

4. Il sistema monetario internazionale

4.1. Perché un coordinamento internazionale dei tassi di cambio?

Data l'interdipendenza fra i Paesi, le politiche macroeconomiche sono più efficaci se coordinate. Il coordinamento internazionale si è rivelato difficile a causa della mancanza di consenso sul funzionamento del sistema monetario internazionale.

Un sistema monetario internazionale si riferisce alle regole, agli usi, agli strumenti, alle strutture e alle organizzazioni per effettuare i pagamenti internazionali e l'aggiustamento delle bilance dei pagamenti.

I sistemi monetari internazionali sono classificati in base al modo in cui vengono determinati i tassi di cambio o in base alla forma che assumono le attività di riserva (oro, valute internazionali). Più specificatamente:

- *Tassi di cambio*: tassi fissi con una banda stretta o larga intorno al valore nominale, *peg* regolabile, *peg* strisciante, fluttuazione gestita, fluttuazione libera.
- *Riserve internazionali*: *gold standard*, *gold-exchange standard*, *fiduciary standard* (*dollar-standard* o altri sistemi non aurei),

Un sistema monetario specifico risulta dalla combinazione di questi elementi, ad esempio: il *gold standard* è anche un sistema a tasso fisso. Tuttavia un sistema a tasso fisso potrebbe non avere alcun legame con l'oro.

Un buon sistema monetario internazionale è quello che:

- favorisce i flussi commerciali e gli investimenti internazionali.
- porta a una distribuzione "equa" dei guadagni derivanti dal commercio tra le nazioni
- Keynes avrebbe aggiunto: i costi degli aggiustamenti delle bilance dei pagamenti devono ricadere sia sulle nazioni in disavanzo che su quelle in avanzo.

Infatti un sistema monetario internazionale può essere valutato in termini di:

Aggiustamento: processo attraverso il quale vengono corretti gli squilibri della bilancia dei pagamenti: viene fatto gravare soprattutto sui paesi in disavanzo o anche sui paesi in surplus?

Liquidità: ammontare delle attività di riserva internazionali disponibili per regolare gli squilibri temporanei della bilancia dei pagamenti. Keynes riteneva che il sistema dovesse provvedere a

fornire riserve (valuta internazionale) ai paesi in disavanzo di BdP dando loro tempo di aggiustare senza dolorose deflazioni

Fiducia: consapevolezza che il meccanismo di aggiustamento funziona adeguatamente e che le riserve internazionali manterranno i loro valori assoluti e relativi (fiducia nella moneta di riserva, es. nel dollaro).

Vediamo ora per sommi capi i principali sistemi monetari internazionali che si sono effettivamente succeduti.

4.2. *Il gold standard*

4.2.1. *Il Gold Standard classico (1880-1914)*

Nel *gold standard* le nazioni definivano il contenuto d'oro della propria moneta e si tenevano passivamente pronte a comprare o vendere qualsiasi quantità d'oro a quel prezzo.

Il meccanismo di aggiustamento era il meccanismo di flusso *price-species* di Hume.

Le nazioni non potevano usare la politica monetaria per raggiungere la piena occupazione (rifersi a quanto detto e in particolare al “triangolo” nella dispensa “Appunti sulla parte monetaria”).

Regola del gioco (espressione pare dovuta a Keynes): contrazione credito in paesi in deficit, espansione in quelli in surplus. Se quest'ultima azione ha luogo in maniera limitata o per niente, ecco che le regole del gioco risultano violate. Mentre infatti gli aggiustamenti avvenivano con contrazioni del reddito e dei prezzi nei Paesi in deficit, i Paesi in surplus sterilizzavano gli aumenti della quantità di moneta tenendo stabili il loro reddito e livello dei prezzi (violando le regole del gioco).

Faccio notare che le regole del gioco contengono un automatismo basato sulla nozione convenzionale di moltiplicatore monetario: per esempio, un afflusso di oro determina un'espansione della base monetaria e, dato il moltiplicatore monetario, di crediti e depositi; questo determina inflazione supponendo, naturalmente, condizioni di piena occupazione (un'altra ipotesi mainstream) e quindi l'aggiustamento della bilancia dei pagamenti. In verità, fuori da queste ipotesi, il riaggiustamento di un avanzo delle partite correnti non è automatico e richiede una deliberata politica espansiva da parte del Paese in surplus.

Nel caso di un deflusso di oro e di contrazione della base monetaria in via di principio questo comporta una contrazione di depositi, credito, output e prezzi. Che questo sia storicamente accaduto con tale automaticità mi sembra dubbio. Posso supporre che i Paesi in disavanzo prima

di lasciar crollare l'economia abbiano cercato di procacciarsi oro indebitandosi con l'estero (finendo magari in un default finale),¹ o siano usciti dalla parità aurea. La questione va studiata. Tema per tesina triennale, ma un po' difficilino)

4.2.2. *Gold standard, in quanto sistema di cambi fissi, e crisi finanziarie*

Il gold standard in quanto sistema di cambi fissi stimolava l'indebitamento della periferia e l'insorgere di *crisi finanziarie* (se veda il cap. 5 delle *Sei lezioni di economia* e quanto detto sopra a propos di *currency board* e dollarizzazione). Infatti, sistemi di tassi di cambio fissi, il gold standard in questo caso, riducono il rischio di cambio (per il creditore se il prestito è denominato nella moneta del debitore; per il debitore se il contratto è denominato nella divisa del creditore, come più spesso accade).² I prestiti internazionali sono in genere impiegati nei Paesi periferici per progetti privati o pubblici (edilizia, trasporti) che non generano una capacità di esportazione (almeno non direttamente), e dunque un flusso di valuta estera con cui ripagare nel tempo il debito contratto. In tal modo questo si accumula, anche per il pagamento degli interessi (che aumentano col tempo in seguito all'accresciuto rischio di default). Ad un certo punto gli investitori stranieri smettono di effettuare il roll-over del debito e di elargire nuovi crediti. Il Paese debitore fa così default. Paesi come l'Argentina e la Russia incorsero in queste crisi finanziarie durante l'epoca d'oro del gold standard (l'Argentina lo ripete, come s'è detto, col *currency board* che ha, infatti, similarità col *gold standard*).

Se la facilitazione e dunque lo stimolo all'indebitamento mostra come un sistema di cambi fissi possa generare un'espansione (sebbene questa finisca in lacrime e austerità), sistemi di cambi fissi sono storicamente stati adottati anche per disciplinare il conflitto distributivo e sono dunque in questo senso "anti-democratici". Si veda nel cap. 5 delle *Sei lezioni di economia* l'esperienza italiana nello SME e in generale l'euro come misura disciplinante.

4.2.3. *Crisi del gold standard*

Il *gold standard* classico termina con lo scoppio della prima guerra mondiale. Tuttavia le fluttuazioni selvagge dei tassi di cambio tra il 1919 e il 1924 portarono le nazioni a tornare a un

¹ Questo caso l'abbiamo incontrato sopra nel caso del *currency board* argentino.

² Vedi *Sei lezioni di economia* p. 292. Lì si esamina il caso dell'euro, che è stato infatti autorevolmente comparato a quello del gold standard: ambedue sono sfociati in crisi del debito dei Paesi periferici (Bordo e James nber 2013).

“gold exchange standard”. Il *gold-exchange standard* permetteva di utilizzare sia l'oro che le valute convertibili in oro (come \$, £, FF) quali riserve internazionali.

Esperienza successiva: il ritorno alla parità aurea con una lira sterlina sopravvalutata nel 1925, portò il Regno Unito a severi disavanzi della BDP, con la conseguente adozione di misure di deflazione interna. Al contempo la Francia, con un franco francese simmetricamente sottovalutato, accumulava avanzi e riserve. Questa esperienza asimmetrica mostra come le regole del gioco del gold standard non funzionassero: da un lato Paesi in disavanzo (come il Regno Unito) erano costretti alla deflazione per tornare all'equilibrio, e dall'altro Paesi in avanzo (come Francia o Stati Uniti) che non facevano nulla per ridurre il loro surplus e agevolare il riequilibrio dei primi. Nel 1931 il Regno Unito uscì dal sistema aureo.

Cause del crollo del *gold-exchange standard*:

- Mancanza di adeguati meccanismi di aggiustamento
- Scoppio della Grande Depressione e ricerca nella flessibilità del cambio di un sostegno alla domanda aggregata. Ci si domanda al riguardo: le svalutazioni competitive furono un gioco a somma zero o aiutarono a fuoriuscire dalla crisi?

Nei fatti i paesi che uscirono più rapidamente dal sistema aureo uscirono anche più rapidamente dalla crisi. Indubbiamente dal 1931 al 1936 si verificano grande instabilità e svalutazioni competitive, aumento del protezionismo, commercio internazionale quasi dimezzato. Da osservare l'*apparente* analogia fra le *deflazioni competitive* (svalutazioni interne) e le *svalutazioni competitive* (svalutazioni esterne). Obstfeld e Taylor (2017) confermano che le seconde possono rivelarsi migliori: "espansioni monetarie competitive simultanee in un gruppo di Paesi in cui ciascuno cerca di deprezzarsi, anche se lascia invariati i tassi di cambio reciproci delle loro valute, potrebbe essere un equilibrio migliore se tutti stanno lottando contro la deflazione e la disoccupazione" (p. 8). In altre parole, se tutti i Paesi sostengono la propria domanda interna svalutando il cambio per tenere in equilibrio la bilancia dei pagamenti, il gioco non è a somma zero. Certo, se tutti svalutano è come se i cambi non variassero: tuttavia v'è un'espansione generale dovuta al fatto che tutti stanno espandendo la propria domanda interna, e se tutti comprano di più dall'estero anche tutti esporteranno di più, sicché le bilance dei pagamenti rimangono in equilibrio. Se tutti adottassero invece la deflazione competitiva mortificherebbero la domanda interna col risultato di una decrescita globale e un crollo del commercio internazionale.

Esercizio: collocare il *gold standard* nel triangolo del *monetary policy trilemma* spiegando la vostra scelta.

4.3. *Il sistema di Bretton Woods (1944-1971)*

Frutto di un acceso dibattito a Bretton Woods (New Hampshire) dove nel 1944 si riunirono le delegazioni di 44 Paesi per discutere di un nuovo sistema di cambi fissi, vide lo scontro fra la delegazione americana, che prevalse, e quella inglese guidata da J.M. Keynes (che aveva idee più lungimiranti, almeno dal punto di vista del suo Paese).

C'è una puntata di *Passato e presente* (una trasmissione che dovrete seguire) su Bretton Woods <https://www.raiplay.it/video/2022/03/Passato-e-Presente-1944-La-Conferenza-di-Bretton-Woods-con-il-Prof-Ernesto-Galli-della-Loggia-3c8c782a-ab56-40e2-b326-467b9f406985.html>

Le storico Galli Della Loggia è come al solito un improvvisatore, ma nondimeno la trasmissione è utile.

4.3.1. *Principi basilari*

Il nuovo sistema di cambi fissi prevedeva che

- Tutte le valute mantenessero tassi di cambio fissi (ma aggiustabili) rispetto al dollaro statunitense e un prezzo dell'oro in dollari invariato (35 dollari l'oncia).
- Gli Stati Uniti mantenevano la parità con l'oro (ma la richiesta alla Fed di conversione dei dollari in oro era limitata solo alle banche centrali).

Il Sistema è dunque un *gold exchange standard*, cioè un sistema in cui vige una convertibilità indiretta in oro.

In aggiunta il regime prevedeva la concessione di prestiti ai paesi con deficit delle partite correnti si da evitare loro periodi di deflazione e dar loro tempo di aggiustare in maniera meno dolorosa le proprie bilance dei pagamenti. Al riguardo il sistema ideato a Bretton Woods prevedeva l'istituzione del **Fondo Monetario Internazionale** (FMI) allo scopo di fornire prestiti alle nazioni che si trovano in difficoltà temporanee nella bilancia dei pagamenti, oltre che di controllare che le nazioni seguissero le regole di condotta nel commercio e nella finanza internazionali. Nel caso di disavanzi persistenti (strutturali) si contemplava un aggiustamento del cambio.

4.3.2. *Obiettivi e struttura dell' IMF*

I Paesi aderenti al IMF versano al medesimo una quota proporzionale (in oro e in valuta nazionale) al proprio peso economico (gli USA ne hanno così la quota preponderante).

Esercizio: si faccia una piccola ricerca su come sono cambiate le quote di partecipazione al IMF dal 1944. Quale Paese vede la sua quota crescere di più?

Lo Statuto del FMI cercò di incorporare una flessibilità sufficiente nel sistema sì da consentire ai paesi di raggiungere l'equilibrio esterno senza sacrificare gli obiettivi interni o i tassi di cambio fissi.

Due caratteristiche principali dello Statuto del FMI hanno contribuito a promuovere questa flessibilità nell'aggiustamento esterno:

- le facilitazioni di prestito del FMI (contro quota) per gli squilibri temporanei. La condizionalità del FMI è il nome della sorveglianza sulle politiche dei paesi membri che sono forti mutuatari delle risorse del Fondo. (La studentessa avvertita intuisce come il controverso MES-ESM o *European Stability Mechanism* è un meccanismo simile di cui l'UME si è dotata).

- Parità modificabili per il disequilibrio fondamentale.

Esaminiamo meglio. Sotto il primo profilo, prendendo in prestito dal FMI a valere sulla propria quota e oltre, una nazione riceve valute convertibili per finanziare gli squilibri della bilancia dei pagamenti. Per monete convertibili si intende che la banca centrale che le ha emesse si impegna a convertirle, su richiesta, in dollari e sono dunque accettate negli scambi internazionali. Una nazione non può prendere in prestito più del 25% della propria quota in un dato anno senza autorizzazione, con un limite massimo del 125%. Il primo 25 per cento preso in prestito, la tranche d'oro, viene erogato senza restrizioni o condizioni. Le tranche successive prevedono interessi più elevati e condizioni più severe (cioè l'imposizione di austerità fiscale per riaggiustare i conti con l'estero).

Una novità del sistema di BW è la possibilità per il FMI di emettere una sua moneta internazionale (o di riserva) da assegnare ai Paesi membri. Tale moneta denominata Diritti Speciali di Prelievo, potrebbe in effetti aiutare i Paesi in via di sviluppo o comunque con debolezza strutturale delle partite correnti. Purtroppo tale moneta non ha avuto un'ampia adozione (buon argomento per una tesina triennale).

Con riguardo all'aggiustamento del cambio, Bretton Woods permetteva di modificare il valore nominale in caso di squilibri fondamentali della bilancia dei pagamenti (mai ben definiti). Si lasciava dunque un margine operativo alle politiche espansive nazionali che potevano ricorrere alla flessibilità del cambio per fronteggiare il vincolo estero. L'autonomia della politica economica era inoltre accresciuta dal **controllo sui movimenti di capitale**: il cambio di fondi in valuta estera

era in sostanza solamente consentito per finanziare gli scambi commerciali (richiedendo una autorizzazione amministrativa in altri casi). In tal modo, alla luce del noto triangolo, il Paese poteva recuperare un margine di autonomia nella politica monetaria (che anche agevola la politica fiscale) pur in cambi fissi (o aggiustabili).

Esercizio: consentendo una svalutazione della propria valuta ad un Paese con gravi squilibri esteri, quale altro doloroso aggiustamento si intendeva evitare a questo Paese, con conseguenze ultime anche sui partner commerciali?

I Paesi in deficit vedevano tuttavia le svalutazioni come un segno di debolezza (ed erano mal viste dalla comunità internazionale).³ Le nazioni in surplus dal canto loro resistevano alla rivalutazione, preferendo invece accumulare riserve internazionali sterilizzandone gli effetti sulla liquidità domestica (nei termini della nostra $BM = DC + FX$, ricordate? Se FX aumenta, la banca centrale riduce DC). Poiché poche nazioni mutavano il cambio nominale, il meccanismo di aggiustamento veniva ostacolato e i movimenti di capitale speculativi favoriti (ancorché soggetti a proibizioni tuttavia aggirabili). Infatti, in assenza o ritardi negli aggiustamenti di cambio, si generava l'attesa di svalutazioni per i Paesi con un forte deficit delle partite correnti, sospettati di essere in "disequilibrio fondamentale" secondo gli IMF Articles of Agreement (quindi autorizzate a svalutare). E l'attesa di rivalutazioni per i Paesi con forti avanzi di conto corrente. Si ebbero così frequenti attacchi speculativi (UK 1964, France, Germany 1969).

Si noti che pur essendo i movimenti di capitale soggetti a controlli e impediti quelli speculativi, essi avevano comunque luogo, per esempio attraverso la sovrapproduzione delle importazioni (un modo per trasferire valuta nazionale in fondi esteri), o sottoproduzione delle esportazioni (un modo per lasciare all'estero) ricavi in valuta estera.

Sebbene durante gli anni di Bretton Woods si ebbero crisi valutarie, attacchi speculativi seguiti da drammatiche svalutazioni (come per la Sterlina nel 1967), non si ebbero tuttavia crisi finanziarie come nel *gold standard*, proprio in virtù dei limiti ai movimenti di capitale (si veda la figura 5).⁴

³ Secondo Bordo (2017, p. 9) il sistema era negli intendimenti e nel capitolato del FMI a "tassi aggiustabili", ma finì per essere a tassi fissi - o "fissi ma aggiustabili" secondo Obstfeld & Taylor (2017), p. 10 - con parità verso il dollaro, aggiustabili solo in extremis. L'ossimoro fissi ma aggiustabili poteva costituire un invito ai mercati a veder il bluff e quindi favorire la speculazione.

⁴ Nel caso delle limitazioni ai movimenti di capitale si parla di "repressione finanziaria", vale a dire di limiti alla libertà di impiego dei propri capitali e l'obbligo, magari, di investirli in titoli nazionali.

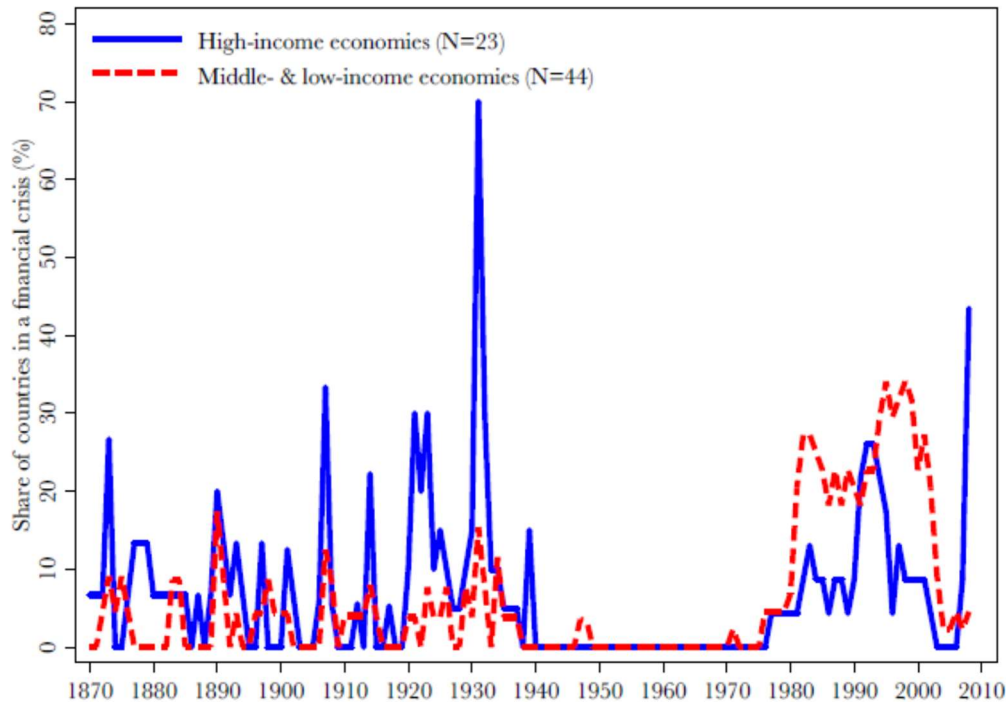


Figura 5 - Financial Crises, 1870–present

Fonte: Obstfeld and Taylor (2017).

Convertible currency

Una valuta è convertibile se può essere scambiata liberamente con valute estere. L'inconvertibilità ostacola il commercio internazionale. I dollari statunitensi e canadesi sono diventati convertibili nel 1945. Un residente canadese che acquistava dollari americani poteva usarli per fare acquisti negli Stati Uniti o venderli alla Bank of Canada. Gli articoli del FMI chiedevano la convertibilità solo per le transazioni in conto corrente (timore di flussi di capitale speculativi: "denaro caldo"/hot money). La convertibilità fu ripristinata nel 1958 in Europa e nel 1964 in Giappone.

La convertibilità facilita gli scambi in quanto se i pagamenti fossero stati tutti in dollari, questo avrebbe subordinato molti pagamenti all'aver preliminarmente ricevuto dollari. Con la convertibilità tutte le monete convertibili possono essere utilizzare nella fatturazione delle transazioni. La convertibilità impone naturalmente che i Paesi abbiano sufficienti riserve valutarie in dollari (od oro), e dunque una bilancia dei pagamenti in equilibrio.

Più che di "repressione" si tratta di liberare la stragrande maggioranza dei cittadini dai ricatti dei mercati finanziari. Storicamente una delle prime misure adottate dai governi di centro-destra è quello di liberalizzare i movimenti di capitale.

Negli anni 1950 i paesi europei per economizzare dollari istituirono l'Unione europea dei pagamenti. I pagamenti erano in dollari, ma per evitare che ogni transazione ne richiedesse l'impiego, le banche centrali mandavano i pagamenti a buon fine saldando i conti in dollari solo a fine mese: da Wiki:

The European Payments Union (EPU) was an organization in existence from July 1950 to December 1958, when it was replaced by the European Monetary Agreement.

With the end of World War II, economic depression struck Europe. Of all the non-neutral powers, only the GDP of the United Kingdom had not decreased because of the war, West Germany's GDP was at its 1908 level and France's at its 1891 level. Trade was based on US dollar reserves (the only acceptable reserve currency), which Europe lacked. Therefore, the transfer of money (immediately after each transaction) increased the opportunity cost of trading. Some trade was reduced to barter. The situation led the Organisation for European Economic Co-operation (OEEC) to create the EPU, all members signing the agreement on 1 July 1950. The EPU accounted for trades but did not transfer money until the end of the month. It changed the landscape from bilateral trades of necessity (trading with partners because of outstanding debts) to multilateral trades. The EPU also forced liberalization by mandating that members eliminate discriminatory trade measures. The EPU was a general success with trade levels more than doubling during its existence. By its close in 1958, convertibility of currency was a possibility, no longer needing government permissions in European countries.

Può essere oggetto di tesina

4.3.3. *Il dilemma di Triffin (argomento importante)*

Nel sistema di BW gli Stati Uniti erano responsabili del prezzo dell'oro in dollari a 35 dollari l'oncia e della garanzia che le banche centrali straniere potessero convertire i loro depositi in dollari in oro a quel prezzo. Dal canto loro, le banche centrali straniere erano disposte a tenere i dollari accumulati, investiti in titoli di Stato americani considerati sicuri, poiché questi pagavano interessi e rappresentavano una moneta internazionale. Soffermiamoci qui un momento sulla peculiarità degli Stati Uniti in quanto Paese che emette la moneta di riserva internazionale per eccellenza. Per gli altri Paesi la bilancia dei pagamenti, come sappiamo, è data dall'identità:

$$\text{saldo PC} + \text{saldo MK} = \Delta RU$$

$$(CA + FA = \Delta FR)$$

(per memoria il saldo dei movimenti di capitale è denominato attualmente saldo del conto finanziario).

Gli U.S. non hanno però necessità di riserve ufficiali in valuta estera in quanto le emettono all'occorrenza, detengono tuttavia riserve in oro tanto più che in seguito agli accordi di BW assicuravano la convertibilità dei dollari emessi in oro (il sistema è spesso infatti definito *gold dollar standard*).⁵ Per gli Stati Uniti vale quindi la relazione:

$$\text{saldo PC} + \text{saldo MK} = \Delta G$$

dove ΔG è la variazione delle riserve auree a Fort Knox.

Dobbiamo ora fare un'importante precisazione nei riguardi del saldo dei movimenti di capitale. Tale saldo riguarda per definizione i flussi netti, cioè il netto fra flussi di capitale in ingresso e in uscita. Tali flussi netti vengono inoltre posti in relazione al saldo delle partite correnti. Meno attenzione si presta tuttavia ai **flussi lordi** in ingresso ed uscita, rispettivamente, che possono raggiungere cifre notevoli in particolare dopo la liberalizzazione dei movimenti di capitale (Febrero, Álvarez & Uxó 2019; Kohler 2022; si veda la sezione 1 della prima dispensa). Torniamo agli Stati Uniti nel sistema di Bretton Woods.

Nel dibattito sul regime di Bretton Woods e le ragioni della sua crisi finale si è fatto uso di un concetto particolare di disavanzo della bilancia dei pagamenti americana. Nel contesto di tale dibattito tale disavanzo non coincide infatti con il disavanzo delle partite correnti, anche se spesso è stato così identificato da molti economisti dando luogo alla tesi (errata) che la crisi di BW sia stata dovuta al disavanzo delle partite correnti USA. Il concetto di disavanzo a cui ci si rifà è quello dello U.S. Department of Commerce di "gross liquidity balance". Come chiarisce un eminente studioso dei sistemi monetari internazionali:

"The gross-liquidity concept viewed the US deficit settled or financed by net losses of gold and other official reserves [ΔG o più in generale ΔRU] plus the growth of foreigners' liquid claims on the United States [saldo MK a breve termine]. These include not only bank accounts, short-term securities, and similar quickly cashable claims but also (...) ordinary US government securities of all maturities. (Yeager 1976, p. 52).

The U.S. Department of Commerce has traditionally defined the overall deficit or surplus as the difference between total credits and total debts on account of all transactions except in foreign

⁵ Tutti i Paesi detengono riserve in oro, accanto a quelle in valuta internazionale. Gli Usa possono fare a meno di queste ultime essendo il Paese di emissione (sinora) della valuta di riserva per eccellenza.

liquid claims on the United States and gold (and, recently, official US holdings of convertible foreign currencies). These ‘below-the-line’ items are considered the means of settling or financing an imbalance on other transactions. (Because of their ready marketability, foreign-held US government dollar securities of all maturities, as well as bank accounts and other short-term liabilities, are counted among the foreign liquid claims)” (ibid, p. 441).

In altri termini, “sopra la linea” poniamo il saldo delle partite correnti e il saldo dei movimenti di capitale a lungo termine (MKLT), mentre “sotto la linea” registriamo i saldi dei movimenti di capitale a breve termine (MKBT) oltre che le variazioni delle riserve ufficiali in valuta ed oro.⁶

$$\text{Saldo PC} + \text{saldo MKLT} = \text{saldo MKBT} + \Delta \text{RU} \quad (\text{F})$$

Ovvero, tracciando la “linea”:

$$\frac{\text{saldo PC} + \text{saldo MKLT}}{\text{saldo MKBT} + \Delta \text{RU}}$$

I movimenti di capitale a breve termine assumono dunque la natura di *movimenti di capitale accomodanti* dei disavanzi sopra la linea. Qual è la logica economica?

Almeno sino alla fine degli anni sessanta le partite correnti americane si mantennero in zona positiva, seppure in peggioramento (si veda la figura 6). Il saldo commerciale divenne negativo solo nell’aprile del drammatico 1971. Da questo punto di vista non v’era un disavanzo della bilancia dei pagamenti americana. Quello che era tuttavia accaduto sino a quel momento era un gonfiamento dei flussi lordi di capitale americani in uscita inizialmente soprattutto sotto forma di aiuti militari e civili ai Paesi alleati nella guerra fredda, e poi come investimenti esteri diretti. Si può ritenere che tali spese del governo fossero finanziate da una creazione di dollari della Federal Reserve (Fed) a favore del Tesoro americano, mentre gli investimenti esteri diretti fossero finanziati da creazione monetaria da parte delle banche americane. In pratica il governo americano poteva negli anni ’50 e ’60 dello scorso secolo finanziare le ingenti spese politico militare (gli aiuti ai governi amici nel pieno della guerra fredda) potendo contare all’occorrenza sul finanziamento monetario della Fed. Ma anche le imprese multinazionali americane potevano investire all’estero impiantando attività produttive potendo contare sulla creazione di moneta

⁶ Si osservi che con riferimento ai movimenti di capitale, breve e lungo termine si riferiscono al grado di liquidità dell’investimento, come si evince dalle citazioni di Yeager.

endogena (depositi in dollari) da parte delle banche americane. Trasferimenti esteri e agli investimenti esteri a lunga facevano sì che, pur essendo le partite correnti americane in surplus, il saldo *sopra la linea* (equazione F) fosse in disavanzo.

Queste spese americane oltre ad arrecare domanda e sviluppo nei Paesi alleati, si traducevano in un accumulo di dollari nelle riserve valutarie dei Paesi alleati (Europa occidentale e Giappone) che venivano da questi investiti in titoli di Stato americani conteggiati, come si è visto, *sotto la linea* fra i flussi “accomodanti” di capitale a breve termine. I flussi di capitale in entrata bilanciavano così il disavanzo *sopra la linea* dovuto ai trasferimenti esteri e agli investimenti esteri a lunga. In un esempio di Yeager, nel 1958 vi era un disavanzo sopra la linea di 3,5 miliardi di dollari accomodato da un saldo positivo dei movimenti di capitale a breve di 1.3 miliardi e da una perdita di oro per 2.3 miliardi.

Si è detto al riguardo che gli Stati Uniti funzionavano da banca commerciale globale, raccogliendo fondi a breve e prestandoli a lungo termine. E' in verità vero l'opposto: spesa e investimenti esteri degli Stati Uniti finanziati da creazione monetaria si traducono in prestiti agli *States*. Al riguardo Serrano (2003, p. 11) nota come in tal modo gli USA non stessero agendo come banca commerciale del mondo (raccogliendo e prestando come nella visione tradizionale della banca come intermediaria), ma come banca centrale del mondo, emettendo moneta internazionale.⁷

Gli Stati Uniti erano dunque in condizione di finanziare i cospicui trasferimenti ufficiali e investimenti esteri emettendo dollari, quindi in disavanzo: più precisamente il saldo delle partite correnti era in ciascun anno insufficiente a finanziare la variazione dei flussi di capitale in uscita (ragioniamo anno per anno, quindi in termini di flussi) e quindi era finanziato da creazione di dollari, senza intaccare (o farlo in misura limitata) le riserve in oro. *Ex post* questi medesimi flussi di capitale tornavano infatti negli USA sotto forma di impiego delle riserve internazionali, quindi *ex post* la bilancia dei pagamenti Usa risultava in pareggio. Nella sostanza, tuttavia, gli Stati Uniti avevano speso all'estero più di quanto inizialmente incassato coprendo la differenza con

⁷ Dagli anni 1960 i dollari emessi e depositati presso banche internazionali (tipicamente nelle filiali londinesi) cominciarono a fungere da “base monetaria” alla creazione dei cosiddetti “eurodollari” che moltiplicavano così l'ammontare di liquidità internazionale denominata in dollari (Bordo e McCauley 2017, p. 4. In questo caso si può legittimamente parlare di base monetaria (termine che evoca il famigerato moltiplicatore monetario). Infatti le banche non americane non possono approvvigionarsi di riserve presso la Fed, per cui creano depositi in dollari solo se a loro volta hanno ricevuto depositi in dollari. La storia degli eurodollari è ancora in parte misteriosa (si parlò di depositi in dollari dell'URSS presso le banche londinesi).

emissione di dollari, ed ex post ridepositati negli USA come investimento in titoli americani (tipicamente di Stato).

Bordo (1993) ritiene che i trasferimenti ufficiali ai Paesi “amici” abbiano dominato negli anni 1950, e gli investimenti diretti negli anni 1960:

“with the exception of 1959, the U.S. had a current account surplus until 1970. The balance of payments deficit under Bretton Woods arose because capital outflows exceeded the current account surplus. In the early postwar years, the capital outflow consisted largely of foreign aid. By the end of the 1950’s private long-term investment abroad (mainly direct investment) exceeded military expenditures abroad and othe official transfers (...)”.⁸

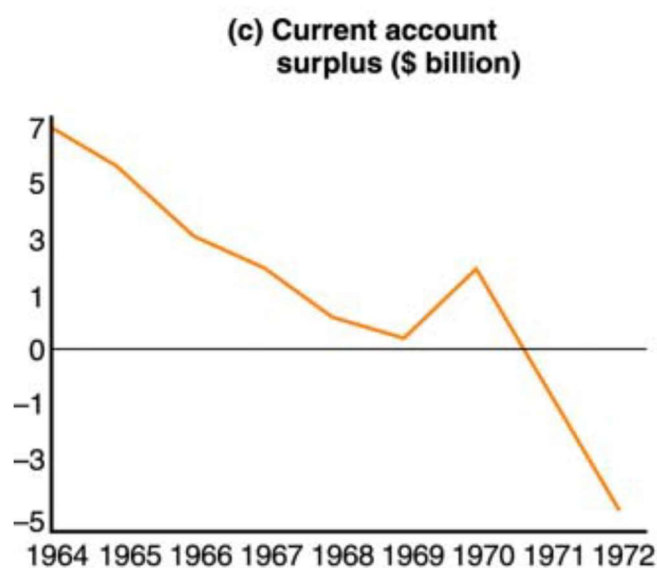


Figura 6 – Il deterioramento del saldo delle partite correnti USA (1964-1972)

Due critiche storicamente molto importanti vennero mosse al ruolo centrale che il dollaro assunse nel sistema di Bretton Woods.

Da un lato la Francia accusò gli Stati Uniti di “esorbitante privilegio”, ovvero di poter finanziare buona parte delle spese all’estero stampando dollari (si ricordi, per non incorrere in un diffuso errore che l’emissione di dollari riguardava tipicamente i trasferimenti ufficiali del governo americano verso l’estero oltre che i dollari creati dalle banche americane per finanziare gli investimenti diretti, e non il finanziamento delle partite correnti che erano anzi in avanzo).⁹ C’era

⁸ I trasferimenti ufficiali andrebbero classificati nelle partite correnti ma anche in questo caso il calcolo della bilancia dei pagamenti americana si discosta e vengono registrati fra i flussi di capitale a lungo termine (nel conto finanziario nella terminologia corrente).

⁹ L’espressione è del ministro del Tesoro del Presidente Charles De Gaulle, e poi lui stesso Presidente, Valéry Giscard d’Estaing. Questi sostenne che la possibilità di regolare il deficit della bilancia dei pagamenti con i dollari conferiva agli Stati Uniti un importante privilegio che altre

del vero in questa accusa, sebbene essa trascurasse il fatto che in tal modo gli Stati Uniti sostenevano la domanda globale.

La seconda più complessa accusa fu mossa nel 1959 da un noto economista belga, Robert Triffin, ed è ricordata come il “dilemma di Triffin”.

In sostanza Triffin argomentava che da un lato la crescita dell’economia mondiale necessitava di una quantità crescente di dollari per funzionare ma che, dall’altro, le emissioni di dollari stavano crescendo ben oltre le riserve auree di Fort Knox, ciò che indeboliva la fiducia nella piena convertibilità del dollaro in oro e dunque nell’intero sistema (si veda la figura 7).¹⁰ Tanto più che la ripresa europea e in particolare i miracoli economici giapponese, tedesco e italiano erodevano il surplus commerciale americano e le stesse riserve auree americane si stavano impoverendo.

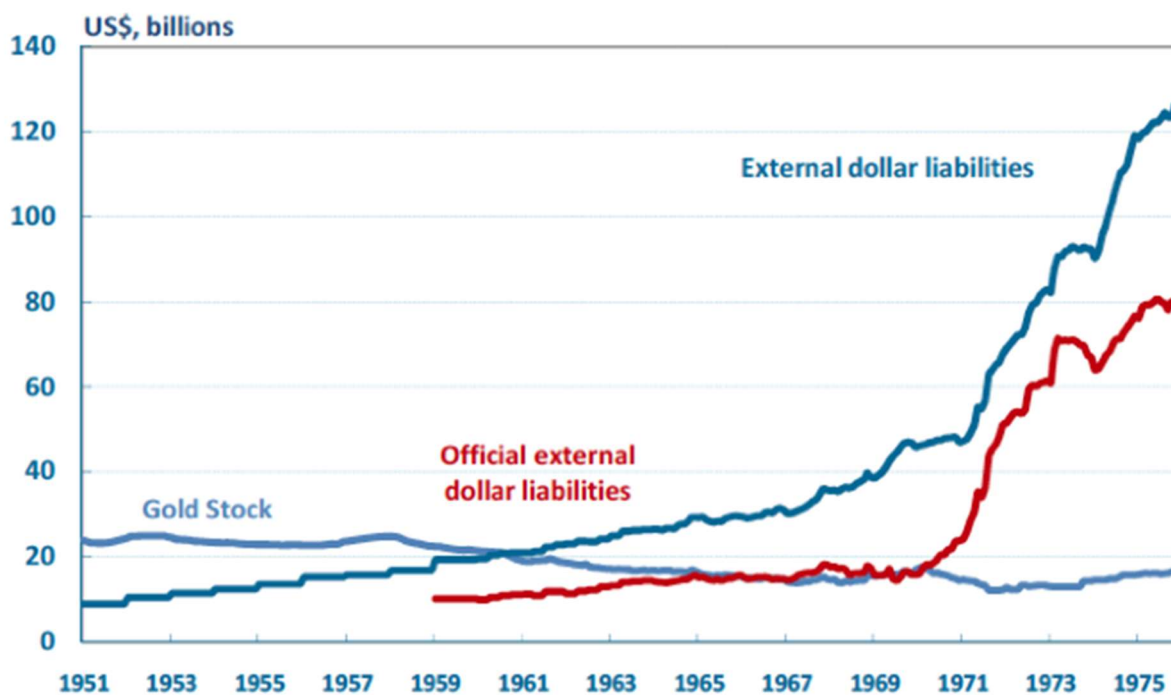
Bretton Woods, finché fosse durato, sembrava un gioco *win-win*: gli americani si avvantaggiavano dell’“esorbitante privilegio” di emettere la moneta di riserva, e gli alleati si avvantaggiavano della disponibilità di liquidità internazionale ciò che favoriva lo sviluppo dei commerci e la loro poderosa ripresa. Ma mentre l’esorbitante privilegio era un problema politico (la Francia di De Gaulle si isolò all’epoca anche dalla Nato), il dilemma di Triffin sembrò un problema strutturale e preoccupò assai gli stessi americani, che certo erano consapevoli del privilegio e non volevano perderlo mutando il sistema: l’emissione netta di dollari era necessaria perché il sistema monetario internazionale non soffrisse di scarsità di liquidità; dall’altro tuttavia la soddisfazione di questa necessità faceva crescere le emissioni di dollari ben oltre le riserve auree di Fort Knox, ciò che indeboliva la fiducia nella piena convertibilità del dollaro in oro e dunque nell’intero sistema (si veda la figura 7 che evidenzia la cospicua quota di trasferimenti ufficiali americani). Il rischio era di un “bank run” qualora le banche centrali del resto del mondo avessero richiesto la conversione in oro delle loro

nazioni non avevano. Si parlò dunque di “signoraggio” - beneficio che una nazione trae dall’emissione della sua moneta o quando la sua moneta viene utilizzata come moneta internazionale. In signoraggio americano si manifesta non solo nel poter effettuare pagamenti, trasferimenti e investimenti internazionali nella moneta di emissione, ma nel fatto che gli investimenti a lungo termine godono di tassi di interessi più elevati di quelli che gli Stati Uniti pagano sui prestiti di capitale a breve termine. Attualmente nonostante gli Stati Uniti abbiamo una posizione netta sull’estero negativa per 18 trilioni di dollari, il loro conto interessi delle partite correnti è in attivo fonte https://rosa.uniroma1.it/rosa04/moneta_e_credito/article/view/17789, p. 138.

¹⁰ E’ vero che i dollari “ritornavano” negli USA reinvestiti in titoli del Tesoro americani, tuttavia queste erano passività americane a breve termine che se liquidate in cambio di dollari potevano facilmente trasformarsi in una richiesta di conversione in oro. Una massiccia liquidazione dei titoli di Stato USA avrebbe anche determinato un crollo del loro mercato.

riserve in dollari (Bordo 2017, p. 15). La ripresa europea ed i miracoli economici tedesco, giapponese ed italiano erodevano inoltre il surplus commerciale americano. La figura 7 mostra come le riserve auree americane si stessero in effetti impoverendo a fronte delle passività USA (dollari emessi).

Figure 7. US gold stock and external liabilities, 1951-1975



Source: <https://cepr.org/voxeu/columns/operation-and-demise-bretton-woods-system-1958-1971>

La situazione poneva un secondo dilemma: lasciar perdurare la situazione significava correre il rischio di un “run” verso l’oro, ovvero che un crollo finale di fiducia verso la convertibilità del dollaro determinasse una corsa dei Paesi alleati alla conversione in oro – che gli Stati Uniti non avrebbero potuto soddisfare determinando così il crollo del sistema; oppure una forte politica di deflazione americana volta a conseguire un forte attivo di bilancia corrente e a importazioni nette di oro si da ristabilire una condizione di convertibilità, ma al prezzo di una recessione mondiale. L’impatto della tesi di Triffin fu molto forte:

Robert Triffin testified before Congress in 1959, received a big write-up in *Business Week*, and followed up with his book *Gold and the dollar crisis* (1960). Combining popular persuasion and academic analysis, the book warned that the nascent gold-dollar system was unsustainable and would implode as had happened in 1931 and 1933.

Triffin described his “double dilemma” to the Joint Economic Committee. If the United States eliminated its “overall balance of payments deficits” – its accumulation of short-term liabilities to the rest of the world – it would deprive the world economy of international liquidity needed for the expansion of global trade. If the United States did continue to provide international liquidity, then eventually US policy would be unable to lower interest rates without a run on the gold stock. Either way, deflation and depression threatened. (Bordo e McCauley 2017, p. 3)

Triffin proposed replacing dollars e oro with **SDR** (*Special Drawing Rights*, o **Diritti speciali di prelievo**) con l’FMI quale world central bank (furono anche definiti “paper gold”). Gli SDR sono una sorta di moneta emessa dal FMI, riprendendo in una certa misura la proposta di Keynes del *Bancor*. Più precisamente sono un artificial reserve asset used in transactions between central banks but had little impact on the functioning of the international monetary system. Il FMI ha infatti nel tempo emesso SDR, ma questi non hanno neppure lontanamente scalfito il dollaro come moneta di riserva, neppure dopo il crollo del sistema di BW, anzi. Vedremo tuttavia cosa succederà in seguito al conflitto fra Stati Uniti e suoi alleati con Russia e Cina in cui sono i primi, e non i secondi, ad essere internazionalmente isolati. Si vedano le letture in fondo alla dispensa.

4.3.4. La fine del sistema di Bretton Woods

Due erano dunque gli esiti possibili pronosticati da Triffin: crollo della fiducia nel sistema o deflazione globale.

Il secondo esito non si verificò, che anzi negli anni sessanta la politica americana prese una forte direzione Keynesiana, sia per l’aumento delle spese belliche dovute al crescente impegno nella sciagurata guerra del Vietnam da parte del Presidente *democratico* John Kennedy (*de te fabula narratur* sulla propensione bellicista dei presidenti democratici, ahimè), che per il disegno della “big society” implementato dal suo successore Lyndon Johnson.¹¹ Il risultato fu la piena occupazione, obiettivo considerato prioritario, ma al prezzo di un’elevata inflazione. Il citato deterioramento delle partite correnti ne fu un ulteriore effetto (figura 3). L’espansione americana

¹¹ Il progetto di “big society” consisteva di un forte aumento delle spese sociali anche a favore dell’integrazione delle minoranze quale risposta alla sfida sociale sovietica, la quale si rivelò purtroppo in parte fallimentare. Questo fallimento consentì dalla fine degli anni 1970 negli Stati Uniti e in Europa l’abbandono delle politiche sociali e di piena occupazione a favore del ritorno al neoliberalismo.

si trasmise alle altre economie occidentali, già vicine alla piena occupazione, che videro così aumentare a loro volta l'inflazione.

La più importante economia europea accusò gli Stati Uniti di "esportare inflazione". L'argomento era quello classico humiano: l'afflusso netto di dollari verso le economie europee dava luogo a un incremento dell'offerta di moneta locale (via canale estero) e ad un conseguente aumento dei prezzi.¹² In verità l'inflazione prese piede in quanto le economie occidentali avevano realizzato la piena occupazione oltre che per lo shock petrolifero del 1973 (un giovane italiano non sa oggi neppure immaginare cosa significhi, persino in Italia, poter facilmente trovare un posto di lavoro a tempo determinato). Con la piena occupazione si rafforza il potere sindacale e dunque il conflitto distributivo (si riveda il cap. 2 delle *Sei lezioni di economia*). Comunque sia, la deflazione pronosticata da Triffin non si verificò.

Dei due esiti pronosticati da Triffin si verificò piuttosto il primo, ovvero l'avvicinarsi di una crisi di fiducia nei riguardi del dollaro con la richiesta fattasi esplicita da parte di Francia e Germania di conversione in oro delle proprie riserve in dollari, a cui il Presidente repubblicano americano Nixon rispose il 15 agosto 1971 dichiarando l'inconvertibilità del dollaro in oro, e con essa la fine del sistema di Bretton Woods. Il dollaro fu svalutato al fine di sostenere la bilancia commerciale americana, e nuove parità fra il dollaro e le altre valute furono fissate. Il precario equilibrio resse tuttavia sino al marzo 1973 quando fu dichiarata la libera fluttuazione del dollaro e la definitiva adozione a livello globale di un sistema di cambi fluttuante (sebbene in Europa alcuni regimi di cambi fissi ma aggiustabili si siano succeduti fra il 1973 e il 1999 per culminare nella moneta unica).

¹² D'altronde la Germania era tenuta ad acquisire l'afflusso di dollari presentato alla Bundesbank non potendo lasciar fluttuare il marco contro il dollaro; e forse neppure voleva farlo per timore di scoraggiare la "vacca sacra" tedesca del surplus commerciale.



Letture. Il dilemma di Triffin secondo il monetarista Metzler (narrazione standard).

Il problema principale dell'epoca non era il deficit delle partite correnti degli Stati Uniti. Per tutti gli anni Sessanta, gli Stati Uniti hanno generalmente registrato un'eccedenza sul conto corrente. Il problema era che le eccedenze commerciali e delle partite correnti non erano sufficienti a finanziare gli investimenti privati netti all'estero e le spese militari, di viaggio e di aiuto all'estero. Per pareggiare il bilancio, gli Stati Uniti dovevano vendere oro o accumulare passività in dollari verso l'estero. Man mano che la riserva aurea diminuiva e le passività aumentavano, aumentava la preoccupazione che le passività diventassero troppo grandi rispetto alla riserva aurea per mantenere la fiducia che il prezzo dell'oro sarebbe rimasto fisso. Secondo le regole di Bretton Woods, gli stranieri avevano la possibilità di convertire i dollari in oro; gli Stati Uniti avevano la responsabilità di mantenere il prezzo dell'oro fisso permettendo le conversioni e, a un livello più elementare, regolando la produzione di dollari per mantenere la fiducia nella futura convertibilità dell'oro. Questa parte dell'accordo fu una prima vittima. Con l'aumento delle passività estere, vennero imposte restrizioni alle vendite di oro ai detentori privati e si ricorse alla pressione o alla persuasione per dissuadere le banche centrali e i governi dal convertire i dollari in oro. I disavanzi e l'accumulo di dollari esteri non erano l'unico problema del sistema visto dai politici statunitensi

dell'epoca. Un'eccedenza costante nella bilancia dei pagamenti statunitense avrebbe trasferito oro e dollari agli Stati Uniti. Poiché i saldi in dollari facevano parte delle riserve estere, ma non di quelle statunitensi, il totale delle riserve mondiali sarebbe diminuito. Un surplus statunitense era quindi considerato indesiderabile. In caso di deficit dei pagamenti statunitensi, la conversione dei dollari in oro lasciava invariate le riserve mondiali, ma abbassava il valore dell'oro dietro la principale valuta di riserva. Con l'aumento del commercio estero e l'ipotesi implicita che gli squilibri aumentino con il commercio, le riserve si sarebbero rivelate inadeguate a finanziare i saldi in presenza di tassi di cambio fissi e di un prezzo dell'oro fisso.

Metzler ripete dunque la tesi versione standard del dilemma di Triffin per cui la crescita del commercio mondiale avrebbe accresciuto la fame di dollari soddisfatta da un disavanzo della bilancia dei pagamenti americana; l'aumento della quantità di dollari in circolazione rispetto allo stock aureo americana avrebbe però minato la fiducia nel dollaro.

4.3.5. Il dilemma di Triffin è valido? Un nuovo dilemma relativo al dollar standard?

Pochi mettono in discussione il dilemma di Triffin. Eppure se si guarda a cosa accadde appena un decennio dopo il crollo del sistema di Bretton Woods ci si possono porre delle domande sulle reali cause della sua crisi. Il sistema di *gold dollar standard* (o *gold exchange standard*) su cui era basato Bretton Woods fu sostituito dagli anni 1980 da un sistema *pure dollar standard*, vale a dire in cui il sistema monetario internazionale fa leva sul dollaro, la moneta di riserva principale, senza alcuna parità del dollaro con null'altro (oro, argento, plutonio o quant'altro). Il sistema di Bretton Woods si reggeva sull'assunto che un dollaro fosse buono quanto l'oro, il *dollar standard* sulla convenzione che un dollaro è buono quanto un dollaro. *Una sorta di Bitcoin prof?* Sì, ma con la potenza muscolare americana dietro. Ma allora, viene da pensare, la diminuzione della copertura aurea delle emissioni di dollari durante Bretton Woods non era di per sé un problema - tant'è che due decenni dopo e a tutt'oggi vige un sistema con zero convertibilità aurea della moneta cardine.¹³ Il problema era forse altrove.

I problemi di Bretton Woods sono spesso visti da altri economisti come conseguenza dei disavanzi americani di partite correnti; tuttavia come s'è visto questi si verificarono solo nella fase finale del

¹³ Il mutamento geopolitico in corso in seguito al conflitto fra Stati Uniti e Russia e Cina potrà, come s'è detto, mutare gli assetti monetari e la centralità del dollaro.

regime, magari accelerandola ma non determinandola.¹⁴ Per giunta nel *dollar standard* ancora oggi in auge alla fiducia nel dollaro come moneta di riserva si associano disavanzi americana di parte corrente (figura 8).¹⁵

¹⁴ Si veda al riguardo Bordo e McCauley (2017) dove per esempio si argomenta: “As applied to the United States, the current account version of Triffin runs as follows. The global accumulation of dollar reserves requires the United States to run a current account deficit. Since desired reserves rise with world nominal GDP, which is growing faster than US nominal GDP, the growth of dollar reserves will raise US external indebtedness unsustainably. Either the United States will not run the current account deficits, leading to an insufficiency of global reserves. Or US indebtedness will rise without limit, undermining the value of the dollar and the reserves denominated in it. As stated, the current account Triffin differs substantially from the original Triffin. The original Triffin was about an accumulation of capital account flows into a stock of liabilities that would eventually surpass the value of the US monetary gold stock; it had nothing to do with the current account.

Empirically, it is worth noting at the outset that this current account version of Triffin is completely ahistorical. The United States was running current account surpluses when Triffin wrote. Swoboda (2012) reminded participants in a conference on Triffin: “In fact the United States had a positive current as well as trade account in the post-war period until 1970; these accounts turned negative in 1971 and 1972, but the current account then became positive again until 1980. The issue then was not that the United States could run current account deficits ‘without tears’ but that its ‘exorbitant privilege’ allowed it to borrow short at low cost in order to acquire long-term claims on the rest of the world” (ibid, pp. 12-13).

¹⁵ Si può osservare il drastico peggioramento delle partite correnti nella prima metà degli anni ottanta, seguito da un loro miglioramento. Nel mezzo di sono gli “accordi del Plaza”, un hotel di New York dove nel 1985 si riunirono i responsabili monetari dei 5 grandi e in cui il Giappone accettò di rivalutare lo Yen per ridurre il proprio grande surplus commerciale con gli USA. Nonostante guardino con benevolo disinteresse ai propri conti con l'estero, ciò non toglie che gli Stati Uniti di tanto in tanto protestino contro gli attivi commerciali degli altri Paesi. Dalla figura 8 si vede come negli anni Novanta le partite correnti americane peggiorino di nuovo, questa volta con forti disavanzi commerciali con la Cina, verso la quale si sollevarono le proteste americane di sottovalutazione del Renminbi. Per *esercizio* cercate una tavola più aggiornata.

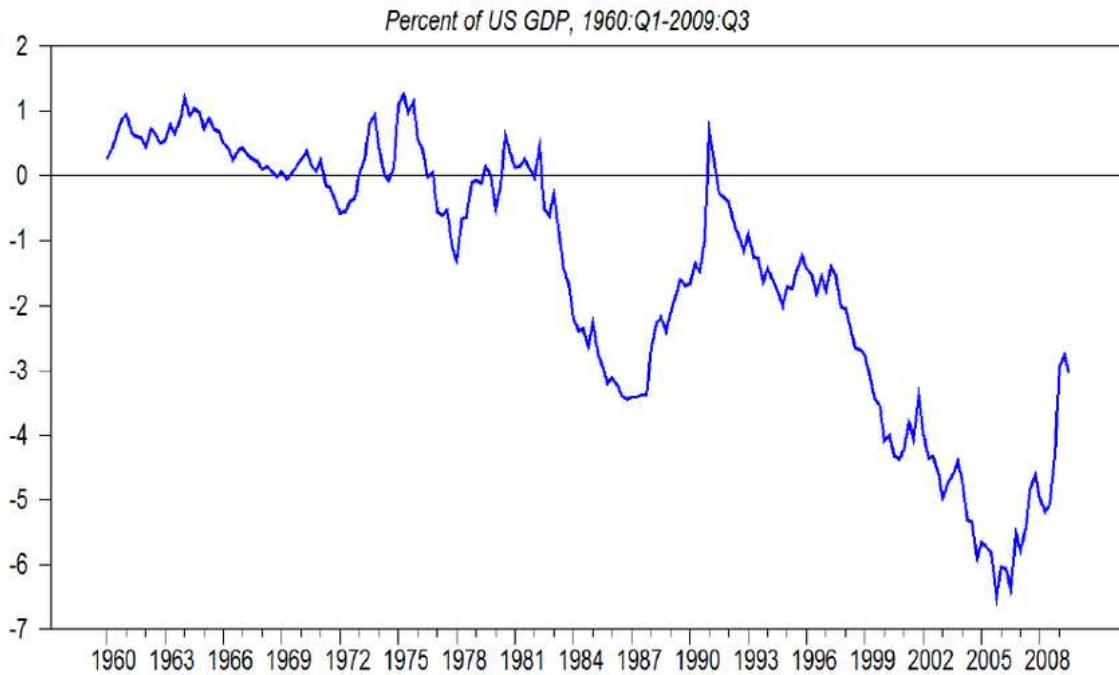


Figura 8 – Disavanzo corrente americano in percentuale del PIL

Fonte: https://www.researchgate.net/figure/The-US-Current-Account-Deficit_fig1_46453208

Guardiamo dunque ai decenni recenti. La fiducia nel dollaro si è basata sulla sua piena accettabilità nei pagamenti internazionali, e fondamentalmente sulla fiducia nella potenza economica e politica americana. Questa fiducia si dimostra (apparentemente) tanto più sorprendente se si considera che, a differenza del periodo di Bretton Woods, gli Stati Uniti non solo sono in grado di finanziare le proprie spese all'estero "stampando dollari" (lasciando cioè che la Fed finanzi le spese del governo acquistandone i titoli), ma anche consentendo che bilancia commerciale e partite correnti siano stabilmente in territorio negativo. A fronte di ciò gli altri Paesi, e in particolare la Cina,¹⁶ accumulano riserve in dollari che prestano al governo americano finanziandone i disavanzi pubblici e il debito estero. Questo sistema è stato definito Bretton Woods II, come vedremo più avanti.¹⁷

¹⁶ Dall'epoca di Bretton Woods l'economia mondiale si è enormemente estesa anche per le politiche di sostegno alla domanda globale e di investimenti esteri diretti effettuate dagli Stati Uniti.

¹⁷ La recente confisca americana delle riserve russe in dollari detenute presso le banche americane e in titoli di Stato è considerata da alcuni osservatori autorevoli come *Eurointelligence* (non certo simpatizzante della Russia) come illegale, e tale da incrinare la fiducia nel dollaro. Chi accetterà più dollari sapendo che se investiti in titoli americani questi possono subire confisca? La Cina sta in effetti dismettendo i propri attivi in titoli di Stato USA. (La studentessa ha accesso gratuito alla newsletter matutina di *Eurointelligence* ogni mattina dalla biblioteca).

(Si legga bene al riguardo la sezione 4 del cap. 1 delle *Sei lezioni di economia* sugli USA quale “Minotauro globale”).

Il sistema regge su due fattori: in primo luogo la convenienza di tutti affinché regga, e in particolare della Cina che si è avvantaggiata enormemente di domanda e investimenti americani accumulando crediti verso gli Stati Uniti; e il potere del boss: chiunque si arrischi di porre in discussione il suo potere di effettuare pagamenti emettendo “pagherò”, pezzi di carta su cui v’è scritto “as good as a dollar”, potrebbe incorrere in severe ritorsioni. Naturalmente questo è il prezzo, secondo alcuni, che il mondo paga per l’ordine, per la Pax americana in questa fase storica (terminata, sembra di poter dire, con la guerra Nato-Russia in Ucraina). Così fu sotto l’impero romano e sotto tutti gli imperi. Sono logiche della *International Political Economy*, nella versione basata sul realismo politico, di cui accenniamo in altra parte del corso e che qui espongo in maniera molto cruda (sul legame fra potere politico-militare americano e *dollar standard* si veda Palley 2022).

Tesina di laurea triennale: sarebbe molto interessante studiare qualche testo della IPE sugli equilibri politici in Bretton Woods, su quelli che hanno sinora retto il *dollar standard*, e su cosa potrebbe accadere ora col conflitto USA-Cina-Russia.

Torniamo dunque alla crisi del sistema di Bretton Woods.

Secondo l’importante storico dei sistemi monetari internazionali Michael Bordo (Bordo e McCauley 2017), ciò che mise in crisi il sistema di Bretton Woods non fu la crescita delle passività (dollari) emessi dagli Stati Uniti in relazione alla quantità di oro - col senno di poi sappiamo che questo può non essere *il problema*¹⁸ – bensì le politiche economiche adottate dagli Stati Uniti da metà degli anni 1960.¹⁹

¹⁸ Del resto anche il gold standard classico (1880-1914) resse su una copertura aurea dell’emissione di sterline di livello irrisorio: la Bank of England possedeva meno del 5% delle passività emesse that the Bank of England operated with a “thin film of gold”. (Bordo e McCauley 2017, p. 10).

¹⁹ Nel merito analitico del dilemma di Triffin, Bordo e McCauley (ibid, p. 6) ritengono sbagliata l’idea che esista una sorta di moltiplicatore della liquidità internazionale fondato da ultimo sulle riserve auree (“It extended the mechanical money supply multiplier (Phillips (1920)) to the international sphere. Growing stocks of domestic money and bank credit needed backing with gold or foreign exchange reserves” (il richiamo è di nuovo alla sezione 4 del cap. 1 delle *Sei lezioni di economia* sugli USA quale “Minotauro globale”).

Il ruolo del dollaro come moneta di riserva internazionale si sarebbe infatti potuto comunque mantenere, senza alcun legame con l'oro, se gli Stati Uniti ne avessero assicurato la stabilità del potere d'acquisto. Come abbiamo visto, le spese militari dovute alla guerra nel Vietnam e le spese sociali dovute al progetto di "big society" portarono l'economia americana (e globale) in piena occupazione e in una situazione di inflazione crescente.²⁰ La sfiducia nel dollaro sarebbe dunque soprattutto consistita nella sua perdita di stabilità monetaria.

Perché un'elevata inflazione americana fa diminuire la fiducia nel dollaro? Si può ritenere in quanto diminuisce il potere d'acquisto delle riserve in dollari nei confronti dei prodotti americani; inoltre la possibile svalutazione del dollaro in seguito alla perdita di competitività americana fa diminuire il valore delle riserve in dollari anche in termini delle altre valute. Come argomenta Bordo (2018, p. 6): "The dollar was held as international reserves because of its unique properties as an international unit of account, medium of exchange and store of value. The crucial requirement for the system to work was that the US maintain stable monetary and fiscal policies, i.e. maintain price stability."

Politiche fiscali e monetaria più moderate avrebbero assicurato la continuità nella fiducia nel dollaro ed evitare il tracollo del regime di Bretton Woods. Naturalmente si sarebbe dovuto allentare (de iure o de facto) l'aggancio del dollaro all'oro, sicché quel regime si sarebbe evoluto nell'attuale (il *dollar standard*), come nei fatti avvenuta, ma senza traumi:

This dissenting view in effect conceived a stable equilibrium, an alternative to Triffin's run, that appropriate US policy could have sustained. Because of its long-run track record of stability and growth of the US economy and financial system by the 1960s, the rest of the world valued the dollar as a vehicle currency, an invoicing currency and as a store of value (Eichengreen (2011)). As long as the US monetary authorities provided the price stability needed to maintain the nominal anchor, this process could have continued indefinitely. The gold dollar standard could eventually have evolved into a pure dollar standard (McKinnon (1969)). Bordo e Mc, pp. 7-8

Triffin's visceral aversion to what Kindleberger called US leadership and political scientists call US hegemony may have led him to overstate its instability. He well knew that the Bank of England operated with a "thin film of gold". In our view, it took not the crossing of Triffin's lines but rather bad US policy – a war fought on cheap money – to undo Bretton Woods and to derail a gradual shift to a dollar standard. (ibid, p, 29)

Bordo sembra dunque suggerire che la sfiducia nel dollaro emerge dall'insieme delle politiche economiche "iper-espansive" americane che, sebbene da un lato sostenevano la domanda

²⁰ Assetti di politica economica in cui la politica fiscale conduce le danze e la politica monetaria la asseconda sono dette di "fiscal dominance". Se invece la politica monetaria è "autonoma" e non asseconda la politica fiscale sono detti di "monetary dominance" (Bordo 2017, p. 22).

mondiale, dall'altro erodevano gli avanzi di partite correnti americani, sino a invertirne il segno, e generavano inflazione nell'insieme dell'economia mondiale vicina alla piena occupazione.

Solo in apparenza curiosamente, dieci anni dopo la caduta di BW il sistema monetario internazionale divenne così un *dollar standard* in cui gli Stati Uniti continuavano a ricoprire il ruolo di motore della domanda mondiale generando disavanzi di partite correnti (inclusa la bilancia commerciale), senza generare tuttavia inflazione. Cosa accade in quei 10 anni?

Gli anni settanta furono anni di elevata inflazione a causa sia degli shock petroliferi (1973 e 1979) che per il rifiuto dei governi occidentali di adottare politiche restrittive per diminuire la domanda di petrolio e contrastare la richiesta dei sindacati di adeguamento dei salari nominali all'inflazione. La piena occupazione era ancora un obiettivo prioritario e l'inflazione il secondario. Solo alla fine degli anni settanta con l'elezione dei conservatori Margaret Thatcher a primo ministro britannico e di Ronald Reagan a Presidente USA le politiche cambiarono di segno e diventarono fortemente restrittive. La battaglia durissima che i due leader conservatori condussero contro i sindacati a colpi di aumenti del tasso di disoccupazione portò alla sconfitta di questi ultimi – questo accadrà anche negli altri Paesi occidentali che seguono a ruota (per l'Italia si veda il cap. 5 delle *Sei lezioni di economia*). Da allora e sino nell'attuale fase di inflazione dovuta all'aumento del prezzo dell'energia e alla crisi delle "catene del valore" (approvvigionamento dall'estero di prodotti intermedi) i sindacati hanno perduto la capacità di reazione nella difesa dei salari reali. L'inflazione si mantenne bassa anche in seguito alle importazioni dai Paesi a minor costo del lavoro come la Cina e gli altri Paesi asiatici (quello che è ora forse entrato in crisi con la crisi delle catene del valore).

Dagli anni 1980 si riafferma, come s'è detto, il potere del dollaro in un equilibrio globale che è stato definito Bretton Woods II, come sintetizzano Bordo e McCauley (2017, p. 14)

In the Bretton Woods II argument of Dooley et al (2004), emerging market economies seek to run current account surpluses to create jobs out of an unlimited supply of labour (the Lewis (1954) model). Current accounts may feed official international reserves as a by-product, but these are not desired in themselves. On this view, a succession of economies, China today, others tomorrow, make for persistence in the US current account deficit. The US economy is the counterpart owing to its size.²³ Because the accumulation of dollar reserves is the means to the current account surplus ("vendor financing"), Dooley et al (2004) suggest the system is sustainable.

La domanda che ci si faceva fino a qualche tempo fa è se una sorta di dilemma di Triffin non mini questo equilibrio globale basato sul *dollar standard*: da un lato il ruolo degli Stati Uniti come assorbitori dei surplus commerciali globali e fornitori della moneta di riserva globale richiede un

disavanzo di partite correnti americane; dall'altro tale disavanzo mina la fiducia nella stabilità del dollaro (si veda Bordo e McCauley 2017 per una discussione).

La domanda corrente è se in seguito alla guerra in Ucraina e soprattutto alle tensioni fra Cina e Stati Uniti, anche in seguito alla questione di Taiwan, tale equilibrio possa presto entrare in crisi per questioni geopolitiche, ovvero l'insorgere di una sfiducia politica nel dollaro. Le studentesse curiose e volenterose leggeranno i contributi di Fantacci, Patnaik ed altri in fondo alla dispensa.

Ovviamente la fiducia nel dollaro a fronte delle tensioni geopolitiche è argomento di tesina triennale.