

1. Obiettivi di Bretton Woods

1.1. Caratteristiche generali

Il sistema disegnato a Bretton Woods (BW) nel 1944 è forse, più di ogni altro ampio progetto economico, il più vicino, nell'esperienza storica, ad un regime monetario internazionale intenzionalmente organizzato con chiarezza di fini e ampiezza di visione. A Bretton Woods si volle consapevolmente costruire una nuova *costituzione monetaria* per il mondo.

BW fu in gran parte il risultato della pianificazione anglo-americana iniziata durante la seconda guerra mondiale. John Maynard Keynes e l'americano Harry Dexter White, alto funzionario del Tesoro degli Stati Uniti, furono le menti dietro quel progetto che mirava a costruire un assetto dell'ordine economico internazionale che evitasse i guasti sperimentati negli anni tra le due guerre mondiali, ed in particolare la stagnazione economica, le guerre commerciali tra paesi, il bilateralismo negli scambi internazionali e l'uso aggressivo delle politiche competitive di svalutazione.

All'indomani del secondo conflitto mondiale risalta chiaramente il bilancio del periodo tra le due guerre. Senza che la controversia sulle cause della crisi possa considerarsi esaurita, è chiaro a tutti che il suo carattere eccezionale è dovuto alla disorganizzazione dell'economia internazionale. Pur accentuando aspetti diversi, americani ed europei sono concordi su questo punto.¹

Obiettivi primari del sistema BW erano, da un lato, i) evitare le rigidità del sistema monetario che aveva "governato" la globalizzazione tra il 1870 e il 1913 ("prima globalizzazione capitalistica") e tra le due guerre mondiali (quel sistema si basava sull'oro come base dei valori internazionali delle valute) e, dall'altro, ii) affrontare la mancanza di cooperazione internazionale che aveva caratterizzato il periodo tra le due guerre mondiali.

Dall'Introduzione di Harry D. White alla prima riunione della Commissione per la formazione del Fondo monetario internazionale

Each of the United and Associated Nations has as a fundamental objective the creation of as full production and employment as is possible in its own country. This is the only practical way to improve the standard of living in the peace-loving nations. But this objective is attainable only if there is the fullest trade among the nations based on the interests of all. It cannot be achieved if military warfare is followed by economic warfare—if each country, to the disregard of the interests of other countries, battles solely for its own short-range economic interests. The unrestrained economic fighting of the 1930s points clearly to the conclusion that such economic warfare is neither in the best interests of the particular country nor in the general interest of all countries. Unrestrained economic warfare, if allowed to continue in the future, will again disrupt production and employment by destroying international trade and injuring national markets. It will undermine one of the foundation stones for a secure peace. Some examples from the United States may illustrate what I mean: The condition of American cotton, tobacco, and other agricultural producers depends upon the ability of European and other countries to buy substantial portions of their crops. If Europe is not prosperous and the proper mechanisms of trade are not used, these American producers will not be able to export as much of their produce. At the same time the prosperity of other parts of the world and of the United States depends on the importation of raw materials from foreign countries. The higher the production levels in the United States and the more efficient the trade mechanisms, the more raw materials we import from abroad. Both the United States and other countries are thus benefited. A unilateral or bilateral approach to our trade problems cannot produce the highest benefits for the peaceloving nations. The approach must be multilateral.

¹ J.-P. Thomas, *Le politiche economiche del Novecento*, il Mulino, Bologna, 1998, p. 106.

Ecco dunque, chiaramente delineati, gli obiettivi di BW:

- i) Garantire ad ogni paese la possibilità di conseguire il massimo livello di produzione compatibile con la *piena occupazione della forza lavoro*.
- ii) *Pacifica integrazione commerciale tra i paesi* come condizione per la prosperità generale e rifiuto delle guerre commerciali, minaccia alla pace.
- iii) *Multilateralismo*: la prosperità dell'Europa è condizione della prosperità degli Stati Uniti, la prosperità di ciascun paese è condizione della prosperità di tutti i paesi.

Come scrisse Keynes in un documento preparatorio per la conferenza di Bretton Woods

Abbiamo bisogno di un mezzo per tranquillizzare un mondo sconvolto, grazie al quale ogni paese, i cui affari siano condotti con la dovuta prudenza, sia sollevato dall'ansia per cause non dipendenti da esso e riguardanti la sua capacità di far fronte ai propri obblighi internazionali, e che elimini la necessità di metodi restrittivi e discriminatori che alcuni paesi adottarono in passato non perché li ritenessero validi, ma come misure di autoprotezione da forze disgregatrici esterne.²

In breve, il sistema monetario internazionale è pensato in modo *strumentale* per rendere possibili gli obiettivi *nazionali* di politica economica che i singoli paesi desiderano perseguire e per evitare che forze *disgregatrici esterne* ostacolino il raggiungimento degli obiettivi e incoraggino comportamenti *restrittivi e discriminatori*.

Le grandi speranze suscitate dalla conferenza sono chiaramente rispecchiate nel discorso finale pronunciato da Keynes a chiusura dei lavori

Noi, delegati a questa conferenza, abbiamo cercato di realizzare qualcosa di molto difficilmente realizzabile. L'abbiamo fatto, ciascuno di noi, non per il proprio piacere e per trovare soluzioni più favorevoli ai propri interessi particolari. Sarebbe stato facile, questo. Ma il nostro compito è stato di trovare una misura comune, un metro comune, una norma comune applicabile a tutti e non molesta a nessuno. [...] [...] qui a Bretton Woods, noi abbiamo forse compiuto qualcosa di più significativo di ciò che questo atto finale condensa. Abbiamo mostrato che un'assemblea di quarantaquattro nazioni può realmente collaborare a un compito costruttivo in amicizia e inscindibile concordia. Se possiamo continuare in un'opera più vasta come abbiamo cominciato in quest'opera limitata, c'è speranza per il mondo.³

1.2 Gli organismi di sorveglianza multilaterale

Il Fondo monetario internazionale e la Banca mondiale fanno parte della complessa architettura delle Nazioni Unite e, nelle intenzioni originali, avevano il compito di monitorare l'andamento dell'economia internazionale verificandone la coerenza con gli obiettivi di stabilità e crescita fissati dai paesi partecipanti. L'appartenenza ad organismi multilaterali è una prima manifestazione, comunque ancora assai debole, dell'"erosione della sovranità" che caratterizza le vicende economiche a partire dalla seconda guerra mondiale. L'istituzione della Comunità economica europea nel 1957 è un passo importante in questa direzione. La cooperazione internazionale chiede tuttavia un delicato bilanciamento tra le prerogative nazionali e gli obblighi derivanti dall'appartenenza a sistemi economico-monetari internazionali, gli esiti di questo bilanciamento non saranno mai scontati, l'esperienza storica mostra che le relazioni economiche internazionali sono caratterizzate da una non risolta tensione tra spinte cooperative e chiusure, non di rado con fasi di aperta conflittualità.

Già nel corso della conferenza di Bretton Woods emergono diversità di vedute tra i partecipanti. Americani ed europei condividono gli obiettivi generali, ma gli americani ritengono che essi possano essere meglio conseguiti affidandosi soprattutto alla liberalizzazione degli scambi commerciali, mentre gli europei insistono sull'importanza delle relazioni economiche internazionali come risultato di un disegno consapevole di cooperazione economica e politica.

Accanto al Fondo monetario e alla Banca mondiale, i negoziatori di Bretton Woods concepirono un terzo organismo internazionale, denominato International Trade Organization (ITO), che avrebbe dovuto monitorare la progressiva riduzione delle barriere commerciali tra i paesi e incoraggiare l'adozione di politiche

² Citato in R. Harrod, *La vita di J. M. Keynes*, Einaudi, Torino, 1965, p. 614.

³ Citato in R. Harrod, *La vita di J. M. Keynes*, Einaudi, Torino, 1965, pp. 678-679.

commerciali non discriminatorie. Il progetto, pensato nel periodo roosveltiano di collaborazione interalleata, venne in seguito respinto tanto dai Sovietici, a causa del nuovo clima conflittuale della Guerra fredda, quanto dagli americani, sia per la resistenza delle organizzazioni imprenditoriali americani, che temevano i vincoli alla loro azione in un'epoca in cui l'industria americana godeva di un primato globale netto ed indiscusso, sia per la resistenza del Congresso che respinse il criterio di votazione pensato per l'ITO, un paese – un voto, in quanto non avrebbe consentito agli Stati Uniti un peso decisionale adeguato (assicurato invece dal sistema di votazione ponderata previsto per il Fondo monetario internazionale).

1.3 Economia e società

L'obiettivo della piena occupazione, per la prima volta enunciato in forma solenne in un forum internazionale, riflette i nuovi orientamenti della politica economica aperti dalla "rivoluzione keynesiana". La piena occupazione reclama l'intervento pubblico, come aveva avvisato Beveridge

"Le istituzioni libere possono essere messe in pericolo in qualsiasi paese in cui ricompare la disoccupazione... Quanti reclamano la piena occupazione, pur opponendosi all'estensione dell'attività dello stato... si comportano come coloro i quali rivendicano la vittoria in una guerra totalitaria, pur rifiutando il servizio militare obbligatorio e il razionamento".⁴

Nello stesso modo, il nuovo ordine monetario internazionale dev'essere il prodotto di una cooperazione consapevole dei governi orientata a creare le condizioni internazionali favorevoli alla stabilità economica e alla crescita; ai negoziatori di BW è ben presente che un'economia internazionale che si muova "senza regole" espone i singoli paesi a crisi e impedisce loro di perseguire obiettivi nazionali.

Così come gli orientamenti interventisti della politica economica che faticosamente si affermano tra le due guerre nel tentativo di fronteggiare la crisi e la disoccupazione di massa aprono la strada all'"irruzione del sociale" nell'economia, gli orientamenti che ispirano il nuovo ordine monetario internazionale si accompagnano ad una riflessione più generale sui diritti umani. Mentre prende avvio il sistema monetario internazionale disegnato a BW, l'Assemblea generale delle Nazioni Unite approva, nel 1948, la *Dichiarazione universale dei diritti umani*, come uno standard universale dei diritti civili, politici e sociali delle persone in tutto il mondo.

Il documento, tradotto in più di 500 lingue, oltre a ribadire i "diritti negativi" tipici della tradizione liberale - libertà di pensiero e di parola, libertà politica e di associazione, eguaglianza di fronte alla legge - insiste sui "diritti positivi". Esemplari, in questo senso, i richiami al diritto al lavoro, alla giusta retribuzione e ad un tenore di vita dignitoso:

Ogni individuo ha diritto ad un tenore di vita sufficiente a garantire la salute e il benessere proprio e della sua famiglia, con particolare riguardo all'alimentazione, al vestiario, all'abitazione, e alle cure mediche e ai servizi sociali necessari; ed ha diritto alla sicurezza in caso di disoccupazione, malattia, invalidità, vedovanza, vecchiaia o in altro caso di perdita di mezzi di sussistenza per circostanze indipendenti dalla sua volontà (art. 25).

Ogni individuo ha diritto all'istruzione. L'istruzione deve essere gratuita almeno per quanto riguarda le classi elementari e fondamentali. L'istruzione elementare deve essere obbligatoria (art. 26).

Si tratta di "diritti a prestazione" che fanno appello all'intervento pubblico; nei paesi avanzati il dopoguerra è il momento di avvio degli odierni sistemi di welfare state.

⁴ Citato in J. P. Thomas, *Le politiche economiche del novecento*, cit., p. 80.

1.3 Partecipanti

Alla conferenza di BW (1944) parteciparono 730 delegati di 44 paesi:

Australia, Belgio, Bolivia, Brasile, Canada, Cile, Cina, Colombia, Costa Rica, Cuba, Cecoslovacchia, Repubblica Dominicana, Ecuador, Egitto, El Salvador, Etiopia, Filippine, Francia (Comitato di liberazione nazionale), Grecia, Guatemala, Haiti, Honduras, Islanda, India, Iran, Irak, Liberia, Lussemburgo, Messico, Olanda, Nuova Zelanda, Nicaragua, Norvegia, Panama, Paraguay, Peru, Polonia, Regno Unito, Stati Uniti, Sud Africa, Unione Sovietica, Uruguay, Venezuela, Jugoslavia.

La conferenza richiese due anni di preparazione, e innumerevoli incontri bilaterali degli esperti e dei tecnici. I delegati si accordarono per dare vita a due organismi internazionali, il Fondo monetario internazionale (FMI) e la Banca internazionale per la ricostruzione e lo sviluppo, poi diventata Banca Mondiale.

Il mandato del FMI era quello di monitorare l'andamento dei tassi di cambio e di provvedere assistenza finanziaria ai paesi con difficoltà di bilancia dei pagamenti; il mandato della Banca Mondiale era quello di fornire risorse per la ricostruzione dei paesi europei e contribuire alla crescita economica dei paesi più poveri. Il FMI divenne operativo nel 1945 con 29 membri: nel frattempo avevano abbandonato il sistema l'Unione Sovietica e i suoi alleati, che avevano inizialmente accettato le clausole di BW, sebbene non le avessero poi ratificate.

L'abbandono dell'Unione Sovietica e dei suoi alleati fu, in un certo senso, il primo episodio della Guerra Fredda: gli ideali universalistici che avevano ispirato la conferenza dovettero cedere il passo alla geopolitica di potenza, le alleanze politiche che aveva portato alla Conferenza cambiarono di segno, il sistema di Bretton Woods divenne, di fatto, il regime monetario dei paesi occidentali a regime capitalistico.

L'Unione Sovietica, in particolare, non era interessata al Fondo monetario internazionale, prevedendo che non avrebbe mai avuto bisogno di assistenza in materia di squilibri di bilancia dei pagamenti (anche grazie alle sue ingenti disponibilità di oro); era più interessata alla Banca mondiale, dalla quale sperava di ricevere importanti risorse per la ricostruzione del paese dopo le devastazioni della guerra. La "dimensione" economica della Banca mondiale che uscì dalla conferenza, tuttavia, fu troppo limitata, modesti furono i mezzi di cui disponeva, incerto il suo mandato e quasi scomparso l'impegno di assistenza verso i paesi in via di sviluppo. Si trattava, in breve, di una istituzione che nasceva debole e poco attraente per i sovietici, i quali lasciarono definitivamente il tavolo dei negoziati economici internazionali nel 1947 in occasione della proposta americana del Piano Marshall, che i sovietici rifiutarono come una ingerenza nella loro sovranità nazionale. Il clima di cooperazione tra gli alleati che si era instaurato durante la guerra cedette definitivamente il posto ad un clima di sospetto e sfiducia reciproca. In tale quadro, i negoziatori dell'Unione Sovietica ritennero che i benefici dell'appartenenza agli organismi economici internazionali che allora venivano formandosi non avrebbero compensato i vantaggi. Nel corso del tempo, la Guerra Fredda avrebbe inevitabilmente modificato l'impianto originario di BW attenuando significativamente gli orientamenti verso il multilateralismo e generando invece sistemi di alleanze e di fedeltà a paesi-guida in campi contrapposti.

2. Aspetti e caratteristiche di un sistema monetario internazionale

Un sistema monetario internazionale è caratterizzato da regole e accordi in sei aree:

- 1) Convertibilità delle valute
- 2) Proprietà del regime di cambio.
- 3) Mobilità internazionale dei capitali (integrazione finanziaria internazionale)
- 4) Criteri per l'aggiustamento delle bilance dei pagamenti.
- 5) Provvista di riserve internazionali
- 6) Gestione e controllo del sistema.

2.1 Convertibilità delle valute

1. Per convertibilità si intende una situazione nella quale il possessore di una valuta può venderla per acquisire un'altra valuta. BW punta ad un sistema multilaterale nel quale un agente pagato in una valuta è in grado di convertirla in qualunque altra valuta necessaria per effettuare pagamenti; in mancanza di questo requisito, il possessore di una valuta potrebbe essere costretto a impiegarla esclusivamente nell'acquisto di beni e servizi del paese che emette la valuta inconvertibile, obbligando i paesi a relazioni bilaterali.

L'art. VIII dello Statuto del Fondo monetario internazionale obbliga i paesi membri a rendere convertibili le loro valute. Questo obbligo fu, inizialmente, soggetto a due qualificazioni importanti: i) i paesi aderenti al sistema erano autorizzati a mantenere non convertibili le loro valute per un periodo transitorio, la cui durata non era specificata nei documenti della conferenza; ii) *solo per i saldi di conto corrente della bilancia dei pagamenti vigeva l'obbligo di convertibilità*, che non vigeva invece per i saldi finanziari, dato che BW ipotizzava che i paesi avrebbero mantenuto controlli sulle transazioni internazionali dei capitali (art. VI).

2. La clausola i) era giustificata dalla necessità per i paesi che uscivano dalla seconda guerra mondiale di disporre di un periodo transitorio prima di ancorare le loro valute alla convertibilità multilaterale. Tutti i paesi, tranne Stati Uniti, Messico e tre paesi dell'America centrale, utilizzarono la clausola di eccezione sulla convertibilità. Il periodo transitorio si rivelò in generale più lungo del previsto e solo verso il 1958 i principali paesi europei furono pronti ad accettare la clausola della convertibilità delle proprie valute; nel 1957 solo otto paesi, oltre a Stati Uniti e Canada, avevano ratificato l'art. VIII. Nel 1961 la maggioranza dei paesi accettò gli obblighi formali di convertibilità irreversibile specificati nello Statuto del FMI; il Giappone aderì nel 1964.

Per quanto riguarda la clausola ii) le transazioni in conto capitale rimasero sottoposte a controlli virtualmente in tutti i paesi fino ai primi anni '70. Gli Stati Uniti abolirono i controlli sui movimenti di capitale nel gennaio 1974; prima di quella data non esercitarono nessuna pressione sul Giappone o sui paesi europei per incoraggiare la liberalizzazione finanziaria. Dopo quella data l'integrazione finanziaria internazionale è andata sempre più spedita, determinando una netta cesura rispetto agli orientamenti emersi alla conferenza di Bretton Woods (sui fattori storici della seconda globalizzazione finanziaria lo studente può consultare le note per il corso *La globalizzazione finanziaria attraverso la bilancia dei pagamenti* e le slide delle lezioni).

2.2 I sistemi di convertibilità generalizzata

Il sistema di BW è un sistema di *convertibilità generalizzata* le cui proprietà generali possono essere illustrate nel modo seguente.

Siano N i paesi partecipanti al sistema, ciascuno dei quali emette una valuta convertibile in ogni altra valuta dei paesi partecipanti. Sia E_{LM} il tasso di cambio della lira rispetto al marco: ad es., il tasso di cambio lira-marco, a Milano, era nel 1960 pari a 149 lire per marco. La condizione di convertibilità generalizzata comporta le seguenti implicazioni

- i) I tassi di cambio tra due valute su due piazze diverse *non possono essere diversi*: pertanto se $E_{LM} = 149$ lire per un marco a Milano, avremo a Francoforte $E_{ML} = 0,0067$ marchi per una lira. Quindi: $E_{LM} = 1/E_{ML}$.
- ii) I tassi di cambio devono essere *coerenti*. Se E_{LM} è il tasso di cambio lira/marco e E_{MD} il tasso di cambio marco/dollaro, deve risultare $E_{LM}E_{MD} = E_{LD}$, dove E_{LD} è il tasso di cambio lira/dollaro. Un operatore può quindi acquistare direttamente dollari vendendo lire, oppure acquistando marchi con lire e vendendo successivamente i marchi. Se il tasso di cambio lira/dollaro è pari a 613 lire/dollaro e il tasso di cambio marco/dollaro è 4,11, allora un italiano che desidera ottenere 100

dollari può farlo vendendo 61300 lire oppure acquistando 411 marchi per rivenderli successivamente in cambio di dollari. La condizione di coerenza implica che il tasso di *cambio incrociato* tra due valute – in questo esempio $E_{LM}E_{MD}$ - definisca il rapporto di parità di ciascuna valuta rispetto ad una terza valuta.

- iii) Se la condizione di coerenza vale per due qualsiasi valute, deve valere per qualsiasi numero di valute. Supponiamo che il tasso di cambio dollaro/franco, E_{DF} , sia pari a 0,163 dollari per un franco; deve risultare che $E_{LM}E_{MD}E_{DF} = E_{LF}$, ovvero $E_{LF} = 149 \cdot 4,11 \cdot 0,163 = 100$.
- iv) Tenendo presente che $E_{FL} = 1/E_{LF}$, le condizioni precedenti implicano che $E_{LM}E_{MD}E_{DF}E_{FL} = 1$. Questo significa che, qualunque sia il numero di valute considerate, non è possibile realizzare profitti di arbitraggio perché i tassi di cambio non possono differire nelle diverse piazze.

2.3 Il controllo dei movimenti di capitale.

L'esperienza tra le due guerre mondiali mostra quanto destabilizzanti possano essere i movimenti internazionali dei capitali privati. A Bretton Woods, e in numerosi interventi pubblici, Keynes sottolineò il rischio associato ai movimenti di capitale, caratterizzati da repentine oscillazioni e improvvisi cambiamenti di direzione, e giunse a considerarli uno dei maggiori fattori di pericolo per un ordinato funzionamento di un sistema monetario internazionale.

Nel 1922 Keynes aveva esaminato criticamente il crescente flusso di capitali che dagli Stati Uniti si dirigevano in Europa, osservando che, diversamente dagli investimenti che avevano caratterizzato l'esperienza storica precedente la prima guerra mondiale, tali investimenti non offrivano garanzia di quegli aumenti di capitale fisico che avrebbero permesso ai debitori di ripagare il debito: "non c'è nessun fondo dal quale [i debitori possano prelevare] per ripagare i debiti e gli interessi verranno pagati mediante l'accensione di nuovi debiti".⁵ In altri termini, Keynes vedeva in quei flussi di capitale una forte componente speculativa. I timori di Keynes, com'è noto, vennero drammaticamente confermati nel 1929 quando i flussi di capitale dagli Stati Uniti all'Europa si bloccarono e i governi europei dovettero dichiarare fallimento sui loro debiti di guerra.

In seguito, nei periodi di crisi degli anni Trenta, i flussi di capitale dagli Stati Uniti all'Europa diminuirono ancora generando fallimenti bancari e animosità internazionale. Nel 1935 più del 60 per cento delle obbligazioni emesse dai paesi dell'America Latina e sottoscritte da banche americane erano in default sul pagamento degli interessi o sul rimborso.

La posizione di Keynes riflette la sfiducia nella possibilità di tradurre la razionalità individuale dei singoli investitori nella razionalità collettiva. Oggi vediamo come le tecnologie informatiche e la riduzione dei costi di transazione siano in grado di produrre "eccessivi" movimenti di capitale a breve termine.

Ci sono tre ragioni che spiegano, nella prospettiva keynesiana, il giudizio negativo sui movimenti internazionali di capitali completamente non regolamentati.

- 1) Ampi movimenti di capitale in entrata e in uscita da un paese possono modificare drasticamente i valori di grandezze importanti, dal tasso di cambio al prezzo delle azioni; anche i tassi d'interesse possono essere pesantemente influenzati. Queste oscillazioni generano incertezza e rendono più difficile la gestione della politica economica e la conduzione degli affari delle imprese.
- 2) L'"effetto gregge": i valori finanziari, dice Keynes, riflettono quello che le persone pensano, e non sempre le convinzioni personali sono connesse ai "valori fondamentali"
- 3) I movimenti internazionali tendono a uniformare le politiche economiche dei diversi paesi, anche esercitando pressioni sui governi, ma è sbagliato, argomenta Keynes, pensare che paesi diversi possano prosperare con "politiche della stessa misura" per tutti. I paesi fronteggiano spesso problemi diversi e hanno bisogno di quella flessibilità e di quell'autonomia nella conduzione delle politiche economiche che i movimenti di capitali tendono a ostacolare.

Il controllo dei capitali era quindi giustificato da due motivi: i) la stabilità dei cambi è messa in pericolo in presenza di ampi movimenti di capitali, ii) la speculazione nei mercati finanziari può rivolgersi contro le politiche dei governi e impedire la realizzazione di politiche sociali e per la piena occupazione.

⁵ J. M. Keynes, *A Revision of the Treaty*, Londra, Macmillan, 1922, pp. 161-62.

Sotto questo profilo, qualora fossero sorte esigenze di finanziamento di progetti d'investimento a lunga scadenza in specifici paesi, la Banca mondiale sarebbe intervenuta, anche offrendo garanzie agli investitori privati, ma la convinzione a BW era in ogni caso che i movimenti di capitale a breve termine dovevano essere scoraggiati in quanto destabilizzanti.

Nel 1933 Keynes si era persino espresso contro la “globalizzazione”

“Sono... più d'accordo con quelli che vorrebbero ridurre l'intreccio economico tra le nazioni che non con quelli che lo estenderebbero... cerchiamo di far sì che i beni vengano prodotti al proprio interno quanto più ragionevolmente e convenientemente possibile; e soprattutto che la finanza sia essenzialmente nazionale”.

Presentando nel 1944 alla Camera dei Lord il piano per l'ordine economico finanziario postbellico, Keynes indicava come una sua condizione permanente il controllo dei movimenti di capitali, concedendo

“... ad ogni governo l'esplicito diritto di controllo di tutti i movimenti di capitali [...] un tempo visto come una eresia ed oggi diventato una ortodossia. Nessun paese potrà, in futuro, permettere senza rischi la fuga di fondi per ragioni politiche o per evadere la tassazione interna [...] nessun paese può senza rischi ricevere fondi in fuga che non possono essere utilizzati opportunamente per investimenti fissi [...]”.

Per questo l'Art. VIII del FMI imponeva vincoli sulla mobilità dei capitali.⁶

Art. VIII (Articles of Agreement del Fondo Monetario Internazionale)

A member may not use the Fund's general resources to meet a large or sustained outflow of capital [...] and the Fund may request a member to exercise controls to prevent such use of the general resources of the Fund. If, after receiving such a request, a member fails to exercise appropriate controls, the Fund may declare the member ineligible to use the general resources of the Fund.

I paesi membri non avrebbero potuto chiedere l'assistenza del Fondo per fronteggiare “ampi e sostenuti deflussi di capitale”; in casi del genere, il Fondo avrebbe potuto “chiedere ad un paese membro di attuare controlli [sui movimenti di capitale] allo scopo di prevenire il ricorso alle risorse del Fondo”. Al paese che non avesse esercitato tali controlli sarebbe stato impedito il ricorso alle risorse del Fondo.

2.3.1 Mobilità dei capitali e bilancia dei pagamenti

Se ignoriamo gli investimenti diretti esteri, legati a determinanti di lungo periodo, sono soprattutto i flussi di capitale a breve termine che preoccupano gli artefici del progetto di BW. Limitandoci agli investimenti di portafoglio, abbiamo già visto (si vedano le note: “Globalizzazione finanziaria e bilancia dei pagamenti”) che essi possono essere rappresentati con riferimento al criterio della parità scoperta dei tassi d'interesse, ovvero

$$IP = \varphi(i - i_F + \tilde{e}^*)$$

dove IP sono gli investimenti di portafoglio, i e i_F sono rispettivamente il tasso d'interesse interno ed estero, e \tilde{e}^* il deprezzamento atteso del tasso di cambio. Il coefficiente φ misura il grado di reattività dei flussi di capitale al differenziale dei tassi d'interesse, data l'aspettativa sul tasso di cambio. Con perfetta mobilità dei capitali φ tende ad un valore infinito, con mobilità dei capitali limitata o bloccata, come nel regime di BW, il coefficiente tende a zero. Pertanto, se tale coefficiente è molto basso e i cambi sono fissi (è nulla la variazione attesa dei tassi di cambio), il tasso d'interesse interno può essere diverso da quello estero e può essere manovrato dalla politica monetaria interna sulla base di obiettivi di equilibrio interno. Per contro, se φ è molto grande e i cambi sono fissi, il tasso d'interesse interno non può discostarsi significativamente dal tasso estero. Obiettivo del sistema di BW era preservare un elevato grado di discrezionalità alle banche centrali dei paesi membri e questo richiedeva di limitare la mobilità internazionale dei capitali.

⁶ Gli “Articoli” si riferiscono allo statuto del FMI approvato alla conferenza.

3. Il regime dei tassi di cambio

Tre elementi sono qui importanti: 1) definizione delle parità; 2) ragioni per la scelta dei cambi fissi; 3) metodi di aggiustamento delle parità

3.1 Definizione delle parità

Nel regime di BW ogni paese è impegnato a mantenere il valore della sua valuta entro un piccolo margine attorno ad una *parità centrale*, mentre la parità centrale può essere cambiata in condizioni speciali. La parità può essere definita per ogni coppia di valute aderenti al sistema. BW si basa quindi su un compromesso: cambi non flessibili, ma neanche rigidamente fissati, un sistema di cambi aggiustabili (*adjustable peg*), per evitare sia l'eccessiva disciplina del *Gold standard*, sia il ricorso caotico alle svalutazioni competitive che avevano caratterizzato l'esperienza tra le due guerre.

Al fine di garantire la stabilità dei cambi ogni paese aderente al FMI era tenuto a:

- i) dichiarare il contenuto in oro della propria valuta
- ii) intervenire per mantenere l'oscillazione del cambio entro un intervallo di un punto percentuale (+/- 1%) rispetto alla parità
- iii) impegnarsi a mantenere la stabilità del cambio

L'oro fu scelto come numerario di BW, sebbene molti paesi abbiano poi espresso i valori centrali delle loro monete in termini di dollari USA: di fatto l'ancoraggio all'oro del dollaro serviva per incoraggiare la fiducia nel dollaro da parte del resto del mondo, mentre il riferimento diretto all'oro delle diverse monete non era più necessario, in quanto ciascuna era ancorata al dollaro che aveva una base aurea.

Gli articoli rilevanti nello statuto del Fondo monetario sono tuttavia espliciti: il dollaro ha un valore definito in termini di una quantità specifica di oro di una specifica qualità. Nel momento del varo del sistema i paesi accettarono di mantenere le loro valute all'interno di una banda di oscillazione dell'1 per cento rispetto al dollaro e gli Stati Uniti erano tenuti a mantenere il prezzo dell'oro costante a 34,71 dollari per oncia.

Il sistema BW prevede che:

- i) il cambiamento della parità del dollaro è teoricamente ammissibile;
- ii) la variazione della parità aurea del dollaro non cambia la parità aurea delle altre monete;
- iii) la variazione della parità aurea del dollaro modifica la parità delle altre valute rispetto al dollaro. BW è quindi, tecnicamente, un *dollar-exchange standard*, dove il dollaro è ancorato all'oro, e in un certo senso "mima" il *Gold standard*: le monete sono ancorate al dollaro, il dollaro è ancorato all'oro. Fintantoché la fiducia internazionale nel dollaro si mantiene, nessun paese ha interesse a "vedere" la copertura aurea delle riserve detenute in dollari, che sono comunque vantaggiose in quanto rendono un interesse.

Nel 1958 il sistema divenne pienamente operativo e le valute dei paesi membri divennero convertibili. I paesi membri accettarono di regolare i loro saldi internazionali in dollari e gli Stati Uniti avevano l'obbligo di aggiustare l'offerta di dollari così da mantenere costante il prezzo dell'oro in dollari; il prezzo è rimasto sostanzialmente invariato fino al 1967, ha subito modesti aumenti nel 1968-1970, ha raggiunto 44 \$ nel 1971, 64 nel 1972. Nel 2015 era pari a oltre 1000 dollari per oncia.

3.2 Ragioni per i cambi fissi

Diverse ragioni militavano a favore dei cambi fissi a BW.

- i) Reputazione: si riteneva che la svalutazione della valuta nazionale arrecasse un danno d'immagine al paese
- ii) La preoccupazione che la possibilità di svalutazioni innescasse movimenti speculativi "che si autoavverano"
- iii) Rischio di rappsaglie
- iv) Effetto sulle ragioni di scambio: il peggioramento delle ragioni di scambio poteva avere effetti negativi sulla bilancia commerciale, almeno nel breve periodo (effetto J, pessimismo circa rilevanti effetti sperabili da aggiustamenti dei tassi di cambio).

v) Timore che le conseguenze inflazionistiche della svalutazione avrebbero provocato quelle stesse politiche restrittive che la svalutazione era chiamata ad evitare.

Le prime tre ragioni riflettono le preoccupazioni suscitate dalle esperienze tra le due guerre mondiali, per cui i cambi fissi, e l'impegno a mantenerli, viene visto come un segnale inviato dai partecipanti a non usare comportamenti non cooperativi (svalutazioni competitive).

La quarta ragione riflette la persuasione, allora molto diffusa, soprattutto negli ambienti keynesiani (ancora oggi lo è), secondo cui non sarebbe realistico aspettarsi dalla variazione del tasso di cambio grandi benefici in termini di correzione degli squilibri della bilancia commerciale. Se la domanda di esportazioni e di importazioni è poco elastica ai prezzi relativi, allora solo variazioni molto accentuate del tasso di cambio possono modificare significativamente i flussi commerciali nel senso desiderato, ma variazioni troppo accentuate dei tassi di cambio sono esattamente il tipo di comportamento non cooperativo che si voleva evitare a BW.

Per quanto riguarda l'effetto J esso, com'è noto, suggerisce che l'effetto del deprezzamento può non realizzarsi immediatamente per cui, nel breve periodo, il saldo commerciale può peggiorare in seguito ad una svalutazione.

Per comprendere il punto, dobbiamo rammentare che, quando la valuta nazionale si deprezza, il costo delle importazioni aumenta (in valuta nazionale) e questo tende a ridurre la domanda di importazioni; tuttavia, è probabile che gli operatori interni siano impegnati ad acquistare i beni all'estero a prezzi dati in *valuta estera*. Quando i contratti verranno rinegoziati, molti verranno cancellati, perché diventati più cari, ma fintantoché questo non avviene è probabile che il costo complessivo delle importazioni aumenti in quanto non controbilanciato dalla riduzione delle quantità domandate. Nello stesso modo, il deprezzamento del tasso di cambio riduce il valore delle esportazioni, fintantoché queste non siano aumentate significativamente in seguito alla loro maggiore convenienza per i compratori stranieri. Il deprezzamento potrebbe quindi peggiorare il saldo commerciale rendendo più care le importazioni e riducendo il valore in valuta nazionale delle esportazioni.

3.3 Funzionamento del sistema

Il funzionamento di un sistema di cambi fissi si basa su due elementi:

- i) strumenti per la difesa della parità;
- ii) strumenti per modificare la parità.

3.3.1 Strumenti per la difesa della parità

Il sistema di BW è asimmetrico in quanto tratta diversamente gli Stati Uniti e gli altri paesi.

Gli Stati Uniti, che hanno l'obbligo di scambiare dollari con oro, vendono e comprano oro per preservare il valore (35 dollari/oncia di oro fino); gli altri paesi fissano i tassi di cambi ("parità") rispetto al dollaro, piuttosto che rispetto all'oro. Il dollaro diventa quindi la *valuta di intervento* della maggior parte dei paesi aderenti al sistema; il sistema di ancoraggio è: oro → dollaro → valuta. Il dollaro è quindi la valuta dominante in BW e i suoi margini di oscillazione sono la metà di quelli delle altre valute: il dollaro può scostarsi di +/- 1 per cento rispetto alle altre valute, ma ciascuna valuta può scostarsi da ogni altra di 2 punti (se una valuta si apprezza dell'1 per cento rispetto al dollaro e un'altra si deprezza dell'1 per cento rispetto al dollaro).

Facciamo di nuovo riferimento alle cifre già viste. Il tasso di cambio centrale (parità) lira/marco è 149 lire/marco, la parità lira/dollaro è 613 lire/dollaro, la parità marco/dollaro è 4,11 marchi/dollaro. La lira può trovarsi la margine superiore con il dollaro, 619,1, e il marco al margine inferiore, 4,07, con la conseguenza che il cambio lira/marco si colloca a 152,2, con un margine di svalutazione della lira rispetto al marco del 2 per cento. In altri termini, il sistema permetteva un ampliamento delle bande di oscillazione dei tassi di cambio incrociati.

Valuta veicolo e valuta di fatturazione

Un importatore italiano che acquista beni in Spagna deve pagare l'esportatore spagnolo in pesete, la *valuta di fatturazione* dello scambio in questione. La banca dell'importatore italiano probabilmente non disporrà della quantità necessaria di pesete e potrà regolare la transazione trasferendo dollari nel conto della banca spagnola dell'esportatore (che li scambierà poi con pesete vendute dalla banca centrale spagnola): il dollaro è la *valuta veicolo*. Ovvie ragioni spiegano perché le banche detengano scorte rilevanti della valuta veicolo invece che scorte

di tutte le diverse valute nelle quali sono effettuati i pagamenti finali. La prima è un fatto tecnico legato alle economie di scala connesse al fatto di detenere una sola valuta invece che numerose diverse valute.

In un sistema in cui tutte le valute sono pienamente convertibili, qualsiasi valuta potrebbe, in linea di principio, svolgere il ruolo di valuta veicolo; il fatto che in BW la valuta veicolo sia il dollaro è dovuto all'importanza specifica del dollaro e al peso dell'economia americana. Nel 1945 gli Stati Uniti detenevano il 70 per cento delle riserve mondiali di oro e rappresentavano quasi il 40 per cento del Pil mondiale. In conseguenza di questa asimmetria, gli Stati Uniti detenevano riserve internazionali in oro, mentre gli altri paesi detenevano riserve internazionali prevalente in dollari.

3.3.2 *Modifica della parità*

Il secondo aspetto – modifica delle parità – costituisce uno dei punti più delicati dell'architettura di BW. Nella conferenza di BW gli americani avevano inizialmente proposto di delegare al FMI il compito di stabilire se e quando una particolare valuta avrebbe dovuto/potuto svalutare. Questa proposta fu respinta dai negozianti inglesi (che temevano una sottrazione di sovranità). La clausola poi adottata prevede che i paesi propongano il cambiamento di parità, sul quale il FMI non può intervenire, sebbene il suo parere non vincolante sia richiesto: i paesi avrebbero dovuto negoziare con il FMI, ma la decisione finale sarebbe rimasta loro. In ogni caso, il progetto di BW prevede che i paesi non possano modificare le parità se non nel caso di uno "squilibrio fondamentale".

Questa clausola fu fortemente sostenuta dagli orientamenti keynesiani della delegazione britannica che temeva che l'obbligo di difesa ad oltranza della parità avrebbe potuto costringere un paese a sacrificare l'obiettivo interno del pieno impiego.

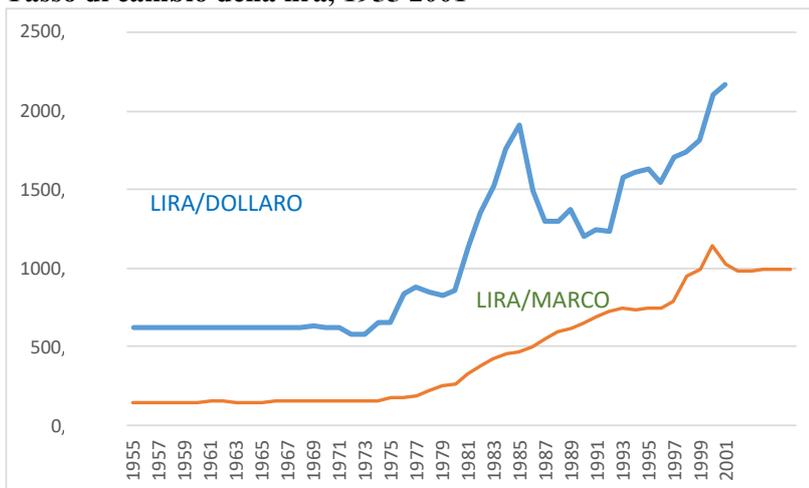
Il sistema di BW era dunque di tipo "adjustable peg" e operò sostanzialmente fino al 1973, ma già nel 1971 gli Stati Uniti abbandonarono il sistema determinandone di fatto la fine.

Negli anni dell'immediato dopoguerra molte valute erano sopravvalutate rispetto al dollaro, il che provocò numerose svalutazioni rispetto al dollaro, con riallineamenti in alcuni casi molto ampi, anche se non si replicò l'esperienza distruttiva della svalutazioni competitive degli anni '30.

Nel 1949 vi furono riallineamenti di cambio in 13 paesi membri del FMI e in diversi altri paesi che non avevano annunciato una parità prefissata (in totale 24 paesi svalutarono rispetto al dollaro); altri riallineamenti vi furono nel corso degli anni '50. Negli anni '60 il sistema fu caratterizzato da una stabilità apparente, a parte la svalutazione della sterlina nel 1967. In ogni caso, alla fine degli anni '60 il sistema era in difficoltà; nel 1969 il franco francese fu svalutato come conseguenza degli avvenimenti politici del "maggio francese"; nello stesso il marco tedesco fu lasciato fluttuare, nel 1971 fiorino olandese fu lasciato fluttuare; altri paesi permisero una certa flessibilità dei cambi. Nel 1971 gli Stati Uniti chiusero la "finestra dell'oro", l'Italia introdusse il doppio mercato dei cambi (uno per le transazioni commerciali, uno, flessibile, per le transazioni finanziarie), altre valute abbandonarono il cambio fisso.

Nel complesso il periodo di BW fu comunque caratterizzato da una sostanziale stabilità dei tassi di cambio, che è del resto quello che ci si aspetta in un regime di cambi fissi! La fig. 1 mostra il tasso di cambio nominale tra la lira e il dollaro e tra la lira e il marco tra il 1955 e il 2001 e mostra molto bene la notevole stabilità dei cambi dagli anni '50 fino ai primi anni '70 quando il sistema di BW collassa.

Figura 1
Tasso di cambio della lira, 1955 2001



4. L'aggiustamento della bilancia dei pagamenti.

Il tema dell'aggiustamento esterno presenta due aspetti:

- i) quale paese è tenuto ad avviare un processo di aggiustamento della bilancia dei pagamenti;
- ii) quali strumenti dovrebbero essere usati nel caso in cui l'aggiustamento sia giudicato desiderabile.

Il problema dell'aggiustamento si pone ogni qualvolta uno squilibrio esterno è giudicato non sostenibile o comunque meritevole di correzione; in regime di cambi fissi, il vincolo alla sostenibilità è principalmente rappresentato dalla disponibilità di riserve con cui è possibile finanziare un certo squilibrio per un dato periodo di tempo.

Il problema sorge perché i paesi in deficit esterno hanno soltanto due modi per rimuovere lo squilibrio: svalutare ("approccio elasticità") o effettuare politiche restrittive ("approccio assorbimento"). Dato il vincolo sul tasso di cambio e dato l'obiettivo di BW di non sacrificare l'equilibrio interno all'equilibrio esterno, l'impostazione che emerge a BW fu quella di prevedere un aggiustamento simmetrico, nel senso che tanto i paesi in deficit quanto i paesi in surplus avevano un obbligo di correggere lo squilibrio. Vi è tuttavia una asimmetria non facilmente eliminabile tra i paesi in deficit e paesi in surplus, dati che i primi hanno riserve finite e non possono permettere che il deficit proceda fino a prosciugare le riserve, mentre i paesi in surplus possono accumulare riserve apparentemente senza limiti.

4.1 Illustrazione

Consideriamo due paesi, A e B, simmetrici. In ciascun paese osserviamo le seguenti relazioni

$$1) Y = A + X - M$$

$$2) A = A_0 + aY$$

$$3) M = m_0 + mY$$

$$4) X_i = M_j$$

$$5) BP = X - M + \Delta R = 0$$

$$6) X - M = \Delta R$$

$$7) M^S = D + R$$

$$8) M^D = kPY$$

$$9) M^S = M^D$$

$$10) P = \bar{E}P^*$$

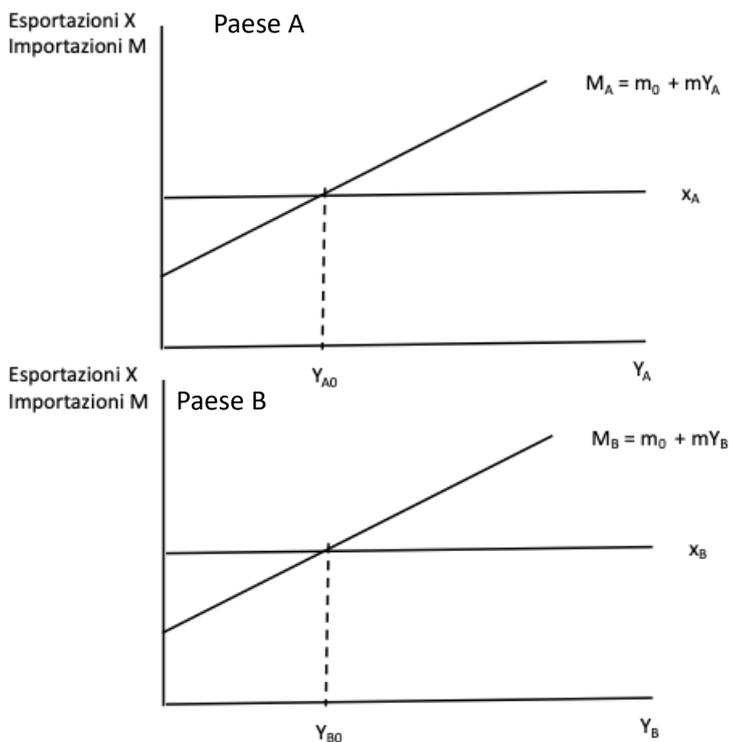
dove Y è il reddito reale, A l'assorbimento interno (somma di consumi, investimenti e spesa pubblica), X le esportazioni, M le importazioni, X le esportazioni, BP il saldo globale della bilancia dei pagamenti, ΔR la variazione delle riserve, M^S e M^D la domanda di moneta, D il credito interno (credito bancario al settore privato interno e al settore pubblico).

La 2) equivale alla tradizionale funzione del consumo, dove ora è l'assorbimento che è una funzione del reddito, e a , $0 < a < 1$, è la propensione all'assorbimento. Le importazioni autonome sono m_0 e m è la propensione all'importazione. La 4) dice che, nel sistema mondo (qui abbiamo solamente due paesi), le esportazioni di un paese sono le esportazioni dell'altro. La 5) è il saldo globale della bilancia dei pagamenti: il conto corrente si riduce al saldo commerciale, $X - M$, mentre il conto finanziario, in assenza di mobilità dei capitali, coincide con la variazione delle riserve. Dato che $BP = 0$, la 5) implica che l'eguaglianza tra il saldo commerciale e la variazione delle riserve. La 7) definisce l'offerta di moneta come somma del credito interno e delle riserve internazionali (le quali possono sempre essere trasformate in moneta nazionale). La 8) definisce la domanda

di moneta, per comodità, solamente come domanda transattiva, ovvero come funzione del reddito nominale, PY , dove P è il livello dei prezzi interni. La 10) deriva dalla definizione del tasso di cambio reale e dice che i prezzi interni sono uguali ai prezzi esteri, una volta espressi nella valuta nazionale, ed E è il tasso di cambio nominale, fisso. Il modello è a prezzi e cambi fissi.

Per illustrare il problema dell'aggiustamento osserviamo intanto la fig. 2

Figura 2
Equilibrio esterno-interno in due paesi simmetrici



Sono rappresentate le funzioni delle importazioni e le funzioni delle esportazioni, che per ciascun paese sono un dato (pari alle importazioni dell'altro paese). Per ciascun paese esiste un livello di reddito che genera un flusso di importazioni uguale al flusso di esportazioni. Trattandosi di paesi simmetrici, i redditi che garantiscono l'equilibrio della bilancia commerciale sono eguali, $Y_{A0} = Y_{B0}$. Quando i due paesi generano questi flussi di reddito, le importazioni sono eguali alle esportazioni e in entrambi i paesi $\Delta R = 0$. Dato il reddito e dati i prezzi, la domanda di moneta è determinata ed è pari all'offerta di moneta.

Supponiamo ora che il paese A desideri aumentare il livello di reddito; questo può essere associato a due diversi equilibri internazionali.

Caso a).

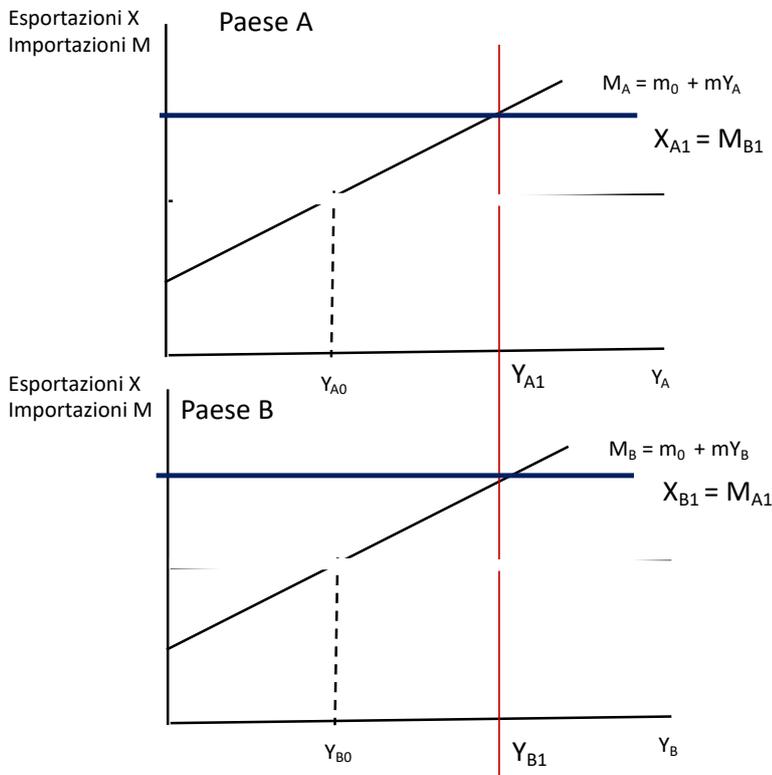
In questo caso, fig. 3, la politica espansiva nel paese A si trasmette al paese B perché l'aumento delle importazioni di A comporta un aumento delle esportazioni di B: trattandosi di paesi simmetrici, gli effetti nei due paesi sono identici, il paese B trae vantaggio dall'espansione di A, ma coopera aumentando il livello di reddito così da importare da A esattamente la quantità che serve a pareggiare le importazioni di A. Questo è un esempio di "coordinamento attraverso il moltiplicatore": il commercio internazionale sincronizza il ciclo nei due paesi. Naturalmente, se i paesi sono diversi, gli effetti saranno diversi e non è più assicurato che il commercio estero sia equilibrato.

Caso b)

Supponiamo che, per qualche ragione, il paese B non risponda "cooperativamente" all'impulso positivo del paese A: supponiamo che ostacoli l'aumento di reddito associato all'aumento delle esportazioni, ad esempio

con una politica fiscale restrittiva che riduce i consumi interni, lasciando invariata la domanda aggregata e permettendo un aumento della componente estera a scapito di quella interna.

Figura 3
Politica espansiva nel paese A, aumento del reddito nel paese B



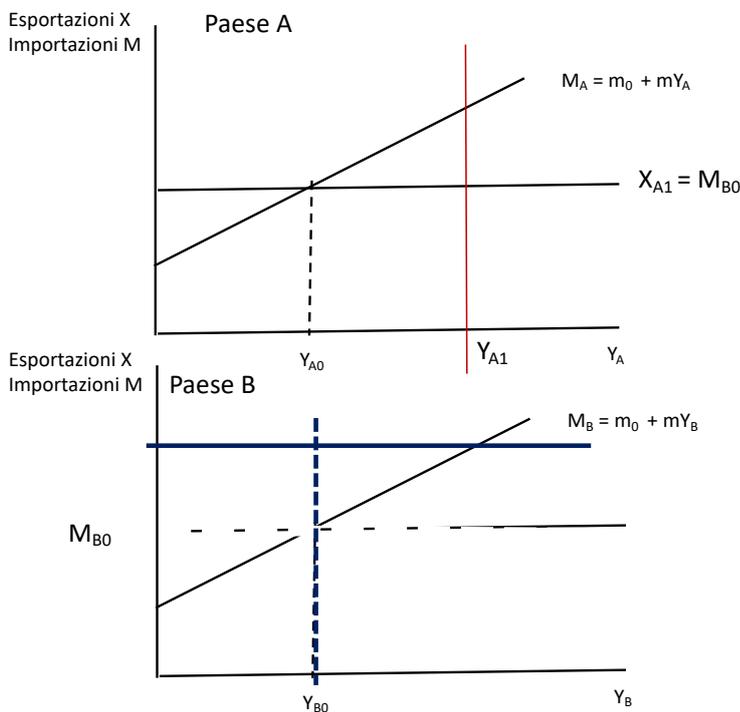
La fig. 4 illustra il punto: in questo caso, il paese, in seguito alla politica espansiva, si trova con un deficit commerciale, perché le esportazioni dal paese B non sono aumentate. In conseguenza di questo, la relazione 6) dice che il paese sta perdendo riserve, mentre il paese B sta aumentando le riserve. I due paesi si trovano tuttavia di fronte ad opzioni diverse.

Il paese B può contrastare l'effetto del saldo commerciale positivo sull'offerta di moneta sterilizzando l'aumento delle riserve riducendo il credito interno (la banca centrale ritira moneta dal sistema vendendo titoli, lasciando invariata l'offerta di moneta complessiva): il paese B, almeno in linea di principio, può proseguire senza limiti con tale politica (almeno fino al punto in cui l'aumento delle riserve internazionali diventi eccessivo e ingestibile).

Il paese A, per contro, vede ridurre la sua offerta di moneta e questo tende a ridurre il reddito, annullando gli effetti della politica espansiva; il paese può contrastare tale effetto aumentando la componente interna dell'offerta di moneta – si veda la relazione 7 – ma questa compensazione è destinata a cessare, probabilmente prima che le riserve siano esaurite.

Questa semplice metafora chiarisce il problema che i negoziatori di BW avevano di fronte, il problema della asimmetria tra paesi debitori e paesi creditori: se il paese creditore non coopera, accettando di espandere la domanda in risposta all'impulso di A, il paese A non può attuare politiche espansive ed è costretto a tornare al livello iniziale di reddito.

Figura 4
Politica espansiva nel paese A, politica restrittiva nel paese B



4.2 L'argomento di Keynes

La ragione per cui Keynes ha talvolta adottato posizioni "autarchiche" è esattamente quella che emerge dalla semplice metafora precedente: permettere ad un paese di isolarsi dalle ripercussioni internazionali per poter perseguire le desiderate politiche economiche. Poiché in un mondo globalizzato l'autarchia non è un'opzione, il progetto di BW mirava a disegnare un sistema monetario internazionale nel quale fosse possibile a ciascun paese trarre il massimo dalla cooperazione internazionale limitando gli aspetti negativi dei precedenti sistemi monetari internazionali.

Questo obiettivo è connesso alle modalità con cui l'economia internazionale può procedere in presenza di squilibri internazionali. A questo riguardo, a BW furono sviluppati due distinti approcci, uno riconducibile a Keynes, l'altro a White, negoziatore per gli Stati Uniti. Keynes propose una *Clearing Union*, (CU) (Unione bancaria di compensazione), mentre White proponeva un Fondo.

4.2.1 Il Piano Keynes

La proposta di Keynes si basava sui seguenti presupposti:

- i) La stabilità di un sistema monetario internazionale dipende dal fatto che la valuta di un paese in deficit sia considerata valuta d'investimento
- ii) In linea di principio i deficit possono essere finanziati dai paesi in surplus
- iii) Che il problema di un (paese in) deficit è anche simmetricamente il problema di un (paese in) surplus
- iv) Se l'aggiustamento è imposto prevalentemente o solo ai paesi in deficit esterno, il sistema genera una tendenza deflazionistica.

Keynes ha sempre sostenuto la desiderabilità della stabilità economica e monetaria, ma non ha mai mancato di denunciare i mali ricorrenti delle economie di mercato. Nel

La proposta di Keynes è essenzialmente basata sul funzionamento di una banca centrale che agisce come stanza di compensazione tra paesi in surplus e paesi in deficit. Il sistema implica rapporti tra le banche centrali con

prestiti da parte dei paesi in deficit ottenuti da paesi in surplus. Keynes propose che la CU emettesse una moneta chiamata “bancor”; i saldi in bancor di un paese in surplus equivalgono ai saldi negativi dei paesi in deficit, e le transazioni tra la UBC e i singoli paesi sono “automatiche”. Un paese in deficit ottiene bancor che può utilizzare per fare acquisti da altri paesi; i paesi in surplus depositano i loro surplus presso la UBC finanziando così i prestiti dei paesi in deficit. Come risultato, i paesi in deficit hanno una posizione debitoria verso la UBC, mentre i paesi in surplus hanno una posizione creditoria. La variazione della posizione netta della UBC è nulla perché i suoi attivi e passivi si equivalgono (i prestiti ai paesi in deficit sono compensati dai prestiti ricevuti dai paesi in surplus. E’ importante sottolineare che la nozione di UBC non richiede la disponibilità di “liquidità” per finanziare eventuali squilibri: una UBC non crea né distribuisce liquidità nel modo in cui una banca commerciale genera credito. La UBC è in grado di creare moneta senza richiedere depositi. In questo senso il bancor non è veramente necessario, essendo sufficiente una scrittura contabile che tenga conto delle transazioni nelle diverse valute ai tassi di cambio correnti.

Come ha scritto R. Harrod, economista inglese e biografo di Keynes

L’idea che sta alla base di quest’Unione è semplice: essa tende a generalizzare il principio essenziale dell’organizzazione bancaria come si presenta all’interno di qualsiasi sistema chiuso. Questo principio è la necessaria eguaglianza fra crediti e debiti. Se nessun credito può essere trasferito al di fuori del sistema di clearing, ma soltanto trasferito nel suo ambito, l’Unione non potrà mai trovarsi in difficoltà nel pagare gli assegni tratti su di lei. Potrà fare tutti gli anticipi che vuole a qualunque suo membro con la sicurezza che l’ammontare sarà unicamente trasferito sul conto di clearing di un altro membro.⁷

La proposta di Keynes conteneva alcuni aspetti decisivi:

- i) Permettere ai paesi in deficit di aggiustare la bilancia dei pagamenti senza ricorrere a politiche restrittive: il “finanziamento automatico” rappresentato dal dispositivo di compensazione non era certo un invito a “spendere”, ma piuttosto un meccanismo per permettere un temporaneo finanziamento capace di favorire un aggiustamento non traumatico. Il piano Keynes prevedeva che ciascun membro della CU “ricevesse” una quota, denominata in bancor, per definire “una misura di responsabilità” dei paesi verso la CU e un indice del “diritto” di accedervi. Tali quote sarebbero dovute essere stabilite in riferimento soprattutto alla dimensione del *commercio estero* dei diversi paesi, perché il meccanismo doveva servire per favorire l’aggiustamento degli squilibri esterni, senza intromettersi negli affari interni dei singoli stati.
- ii) Favorire gli accordi multilaterali e rendere superflui gli accordi bilaterali.
- iii) Disegnare un sistema internazionale che concedesse autonomia ai singoli paesi di perseguire le politiche economiche desiderate: diversamente dal Gold standard, che imponeva ai paesi aderenti una rigida disciplina, Keynes riteneva desiderabile che il sistema monetario internazionale fosse un fattore di “libertà” per le politiche economiche nazionali, non un elemento di freno o un vincolo stringente.
- iv) Prevedere obblighi non solo nei confronti dei paesi in deficit, ma anche verso i paesi in surplus.

Presentando il suo piano agli americani Keynes scriveva

Quando c’è una mancanza di equilibrio nelle transazioni commerciali... l’onere dell’aggiustamento non dovrebbe ricadere, com’è avvenuto in passato, quasi totalmente sul Paese più debole, ossia il debitore. Il creditore può essere egualmente colpevole, può essere meno colpevole, ma può anche essere più colpevole. Ci piacerebbe avere un sistema che obbligasse tanto il Paese creditore quanto quello debitore a mantenere una giusta parità di bilancio.

Uno strumento - in verità assai audace - immaginato da Keynes per incoraggiare il riciclaggio dei surplus era il pagamento di un interesse, non elevato, sui “crediti” per costringere i creditori a spendere nei confronti di altri paesi così da “riciclare” le eccedenze. D’altra parte, il fatto stesso che i “bancor” costituissero soltanto una moneta virtuale come mezzo di regolazione all’interno della CU ma non come mezzo di scambio al di fuori dalla UC rendeva insensato accumulare troppo a lungo eccedenze. Keynes riteneva che per questo stesso fatto la UC avrebbe favorito gli scambi perché le compensazioni autorizzano scambi che altrimenti non potrebbero sussistere.

⁷ R. Harrod, *La vita di J. M. Keynes*, Einaudi, Torino, 1965, pp. 640-641.

Il significato di fondo della proposta di Keynes stava da un lato nel riconoscimento della inevitabile interdipendenza delle economie in un contesto di scambi commerciali multilaterali e dall'altro nell'obiettivo di non sacrificare l'equilibrio interno all'equilibrio esterno.

4.2.2 Il Piano White

Pur condividendo gli obiettivi di fondo della proposta di Keynes e diversi aspetti tecnici, la proposta degli Stati Uniti presentava alcune differenze significative.

Il Fondo contro la CU

White respinse la proposta della CU e propose in sua vece un "fondo" al quale i paesi avrebbero contribuito con quote da determinarsi secondo appropriate formule. La differenza tra UC e Fondo è importante.

In primo luogo, sebbene anche nella proposta di Keynes i paesi sottoscrivono quote, si tratta comunque di risorse "senza costo", esattamente come avviene per la moneta fiduciaria in un paese, moneta "prodotta" senza costi: i paesi creditori contribuiscono di fatto al fondo con merci il cui controvalore è costituito dai debiti dei paesi in disavanzo, e l'obiettivo del sistema è quello di riciclare gli avanzi per favorire un aggiustamento globale salvaguardando i livelli di attività dei singoli paesi. Nella proposta americana, i paesi versano al fondo una quota, in parte in oro e in parte nella loro valuta, e possono indebitarsi verso il fondo entro una soglia massima rispetto alla quota versata. Mentre nel quadro della UC ogni paese può ottenere qualsiasi valuta (di un paese nei confronti del quale abbia un deficit esterno) e regolare contabilmente il saldo nella moneta della UC (bancor), nella proposta americana un paese può indebitarsi in una valuta solo di quei paesi la cui valuta sia disponibile nel Fondo o sia stata acquistata dietro corresponsione di oro. Poiché l'obiettivo di Keynes era quello di permettere un finanziamento temporaneo degli squilibri esterni favorendo politiche di aggiustamento in modo graduale e ordinato capaci di salvaguardare i livelli di attività interni, la proposta inglese correlava le quote alla dimensione del commercio estero. Tenendo conto della situazione internazionale del 1944 e dei previsti problemi della ricostruzione postbellica nei paesi europei gli inglesi giunsero a stimare un ammontare massimo di risorse che il Fondo avrebbe potuto mobilitare intorno ai 31 miliardi di dollari, prevedendo un obbligo complessivo per gli Stati Uniti di 23 miliardi.

Gli americani videro la proposta inglese come un tentativo di trasformare gli Stati Uniti in una "mucca da mungere" lasciando al contempo "troppo spazio" ai paesi debitori. Il Congresso degli Stati Uniti non avrebbe mai approvato una tale proposta e per questo White propose che la dotazione iniziale del fondo non superasse gli 8 miliardi di dollari di cui 3 a carico degli Stati Uniti. Questo enorme divario fu sufficiente a screditare la proposta keynesiana agli occhi degli americani. Keynes aveva però già respinto questa obiezione con un argomento di assoluto buon senso osservando che il successo del suo piano dipendeva esattamente dal fatto che nessun paese sarebbe diventato una "mucca da mungere": in un intervento alla camera dei Lord del 18 maggio 1943 Keynes aveva dichiarato:

Il piano non richiede che gli Stati Uniti o qualsiasi altro paese versino un solo dollaro che essi stessi non scelgano di impiegare in qualsiasi altro modo. Lo spirito della proposta è che se un paese ha un saldo esterno favorevole che non impiega per acquistare merci o servizi o per fare investimenti all'estero, il saldo rimane a disposizione della Clearing Union, non permanentemente, ma solo fintantoché il paese sceglie di lasciarlo inutilizzato. Non c'è nessun onere sul paese creditore; si tratta in effetti di una facilitazione perché permette a quel paese di mantenere i suoi scambi senza disturbi per tutto il tempo in cui il paese giudichi conveniente mantenere un ritardo tra i pagamenti e gli incassi.

Come scrisse Harrod, "l'idea era che, quando avesse visto crescere il volume dei crediti, il paese creditore si sarebbe sentito costretto a mettervi rimedio".⁸

Gli americani non accettarono la proposta di Keynes perché temevano che essa avrebbe incoraggiato il resto del mondo a vivere al di sopra dei propri mezzi e alle spalle dei contribuenti americani.

In sostanza, "La CU di Keynes non aveva bisogno di attività iniziali, che si sarebbero accumulate nel corso del suo funzionamento. Il Piano White esigeva sottoscrizioni in oro e depositi di garanzie accessorie", ma di fronte alla proposte del Fondo, "Keynes desiderava un Fondo tanto abbondante da ispirare ai governi la fiducia

⁸ R. Harrod, *La vita di J. M. Keynes*, Einaudi, Torino, 1965, p. 633.

necessaria per allentare restrizioni poco amichevoli”.⁹ Gli americani respinsero la CU e proposero una dotazione del Fondo molto modesta.

Il principio che tanto i paesi in surplus quanto i paesi in deficit hanno la responsabilità di cooperare per rimuovere gli squilibri venne comunque incorporato nello statuto del FMI non già nella versione della CU, bensì mediante la clausola della “valuta scarsa”. La clausola avrebbe permesso al FMI di dichiarare che una valuta era scarsa qualora le sue disponibilità di quella valuta si fossero ridotte al punto da non rendere più possibile l’ordinato funzionamento dei prestiti ad altri paesi. Se un paese mantiene surplus eccessivi gli altri paesi hanno bisogno della sua valuta e la loro domanda tende a renderla “scarsa”: in questa situazione il Fondo sarebbe stato autorizzato a razionare tale valuta permettendo al contempo agli altri paesi di attuare politiche discriminatorie verso le esportazioni del paese a valuta scarsa. Keynes accettò con entusiasmo questa clausola convinto che essa fosse così stringente che nessun paese avrebbe voluto accumulare consistenti e permanenti surplus per il timore di subire ritorsioni dai partner commerciali.¹⁰

L’entusiasmo di Keynes si rivelò tuttavia ingiustificato. La clausola non fu mai invocata, nemmeno negli anni in cui gli Stati Uniti mantennero un consistente surplus della bilancia dei pagamenti: gli Stati Uniti ovviarono alla scarsità di dollari erogando ingenti aiuti in dollari ai paesi alleati, e pertanto il dollaro non fu mai tecnicamente scarso. Di fatto, negli anni in cui la clausola poteva essere invocata, gli Stati Uniti “bypassarono” il FMI come regolatore internazionale rivolgendosi direttamente in modo bilaterale ai paesi debitori mediante prestiti e aiuti. La clausola non fu nemmeno invocata verso la fine degli anni ’50 quando la Germania aveva cronici surplus di bilancia dei pagamenti. Nel 1961, la clausola fu in pratica cancellata dopo l’istituzione del General Arrangements to Borrow (GAB) che permetteva ai paesi maggiori (il “gruppo dei 10” paesi industrializzati) di prestare quantità aggiuntive delle loro valute evitando così che una o più valute diventassero tecnicamente scarse. Tra il 1962 e il 1998 il GAB è stato utilizzato in una decina di occasioni; dal 1998 sono in funzione nuovi meccanismi con l’obiettivo di permettere incrementi temporanei delle risorse del FMI mediante prestiti da paesi membri.

Un sistema monetario “controllato”

La seconda ragione per cui gli americani respinsero la proposta di Keynes è che, ai loro occhi, essa era troppo permissiva e che la Clearing Union sarebbe stata ostaggio dei paesi debitori, dal canto suo, Keynes riteneva che la quota del singolo paese presso il FMI doveva essergli resa disponibile ogni qualvolta ne avesse avuto bisogno; Keynes presentò la quota come se fosse parte delle riserve disponibili in valuta estera. Gli americani volevano invece controlli più severi sui tempi, i modi e i motivi che consentivano ai paesi di accedere alle loro quote; alla fine prevalse la posizione americana. Nella sua biografia su Keynes, Harrod ha illustrato molto bene la natura del disaccordo tra il punto di vista di Keynes e quello di White:

Nel conflitto fra Keynes e gli americani su questo punto c’era – e rimase fino all’ultimo – un grande paradosso. Gli americani avevano l’abitudine di esaltare l’iniziativa e di tuonare contro il socialismo paternalistico. Agli occhi di molti americani che non hanno approfondito il problema, Keynes figura un po’ come il gran sacerdote di quel paternalismo che a loro tanto spiace. In realtà sono gli americani che, quando staccano gli occhi dai propri diritti costituzionali per rivolgerli verso la più ampia sfera internazionale, tendono [...] farsi i paladini e agli araldi del paternalismo, mentre è Keynes che ha dovuto lottare in nome del liberalismo contro la passione americana per gli interventi paternalistici. Keynes vedeva nelle istituzioni internazionali un’intelaiatura all’interno della quale l’iniziativa individuale potesse prosperare; spettava loro di fissare alcuni grandi principi di azione; il fondo, in particolare, avrebbe stabilito alcuni diritti di trattenuta, ma sarebbe intervenuto nella loro applicazione pratica solo in casi eccezionali. Gli americani, invece, desideravano studiare meticolosamente ogni transazione singola. In questo conflitto trascinato a lungo, si vede come Keynes combatté per la filosofia della libertà contro la filosofia dell’irreggimentazione.¹¹

Alla fine gli americani, contro la posizione inglese, ottennero che tanto il Fondo monetario quanto la Banca mondiale potessero disporre di sufficiente autorità da minare la sovranità dei paesi partecipanti. I paesi possono sempre ritirarsi dal Fondo o rinunciare ai servizi della Banca, ma in quanto partecipanti essi devono accettare

⁹ R. Harrod, *La vita di J. M. Keynes*, Einaudi, Torino, 1965, p. 639.

¹⁰ A Bretton Woods gli americani erano restii ad accettare un meccanismo simmetrico di aggiustamento internazionale che ponesse sullo stesso piano paesi debitori e paesi creditori perché allora gli Stati Uniti erano sostanzialmente l’unico paese creditore, ovvero, come pensavano gli americani, la “vacca da mungere”. Ad uno sguardo retrospettivo, questo rifiuto appare sorprendente, se si pensa che negli ultimi 50 anni sono stati proprio gli Stati Uniti che hanno spesso mantenuto un disavanzo commerciale!

¹¹ R. Harrod, *La vita di J. M. Keynes*, Einaudi, Torino, 1965, p. 665.

una qualche forma di sorveglianza e controllo da parte degli organismi internazionali. Già a partire dalla fine degli anni '50 il personale del Fondo monetario e della Banca mondiale cominciò a preoccuparsi delle vicende interne dei paesi aderenti, con forme di intrusione che non di rado suscitarono le proteste internazionali e veementi articoli di giornale. Queste intrusioni avrebbero sorpreso i negoziatori dei Bretton Woods che consideravano il sistema monetario internazionale strumentale all'equilibrio interno dei paesi in un quadro di geloso rispetto della sovranità nazionale. La differenza di posizione tra Keynes e White era naturalmente più profonda, dato che Keynes immaginava un regime internazionale in cui i *governi sarebbero stati liberi* di perseguire le politiche giudicate più adatte agli elettorati, mentre gli americani erano preoccupati di disegnare un sistema monetario internazionale in cui l'azione economica delle *imprese private avrebbe potuto dispiegarsi liberamente* al riparo dai capricci dei governi e dei nazionalismi.

Un sistema egemonico

La terza ragione era che la proposta di Keynes puntava a trattare tutti i paesi, almeno in linea di principio, con un approccio "paritario", insistendo sia sul multilateralismo sia sull'automatismo per evitare che gli orientamenti di un paese potessero prevalere su paesi più deboli o su quelli in difficoltà economica. Gli americani, essendo il paese con maggiore forza economica, politica e militare, non avrebbero mai accettato un tale ruolo subordinato e non l'accettarono. Di fatto, il FMI nacque come organismo debole proprio a causa della catastrofica situazione dei paesi europei distrutti dalla guerra. I negoziatori di Bretton Woods avevano forse sottovalutato la gravità della distruzione della guerra e la dimensione degli impegni economici necessari per riavviare la crescita economica. Nel 1947 gli Stati Uniti vararono il Piano Marshall che nei quattro anni 1948-1952 fornì all'Europa occidentale aiuti per 11,6 miliardi di dollari e prestiti per 1,8 miliardi.

Gli aiuti e i prestiti arrivarono accompagnati da consiglieri americani, i quali indicavano dove dovessero essere indirizzati e davano ai beneficiari europei istruzioni sulle riforme economiche che avrebbero dovuto attuare. La voce del Piano Marshall era senza dubbio più autorevole di quella del FMI e trovava un maggiore ascolto presso i ministri economici europei. Essa sostituì il corpo di "polizia economica" multilaterale rappresentato dal FMI con una forza unilaterale americana. Gli americani utilizzarono il Piano Marshall per incoraggiare l'adozione delle politiche economiche preferite dagli Stati Uniti. In tal modo agli occhi di tali paesi i poteri del FMI di imporre il rispetto delle norme (quali la facoltà di controllare l'accesso al Fondo da parte dei paesi che facevano richiesta di prestito) divennero molto più deboli di quanto prevedessero i pianificatori di Bretton Woods. Di fatto i paesi membri scoprirono di poter violare lo statuto del FMI quasi impunemente.¹²

In questo senso, la seconda guerra mondiale ebbe un effetto cruciale sulla creazione e sulle caratteristiche del FMI in quanto lasciò gli Stati Uniti nella posizione di virtuale controllo dell'economia mondiale e delle sue istituzioni: debole la Gran Bretagna, isolata e fuori gioco l'Unione Sovietica, priva di potere e di "immagine" la Francia, stati-paria la Germania e il Giappone, questo esito era l'inevitabile riflesso delle condizioni geopolitiche dell'epoca.

La manifestazione più immediata del ruolo di leader degli Stati Uniti fu proprio l'imposizione del dollaro come valuta di riserva, ancorché ancorato all'oro. Su questo punto si accese subito un aspro dibattito internazionale. Da una parte c'era chi (in prima fila i francesi) ritenevano che la trasformazione del dollaro in moneta di riserva concedeva agli Stati Uniti un potere di signoraggio monetario che di fatto rimuoveva per loro il vincolo esterno; dall'altro c'era chi (in prima fila politici ed economisti americani) che, pur ammettendo che il vincolo esterno era molto debole o inesistente per un paese con valuta di riserva, aggiungeva che era il resto del mondo a domandare dollari (una valuta stabile di un paese economicamente forte e militarmente potente), per cui gli eventuali deficit degli Stati Uniti erano benvenuti in quanto offrivano al resto del mondo la liquidità di cui esso aveva bisogno.

Questa posizione implicava che il paese a paese di riserva che godeva di signoraggio monetario poteva trattare l'equilibrio esterno con una "benevola indifferenza" dato che il suo disavanzo generava liquidità che gli altri paesi desideravano.

Nel 1971 l'ingente deficit esterno degli Stati Uniti provocato sia dagli enormi costi della guerra in Vietnam sia dalle politiche espansive all'interno ("la grande società" del presidente Johnson) e la chiusura della "finestra dell'oro" da parte dell'amministrazione Nixon che di fatto determinò la fine di BW dimostrarono che il deficit esterno degli Stati Uniti non dipendeva dall'appetito degli europei per i dollari americani, bensì dalle politiche espansionistiche americane.

¹² G. J. Millman, *Finanza barbara*, Garzanti, 1995, p. 111.

Il problema del paese N-1

In un sistema come quello di BW in cui le autorità monetarie dei diversi paesi sono tenuti a garantire la stabilità dei cambi si pone un problema di coerenza generale tra le politiche economiche dei paesi partecipanti.

Quando tutti i paesi partecipanti mantengono approssimativi equilibri esterni, il sistema è esso stesso in equilibrio globale e i tassi di cambio devono essere approssimativamente costanti. Tuttavia se la maggior parte dei paesi adotta politiche “convergenti”, ad esempio tutti puntano ad avere un surplus corrente, allora ci deve essere almeno un paese che, residualmente, mantiene un deficit corrente; nello stesso modo se tutti i paesi attuano politiche di controllo dei cambi, ci dev’essere un paese che, residualmente, accetta di lasciare muovere il suo tasso di cambio in risposta alle variazioni delle altre valute.

Si comprende quindi perché gli Stati Uniti e il dollaro emersero dalla conferenza di BW come i naturali candidati al ruolo di N-simo paese: gli Stati Uniti erano un paese abbastanza grande da poter assorbire gli eventuali squilibri degli altri paesi e da poter fornire dollari in quantità sufficiente. Nessun altro paese a BW poteva puntare a svolgere un ruolo anche solo minimamente paragonabile. Solo la proposta di un radicale multilateralismo, come quella avanzata di Keynes, poteva rispondere al problema posto dal diverso peso geopolitico dei paesi partecipanti. Questa proposta fu respinta dagli Stati Uniti che accettarono il ruolo “residuale” di paese N-simo in cambio tuttavia di un riconoscimento di una esplicita egemonia nel sistema monetario internazionale che allora fu disegnato.

Il problema dell’N-simo paese rende esplicita la asimmetria del sistema BW perché mostra che gli Stati Uniti non avevano l’obbligo di correggere gli squilibri di bilancia dei pagamenti. Gli europei furono sempre insoddisfatti di questa asimmetria, che tuttavia accettarono nel clima della guerra fredda che obbligava a scelte di alleanza politica, non solo a scelte di convenienza economica.

5. Il problema delle riserve internazionali

La caratteristica centrale del piano Keynes stava nella sua ambiziosa proposta di una moneta fiduciaria in grandi quantità come base delle riserve internazionali (bancor) e l'obbligo, virtualmente senza limiti, per i paesi in surplus di accettare pagamenti in bancor (e quindi di accettare le valute dei paesi in deficit come valute d'investimento). Il piano White era invece molto modesto a questo riguardo: progettava semplicemente la creazione di un pool di valute e di oro dal quale i paesi in deficit avrebbero preso a prestito in quantità limitate. Dati i rapporti di forza a BW, il funzionamento del FMI fu modellato sul piano White.

Lo status quo fu, di fatto, la base di partenza del regime di Bretton Woods che, da questo punto di vista, non riuscì a fare seguire alle enunciazioni trionfalistiche un vero cambiamento di mentalità circa i problemi dell'aggiustamento monetario internazionale.

L'oro fu considerato la principale attività di riserva; accanto all'oro fu considerata la sterlina, in parte come eredità della potenza finanziaria inglese; il dollaro fu anch'esso considerato valuta di riserva. Nel 1950 il dollaro costituiva un po' più del 30 per cento delle riserve mondiali, la sterlina, che poteva vantare legami consolidati con le colonie e con i dominions, rappresentava quasi il 60 per cento delle riserve mondiali, nonostante il modesto peso economico della Gran Bretagna; di fatto, una parte imponente delle sterline era detenuta dai paesi direttamente o indirettamente legati all'impero britannico (che in quegli anni era già in via di disfacimento).

Il FMI svolse un ruolo secondario nella determinazione dell'ammontare globale delle riserve, per lo più attraverso il canale delle quote. Dato che un quarto delle quote di ciascun paese membro era versata in oro, l'oro costituiva una parte delle riserve internazionali; visto che ogni paese poteva prendere a prestito un ammontare superiore alla propria quota, le quote versate costituivano di fatto una provvista di riserve.

Nelle fasi iniziali di BW vi fu un'aspra contesa, come abbiamo già segnalato, tra la posizione inglese che puntava all'automaticità dei diritti di trattenuta, e la posizione americana, che puntava a imporre condizioni per il diritto di trattenuta; la soluzione di compromesso adottata prevedeva che fino alla "gold tranche" (il 25 per cento della quota versata) il paese poteva prendere a prestito senza condizioni, trattando la "tranche oro" come riserva a tutti gli effetti, mentre i prelievi oltre la "tranche oro" – "credit tranche" - erano soggetti a condizioni tanto più stringenti quanto più elevato era il prelievo oltre la "tranche oro" (i paesi che disponevano di un credito verso altri paesi potevano contarci, secondo procedure definite, come "super tranche oro").

La liquidità a disposizione del FMI fu aumentata in tre occasioni, 1959, 1965, 1970, prima che il sistema crollasse. Per tutti gli anni '50 il ruolo del FMI fu modesto anche perché il ruolo di prestatore di ultima istanza fu svolto dagli Stati Uniti. Il primo intervento significativo del FMI fu nel 1956 quando si trattò di "salvare" finanziariamente la Gran Bretagna e la Francia per le conseguenze dell'avventura militare di Suez (che gli Stati Uniti bloccarono segnando la fine delle pretese imperiali delle due ex potenze europee).

Tra il 1957 e il 1960 la politica interna degli Stati Uniti determinò un aumento della fuoriuscita di dollari, anche in conseguenza dei crescenti investimenti all'estero delle multinazionali americane, destando le prime preoccupazioni negli altri paesi circa la solidità del dollaro. Fino ai primi anni '60 gli Stati Uniti riuscirono a convincere gli alleati a non fare ricorso alla possibilità di scambiare dollari con oro.

5.1 Il "Piano Marshall"

Nelle fasi iniziali di BW, immediatamente successive al conflitto mondiale, il surplus della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti e le ingenti riserve auree del paese determinavano una scarsità di mezzi di pagamento che fu affrontata, parzialmente, con la creazione di accordi di pagamento bilaterali. Il Fondo monetario, d'altra parte, disponeva di risorse modeste, come conseguenza della visione restrittiva emersa con il Piano White, mentre la Banca Mondiale poteva muoversi in un raggio d'azione molto limitato a causa dei vincoli stringenti al prestito che derivavano dalla difficoltà di approvvigionarsi presso il solo mercato finanziario funzionante, quello di Wall Street.

Nel 1948, con l'avvio del Piano Marshall, il problema della scarsità di mezzi di pagamento cominciò ad attenuarsi, in quanto il Piano consentiva aperture di credito verso i paesi partecipanti. "Le ragioni del successo del Piano Marshall vanno quindi ricercate principalmente nel fatto che esso permise ai paesi europei di uscire dal sistema di scambi bilaterali, fornendo loro le risorse necessarie a finanziarli. Esso pose inoltre le premesse per la creazione di un sistema di pagamenti infra-europei"¹³ Nello stesso tempo, il Piano Marshall fu uno

¹³ F. Casprini, *L'economia delle relazioni economiche internazionali*, La Nuova Italia, Roma, 1995, pp. 55-56.

strumento importante per riaffermare il preminente interesse statunitense in direzione di un expansionismo economico legato all'apertura dei mercati internazionali.¹⁴

Se il Piano Marshall fu lo strumento che, nell'immediato dopoguerra (ma i suoi effetti si estesero fino al 1954) permise di riciclare i surplus della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti, a partire dai primi anni '50 gli Stati Uniti cominciarono a registrare riduzione dell'avanzo commerciale, sia come conseguenza della ripresa dei paesi europei nei quali aumentava la capacità di esportare, sia come conseguenza dello sforzo militare americano (guerra di Corea) che imponeva un forte aumento delle importazioni, soprattutto di materie prime. Pertanto, nel corso degli anni '50 gli Stati Uniti cominciarono ad avere deficit della bilancia dei pagamenti perché i minori introiti dal conto commerciale non compensavano i deflussi associati ai trasferimenti e agli aiuti internazionali: i dollari cominciarono quindi ad uscire dagli Stati Uniti a causa del peggioramento della bilancia dei pagamenti (tra il 1950 e il 1960 la bilancia dei pagamenti fu globalmente in passivo in nove anni.) I dollari uscivano dagli Stati Uniti attraverso diversi canali: aiuti ai paesi amici, spese militari all'estero, investimenti diretti all'estero.

5.2 Il dilemma di Triffin

Nel 1960 Robert Triffin pubblicò un libro importante (*Gold and the Dollar Crisis*), in cui puntava il dito sulla fondamentale ambiguità del sistema di BW. La tesi di Triffin è che il gold exchange standard conteneva un inerente dilemma ("dilemma di Triffin") che avrebbe prima o poi determinato il collasso di un sistema monetario basato sull'uso di una moneta nazionale come valuta di riserva. Egli sostenne che la domanda di riserve sarebbe aumentata più in fretta dell'offerta (crescita economica versus vincolo della produzione di oro) con la conseguenza che si sarebbe determinata una scarsità di riserve a meno che gli Stati Uniti non mantenessero permanentemente un disavanzo di bilancia dei pagamenti per fornire al resto del mondo i dollari necessari; d'altra parte, così facendo i continui deficit degli USA avrebbero minato la fiducia internazionale nel dollaro che avrebbe precipitato la crisi quando i paesi creditori avessero tentato di cambiare i dollari con oro. In breve, secondo Triffin, o la scarsità di riserve avrebbe bloccato la crescita o l'eccesso di riserve-dollaro avrebbe determinato il collasso del sistema.

Questo potente argomento fu respinto dal FMI (e naturalmente dagli americani), ma tra la fine degli anni '50 e il 1970 i paesi membri hanno in diverse occasioni effettuato interventi correttivi proprio per evitare le conseguenze previste da Triffin.

i) Una prima azione fu l'aumento delle quote nel 1959, e poi in altre due occasioni; ii) un secondo intervento fu la creazione del "Pool dell'oro", un cartello delle otto principali banche centrali che, per conto della Banca d'Inghilterra, interveniva per stabilizzare il prezzo ufficiale dell'oro, sottoposto a fluttuazioni proprio a causa delle "peripezie" del dollaro; iii) una terza azione preventiva fu lo sviluppo della sorveglianza multilaterale; iv) l'invenzione di tipi speciali di bond americani con maturità di un anno (quindi di lungo periodo dal punto di vista della bilancia dei pagamenti americani) per contrastare tensioni temporanee nella bilancia dei pagamenti americana e preservare il cambio del dollaro; v) la creazione di linee di credito tra le maggiori banche per ovviare a temporanee scarsità di liquidità; vi) l'accordo General Agreement to Borrow nel 1961 mediante il quale le banche centrali degli undici paesi più industrializzati si impegnavano a intervenire qualora le risorse del FMI si fossero rivelate insufficienti.

Si tratta di misure ad hoc che servivano per prendere tempo e nel migliore dei casi "spostavano" i problemi identificati da Triffin, ma non li risolvevano.

Il passo più significativo fu comunque la creazione, nel 1969, dei diritti speciali di prelievo (DSP), una unità monetaria fiduciaria denominata in un paniere di valute da aggiungersi alle riserve auree in proporzione alle quote di ciascun paese. (Nel 1969 un DSP corrispondeva al valore in oro di un dollaro USA; nel 1976 i DPS furono trasformati in una valuta-paniere formata da determinate quantità di valute diverse; nel 2016 le monete considerate nel calcolo dei DSP sono: dollaro, euro, yuan, yen, sterlina). I DSP non sono "sorretti" da una base aurea e il loro "valore" dipende dal fatto che tutti i paesi partecipanti sono obbligati ad accettarli (di fatto dietro corresponsione di un interesse pagato dal paese debitore). Sebbene la dimensione di queste riserve aggiuntive fosse inizialmente limitata, la creazione di DSP resta una mossa di rilevanza storica in quanto per la prima volta viene creata artificialmente una moneta fiduciaria come base per le riserve internazionali. Per quanto importante, una tale mossa non fu sufficiente per salvare il sistema di BW dalla crisi.

¹⁴ G. Kolko, *The Politics of War: The World and United States Foreign Policy, 1943-45*, Random House, New York, 1968.

5.3 Il dilemma di Triffin e la fine di Bretton Woods

Il dilemma di Triffin rinvia ad una difficoltà inevitabile in ogni sistema internazionale nel quale la valuta di un paese sia ancorata ad una base metallica (l'oro a BW) e sia nello stesso tempo la valuta chiave del sistema. Affinché tale valuta svolga il ruolo di valuta veicolo (valuta di riserva) è necessario che i paesi che la utilizzano abbiano fiducia che il suo valore verrà preservato. Nel sistema di BW l'ancoraggio all'oro era la "garanzia" offerta ai paesi che impiegavano il dollaro nelle loro transazioni internazionali. L'ancoraggio all'oro, tuttavia, poneva il problema messo in luce da Triffin: poiché l'oro è una merce scarsa, la quantità di riserve internazionali tende ad essere insufficiente in un mondo in rapida crescita con rilevanti scambi internazionali; d'altra parte, se il problema della scarsità di riserve viene affrontato aumentando la quantità della valuta di riserva, il suo rapporto con la base metallica si deteriora e i partecipanti perdono fiducia nella valuta veicolo. In altri termini, il dilemma è tra scarsità di riserve che mantiene la fiducia nella valuta veicolo ma incrina le possibilità della crescita, o abbondanza di riserve che, sganciando la valuta veicolo dalla base metallica, mina la credibilità internazionale della valuta.

Il sistema di BW, che copre un periodo storico dalla fine degli anni '40 al 1971 può essere diviso in due distinti periodi. Nel primo periodo, che giunge fino ai primi anni '60, la forte posizione economica degli Stati Uniti determina un surplus commerciale che, di fatto, drena liquidità dal resto del mondo, anziché aumentarla. Il surplus commerciale, in questa fase, fu controbilanciato da ingenti aiuti del governo americano, che comprendevano un forte impegno di spesa militare all'estero che i responsabili della politica economica, sia americani sia europei, giustificano con le esigenze della protezione militare nel clima della guerra fredda.

Nella seconda fase, dai primi anni '60 fino al collasso del 1971, il declino della competitività americana e l'aumento delle spese interne, dovuto agli ampi programmi sociali ("la grande società" delle amministrazioni democratiche Kennedy-Johnson), e alla costosissima guerra del Vietnam, incoraggia le grandi imprese multinazionali americane ad investire all'estero: riduzione del saldo commerciale e crescenti investimenti esteri tendono quindi a peggiorare il saldo globale della bilancia dei pagamenti che gli americani possono "finanziare" fornendo dosi importanti di liquidità al resto del mondo ("stampando dollari").

La fig. 5 mostra la natura del problema che Triffin voleva richiamare.

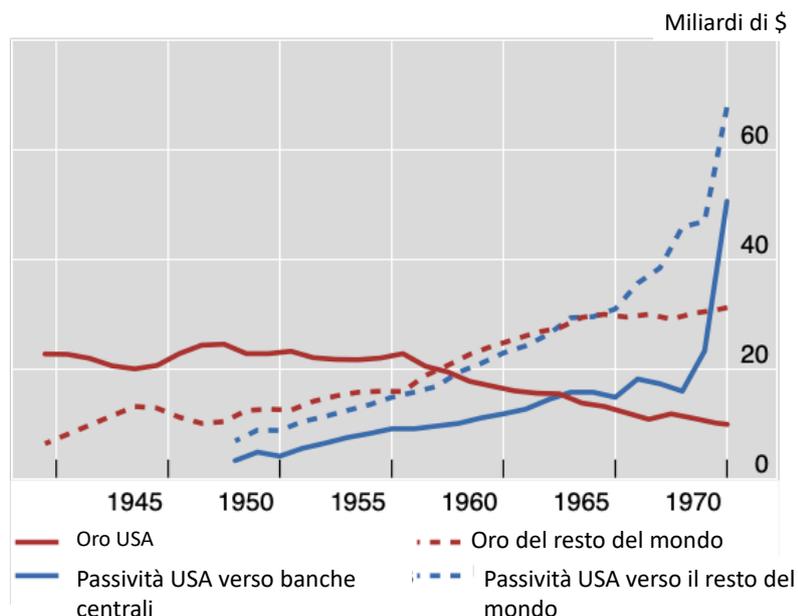
Ancora verso la metà degli anni '50 gli Stati Uniti detengono una ingente quantità di oro monetario, la stessa dell'inizio del periodo, ma dopo quella data le riserve auree cominciano a diminuire, come conseguenza del tendenziale peggioramento della posizione esterna degli Stati Uniti. Verso la fine degli anni '50 la quantità di dollari in circolazione nel resto del mondo ("passività nette USA verso il resto del mondo") è ancora grosso modo equivalente alle riserve, ma in seguito la quantità di dollari al di fuori degli Stati Uniti cresce rapidamente superando di gran lunga la quantità di base aurea. Dai primi anni '60 le banche centrali del resto del mondo, per lo più quelle europee, cominciano ad accumulare ingenti averi in dollari che verso la fine degli anni '70 raggiungono un volume doppio delle riserve auree, per arrivare a quote ancora più elevate nel 1970 (oltre cinque volte la quantità di oro degli Stati Uniti).¹⁵

Una delle conseguenze di questo stato di cose fu l'aumento del prezzo dell'oro nel mercato libero, il che incoraggiava gli operatori ad acquistare l'oro al prezzo bloccato e rivenderlo sul mercato libero. Non mancarono pressioni politiche, come nei primi anni Sessanta quando la minaccia europea di chiedere la conversione dei dollari in oro fu sventata dalla minaccia americana di ritirare il sostegno militare alla Germania.¹⁶

¹⁵ La Francia del Presidente De Gaulle, in conflitto strategico con gli Stati Uniti, scelse di accumulare oro nel corso degli anni '60 cedendo dollari: nel 1964 l'oro costituiva il 73 per cento delle riserve della Francia. (G. J. Millman, *Finanza barbara*, Garzanti, 1995, pp. 126 sgg.)

¹⁶ M. Bordo, "The operation and demise of the Bretton Woods system, 1958-1971", www.vox.eu, 22 aprile 2017.

Figura 5
Oro e passività internazionali degli Stati Uniti, 1940-1970



Fonte: M. Bordo e M. Cauley, *Triffin: dilemma or myth?*, Banca dei regolamenti internazionali, working paper n. 685, dicembre 2017.

Mentre il dilemma di Triffin illumina una “aporia” nel sistema disegnato a BW, ed è spesso assunto come spiegazione del collasso di BW, le ragioni della crisi devono essere viste nel complesso dei fenomeni economici e politici di quel periodo e non possono essere circoscritti ad un problema “tecnico”, pure ovviamente importante, come quello del rapporto tra dollari e oro.

Le ragioni che contribuirono a minare il sistema sono diverse e possono essere richiamate succintamente.

- 1) Negli anni '60 prendono avvio le prime forme di integrazione monetaria internazionale e si manifestano in forma rilevante flussi internazionali di capitali che costituiscono una minaccia per i sistemi a cambi fissi.
- 2) L'emergere di nuove potenze economiche (Germania, Giappone) e il crescente fastidio dei paesi occidentali per l'“obbligo” di accumulare riserve in dollari così permettendo agli Stati Uniti di “ignorare” il vincolo della bilancia dei pagamenti
- 3) La distensione internazionale tra il blocco occidentale e il blocco sovietico permetteva ai paesi occidentali di avviare rapporti meno dipendenti dagli Stati Uniti.
- 4) Il desiderio degli Stati Uniti di non vincolare le politiche economiche interne agli obblighi di preservare il valore internazionale del dollaro.

Il punto di rottura si ebbe nel 1970 quando la copertura aurea delle passività internazionali degli Stati Uniti scese dal 55% al 20 per cento; nel 1971 la dinamica espansiva della spesa pubblica americana determinò un ulteriore gigantesco incremento della massa di dollari in circolazione che peggiorò drasticamente la bilancia dei pagamenti, indusse il governo americano ad adottare politiche protezionistiche (soprattutto sulle importazioni) e portò inevitabilmente alla dichiarazione di inconvertibilità del dollaro (chiusura della “finestra dell'oro” il 15 agosto 1971).

Sebbene il dollaro fosse da tempo, *de facto*, inconvertibile in oro, la dichiarazione di inconvertibilità *de jure* segnò l'inizio della fine di Bretton Woods. Nel 1971 accordi internazionali determinarono un riallineamento delle parità, o tassi centrali, delle valute rispetto al dollaro e i margini di fluttuazione furono ampliati a +/- 2,25 per cento; gli USA svalutarono il dollaro rispetto al dollaro da 35 a 38 dollari all'oncia. Nel 1973 i paesi della Comunità economica europea si accordarono per permettere alle loro valute di oscillare rispetto al dollaro, mantenendo tuttavia parità fisse tra di loro (“fluttuazione congiunta”). In particolare, i paesi europei crearono il “serpente” nel “tunnel”, ovvero un accordo che permetteva di far fluttuare le loro valute di +/- 1,125 tra di loro (“serpente”) mantenendo margini di oscillazione più ampi, +/- 2,25 per cento (“tunnel”) rispetto agli altri paesi. Italia e Gran Bretagna furono esentate dagli accordi avendo il permesso di lasciar fluttuare liberamente

le loro monete verso tutte le altre. Nel 1979 i paesi europei diedero vita al Sistema monetario europeo che durò fino al 1999 quando venne introdotto l'euro.

Alla fine, la ragione del collasso del sistema di BW risiede nel *conflitto di strategie* tra il “paese centrale” e i “paesi periferici”:

Il paese al centro del sistema [gli Stati Uniti] patì un grave shock politico [la guerra del Vietnam], sottostimò le sue implicazioni fiscali, e quindi si rifiutò di pagare il prezzo della correzione dell'errore. [...] Il paese centrale non fu in grado di attuare un aggiustamento ordinato dei tassi di cambio e adottò metodi che danneggiarono il sistema stesso [...] nel 1971 gli Stati Uniti agirono in modo provocatorio chiudendo la finestra dell'oro e imponendo una sovrattassa sulle importazioni.¹⁷

¹⁷ W. Kenen, “Capital controls, the EMU and the EMS”, *Economic Journal*, 1995