoria moderna dei cambi flessibili almeno fino al 1943, quando Gottfried Haberler l'ha tentata nel suo *Prospérité e dépression*, curato per la Società delle Nazioni. Tuttavia, Milton Friedman e la sua Scuola di Chicago fu un tenace assertore dei cambi flessibili, sostenendo che la moneta era un bene come un altro, il cui giusto prezzo fosse quello che si determina in un mercato libero. Egli non ha dedicato una specifica analisi, ma il suo *Capitalism and Freedom* (1962) offre la base logica di sostegno. Anche Robert Mundell (2005) va considerato un economista che prestò al tema una particolare attenzione, ma in senso critico, nel suo *The case for a world currency*.

<sup>19</sup> Il termine Intelligenza Artificiale nasce nel 1956 a seguito del seminario tenutosi presso il Dartmouth College di Hanover nel New Hampshire organizzato da John McCarthy. Satoshi Nakamoto, che nessuno conosce chi sia, pubblica nel 2008 un *white paper* intitolato *Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System* su una *mailing list* crittografata, ma i tentativi di una moneta privata digitale criptata simili ai Bitcoin risalgono al 1980; piuttosto, Nakamoto introduce la contabilità decentrata impenetrabile, detta *blockchain*.

cambiamento, ridurne i costi. Come sempre, di essa vengono criticate le difficoltà di adattamento del genere umano con argomenti impropri, come la possibilità che l'intelligenza artificiale possa sostituire quella naturale, mentre genera la sua esaltazione, perché apre una nuova fase dell'*homo sapiens sapiens*, battezzata "era del cervello", in quanto questo si pone al centro della rivoluzione. Le implicazioni sono numerose, ma ciò che interessa maggiormente è la speditezza d'uso delle tecnologie contabili criptate e decentrate su computer istruiti a pensare e imparare come la mente umana, rafforzandone le prestazioni; perciò, il termine più adatto sarebbe Intelligenza Umana Rafforzata (IUR e non IA). La sua ideazione risale nel tempo, ma la sua attuazione si è affermata a seguito della crisi finanziaria creata dagli Stati Uniti concedendo crediti "facili" alle costruzioni, che vennero ben confezionati in derivati "complessi", uno strumento che aveva come presupposto una miglior gestione del rischio finanziario, ma ne creava altrettanti diversi.<sup>20</sup> La Federal Reserve guidata da un guru della moneta, Alan Greenspan, avviò una politica di "benevola disattenzione" per sostenere la crescita reale nei confronti di questi crediti "subprime" ben confezionati in derivati complessi che beneficiarono di un rating *triple A*, ma sfociarono nel 2008 nella più grave crisi finanziaria del dopoguerra. A seguito della perdita di credibilità dell'architettura istituzionale tradizionale (operatori e norme), più precisamente delle gestioni centralizzate della moneta e del risparmio, un autore celato dietro il *nom de plume* Satoshi Nakamoto dà vita ai Bitcoin, che incontrano il favore degli investitori e ora sono assurti a oggetto centrale della politica monetaria interna e internazionale di Trump. La creazione della moneta è tornata, almeno in parte, in mano ai minatori, ma questi non setacciano più l'acqua dei fiumi o scavano la terra con pale e piccone, ma agiscono sui computer con protocolli matematici che garantiscono l'anonimato e agevolano gli scambi. I più abili e spregiudicati se ne sono impossessati, ottenendo successi finanziari e trascinando oltre 12 mila iniziative simili ai Bitcoin, dette *cryptocurrencies*, ma in forma contabile conoscibile dall'esterno dei partecipanti al circuito e, quindi, vigilabile dalle autorità dotate di professionalità e strumenti adeguati.

Le difficoltà indicate in attuazione dei diversi regimi di cambio si sono accentuate, essendosi aggiunti nuovi confronti tra dollaro statunitense, Bitcoin e altre *cryptocurrencies*, con conseguenze incisive per gli assetti istituzionali monetari e finanziari nazionali e internazionali esistenti. Correttamente, le banche centrali (e gli Stati, laddove il potere di battere moneta resta ancora in essi domiciliato) hanno avviato programmi di estensione delle innovazioni tecnologiche alla moneta, proponendo le CBDC (*Central Bank Digital Currencies*); però, i vincoli che hanno incontrato le loro ambizioni hanno fermato l'iniziativa a livello di mera digitalizzazione della moneta legale, che già esiste in altre forme telematiche, senza che siano capaci di frenare la diffusione delle *crypto*, anche perché queste vengono sorrette da diverse forme di legittimazione. Il risultato è che la gestione delle politiche monetarie e, di conseguenza, dei rapporti di cambio oggetto di questa memoria si è complicata, poiché esistono più forme monetarie: il circolante, la base monetaria, i depositi bancari, le *crypto* che svolgono funzioni di moneta privata e le *stablecoins*, monete private autorizzate dagli organi di vigilanza che hanno incontrato tardive reazioni; esse hanno reso obsolete le conoscenze sui meccanismi di trasmissione degli impulsi della politica monetaria, la cui azione ha perso fondamenti scientifici, come testimonia la concentrazione dell'attenzione sui tassi dell'interesse ufficiali invece di indirizzarsi sul recupero della credibilità perduta. Qualcosa di simile accade per la finanza a causa della trascuratezza dei

---

<sup>20</sup> L'argomento è ampiamente da me trattato in *Sugli effetti macroeconomici dei contratti derivati. Dieci lezioni* (2010a), quando lasciai la cattedra di Politica economica. In breve, i derivati avrebbero consentito una migliore gestione del rischio, ma allo stesso tempo creato i germi di un rischio sistemico, perché il loro valore di mercato presupponeva che il rischio si presentasse con determinate caratteristiche, creando un circolo vizioso.

governi e dei parlamenti per l'ibridazione in avanzato stadio di realizzazione tra *cryptocurrencies* e strumenti finanziari tradizionali, che trascina il mercato in prossimità di una crisi sistemica, così ben descritta da Charles P. Kindleberger nel suo celebre scritto *Manias, Panics and Crashes* del 1978.<sup>21</sup> La soluzione da dare può trarre ispirazione dalle vicende qui esaminate, che insegnano innanzitutto la scarsa efficacia degli accordi di stabilizzazione dei cambi sui saldi economici delle bilance estere, nonché della politica monetaria sulla crescita reale, che dipendono dal prevalere di differenze strutturali delle ragioni di scambio tra paesi;<sup>22</sup> questi a loro volta sono influenzati dalle politiche fiscali, il cui coordinamento internazionale è oltremodo difficile, come ha insegnato l'Accordo del Louvre e, di seguito, il funzionamento dell'Unione Europea.

Il risultato, maturato in appena tre lustri, ha cambiato il regime monetario e finanziario esistente, soprattutto attraverso la legittimazione degli strumenti digitali, il cui atto principale è quello ricordato dell'Amministrazione Trump, che ha sancito l'inclusione di cinque tra essi a riserva ufficiale del dollaro, causando la perdita del filo che lega le conoscenze in materia di effetti delle politiche economiche sulla crescita reale e il saldo delle bilance estere di parte corrente. I modelli econometrici non sono più in condizioni di precalcolare e poi valutare questi effetti, perché si fondano sulla logica probabilistica che il futuro si comporti come il passato. Esiste invece una forte evidenza che possano farlo le tecniche in rapida evoluzione dell'AI, ma gli studi in materia tardano ad affermarsi, mentre ancora si investono ingenti risorse professionali e finanziarie per perfezionarli.<sup>23</sup> In attesa di migliori strumenti predittivi le politiche monetarie e fiscali procedono sganciate da questa conoscenza e si basano su interpretazioni di dati del passato (c.d. metodo *data driven*), che ha fatto perdere il controllo sulle aspettative che era stato ottenuto seguendo il metodo *forward driven*, quando la realtà rispecchiava il fondamento logico dell'econometria. Gli errori che registrano queste tecniche aumentano le incertezze del mercato già gravi per cause geopolitiche e causano una crescita reale imprevedibile e non influenzabile attivando gli strumenti consueti della politica economica. Una crescita monetaria accondiscendente, seguita da una restrittiva, rende instabile l'andamento dei prezzi e la grave discordanza tra deficit pubblico e crescita reale sconfessa l'ipotesi keynesiana di una stretta relazione tra queste due macro-grandezze. La rendita finanziaria ha preso il sopravvento sul profitto di impresa, dando l'illusione di un benessere crescente, ma inesistente, essendo effetto di una bolla monetaria e finanziaria.<sup>24</sup>

L'inseguimento tra le regole delle autorità di governo e l'abilità del mercato nell'aggrarle, l'anarchia individuata da Chancellor (2000), è quindi una caratteristica permanente dell'economia mondiale, certamente per i regimi monetari, ma anche per ogni sua altra espressione, oggi complicata dal rapido passaggio dell'attività economica dal territorio all'infosfera.

---

<sup>21</sup> Ancora una volta all'ordine del giorno dei problemi esaminati da *Moneta e Credito* nel mio ricordo su *Kindleberger studioso di economia internazionale*, (Savona, 2010b).

<sup>22</sup> In proposito cfr. Grilli et al. (1982a e 1982b).

<sup>23</sup> Un gruppo composto da ricercatori della LUISS e dell'IIEC ha presentato il 6 maggio 2025 i primi interessanti risultati (non ancora pubblicati), che i gruppi pubblici e privati econometrici continuano a ignorare, seguendo l'impostazione errata di modificare i modelli che usano, logicamente inadatti allo scopo.

<sup>24</sup> Il modello risultante non è stato ancora oggetto di esplicitazione su basi scientifiche come fu quello neoclassico-keynesiano messo a punto dal Nobel Franco Modigliani, ma i tratti del funzionamento di un sistema monetario competitivo al regime di *crypto standard* è stato proposto nel mio *Discorso al mercato* da Presidente della Consob il 20 giugno 2025, al quale si rimanda (Savona, 2025).

## Riferimenti bibliografici

- Baffi P. (1965), *Studi sulla moneta*, Milano: Giuffrè.
- Baffi P. (1973), *Nuovi studi sulla moneta*, Milano: Giuffrè.
- Carli G. (1971a), "L'eurodollaro: una piramide di carta?", *Bancaria*, 1971(3), pp. 314-321.
- Carli G. (1971b), "Eurodollars: a paper pyramid?", *BNL Quarterly Review*, 24(97), pp. 95-109.
- Carli G. (1993), *Scritti di economia internazionale*, Roma: Editoriale lavoro.
- Cesarano F. (2000), *Gli accordi di Bretton Woods. La costruzione di un ordine monetario internazionale*, Roma-Bari: Laterza. [Disponibile online.](#)
- Chancellor E. (2000), *Un mondo di bolle. La speculazione finanziaria dalle origini alla "new economy"*, trad. F. Maiello, Roma: Carocci.
- Bresciani-Turroni C. (1931), "Le Vicende del Marco Tedesco", *Annali di Economia*, 7(V-XXIV), pp. 1-596.
- De Cecco M. (1974), *Money and Empire: The International Gold Standard, 1890-1914*, Oxford: Blackwell.
- Farese G. e Savona P. (2014), *Il banchiere del mondo. Eugene Robert Black e l'ascesa della cultura dello sviluppo in Italia*, Soveria Mannelli (CZ): Rubbettino.
- Fratianni M. e Savona P. (1971a), "La creazione di Eurodollari: soluzione di un enigma", *Moneta e Credito*, 24(93), pp. 65-83. [Disponibile online.](#)
- Fratianni M. e Savona P. (1971b), "Eurodollar creation: comment on prof. Machlup's propositions and developments", *BNL Quarterly Review*, 24(97), pp. 110-128. [Disponibile online.](#)
- Fratianni M. e Savona P. (1974), "Un modello esplicativo della tesaurizzazione e degli usi dei diritti speciali di prelievo", *Economia Internazionale*, 1974 (1), pp. 41-62.
- Friedman M. (1962), *Capitalism and freedom*, Chicago: University of Chicago Press.
- Galiani F. (1751), *Della moneta. Libri cinque*, Napoli: Stamperia Simoniana.
- Grilli E., Kregel J.A. e Savona P. (1982a), "Ragioni di scambio e crescita economica in Italia", *Moneta e Credito*, 35(140), pp. 391-412.
- Grilli E., Kregel J.A. e Savona P. (1982b), "Terms of trade and Italian economic growth: accounting for miracles", *BNL Quarterly Review*, 35(143), pp. 395-416.
- Haberler G. (1943), *Prosperité et dépression - Etude théorique des cycles économiques*, Genève: Société des nations.
- Kindleberger C.P. (1978), *Manias, Panics, and Crashes. A history of financial crises*, London: Macmillan.
- Miran S. (2004), *A User's Guide to Restructuring the Global Trading System*, New York: Hudson Bay Capital. [Disponibile online.](#)
- Montanari G. ([1683] 1804), *Della moneta trattato mercantile*, in Custodi P. (a cura di), *Scrittori classici italiani di economia politica*, Parte antica, Tomo III, Milano: Stamperia e fonderia di G.G. Destefanis, pp. 9-285.
- Mundell R. (2005), "The case for a world currency", *Journal of Policy Modeling*, 27(4), pp. 465-475.
- Nakamoto S. (2008), *Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System*. [Disponibile online.](#)
- OECD (1975), *The Role of Monetary Policy in Demand Management. The Experience of Six Major Countries*, Paris: OECD.
- Roncaglia A. (2008), "Moneta e Credito: storia e prospettive di una rivista", *Moneta e Credito*, 61(241-244), pp. 3-36.
- Savona P. (1978), "Il ruolo della moneta nelle politiche di gestione della domanda globale: note allo studio dell'OCSE", *Giornale degli Economisti e Annali di Economia*, 37(11/12), pp. 733-743.
- Savona P. (1999), *Che cos'è l'economia. Cinque conversazioni*, Milano: Sperling & Kupfer.
- Savona P. (2010a), *Sugli effetti macroeconomici dei contratti derivati. Dieci lezioni*, Roma: Luiss University Press.
- Savona P. (2010b), "Kindleberger studioso di economia internazionale", *Moneta e Credito* 63(251), pp. 189-207.
- Savona P. (2025), Incontro annuale con il mercato finanziario, discorso del Presidente, Milano, 20 giugno 2025. [Disponibile online.](#)
- Serra A. ([1613] 1913), *Breve trattato delle cause che possono far abbondare li regni d'oro e d'argento dove non sono miniere*, in Graziani A. (a cura di), *Economisti del Cinque e Seicento*, Bari: Laterza.
- Triffin R. (1960), *Gold and the Dollar Crisis: The Future of Convertibility*, New Haven (CT): Yale University Press.