

# Guardando al futuro del Sistema Monetario Internazionale \*

CARLO D'ADDA

## Premessa

Lo spunto per questo scritto è venuto dal “Bologna-Claremont International Economic Policy Forum” tenutosi nei giorni 7-9 aprile 2005.<sup>1</sup> Il Forum ha ampiamente ruotato intorno alla “proposta” di Mundell e Cooper per la futura adozione di una moneta mondiale. Sono passati circa 34 anni dalla data in cui gli Stati Uniti, massima potenza economica del mondo, decisero di porre fine all’ancoraggio del dollaro all’oro e al meccanismo dei cambi fissi, che dagli Accordi di Bretton Woods del 1944 avevano retto il Sistema Monetario Internazionale (SMI). Questi 34 anni sono stati ricchi di vicende monetarie sicuramente complesse, a volte violente e oggi molto problematiche per il futuro dell’economia mondiale. Ma non si può non guardare con qualche ironia ai corsi e ricorsi della storia *anche* monetaria. La scelta di assetto istituzionale che un terzo di secolo fa pareva destinata a reggere il mondo per un orizzonte temporale molto lungo potrebbe finire per cedere il passo a un’“architettura” non troppo dissimile da quella che l’aveva preceduta.

---

□Università degli Studi di Bologna, Dipartimento di Scienze Economiche, Bologna; e-mail: [dadda@spbo.unibo.it](mailto:dadda@spbo.unibo.it).

\* Desidero ringraziare Paolo Onofri e Bruno Salituro per i loro utili commenti su una versione preliminare di questo scritto. Un analogo ringraziamento a due *referees* anonimi.

<sup>1</sup> Il forum, svoltosi presso il Bologna Center della Johns Hopkins University, aveva il sottotitolo “Global Monetary Integration and Governance: Europe, the Americas and Asia”.

## 1. Il SMI dopo il 1971. La liberalizzazione dei movimenti dei capitali e la determinazione dei cambi

Con la fine dell'ancoraggio del dollaro all'oro, dichiarata con lo *Smithsonian Agreement* del 1971, il rapido passaggio a un regime di cambi fluttuanti fu salutato con favore dalla maggior parte degli economisti internazionali.<sup>2</sup> Si diceva a quel tempo che ciascun paese avrebbe potuto scegliersi la politica monetaria che maggiormente gli piacesse o che meglio rispondesse alle sue esigenze. Certamente con l'abbandono dei cambi fissi si sarebbe instaurato un regime di inflazioni nazionali differenziate, ma la flessibilità dei cambi avrebbe assicurato gli aggiustamenti necessari a rendere le diverse situazioni nazionali costantemente e felicemente compatibili.

Naturale complemento della libera fluttuazione dei cambi in un sistema di relazioni economiche sempre più globali sarebbe stata la liberalizzazione dei movimenti di capitali, che infatti, sia pure progressivamente, divenne quasi universale. Oggi dalla liberalizzazione dei movimenti dei capitali rimangono esclusi soltanto paesi in via di sviluppo o in via di trasformazione verso l'economia di mercato (tra i quali naturalmente Cina e India).

Purtroppo raramente i grandi progetti di innovazione istituzionale producono tutte e soltanto le conseguenze intuite dai loro padri fondatori. Il SMI non fa eccezione. Pochi avevano previsto la straordinaria intensificazione, al passare del tempo, dei movimenti dei capitali, come pure il grado di diversificazione valutaria che la maggior parte dei grandi portafogli privati e istituzionali avrebbe subito.<sup>3</sup> La conse-

---

<sup>2</sup> Qualche opinione dissenziente rispetto al sistema dei cambi fluttuanti si manifestò tuttavia abbastanza presto, pur rimanendo minoritaria. Alcuni espressero preoccupazioni per l'eccessiva volatilità dei cambi (cfr. p. es., McKinnon 1976); nella stessa linea Karecken e Wallace (1978) sostennero che il sistema a cambi flessibili avrebbe potuto funzionare solo in presenza di forti vincoli sul movimento dei capitali. Da ricordare che anche Harrod (1978) manifestò la convinzione che i cambi flessibili siano di ostacolo al commercio internazionale. Sul piano della condotta pratica si può inoltre ricordare che, fin dai primi anni Settanta, alcuni paesi avevano cercato di sottrarsi alle conseguenze non desiderate dell'instabilità di cambi sull'andamento del commercio istituendo un *doppio mercato dei cambi* (Francia 1971-73, Olanda 1971-74, Italia 1973-74).

<sup>3</sup> È da notare che, subito dopo l'adozione dei cambi flessibili, si era addirittura ipotizzato che i movimenti di capitali potessero rapidamente esaurirsi (cfr. Kindleberger 1985).

guenza fu il progressivo attenuarsi del legame di causalità dapprima esistente tra squilibri della bilancia corrente e movimenti del cambio. Lo schema interpretativo tradizionalmente condiviso dalla maggior parte degli economisti attribuiva al disavanzo corrente con l'estero il significato di *eccesso di domanda di valuta estera* in cambio di moneta nazionale, e la conseguente virtù di operare la tendenziale correzione degli squilibri della bilancia corrente attraverso il deprezzamento della moneta nazionale (evitando che le posizioni di debito tra paesi potessero crescere indefinitamente).

Questo schema era soddisfacente per un mondo senza movimento di capitali. Ma naturalmente con la progressiva liberalizzazione del movimento dei capitali bisognava rivolgere l'attenzione soprattutto agli "attrattori" di capitali e, in particolare, ai tassi di interesse.<sup>4</sup> Il problema del resto era stato ampiamente approfondito dalla teoria economica e il modello di Mundell-Fleming forniva le necessarie risposte.<sup>5</sup> Come è ovvio, saldo corrente e saldo del movimento dei capitali<sup>6</sup> sono uguali in valore assoluto e opposti nel segno algebrico. Se la bilancia dei capitali è in avanzo, la bilancia corrente non può che essere in disavanzo. Se i più favorevoli tassi di interesse attirano capitali, è possibile che si determini un *eccesso di offerta di moneta esterna* in cambio di moneta nazionale e che quest'ultima si rafforzi, pur in presenza di una bilancia corrente in disavanzo.<sup>7</sup> Ai fini della comprensione delle forze che muovono il cambio non è però sempre facile stabilire a priori se il "primo mobile" sia rappresentato dai movimenti di capitale oppure dal saldo corrente, con la conseguenza che un disavanzo corrente può essere accompagnato sia da un apprezzamento che da un deprezzamento della moneta nazionale.

Durante il lungo periodo di crescente disavanzo corrente con l'estero degli Stati Uniti, il dollaro americano ha sperimentato periodi di deprezzamento e periodi di apprezzamento. Riferendoci per semplicità al cambio effettivo nominale (Grafico 1), i movimenti più signifi-

---

<sup>4</sup> Può essere interessante ricordare che già Nurske nel 1944 aveva segnalato gli effetti dei movimenti dei capitali sul cambio.

<sup>5</sup> Il modello di Mundell-Fleming, introdotto nel 1962, ha ottenuto una straordinaria fortuna nei corsi universitari di macroeconomia di molti paesi.

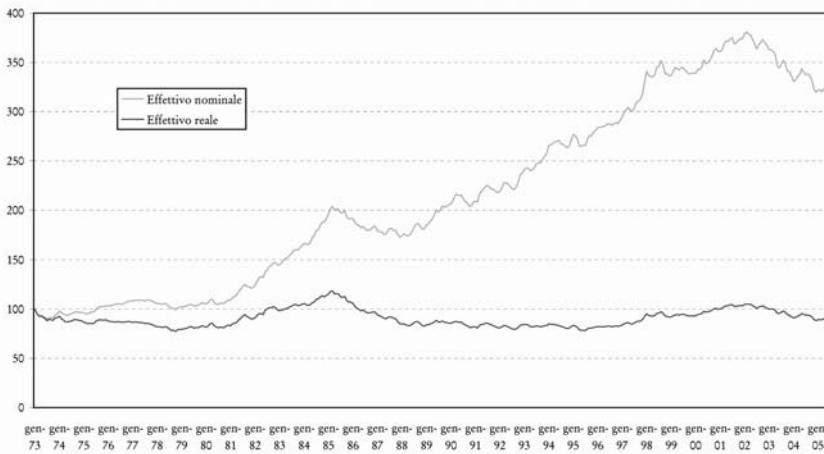
<sup>6</sup> Naturalmente includendo in quest'ultimo la variazione della posizione netta sull'estero della banca centrale.

<sup>7</sup> Questa formulazione del meccanismo di variazione del cambio presuppone un mondo di paesi "spinti" dai movimenti del cambio verso l'equilibrio delle bilance correnti, senza che l'equilibrio venga istantaneamente raggiunto.

cativi si sono manifestati nei primi anni Ottanta (1981-85) con un forte apprezzamento del dollaro, nel triennio successivo con un netto deprezzamento, nel lungo intervallo 1989-2002 (comprensivo del decennio di eccezionale crescita dell'economia americana interrotto dalla crisi di borsa del 2002) con una persistente tendenza di fondo all'apprezzamento (brevemente sospesa negli anni 1999-2000) e con una tendenza di fondo al deprezzamento nel periodo più recente.<sup>8</sup>

GRAFICO 1

CAMBIO EFFETTIVO DEL DOLLARO, 1973-2005



Un raffronto con il livello relativo dei tassi di interesse a breve nel medesimo orizzonte temporale (Grafico 2) mette in luce come non sia facile riconoscere una semplice e sistematica corrispondenza tra le fasi di forza o debolezza del dollaro e il premio di rendimento della moneta americana. Per questo la teoria che spiega i movimenti del cambio in base ai differenziali dei tassi di interesse è stata (opportuna-mente) integrata con la considerazione delle aspettative.<sup>9</sup> Inoltre dopo

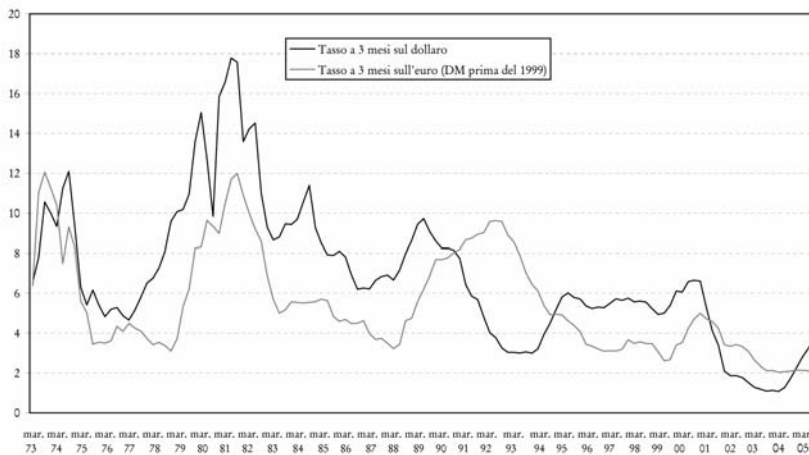
<sup>8</sup> Qualche economista ha ritenuto possibile identificare un vero e proprio ciclo valutario (cfr. Biasco 1987). È interessante rilevare che nel lungo orizzonte coperto dal grafico del cambio effettivo (1973-2005), malgrado i cicli valutari, il cambio effettivo *reale* del dollaro ha conservato una notevole stabilità: un segno che nel lungo periodo i movimenti del cambio tendono a trasferirsi pressoché integralmente sui prezzi come previsto dalla teoria della parità dei poteri d'acquisto (in forma debole).

<sup>9</sup> Nella sua forma più articolata questa teoria è nota come *asset market approach to the exchange rate* (cfr. Isard 1978).

l'introduzione dell'euro (1999) e i periodi dapprima di forza (fino al 2001) e poi di debolezza del dollaro, il problema di interpretazione dei movimenti del cambio si è fatto decisamente complicato. Il rafforzamento del 1999-2001 infatti si è manifestato in presenza di crescente disavanzo corrente degli Stati Uniti e di tassi di interesse del dollaro inferiori a quelli dell'euro. Gli economisti si sono allora affrettati a suggerire una nuova teoria: i paesi che crescono di più e danno maggiore fiducia (gli Stati Uniti) sono quelli verso i quali si dirigono gli investimenti finanziari; la loro moneta è destinata ad apprezzarsi; il loro disavanzo corrente con l'estero altro non è che la conseguenza degli investimenti finanziari internazionali che si dirigono verso di loro. Ancora una volta il disavanzo corrente con l'estero è manifestazione dell'*eccesso di offerta di moneta esterna* in cambio di moneta nazionale. Ma quando nel 2002 è incominciata la fase di rafforzamento dell'euro la giustificazione della nuova tendenza in base alle prospettive di crescita dell'area euro è risultata molto problematica, mentre la considerazione dei differenziali dei tassi di interesse ha trovato nuova attualità.

GRAFICO 2

## TASSI A BREVE SUL DOLLARO E SULL'EURO



Molto probabilmente tutte le successive teorie del cambio contengono "frammenti di verità". Il guaio, per chi amerebbe utilizzare le teorie a scopo di previsione, è che non si è quasi mai in grado di deci-

dere se in futuro il disavanzo corrente andrà interpretato come indicatore di eccesso di domanda o eccesso di offerta di valuta. Pertanto la previsione dei cambi rimane estremamente problematica.

## 2. Aree monetarie ottimali, moneta europea e cambio dollaro-euro

Come abbiamo detto, l'assetto inaugurato nel 1971 sembrava destinato a lunga vita. Naturalmente si pose il problema della compatibilità del nuovo assetto con gli esperimenti di integrazione economica in atto tra paesi diversi. Ma la risposta suggeriva che i paesi maggiormente interessati a integrarsi avrebbero potuto riunirsi in *aree monetarie* a cambi fissi, mentre la moneta comune (ovvero il complesso delle valute legate da rapporti di cambio fissi) avrebbe fluttuato liberamente sul mercato dei cambi.

La prospettiva di un'unica valuta per il Mercato Comune Europeo era però sottoposta, a livello intellettuale, al duro confronto con i presupposti di un'autentica *area monetaria ottimale*.<sup>10</sup> Secondo la teoria, all'interno dell'area valutaria ottimale la mobilità dei fattori avrebbe dovuto realizzare la necessaria omogeneità di opportunità produttive, mentre verso l'esterno dell'area la flessibilità dei cambi avrebbe dovuto fungere da sostituto alla mobilità dei fattori. Affinché il meccanismo potesse funzionare (per poter parlare di area monetaria *ottimale*), si riteneva tuttavia che tra i paesi partecipanti dovesse sussistere anche una sorta di omogeneità rispetto alle vicende cicliche. Se i paesi partecipanti fossero risultati esposti a shock asimmetrici (ossia a vicende cicliche differenziate), il sacrificio dell'autonomia monetaria realizzato al fine di partecipare all'area monetaria li avrebbe privati di uno strumento di correzione ciclica praticamente insostituibile. E poiché i paesi del Mercato Comune Europeo non ricadevano nella fattispecie dell'area ottimale, il giudizio prevalente sui propositi europei era fondamentalmente negativo.<sup>11</sup> Pur riconoscendo che *politicamente*

<sup>10</sup> La nozione di area monetaria ottimale era stata sviluppata da Mundell (1961). Per una rassegna dei contributi sull'area monetaria ottimale si veda Ishiyama (1975).

<sup>11</sup> Il punto di vista di Mundell (1997), cui si deve la nozione di *area monetaria ottimale*, è peraltro articolato e subisce un'interessante evoluzione nel tempo. Una posizione improntata a distacco verso l'esperimento europeo, alla vigilia dell'introduzione dell'euro, è quella di Eichengreen (1997).

potevano sussistere comprensibili ragioni a favore dell'unione monetaria, le ragioni *economiche* erano ritenute insussistenti.

In realtà, dopo i guasti prodotti dalle crisi finanziarie degli ultimi due decenni del XX secolo (cui accenno nella prossima sezione), le preoccupazioni relative agli shock asimmetrici hanno dovuto cedere il passo ad altre, ben più gravi preoccupazioni.

Malgrado le esitazioni, il progetto del Sistema Monetario Europeo prese avvio nel 1979 e nell'arco di due decenni portò, nel 1999, alla nascita dell'euro.<sup>12</sup> L'adozione della nuova moneta e la contestuale integrazione monetaria tra dodici paesi dell'UE, adeguatamente preparate, non risultarono traumatiche. Per alcuni partecipanti l'euro risultò provvidenziale, offrendo il beneficio di bassi tassi di interesse che mai i paesi altamente indebitati, tra cui l'Italia, avrebbero potuto permettersi.

Dopo l'introduzione dell'euro le vicende del cambio euro-dollaro furono alterne. All'avvio il valore dell'euro fu stabilito in modo che il cambio fosse alla parità (un euro per un dollaro). Seguì un lungo periodo di progressivo indebolimento dell'euro rispetto al dollaro che portò qualche economista a diffidare della nuova moneta. Poi, dopo la crisi di borsa del 2001 e i fenomeni da essa innescati, il peso del crescente debito estero degli Stati Uniti incominciò a far sorgere l'aspettativa di una futura probabile correzione nel cambio del dollaro, da molti giudicata necessaria per invertire l'andamento negativo della bilancia corrente. Nel 2004 il rafforzamento dell'euro è risultato spettacolare, malgrado l'andamento deludente dell'economia dell'Unione Monetaria Europea. È il segno, semmai ne occorresse una conferma, che il movimento dei capitali svolge un ruolo primario nella determinazione dei cambi. Oggi, dopo gli insuccessi dei referendum con i quali si cercava di ottenere una rapida approvazione della costituzione europea, il dollaro si è per qualche tempo rafforzato per poi stabilizzarsi. Ma nessuno è in grado di fare previsioni per il futuro.

Riflettendo sulle fluttuazioni sperimentate dai cambi, la conclusione da trarre è che l'ampiezza di tali fluttuazioni non può giovare all'economia reale. Nei sistemi economici odierni contratti collettivi di

---

<sup>12</sup> È opportuno ricordare che la nascita dell'euro è stata preceduta nel 1979 da una moneta virtuale costituita da un paniere di monete partecipanti al Sistema Monetario Europeo, l'ECU (European Currency Unit). L'ECU a sua volta fu preceduto nel 1976 dal *serpente*, un'esperienza di fluttuazione reciproca dei cambi, da parte dei paesi dell'Unione Monetaria Europea, entro una banda limitata attorno a una parità.

lavoro che si avvicendano con cadenza variabile provocano variazioni annue nei salari reali da 0 a 2 o 2,5 punti percentuali, che corrispondono a costi unitari tendenzialmente nulli una volta che si tenga conto dei guadagni di produttività. Le oscillazioni annuali dei cambi e della competitività possono raggiungere un ordine di grandezza di tre o quattro volte superiore (e anche più), senza che i protagonisti del commercio internazionale possano opporvi alcuna resistenza. L'economia reale non potrebbe che trarre beneficio da cambi meno volatili.

### 3. Crisi finanziarie e instabilità dei cambi

Pochi avevano previsto all'inizio degli anni Settanta la successione di crisi finanziarie e valutarie che per un ventennio, dal 1982 al 2002 (dalla vicenda messicana a quella argentina) avrebbero scosso la stabilità del SMI, provocando recessione interna nei paesi in crisi, contagio tra economie e incertezza sui mercati finanziari e valutarie.

I diversi fenomeni di crisi finanziaria e valutaria sono sicuramente caratterizzati da specificità nazionali che sarebbe importante considerare in modo approfondito se si dovesse scrivere una storia della finanza negli ultimi due decenni del Novecento. Tuttavia anche in una riflessione che si svolge per grandi linee sembra possibile riconoscere alcuni tratti simili nelle situazioni osservate.<sup>13</sup> Quasi tutti i paesi nei quali la crisi si è manifestata sono rappresentati da economie in via di sviluppo che hanno attratto ingenti investimenti di portafoglio negli anni che hanno preceduto la crisi. La designazione *investimenti di portafoglio*, per la verità, è abbastanza vaga e include sia capitali alla ricerca di imprese promettenti, sia fondi mossi da progetti speculativi di breve periodo. In ogni caso questi capitali hanno concorso a dare origine, nei paesi di cui stiamo parlando, a fenomeni di crescita generalizzata delle quotazioni azionarie e a volte di quelle immobiliari, provocando tipiche *bolle speculative*. Ulteriori capitali a breve sono entrati attraverso l'indebitamento delle banche nazionali verso l'estero e hanno ulteriormente contribuito a sostenere la crescita dei corsi

---

<sup>13</sup> Esiste una tradizione di interessanti stilizzazioni delle crisi finanziarie e valutarie: tra le altre si vedano Kindleberger (1978) e Tyrole (2002). I richiami che seguono traggono alcune indicazioni da O'Connell (2003).



azionari. È inevitabile che in questi casi vi siano operatori più consapevoli e più preoccupati di altri del carattere abnorme delle quotazioni azionarie. Questi operatori a un certo punto decidono di uscire dall'investimento azionario, e naturalmente sono presto seguiti da uno stuolo di imitatori meno consapevoli. La caduta delle quotazioni diviene spesso un vero e proprio crollo che si autosostiene. In questa fase si verificano fallimenti a catena, in particolare degli investitori che hanno acquistato attività finanziarie o immobiliari ricorrendo al credito. Gli attivi patrimoniali di questi investitori divengono insufficienti a fare fronte ai debiti verso le banche e le situazioni di insolvenza non possono che concludersi con il fallimento. Spesso anche le banche che non si sono curate di sorvegliare a fondo la qualità dei soggetti finanziati divengono a loro volta insolventi.

Gli investitori stranieri più avveduti che sono riusciti a liquidare i loro attivi finanziari quando le quotazioni erano ancora elevate si affrettano a rimpatriare i capitali liquidi. Si innesca così una forte pressione sul mercato dei cambi che ben presto produce la crisi valutaria. Si noti che è relativamente irrilevante che il paese in cui si manifesta la crisi valutaria presenti cambi flessibili oppure abbia ancorato ad altre monete la propria valuta. Le riserve divengono comunque insufficienti a stabilizzare il valore esterno della moneta nazionale e, nel caso il paese avesse scelto l'ancoraggio a una moneta esterna, esso deve essere rapidamente abbandonato.

Alla domanda di valuta esterna espressa da investitori stranieri si unisce un'analoga domanda da parte dei residenti che si trovano a possedere liquidità. Diviene evidente che le autorità monetarie nazionali, per cercare di arginare fallimenti a catena, creano moneta e finiscono per innescare processi di inflazione interna alla quale sembra possibile sottrarsi soltanto acquistando valute forti. Ma questo comportamento non fa che accentuare la crisi valutaria.

I paesi che sono stati colpiti dalla crisi prima finanziaria e poi valutaria, nonché dalla conseguente caduta di domanda e di occupazione, hanno sperimentato perdite di prodotto nazionale spesso superiori al 10%. Nella maggior parte dei casi il ritorno a una situazione di normalità ha richiesto periodi di almeno due anni.

Come si vede le crisi generano costi economici e sociali di proporzioni ingenti. Le conseguenze negative non si arrestano ai confini nazionali, ma si trasmettono ad altri paesi attraverso meccanismi di *contagio*, e mettono a rischio la stabilità dell'intero sistema finanziario

internazionale. Se la causa profonda delle crisi è da ricercare nella mancanza di prudenza finanziaria dei governi e nella debolezza delle istituzioni di numerosi paesi in via di sviluppo, è però persuasione diffusa che la straordinaria mobilità dei capitali, in particolare di quelli guidati da intenti di investimento a breve termine, costituisca il lato debole dell'assetto delle istituzioni finanziarie. In qualche modo rappresenta una concausa. L'assetto istituzionale del SMI manifesta dunque segni di disfunzione e necessità di aggiornamento.

È il caso di ricordare che negli anni Ottanta reazioni intellettuali alle esperienze di una volatilità manifestamente dannosa non sono mancate e hanno portato a significative proposte di correzione del sistema, in particolare il piano di McKinnon per la stabilità finanziaria internazionale e la *Target Zone Proposal* di Williamson.<sup>14</sup> Delle due proposte la prima mirava alla stabilizzazione del cambio delle tre valute chiave (dollaro, marco e yen), mentre la seconda contemplava una sorta di coordinamento tra le politiche dei maggiori paesi, riconoscendo alcuni vantaggi a una limitata flessibilità dei cambi. Si noti che quelle proposte non avevano carattere di ufficialità, ma ebbero comunque l'effetto indiretto di indurre le banche centrali dei maggiori paesi a considerare ipotesi di intervento sul mercato valutario per ridurre il valore del dollaro (Plaza Agreement del 1985) e favorire la stabilità dei cambi (Louvre Accord del 1987).

#### **4. Il crescente disavanzo con l'estero degli Stati Uniti e le valute asiatiche**

Il disavanzo corrente con l'estero degli Stati Uniti costituisce un fenomeno di lungo periodo le cui cause d'origine vanno probabilmente ricondotte al ruolo di potenza "imperiale" svolta da questo paese dalla fine della seconda guerra mondiale fino ad oggi. Questo ruolo ha obbligato gli Stati Uniti a spese all'estero, di carattere militare e di carattere più genericamente economico, di grande entità. Un simile impegno avrebbe contribuito alla formazione di un disavanzo corrente anche a prescindere, se ha senso dire così, dalla crescente liberalizza-

---

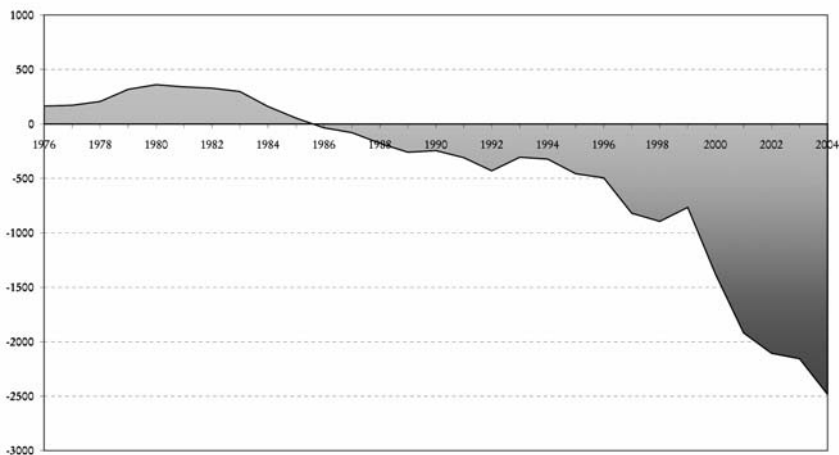
<sup>14</sup> Cfr. McKinnon (1982) e Williamson (1983).

zione dei movimenti dei capitali che ha diffuso nel mondo l'interesse per gli investimenti finanziari in titoli denominati in dollari (come suggerito nella seconda sezione).

Il continuo disavanzo con l'estero ha portato l'economia americana al progressivo assottigliamento della sua posizione netta sull'estero, fino al suo annullamento alla metà degli anni Ottanta (Grafico 3). Dopo di allora la posizione debitoria netta sull'estero degli Stati Uniti ha continuato a crescere, presentandosi oggi superiore al 30% del Pil.

GRAFICO 3

POSIZIONE NETTA SULL'ESTERO DEGLI STATI UNITI  
(miliardi di dollari)



Tra le complessità della situazione odierna va considerato il fatto che le valute di diversi paesi emergenti, in particolare asiatici, sono ancorate, più o meno rigidamente, al dollaro, in particolare quelle di Cina, Hong Kong, India, Malesia, Singapore, Thailandia. Questi paesi in generale non hanno instaurato un regime di piena libertà valutaria per i loro residenti: la loro posizione netta sull'estero formatasi a seguito degli avanzi correnti si trova a essere di pertinenza quasi esclusiva delle banche centrali. La ragione di un'opzione di cambio quasi fisso con il dollaro è da mettere in relazione alla ricerca di un'ancora che possa rappresentare un obiettivo semplice da definire e facile da attuare per la politica monetaria. Bisogna poi ricordare che una parte rilevante delle esportazioni dei paesi ricordati si dirige verso gli Stati Uniti. Una moneta nazionale a cambio quasi fisso e leggermente sottovalutata

costituisce un ottimo strumento di stabilizzazione della domanda. Inoltre è comprensibile che dopo le crisi valutarie degli anni Ottanta e Novanta le banche centrali dei paesi in questione abbiano molto accresciuto la loro domanda di riserve internazionali, nella persuasione di potere in tal modo scoraggiare eventuali attacchi speculativi contro le loro valute. Oggi, quasi per paradosso, la stabilità valutaria del dollaro, la maggiore moneta mondiale, si trova così a essere affidata alla stabilità della composizione di portafoglio di un numero limitato di grandi banche centrali. Queste banche centrali d'altronde sono divenute i grandi finanziatori del disavanzo corrente americano non a causa di una strategia "politica", ma spinte dalla necessità di risolvere i problemi che via via si sono posti.

Anche il problema dei rapporti valutari tra Stati Uniti e Giappone si presenta oggi simile a quello che sussiste tra gli Stati Uniti e le altre banche asiatiche sopra ricordate. È vero che nel passato il cambio yen-dollaro ha subito vicende alterne, ma oggi sembra prevalere una certa stabilità, e sono da sottolineare sia il peso preponderante delle esportazioni giapponesi verso gli USA e verso i paesi che agli USA hanno legato le loro valute, sia l'enorme entità delle riserve valutarie giapponesi (in gran parte denominate in dollari), anch'esse dovute a una domanda privata di attività finanziarie estere ancora relativamente modesta in Giappone.

Il ruolo svolto dalle banche centrali asiatiche nell'odierno sistema dei flussi valutari internazionali è naturalmente stato oggetto di riflessione teorica. Due anni or sono tre reputati economisti "affiliati" alla Deutsche Bank hanno pubblicato un saggio che sta all'origine di una fortunata denominazione per il sistema di flussi valutari di cui stiamo parlando: Bretton Woods II.<sup>15</sup> Secondo gli autori l'evoluzione spontanea del SMI in presenza di una periferia che ha scelto una strategia *export-led* per il proprio sviluppo e di un centro che in nessun caso potrebbe competere con costi del lavoro incommensurabilmente più bassi conduce a un nuovo sistema di cambi fissi tra dollaro e valute asiatiche. Non sono però mancate forti critiche alla stabilità e alla sostenibilità di questo assetto, che vede crescere nel tempo la posizione debitoria americana senza produrre meccanismi correttivi.<sup>16</sup>

---

<sup>15</sup> Doodley, Folkerts-Landau e Garber (2003).

<sup>16</sup> Cfr. Roubini (2004).

Per questa ragione nei confronti dei paesi che hanno legato al dollaro le loro monete si manifestano oggi opinioni che reclamano, o comunque invocano, la rivalutazione di monete giudicate troppo deboli. In particolare di fronte al renmimbi cinese, che alcuni ritengono particolarmente sottovalutato rispetto al dollaro in base al confronto con un teorico cambio di equilibrio, sorge la domanda se il riequilibrio della bilancia corrente americana non richieda una cooperazione cinese basata sul cambio. E la stessa UEM non nasconde il proprio favore per ipotesi di rivalutazione cinese che siano suscettibili di rimuovere la componente artificiale della bassa competitività europea.<sup>17</sup>

## 5. È sostenibile il crescente indebitamento americano?

Deve tale indebitamento estero degli Stati Uniti venire arrestato ed eventualmente essere ridotto, oppure possiamo disinteressarci sia del debito che del disavanzo corrente che lo alimenta? Il problema è oggi fortemente dibattuto. Nel grande mondo degli economisti internazionali il partito di coloro che ritengono necessaria una correzione è oggi decisamente prevalente.<sup>18</sup>

Ma al Forum monetario tenutosi a Bologna all'inizio di aprile 2005, ricordato in apertura di questo scritto, il premio Nobel Mundell e Richard Cooper hanno espresso l'avviso che l'indebitamento americano sia sostenibile *for ever*, per sempre.<sup>19</sup> E anche riguardo al rischio di improvvisa ricomposizione valutaria delle riserve delle maggiori

---

<sup>17</sup> È da notare che il 29 luglio 2005 la Cina ha introdotto un meccanismo di *pegging* del renmimbi a un paniere di monete, con la conseguenza di portare il cambio con il dollaro da 8,28 a 8,11 (il che equivale a una rivalutazione del 2,1%). L'effetto immediato sulla competitività è trascurabile, ma è possibile che il nuovo meccanismo prelude a un'integrazione della politica di investimento delle riserve della banca centrale cinese (in dollari ed euro) con una politica di *pegging* rivedibile e capace di produrre effetti sulla misura del disavanzo estero americano.

<sup>18</sup> Cfr. per es. *Economist* (2005a e 2005b).

<sup>19</sup> In termini astratti è certamente possibile pensare a un mondo a orizzonte infinito in cui il debito di un'area cresce indefinitamente in condizioni di sostenibilità, ossia mantenendosi in proporzione non crescente rispetto al prodotto.

banche asiatiche i due economisti si sono dichiarati fondamentalmente tranquilli.<sup>20</sup>

Prendere partito pro o contro la sostenibilità non è elementare. Non si tratta semplicemente di prevedere le conseguenze di meccanismi in atto, ma anche di interrogarsi sulle possibili reazioni della politica economica. Qualche sfortuna europea può ridare alimento alla forza del dollaro e proiettare in avanti la situazione odierna senza che intervengano sconvolgimenti. Ma con riferimento all'orizzonte più lungo la necessità di esaminare il problema della sostenibilità rimane. A un economista viene spontaneo interrogarsi sui possibili percorsi evolutivi per un rientro nella normalità. Due sembrano gli scenari possibili.

Nel primo si immagina che al crescere delle preoccupazioni, insieme al debito, meccanismi correttivi sia di natura automatica, sia di natura politica si debbano mettere in movimento. Quando si esplora questa possibilità si prende in considerazione l'effetto di un progressivo deprezzamento del dollaro e di una politica economica americana deliberatamente orientata ad accrescere il risparmio nazionale, in particolare quello delle famiglie oggi quasi nullo. Va da sé che imboccando questa via la correzione potrebbe richiedere molto tempo e rischierebbe di trascinare i paesi industrializzati in un processo di lunga recessione. In un secondo scenario la situazione sfugge di mano e il dollaro subisce un vero tonfo, per esempio deprezzandosi del 30 o 40% rispetto alla quotazione odierna. Le conseguenze sono drammatiche, perché il valore reale delle posizioni debitorie e creditorie internazionali subisce un mutamento enorme. Non minori sono le ripercussioni sul commercio internazionale e sul livello di attività dell'intera economia mondiale.

Un quadro fosco come quello del secondo scenario deve essere balenato dinanzi agli occhi di economisti come Mundell e Cooper quando hanno indicato nell'adozione di una moneta mondiale lo strumento a loro avviso idoneo a risolvere i difficili problemi della situazione odierna.<sup>21</sup>

---

<sup>20</sup> Altri partecipanti al Forum hanno manifestato opinioni più sfumate, e altri ancora, in particolare Mordechai Kreinin e Richard Portes, si sono detti convinti che il disavanzo debba essere corretto.

<sup>21</sup> Da parte di Cooper una proposta in tale senso era già stata avanzata vent'anni fa (cfr. Cooper 1984).

L'adozione di una moneta mondiale infatti, è quasi banale dirlo, farebbe scomparire il *rischio di cambio*. E spoglierebbe di ogni significato la nozione di *debito estero* di un paese, proprio come all'interno di un singolo paese non si pone mai il problema della posizione debitoria o creditoria delle singole province, perché irrilevante. Resterebbero i debiti e i crediti individuali di tutti i singoli agenti, privati, istituzioni e governi, ovviamente soggetti al vincolo della sostenibilità individuale.<sup>22</sup> I movimenti di portafoglio, compresi quelli delle banche centrali, si rifletterebbero unicamente sui mercati finanziari. Un mondo privo di rischio di cambio diverrebbe anche un mondo esente da crisi valutarie, in cui le imprese impegnate nel commercio internazionale si troverebbero a poter programmare la loro attività in un quadro di certezza molto maggiore di quella odierna.

## 6. Dal *bancor* di Keynes all'INTOR di Mundell

Naturalmente l'idea di una moneta mondiale non è nuova e il nostro pensiero corre spontaneamente al *bancor* di Keynes. Nel sottofondo del pensiero degli economisti sopravvive evidentemente la memoria di un mondo unificato dal *gold standard*, quando qualsiasi moneta era facilmente e agevolmente convertibile in qualsiasi altra moneta. Tuttavia, una volta venuta meno la dipendenza della crescita monetaria dall'estrazione del metallo prezioso e dalla tecnologia dell'industria dell'oro, il riferimento a una moneta mondiale non può avere natura vagamente sentimentale, ma deve rispondere a una precisa visione, di ordine economico, politico e intellettuale.

Durante la seconda guerra mondiale, quando Keynes mise a punto la propria proposta di *clearing union* da sottoporre agli Americani in vista della Conferenza di Bretton Woods (1944), il problema angoscioso che stava sul tappeto era rappresentato dal timore di una recessione mondiale dopo la fine del conflitto mondiale.<sup>23</sup> Per sottrarre

---

<sup>22</sup> Va da sé che in un simile assetto monetario nessun governo disporrebbe della possibilità di "monetizzare" il proprio debito pubblico, ove l'onere degli interessi fosse divenuto troppo gravoso. Si deve dunque precisare che la disciplina fiscale rappresenterebbe un necessario complemento dell'assetto monetario delineato.

<sup>23</sup> Cfr. Harrod (1951, cap. XIII).

l'Inghilterra, e il mondo, da questa oscura prospettiva, Keynes era convinto che si dovesse mettere a punto un meccanismo capace di impedire che le difficoltà di finanziamento delle bilance commerciali agisse da freno al commercio mondiale. La grande intuizione di Keynes, più ancora che nel *bancor*, va vista nell'idea di coinvolgere nella gestione degli squilibri commerciali non soltanto i paesi in disavanzo (debitori), ma anche quelli in avanzo (creditori), applicando loro moderati tassi di interesse creditori e debitori. La *clearing union* avrebbe dovuto essere amministrata da una "superbanca" mondiale, che avrebbe intrattenuto rapporti con le banche centrali nazionali, denominando in *bancor* (un'unità monetaria legata all'oro<sup>24</sup>) depositi delle riserve e prestiti delle medesime. La *clearing union* avrebbe dovuto costituire un sistema chiuso, capace di moltiplicare quasi senza limite i depositi ottenuti dai paesi creditori, e quindi di sostenere senza strozzature il processo di crescita del commercio mondiale.

Negli Accordi di Bretton Woods il progetto di Keynes uscì ridimensionato e privo della grande capacità di sviluppo che Keynes aveva immaginato. Il Fondo Monetario Internazionale, che prese il posto della superbanca ideata da Keynes, poté contare soltanto sulle dotazioni iniziali dei paesi aderenti e sulle loro successive estensioni, senza ottenere il diritto del deposito delle riserve e la conseguente possibilità di moltiplicare le medesime. Il *bancor* dovette cedere il passo al dollaro. Nondimeno nel corso dei contatti preparatori della Conferenza Harry White, il personaggio più influente del gruppo di americani che si occupavano dei lavori preparatori, accolse l'idea di fondo sostenuta da Keynes, ossia la necessità di coinvolgere anche i paesi creditori nel processo di aggiustamento dei disavanzi commerciali. In buona sostanza si trattava degli Stati Uniti che a quel tempo non soltanto *erano*, ma si riteneva *sarebbero sempre rimasti* grandi creditori internazionali.

Naturalmente la proposta di Mundell e Cooper, di cui ho riferito nella precedente sezione, viene formulata in un contesto profondamente diverso da quello che le potenze vincitrici della seconda guerra mondiale si trovavano a dover affrontare. Da quando l'assetto del SMI è divenuto frutto di una costruzione istituzionale si può dire che non esiste un disegno buono per tutte le stagioni. Nonostante le trasformazioni rimane tuttavia vero che il proposito di questo disegno istituzio-

---

<sup>24</sup> Nel progetto di Keynes i cambi delle monete dei paesi partecipanti avrebbero dovuto essere fissi, ma aggiustabili.



nale è quello di offrire una soluzione “cooperativa” all’interesse comune di tutti i paesi coinvolti nelle relazioni economiche e finanziarie internazionali.

Oggi il problema è duplice: ridurre fortemente la volatilità dei cambi e garantire la stabilità del sistema, evitando che improvvise modificazioni delle scelte di portafoglio, in particolare da parte delle banche centrali, scatenino reazioni imprevedibili. Mentre il primo obiettivo è stato avvertito molto presto dopo l’avvento dei cambi flessibili (pur divenendo pressante nell’ultimo ventennio del Novecento), il secondo obiettivo è venuto materializzandosi e accentuandosi in anni più recenti.

Per arrivare a una realizzazione internazionale straordinaria quale sarebbe l’adozione di una moneta comune da parte dei maggiori paesi del mondo occorrerebbe naturalmente affrontare e risolvere formidabili problemi di politica interna e di ridisegno istituzionale, per non parlare della necessità di ottenere il necessario consenso.

Per la verità Mundell, nell’occasione di una *distinguished lecture* tenuta a Varsavia presso la Leon Koźmiński Academy of Entrepreneurship and Management,<sup>25</sup> si è spinto avanti nel suo progetto fino a tratteggiare un percorso istituzionale in due tappe, suscettibile di condurre al traguardo di una moneta mondiale. In una prima fase si dovrebbe promuovere la stabilità dei cambi tra i paesi intenzionati a partecipare e in possesso di requisiti generali di idoneità. La partecipazione di Stati Uniti, Unione Europea e Giappone è evidentemente essenziale. Ecco i passi necessari: accordarsi su un comune indice dei prezzi cui fare riferimento, decidere un tasso di inflazione, porre un limite superiore e un limite inferiore al cambio, istituire un *joint monetary policy committee* con lo scopo di decidere la politica monetaria, accordarsi sulla futura ripartizione del signoraggio, quindi restringere gradualmente i margini di oscillazione del cambio. Le modalità di intervento nel mercato dei cambi possono prevedere un’azione individuale oppure un’azione cooperativa. Il processo di stabilizzazione non dovrebbe risultare sensibilmente diverso da quello realizzato dai paesi dell’Unione Europea prima dell’entrata in funzione dell’euro.

---

<sup>25</sup> La lezione, pronunciata il 23 ottobre 2003, era intitolata “The International Monetary System and the Case for a World Currency”. Il testo è visibile al sito internet <http://www.tiger.edu.pl/publikacje/dist/mundell2.pdf>, raggiungibile anche dalla *home page* di Robert Mundell, <http://www.columbia.edu/~ram15/>.

La seconda fase prende avvio a stabilizzazione di cambi avvenuta, con margini di oscillazione stretti. Un paniere a composizione concordata delle monete partecipanti diviene la “piattaforma” su cui costruire la moneta comune, l’INTOR, come Mundell la denomina. Ogni partecipante deve mantenere la propria moneta convertibile in INTOR alla pari e consentire che la propria politica monetaria sia governata dalla bilancia dei pagamenti. Ma non è affatto necessario che tutti i paesi del mondo partecipino alla moneta comune. La partecipazione è volontaria. I paesi che lo desiderano possono continuare a lasciare fluttuare le loro valute. Sicuramente rientrano in questo insieme i paesi non in grado di controllare i propri processi di inflazione e di rinunciare alla creazione monetaria come alternativa al prelievo fiscale.

L’INTOR sarebbe dunque una moneta globale, ma non unica: le valute nazionali potrebbero continuare a circolare accanto alla moneta comune, salvo che i singoli paesi partecipanti non adottassero riforme monetarie per la sostituzione delle valute nazionali.

Come si vede il progetto di Mundell e Cooper traccia un percorso di avvicinamento progressivo alla moneta mondiale, ipotizzando un meccanismo sufficientemente articolato da consentire una partecipazione futura dei paesi oggi troppo deboli per poter adottare una moneta a potere d’acquisto fortemente stabile e, al bisogno, anche un’*option out* da parte dei paesi che incontrassero eccessiva difficoltà a muoversi nel nuovo assetto. Questi aspetti di flessibilità dell’“architettura” proposta concorrono evidentemente a farne un progetto non irrealistico.

Sarebbe peraltro ingenuo non comprendere il coraggio che un simile progetto richiederebbe da parte degli Stati Uniti, oggi titolari di un’enorme sovranità monetaria.<sup>26</sup> Non stiamo dunque ragionando di una visione che abbia la possibilità di realizzarsi secondo i tempi di un’agenda concordata. Il progetto di un profondo ridisegno del SMI rappresenta però una grande sfida per il futuro. La sua adozione, pur destinata a riflettere l’oggettiva egemonia americana nella suddivisione dei poteri, costituirebbe un enorme passo in avanti nel guardare ai problemi dell’economia globalizzata.

---

<sup>26</sup> Sembra peraltro ragionevole pensare che gli Stati Uniti conserverebbero una grande quota di signoraggio sulla valuta mondiale, in base alla stessa regola che oggi riconosce a ciascun paese dell’euro una quota di signoraggio sulla base monetaria europea proporzionale all’entità economica di ciascun paese.

Sul piano della storia delle idee è interessante notare che, mentre Cooper rimane oggi fedele all'analisi delle relazioni finanziarie internazionali che egli conduce da vent'anni a questa parte, l'evoluzione della posizione di Mundell, che quarant'anni fa concepiva un mondo fatto di aree monetarie ottimali, è notevole.<sup>27</sup> Se i timori per la possibilità di shock asimmetrici hanno ceduto il passo all'idea di una sola area monetaria per l'intero mondo è perché l'esperienza ha dimostrato che un mondo a cambi flessibili può, in alcune circostanze, divenire molto pericoloso.

Mundell e Cooper non mancano di realismo e sanno bene che la moneta mondiale non è alle porte. Non tralasciano però di indicare quale sia *per l'oggi* la strategia da seguire. Essa non può che consistere nella stabilizzazione dei tassi di cambio, con il ruolo attivo delle banche centrali (nel concerto delle quali vi è certamente spazio per un ruolo, più incisivo di quello giocato in passato, della Banca Centrale Europea).

#### BIBLIOGRAFIA

- BIASCO S. (1987), "I cicli valutari e l'economia internazionale", *Moneta e Credito*, vol. XL, n. 157, marzo, pp. 45-74.
- COOPER R.N. (1984), "A monetary system for the future", *Foreign Affairs*, vol. 63, no. 1, Autumn, pp. 166-84.
- DOOLEY M.P., D. FOLKERTS-LANDAU e P. GARBER (2003), "An essay on the revived Bretton Woods System", *NBER Working Paper*, no. 9971.
- ECONOMIST* (2005a), "Wise men at ease", 30 April, p. 65.
- ECONOMIST* (2005b), "Traffic lights on the blink?", 20 August, p. 49.
- EICHENGREEN B. (1997), *European Monetary Theory, Practice, Analysis*, MIT Press, Cambridge, Mass.
- HARROD R.F. (1951), *The Life of John Maynard Keynes*, Macmillan, London; trad. it. *La vita di J.M. Keynes*, Einaudi, Torino, 1967.

---

<sup>27</sup> In realtà in Mundell diffidenza verso i cambi flessibili e simpatia per un diverso assetto del SMI risalgono ad anni lontani. Nel saggio "Updating the agenda for monetary reform" (1997), facendo risalire le sue idee di fondo all'anno accademico 1956-57 trascorso presso la London School of Economics, egli ricorda il processo di avvio del Mercato Comune Europeo e osserva «Tassi di cambio fissi in modo stabile sono più efficaci nel condurre a operatività la legge del prezzo unico di quanto lo siano i cambi flessibili» e più oltre «Non potevo rendermi conto del perché paesi che erano in procinto di costituire un mercato comune dovessero assoggettarsi a una nuova barriera commerciale rappresentata dall'incertezza riguardo al tasso di cambio futuro».

- HARROD R.F. (1978), "Moneta - SMI", *Enciclopedia Europea*, Garzanti, Milano, pp. 733-34.
- ISARD D.P. (1978), "The exchange rate determination: a survey of popular views and recent studies", *Princeton Studies in International Finance*, no. 42, May.
- ISHIYAMA Y. (1975), "The theory of optimum currency areas: a survey", *IMF Staff Papers*, July.
- KARECKEN J. e N. WALLACE (1978), "International monetary reform: the feasible alternatives", *Quarterly Review of the Federal Reserve Bank of Minneapolis*, Summer, vol. 2, no. 3, pp. 2-7.
- KINDLEBERGER C.P. (1978), *Manias, Panics and Crashes: a History of Financial Crises*, Macmillan, London; *Euforia e panico: storia delle crisi finanziarie*, Laterza, Roma-Bari, 1981.
- KINDLEBERGER C.P. (1985), "Il dollaro ieri, oggi e domani", *Moneta e Credito*, vol. XXVIII, n. 152, dicembre, pp. 355-69.
- MCKINNON R.I. (1976), "Floating exchange rates 1973-74: the emperors' new clothes", *Carnegie-Rochester Supplement to The Journal of Monetary Economics*, vol. 3, no. 2, pp. 79-114.
- MCKINNON R.I. (1982), "Currency substitution and instability in the world dollar standard", *American Economic Review*, vol. 72, no 3, June, pp. 320-33.
- MUNDELL R.A. (1961), "A theory of optimum currency area", *American Economic Review*, vol. 51, no. 4, September, pp. 657-65.
- MUNDELL R.A. (1997), "Updating the agenda for monetary reform", in M.I. Blejer, J.A. Frenkel, L. Leiderman and A. Razin eds, *Optimum Currency Areas*, International Monetary Fund, Washington, pp. 29-48.
- NURSKÉ R. (1944), *International Currency Experience*, League of Nations, Ginevra.
- O'CONNELL (2003), "The Argentine economy: a witness account", *Accademia Nazionale dei Lincei, Rendiconti*, Serie IX, vol. XIV, Roma.
- ROUBINI N. (2004), "BW2: Are we back to a new stable Bretton Woods regime of global fixed exchange rates?", ottobre; <http://pages.stern.nyu.edu/~nroubini/>.
- TYROLE J. (2002), *Crisi finanziarie, liquidità e SMI*, Edizioni dell'Elefante, Roma.
- WILLIAMSON J. (1983), *The Exchange Rate System*, Institute for International Economics, Washington.