

# **Il sistema monetario internazionale all'inizio del Nuovo Millennio**

**Robert A. Mundell**

Columbia University, New York

## **1. - Prefazione**

In questa lezione si userà l'espressione «Nuovo Millennio» per mettere in evidenza la lenta dinamica evolutiva del sistema monetario internazionale e per sottolineare come previsioni a lungo termine che lo riguardino debbano essere ricercate negli avvenimenti del passato. Lo studio dell'evoluzione del sistema monetario internazionale, osservato in un contesto storico, consente di individuare delle costanti da cui desumere previsioni sulle dinamiche future. È proprio questo l'obiettivo da raggiungere nella lezione di oggi in onore di ad Angelo Costa, un italiano che ha fornito, nel dopoguerra, un contributo di grande valore alla ripresa dell'economia del suo Paese.

In ogni periodo storico gli avvenimenti di natura politica ed economica sono sempre stati caratterizzati da un elevato grado di correlazione tra loro, evidenziando un nesso particolarmente evidente nell'ambito degli interventi monetari. Gli interventi che hanno inciso sul sistema monetario sono stati causa ed effetto degli eventi di natura politica ed economica: infatti l'universo monetario appartiene sia alla sfera della politica che a quella dell'economia.

In questa lezione si utilizzeranno nozioni teoriche, storiche e politiche al fine di rendere evidenti quei cambiamenti in campo monetario che, dando origine a interazioni tra eventi di natura

politica ed economica, e mettendoci in grado di meglio comprendere alcune dinamiche e di prevedere determinati avvenimenti, sviluppano la nostra capacità di comprensione e ci indicano le rotte più opportune da seguire per il futuro. Quali sono dunque le caratteristiche dell'attuale evoluzione del sistema monetario internazionale? Come possiamo sollecitarne lo sviluppo nelle direzioni più appropriate?

## 2. - Il regime aureo internazionale

La relazione da me tenuta a Stoccolma il giorno 8 dicembre 1999, in occasione del conferimento del Premio Nobel, era intitolata *Un riesame del Ventesimo secolo*. Poiché si trattava dell'ultima conferenza celebrativa del premio Nobel tenuta nel Ventesimo secolo, mi sono sentito autorizzato a darle un titolo tanto ambizioso ed ho approfittato della prima opportunità concessami di esporre il mio pensiero sull'intero secolo. La mia tesi fondamentale sosteneva che gli avvenimenti di natura politica ed economica si erano influenzati reciprocamente, fungendo contemporaneamente da causa ed effetto, e che questa interazione si fosse esplicitata concretamente nell'evoluzione del sistema monetario internazionale.

A tal fine divisi il secolo in tre periodi di tempo quasi equivalenti tra loro. Il primo riguardava il regime aureo, la sua azione proficua sino al primo conflitto mondiale, la sua interruzione durante la catastrofica guerra, il suo ritorno negli anni '20 e il suo tracollo negli anni '30. Il secondo riguardava il *dollar standard*, regime basato sul dollaro, ed ancorato all'oro, in vigore dal 1934 e abbandonato nel 1971. L'ultimo periodo infine, ossia il periodo dei tassi di cambio variabili, si è in pratica concluso nel 1999, anno in cui l'avvento dell'euro ha instaurato un nuovo equilibrio monetario imperniato sulle cosiddette aree valutarie.

Il sistema monetario internazionale rappresentato dal regime aureo, in vigore nella maggior parte del mondo all'inizio del Ventesimo secolo, era caratterizzato da un alto grado di efficienza. Anche se con diverse varianti (come il bimetallismo), aveva tro-

vato applicazione per oltre venticinque secoli. Le monete coniate dalla maggior parte dei grandi imperi della storia, che utilizzarono l'oro o l'argento nei rispettivi sistemi monetari, inevitabilmente divennero le unità di scambio maggiormente usate nel commercio internazionale.

Il regime aureo, come si era sviluppato all'inizio del Ventesimo secolo, consentì al mondo di raggiungere una notevole stabilità economica, elevati livelli di occupazione, bassi tassi di inflazione e una crescita economica abbastanza sostenuta. Le caratteristiche proprie della globalizzazione (commercio internazionale relativamente libero, rilevante mobilità dei capitali e consistenti flussi migratori), già presenti in quell'epoca, traevano origine da un lungo periodo di pace, conosciuto come la *pax britannica*. In quell'universo essenzialmente eurocentrico gli imperi coloniali venivano amministrati dal Vecchio Continente e l'Europa, come disse Max Weber, era la "padrona del mondo".

Il regime aureo internazionale poteva essere salvaguardato unicamente ancorandolo ad alcuni inamovibili principi di politica economica. Uno di tali requisiti era la stabilità fiscale. L'assioma fondamentale della finanza pubblica era costituito dal pareggio dei bilanci; qualora fosse stato necessario ricorrere al debito pubblico nel corso di un conflitto armato, la prudenza fiscale induceva a farlo scendere a guerra conclusa. Due altri imperativi completavano una terna di precetti ineludibili: non interferire con il sistema basato sull'oro e non rettificare i tassi di cambio. Il prezzo dell'oro, i tassi di cambio e il pareggio del bilancio costituivano parametri, non strumenti di attuazione di una politica, tanto che le relative attese erano stabili.

Sono pochi i sistemi monetari internazionali che si sono rivelati a prova di guerra. In effetti era opinione generale che una guerra fosse impensabile, proprio perché avrebbe potuto distruggere il regime aureo! Ciò nonostante il sistema fu messo da parte, almeno come *standard* internazionale, durante il primo conflitto mondiale. La parità aurea, fu abbandonata dalla maggior parte dei belligeranti, e l'oro, trasferito verso gli Stati Uniti fu da questi monetizzato: tra il 1914 e il 1920 il livello generale dei prezzi in dollari raddoppiò e nel 1921, nonostante la marcata deflazione regi-

strata, superava comunque del 30% quello del 1914. Il ripristino della parità aurea, attuato, nel corso degli anni '20, da tutti i principali paesi, avvenne proprio su tali elevati livelli di prezzo del dollaro. Il ritorno al regime aureo incrementò il fabbisogno del metallo giallo all'interno del sistema e ne fece salire il valore, innescando una dinamica deflattiva nell'ordine del 30% che fra il 1930 e il 1933 interessò tutti i principali paesi e costrinse la maggior parte di essi, ivi compresi il Regno Unito e gli Stati Uniti, ad abbandonare di nuovo il regime aureo appena ripristinato e ad instaurare un nuovo sistema monetario internazionale.

### **3. - Il doppio *standard* basato su oro e dollaro e la questione della convertibilità dell'oro**

Già molto prima del 1934 l'economia degli Stati Uniti occupava il primo posto su scala mondiale, infatti dal 1914 già superava la somma delle altre tre più grandi realtà economiche, ossia del Regno Unito, della Germania e della Francia. Nel 1913 la creazione del Federal Reserve System segnò l'inizio del potere USA nel settore monetario, consentendo agli Stati Uniti di svolgere un ruolo determinante nel sistema monetario internazionale. I prezzi espressi in dollari erano diventati un riferimento a livello mondiale e il concetto di moneta si identificava sempre di più con il biglietto verde statunitense. Lo *standard* aureo, ripristinato negli anni '20, si dovette abbandonare non per una errata attribuzione della parità tra dollaro e sterlina, ma perché la liquidità dell'oro al prezzo del dopoguerra (aumentato di oltre il 30% a quello prima del conflitto) era troppo scarsa rispetto al maggiore fabbisogno del metallo giallo indotto dal ripristino del precedente sistema. Tutto ciò provocò, per l'economia mondiale, una deflazione di dimensioni inusitate.

Il nuovo sistema monetario internazionale entrò in vigore tra il 1934 e il 1936, quando la svalutazione del dollaro, attuata dagli Stati Uniti nel 1934, alzò il prezzo dell'oro da 20,67 a 35 dollari l'oncia. I due anni successivi videro la Francia aggrapparsi a un mitico modello internazionale di *standard* aureo e a un fran-

co sopravvalutato, ma nel 1936 anch'essa dovette arrendersi alla svalutazione.

L'*Accordo Trilaterale* firmato quell'anno tra Stati Uniti, Regno Unito e Francia stabiliva per tutti e tre i paesi l'obbligo di notifica anticipata delle variazioni apportate ai tassi di cambio. In una certa misura, l'accordo faceva da preludio alle intese raggiunte a Bretton Woods nel 1944. Tuttavia, da allora viene attribuita una posizione preminente ai tassi di cambio rispetto al dollaro anziché all'oro.

Benché fossero gli Stati Uniti a stabilire il prezzo dell'oro, il nuovo sistema non rappresentava un autentico regime aureo. In primo luogo, infatti, esso non aveva i requisiti di un vero e proprio *standard* internazionale: gli Stati Uniti era l'unico tra i principali paesi ad avere il potere di stabilire il prezzo dell'oro, che era convertibile unicamente per le autorità monetarie estere. In secondo luogo, ai cittadini statunitensi era fatto divieto di possedere oro, che veniva conservato e centralizzato a Fort Knox e presso la Federal Reserve Bank di New York. Inoltre, la politica monetaria statunitense fu resa indipendente dai movimenti dell'oro mediante interventi di sterilizzazione da parte della Federal Reserve Bank di New York, consistenti nel contemporaneo acquisto di oro e di vendite di titoli di Stato, oppure di vendite di oro e di acquisto degli stessi titoli. Ciò significava la fine dei meccanismi di aggiustamento automatico: in futuro la convertibilità in oro si sarebbe potuta mantenere solo se la Federal Reserve avesse voluto sostenere l'equilibrio dei prezzi dell'oro piuttosto che del valore del dollaro.

La Conferenza di Bretton Woods impresso un sigillo di legalità al doppio *standard*, ormai in vigore, basato sull'oro e sul dollaro. L'unità di conto del Fondo Monetario Internazionale era pari a 1/35 di oncia, vale a dire 0,888671 grammi di oro (equivalenti al "dollaro d'oro del 1944"). Ai paesi aderenti veniva richiesto di mantenere entro l'1% le fluttuazioni dei tassi di cambio rispetto alla parità aurea stabilita e, ad eccezione degli Stati Uniti, tutti i principali paesi tennero fede ai loro obblighi mantenendo le oscillazioni dei tassi di cambio sul mercato entro l'1% della parità con il dollaro. Gli Stati Uniti, i cui interventi sul mercato dei cambi

erano stati da sempre piuttosto rari, rispettarono anch'essi gli impegni assumendosi il compito di fissare il prezzo dell'oro. Si trattava di un sistema asimmetrico, il cui punto forte era costituito dal riconoscimento della posizione predominante del dollaro nell'economia mondiale, ma deficitaria di un meccanismo capace di assicurare, nel lungo periodo, la convertibilità in oro della valuta statunitense.

Gli *Accordi di Bretton Woods* rappresentarono un compromesso tra lo *standard* aureo e quello imperniato sul dollaro. Si trattava di un sistema ibrido mediante il quale, mentre l'oro e il dollaro assumevano insieme il ruolo di riserve, si attuava una separazione tra impegni e poteri: gli Stati Uniti si assumevano il compito di stabilire il prezzo del dollaro rispetto all'oro (o dell'oro rispetto al dollaro) e gli altri paesi si impegnavano ad ancorare al dollaro le rispettive valute. Il potere, all'interno di questo sistema, si trovava largamente nelle mani degli Stati Uniti, ma non si trattava certo di un potere assoluto. Se nel breve periodo gli Stati Uniti erano in grado di influenzare il tasso di inflazione a livello internazionale, gli altri maggiori paesi potevano a loro volta esercitare un certo controllo sulle riserve di oro statunitensi, minacciando così di compromettere la capacità degli Stati Uniti di salvaguardare la convertibilità dell'oro.

#### **4. - L'abbandono del sistema dei tassi di cambio fissi**

Negli anni '60, quando le relazioni monetarie tra Stati Uniti ed Europa si inasprirono (il primo ministro britannico Wilson la definì guerra monetaria), sembrava che le minacce potessero essere messe in atto. Tuttavia i rischi insiti in una tale politica, erano tutt'altro che trascurabili. L'oro si era deprezzato a causa dell'inflazione indotta dal secondo conflitto mondiale, dalla guerra in Corea e da quella del Vietnam. Sin dal 1950 gli Stati Uniti erano diventati gli unici venditori dell'oro proveniente dalle loro riserve, che nel 1948 avevano raggiunto il massimo della consistenza con circa il 70% delle disponibilità mondiali. Gli Stati Uniti sarebbero riusciti a continuare ad onorare l'impegno di convertire l'oro

al prezzo di 35 dollari? Qualora l'Europa avesse esercitato in pieno il diritto di convertire in oro i dollari in suo possesso, gli Stati Uniti avrebbero potuto, venendo meno al loro impegno, far crollare l'intero sistema. Era evidente che un simile risultato difficilmente avrebbe prodotto benefici a favore dell'Europa.

Sul finire degli anni '60 il tasso di inflazione statunitense aveva fatto registrare un balzo in avanti. La necessità di acquistare dollari in eccesso aveva messo l'Europa in difficoltà e aveva creato una sovrabbondanza di offerta di biglietti verdi sul mercato. Il problema fu maggiormente esasperato dal forte deflusso di capitali dagli Stati Uniti, indotto dalla recessione statunitense del 1970-1971, che causò un'esplosione della crescita di liquidità sui mercati dell'eurodollaro. La Germania tentò di rovesciare la dinamica dell'afflusso di riserve investendo dollari sul mercato di Londra, ma la mossa dei tedeschi ebbe l'unico effetto di aggravare ulteriormente la situazione creata dalla fortissima espansione della liquidità.

Nell'estate del 1971 si stava ormai delineando una vera e propria crisi del dollaro, tanto che il Comitato Economico Congiunto del Congresso degli Stati Uniti sollecitò la svalutazione della valuta nazionale. Quando alcuni paesi europei chiesero di convertire i loro dollari in oro, gli Stati Uniti misero fine al sistema internazionale monetario del dopoguerra.

La crisi sistemica del 1971 dovette fronteggiare la non convertibilità del dollaro: un atto unilaterale degli Stati Uniti, allorché il presidente Richard M. Nixon decise di svincolare il dollaro dalla parità fissa con l'oro, che indusse gli altri principali paesi ad abolire i rapporti di cambio fissi con il dollaro.

Tuttavia gli Stati Uniti avevano a disposizione altre scelte. Un'alternativa poteva essere quella di raddoppiare, o meglio ancora triplicare, il prezzo dell'oro in dollari. L'adozione di tale politica avrebbe salvaguardato l'operatività del sistema per almeno un paio di decenni, ma gli USA si erano ormai resi conto che il resto del mondo traeva beneficio dal sistema monetario internazionale più di loro stessi. L'Europa appariva decisa a istituire una nuova valuta continentale che potesse rivaleggiare con il dollaro, una manovra che sarebbe stata ancora più semplice da realizza-

re con un sistema di tassi di cambio fissi ancora in atto. Sebbene gli Stati Uniti non avessero ancora deciso se favorire o meno una valuta europea (nei confronti della questione si decise solo di assumere un atteggiamento di “benigno disinteresse”), perché mai avrebbero dovuto spianarle la strada mantenendo integro il sistema precedente?

Naturalmente la decisione di rinunciare ad aumentare il prezzo dell'oro si fondava anche su altre motivazioni. Da rilevare, in primo luogo, che poiché gli Stati Uniti avevano incoraggiato gli altri paesi a prediligere il possesso di dollari anziché dell'oro, un incremento del prezzo sarebbe apparso come un tradimento. Secondariamente, un aumento del prezzo dell'oro avrebbe arrecato vantaggi ai due maggiori produttori del metallo giallo: il Sudafrica, con il suo infelice sistema sociale basato sulla discriminazione razziale, e l'Unione Sovietica, il nemico degli USA durante la guerra fredda. Infine, un incremento del prezzo dell'oro avrebbe potuto innescare un'altra “valanga d'oro”, vale a dire un afflusso verso gli Stati Uniti del prezioso minerale paragonabile a quello verificatosi alla fine degli anni '30, oppure quanto meno avrebbe potuto creare delle aspettative su il ripetersi del fenomeno nell'arco di un decennio. Sebbene tutti questi motivi non fossero determinanti (infatti Arthur Burns, il presidente del Federal Reserve Board, era un convinto sostenitore del mantenimento della convertibilità e dell'aumento del prezzo dell'oro), sarebbe stato comunque arduo ottenere il consenso dei più autorevoli componenti del governo guidato da Nixon. Politicamente sembrò più agevole prendere la decisione di svincolare il dollaro dalla parità aurea, affrontando il rischio di una libera fluttuazione.

Vi furono naturalmente varie opinioni su questa crisi: molti europei ritennero che all'origine di essa vi fosse il *deficit* della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti, ma in realtà questo *deficit* era di per se parte integrante del sistema. Poiché nel sistema non veniva più introdotta alcuna quantità di oro, o ne veniva introdotta una quantità molto esigua. Per mantenere la dinamica di una crescita non inflazionistica si rendeva necessario un aumento delle riserve in valuta straniera, all'interno delle quali quella statunitense era la più importante.



## 5. - Il Secondo Emendamento agli “Accordi Statutari”

Dopo l'abbandono degli *Accordi di Bretton Woods* e l'adozione dei tassi di cambio flessibili, le autorità monetarie internazionali si trovarono gravate dalla necessità di annunciare, l'adozione di un nuovo “sistema” che sostituisse quello appena abolito. Il *Secondo Emendamento* agli “Accordi Statutari” del Fondo Monetario Internazionale (FMI), introdotto nel 1976 in seguito alle pressioni alle quali le autorità monetarie furono sottoposte, portò all'adozione dei tassi di cambio flessibili pilotati, vale a dire della cosiddetta “fluttuazione impura”. A partire da quella data, il Fondo Monetario Internazionale conduce una battaglia tesa alla destabilizzazione dei valori estemi delle valute dei Paesi membri.<sup>1</sup>

Il FMI tuttavia non sempre si era mostrato così entusiasta a proposito dei tassi di cambio flessibili, tanto è vero che, prima del 1971, i funzionari del Fondo avevano ricevuto istruzioni di sostenere i sistemi imperniati sui tassi di cambio fissi. Nelle *Relazioni Annuali* del FMI del 1950 e del 1962 i tassi di cambio fissi venivano difesi, mentre i tassi di cambio flessibili venivano derisi<sup>2</sup>.

Il passaggio ai tassi di cambio flessibili non rappresentò certo il frutto di significative e innovatrici correnti di pensiero o di profondi studi condotti dal FMI. Naturalmente il concetto stesso di stabilizzare un certo indice dei prezzi anziché il tasso di cambio o dell'oro ha una storia piuttosto lunga che risale ai tempi antichi. Nell'era moderna questa corrente di pensiero ebbe probabilmente inizio in Svezia, durante e dopo le guerre del XVIII secolo contro la Russia, nonché nel Regno Unito dopo le guerre na-

---

<sup>1</sup> Una delle prime vittime della somministrazione di questa amara medicina fu il Messico, che dal 1954 al 1976 aveva utilizzato un tasso di cambio fisso di 12,5 pesos per 1 dollaro USA. La svalutazione del 1976 e l'avvento dei tassi di cambio flessibili diedero il via a un periodo di instabilità monetaria, dal quale il Messico non si è ancora ripreso. La destabilizzazione messicana fu presto seguita da quelle, fomentate dall'FMI, delle valute di molti altri paesi del Centroamerica.

<sup>2</sup> Per inciso, è opportuno sottolineare che nel 1962, all'epoca della pubblicazione della *Relazione Annuale del 1962*, quando ero un funzionario del FMI, avanzai delle obiezioni contro gli argomenti addotti per attaccare i tassi di cambio flessibili e sostenere quelli fissi, principalmente perché gli autori del rapporto non avevano tenuto conto dell'importante questione delle aree valutarie, come sostenuto anche da MUNDELL, R., «A Theory of Optimum Currency Areas», *The American Economic Review*, vol. LI, n. 4, nov. 1961, pp. 509-17.

poleoniche<sup>3</sup>. Nel corso dei primi decenni del XX secolo sia Irving Fisher che John Maynard Keynes avevano sostenuto che stabilizzare i prezzi fosse preferibile alla stabilizzazione della quotazione dell'oro o dei tassi di cambio. Keynes aveva elaborato, nel pieno della grande depressione, un indice dei prezzi delle merci che riteneva si potesse utilizzare come modello per la stabilizzazione del sistema monetario internazionale. Comunque l'accento veniva posto sempre sulla ricerca di un antidoto alla potenziale o reale instabilità delle quotazioni dell'oro.

Negli anni '40 e '50 gli autori Frank Graham, Charles Wittlesey, James Meade e Milton Friedman sostennero, in studi elaborati singolarmente, la necessità di tassi di cambio flessibili, sebbene per ragioni profondamente diverse tra loro. Graham e Wittlesey volevano eliminare il legame tra dollaro e oro per impedire quella che loro definivano la "valanga d'oro". Nel dopoguerra Friedman si espresse a favore dei tassi di cambio flessibili come alternativa da preferire ai controlli sui cambi, mentre Meade sosteneva che i tassi di cambio flessibili rappresentavano, per un governo di ispirazione socialista, un mezzo più idoneo per dirigere l'economia britannica. Nessuna di queste tesi risultava avere particolare attinenza all'economia mondiale e al sistema monetario internazionale degli anni '70. Milton Friedman, tra l'altro, considerava i tassi di cambio flessibili inadatti ai paesi in via di sviluppo, mentre Meade si dichiarò convinto che una valuta europea costituisse una valida idea<sup>4</sup>.

Il sostegno nei confronti dei tassi di cambio flessibili è d'altronde in calo anche presso coloro sui quali pesa la maggior parte della responsabilità della loro applicazione. L'accordo sul passaggio ai tassi di cambio flessibili fu una decisione presa nel 1973 essenzialmente da tre personaggi: il segretario al tesoro degli Stati Uniti George Schuliz, il ministro delle finanze francese Giscard

---

<sup>3</sup> Lo svedese Per Christiansen intorno al 1760, e l'inglese Thomas Attwood dopo il 1815, sostennero la necessità di una stabilizzazione del livello dei prezzi interni piuttosto che delle quotazioni dell'oro.

<sup>4</sup> Per una rassegna abbastanza aggiornata delle tesi di Friedman (e delle mie) si consiglia la lettura del dibattito tra Milton Friedman e il sottoscritto intitolato *The Nobel Monetary Duel*, pubblicato sul "National Post of Canada" del dic. 2000 e disponibile anche su Internet, <http://www.nationalpost.com/features/duel>.

d'Estaing e il ministro delle finanze tedesco Helmut Schmidt. George Schultz era un insigne economista esperto di questioni del lavoro, che dopo essere stato collega di Milton Friedman e mio all'Università di Chicago negli anni '60 ricoprì la carica di Segretario del Tesoro e di Stato, rispettivamente nei governi Nixon e Reagan; le carriere di Giscard d'Estaing e Schmidt li portarono invece a diventare rispettivamente Presidente della Repubblica Francese e Cancelliere della Repubblica Federale Tedesca. Successivamente ambedue questi uomini politici si resero conto che il passaggio ai tassi di cambio flessibili era stato un errore.

È opportuno operare in questa sede una distinzione tra la posizione degli Stati Uniti e quella dei paesi appartenenti al resto del mondo. Mentre è lecito sostenere che il passaggio a tassi di cambio flessibili fu vantaggioso per gli Stati Uniti e conferì maggiore incisività al ruolo del dollaro, lo stesso non si può affermare per quanto riguarda l'Europa o il resto del mondo. L'Europa aveva già dato inizio al suo progetto di unione monetaria, la cui conclusione era prevista per l'anno 1980. Nel corso degli anni '50, '60 e '70, le parità fisse rispetto al dollaro avevano consentito alle economie europee di conseguire un elevato livello di convergenza economica in termini di tassi di inflazione e tassi di interesse. L'abbandono dell'ancoraggio al dollaro da parte delle valute dei paesi europei rallentò la realizzazione dell'unione monetaria europea, che invece di concludersi nell'arco di un decennio come previsto (nel 1980) necessitò, proprio a causa dell'abbandono del sistema monetario internazionale, di altri due decenni prima di arrivare a compimento<sup>5</sup>.

---

<sup>5</sup> Si cercò una risposta in una fluttuazione comune delle valute europee nei confronti del dollaro. Questa idea era stata messa sul tappeto per la prima volta dopo il 15 agosto 1971, data in cui il presidente Nixon attuò lo sganciamento del dollaro dall'oro, ma all'epoca i paesi europei non riuscirono a raggiungere un accordo su quale delle valute europee (i candidati di maggior calibro erano la sterlina, il marco e il franco) dovesse fungere da perno del sistema. L'argomento ritornò alla ribalta nella primavera del 1973, ma anche allora inglesi e francesi si dimostrarono riluttanti a riconoscere che il marco tedesco, assunto al rango di seconda divisa mondiale, sarebbe stato la valuta naturalmente più adatta a ricoprire con successo il ruolo di perno in un sistema di oscillazione comune nei confronti del dollaro. All'epoca la Commissione Europea, che aveva istituito un Gruppo di Studio Economico (di cui anch'io facevo parte) con compiti di consulenza sul progetto di unione monetaria, ci chiese se fosse possibile predisporre una oscil-

Il percorso seguito negli anni '70 per giungere a un sistema di tassi di cambio flessibili fu completamente diverso dai tentativi fatti in precedenza. In passato alcuni paesi erano stati costretti ad abbandonare i tassi di cambio in vigore a causa di *shock* esterni, dell'elevata inflazione o di una instabilità di natura fiscale. È probabile che una serie di elementi dei tassi di cambio flessibili sia insita nella natura stessa di tutti i sistemi monetari internazionali composti da una molteplicità di connessioni. A questa regola non fanno eccezione né i sistemi bimetallici, né, quelli basati sullo *standard* aureo, né i sistemi economici del dopoguerra. Ma gli anni '70 segnarono l'inizio di una nuova era. Per la prima volta nella storia l'assenza di un sistema monetario internazionale e la fluttuazione dei tassi di cambio fu considerata come una situazione normale e corretta. Ancora oggi il Fondo Monetario Internazionale continua ad approvare proprio quei paesi che attuano politiche di destabilizzazione. Ci fu all'epoca un disordinato susseguirsi di conferenze monetarie internazionali per cercare una intesa sulle modalità di attuazione degli accordi raggiunti, senza alcuna analisi preventiva coerente o il supporto di una esauriente teoria economica.

## 6. - Perché le aree valutarie vengono meno

Analogamente a quanto accaduto con lo *standard* aureo, gli accordi raggiunti nel dopoguerra avevano costituito un'area valutaria che, successivamente, venne meno perché non sussistevano più né le condizioni né il consenso necessari alla sua sopravvivenza. Un'area valutaria è, per definizione, una zona nella quale vigono dei tassi di cambio fissi. Quali sono allora le condizioni necessarie per la creazione o il mantenimento di un'area valutaria?

---

lazione comune nei confronti del dollaro, senza attribuire però compiti di guida a nessuna delle tre principali valute candidate. Sebbene la nostra risposta affermativa non fosse inesatta sul piano teorico, tuttavia in quello specifico periodo di tempo essa non rappresentava un'alternativa praticabile. La Francia non volle riconoscere il principale problema di ordine politico, vale a dire il riconoscimento del ruolo predominante del marco, sino alla metà degli anni '80.

Perché un'area valutaria possa durare nel tempo si richiedono sei condizioni: 1) l'accordo dei membri su un comune obiettivo inflazionistico o su un meccanismo (quale ad esempio lo *standard* aureo, oppure gli interessi di una potenza egemonica) capace di determinare il tasso di inflazione; 2) l'accordo su un metodo comune di rilevamento dell'inflazione (vale a dire un indice dei prezzi caratterizzato da coefficienti di ponderazione comuni, come ad esempio lo *Harmonized Index of Consumer Prices* (HICP) elaborato da Eurostat per l'UEM); 3) un meccanismo di parità fisse tra i tassi di cambio, ivi compresi la suddivisione delle responsabilità per il loro mantenimento e l'impegno a utilizzare la leva monetaria per mantenere il tasso di cambio su livelli di equilibrio; 4) l'accordo su una politica monetaria comune (senza escludere la possibilità del predominio di uno dei membri del sistema); 5) l'affidabilità delle politiche fiscali di ogni singolo paese facente capo all'area valutaria; 6) l'accordo sui meccanismi di ripartizione dei profitti generati dal conio del denaro (signoraggio).

Molte aree valutarie sono esistite anche senza accordi specifici su un comune tasso di inflazione, grazie all'accettazione, a volte per semplice forza inerziale, dello *status quo* concernente la suddivisione delle responsabilità e dei vantaggi. Ad esempio un'area valutaria disposta attorno a un paese potente, che funge da elemento stabilizzatore, può accettare la funzione di guida svolta dalla valuta sulla quale l'area valutaria si impernia, mentre i paesi più piccoli si assumono la responsabilità di mantenere stabili le parità di cambio. Anche in presenza di simili circostanze un'area valutaria può dissolversi se il livello raggiunto dall'inflazione non risultasse più accettabile.

Sebbene all'interno di un'area valutaria esistano molti e diversi tipi di relazioni che riguardano le varie divise che la compongono, così come vi sono rapporti di natura politica, la forza della maggior parte delle aree valutarie può essere considerata sulla base delle sei condizioni suesposte. Si illustreranno ora brevemente alcuni tra i sistemi più significativi.

In ultima analisi lo *standard* aureo costituiva un'area valutaria dove il tasso di inflazione veniva determinato dallo stato del mercato dell'oro, che a sua volta subiva alti e bassi indotti dalle

nuove invenzioni e dalle tecniche di estrazione del metallo, nonché delle turbative indotte dai paesi che si associavano alla parità aurea oppure che se ne dissociavano. È un dato di fatto che il valore dell'oro in termini reali abbia goduto, nei cinque secoli che hanno preceduto il primo conflitto mondiale, di una notevole stabilità, che è stata però turbata da un alternarsi di lunghi periodi di incrementi e decrementi nel livello generale dei prezzi.

Da un punto di vista politico lo *standard* aureo aveva il pregio di costituire un sistema simmetrico, che pertanto non rendeva necessario il predominio da parte di un paese. In pratica, tuttavia, poteva accadere che un determinato paese godesse dello *status* di "più uguale degli altri", come fu il caso della Spagna nei secoli XVI e XVII, della Francia nel XVIII, del Regno Unito nel XIX e degli Stati Uniti nel XX. Nel periodo di vigenza dello *standard* aureo la questione dei profitti generati dai diritti di conio del denaro non costituiva motivo di profonde divergenze, in quanto gran parte di essi veniva assorbita dai costi di produzione.

Si è già evidenziato come, con l'evoluzione dello *standard* aureo avvenuta nel Ventesimo secolo, la stabilità del sistema si trovò sempre più a dipendere dalle politiche adottate dagli Stati Uniti nei confronti dell'oro. Lo *standard* aureo poteva funzionare secondo le "regole del gioco" in vigore essenzialmente grazie al fatto che il paese più importante, vale a dire gli Stati Uniti, non possedeva una Banca Centrale; la politica monetaria degli USA era quindi automatica. La creazione del Federal Reserve System nel 1913 conferì agli Stati Uniti il potere di manipolare il sistema eliminando, ove necessario, il legame tra politica monetaria e flussi dell'oro: tale politica in pratica fu istituzionalizzata dopo la svalutazione del 1934, quando gli USA iniziarono a sterilizzare gli effetti monetari di tutti i flussi del metallo giallo.

Sebbene il sistema monetario internazionale del dopoguerra, sottoscritto a Bretton Woods, non prevedesse alcun accordo esplicito sui tassi d'inflazione, si sperava, e anzi si prevedeva, che la politica monetaria statunitense, frenata dal requisito della convertibilità del dollaro accordata alle autorità monetarie estere, avrebbe creato negli USA un prezzo stabile che sarebbe poi servito come punto di riferimento per il resto del mondo. Si tratta-

va di un accordo asimmetrico, che tuttavia prevedeva l'esistenza di obblighi reciproci, in base ai quali gli altri paesi mantenevano le rispettive valute ancorate al dollaro e gli Stati Uniti si impegnavano in cambio a vendere ed acquistare oro, al prezzo ufficiale, senza restrizioni di sorta.

Sebbene, in teoria, un simile accordo avrebbe dovuto essere in grado di trovare automaticamente il proprio equilibrio, in pratica gli Stati Uniti avevano separato, grazie alla politica di sterilizzazione, la politica monetaria dalle oscillazioni delle loro riserve auree. La Federal Reserve Bank di New York aveva ricevuto istruzioni di sterilizzare gli effetti monetari delle vendite di oro mediante l'acquisto di una quantità equivalente di attività patrimoniali nazionali (titoli di Stato); la sua politica monetaria quindi non solo fu totalmente discrezionale, ma si dimostrò anche tesa a soddisfare la volontà del governo statunitense. La politica monetaria condotta dall'Open Market Committee della Federal Reserve era improntata a criteri di assoluta discrezionalità e, nel bene e nel male, veniva indirizzata sulla base di obiettivi interni agli stessi Stati Uniti. Qualora non fosse stata adottata la politica di sterilizzazione, la presenza di una situazione completamente opposta avrebbe costretto il Comitato a intervenire apertamente per attuare le necessarie operazioni sterilizzatrici.

## **7. - Le aree valutarie e il dollaro**

Pochi eventi della storia monetaria internazionale sono stati preparati in modo tanto superficiale quanto il passaggio ai tassi di cambio flessibili, data l'esiguità degli studi scientifici preliminari condotti sul piano teorico, storico o econometrico, necessari per prevedere il funzionamento pratico di un accordo generalizzato di tassi di cambio flessibili. Era universalmente riconosciuto che abbandonare i tassi di cambio a una fluttuazione spontanea avrebbe condotto a una catastrofe. L'aggiunta, poi, dell'aggettivo qualificativo "pilotati" avrebbe fatto morire d'invidia un diplomatico: "tassi di cambio flessibili pilotati" può significare tutto e il contrario di tutto.

È un vero peccato che, prima di adottare il *Secondo emendamento* che sanzionava l'adozione dei tassi di cambio flessibili pilotati, non abbia avuto luogo una grande conferenza preparatoria sulla falsa riga di Bretton Woods con l'obiettivo di esaminare la validità dell'idea e la sua conformità agli interessi degli altri paesi, oltre a quelli degli Stati Uniti. I ripetuti appelli per l'instaurazione di un "nuovo ordine monetario internazionale" si persero nel vento.

In linea teorica, il passaggio a tassi di cambio fluttuanti più o meno pilotati avrebbe potuto portare al *caos*, ma, nella pratica, l'operatività dei tassi di cambio flessibili dipende dalle dimensioni relative delle economie partecipanti. Si immagini un mondo composto da duecento economie tutte di dimensioni identiche: un autentico disastro per il commercio e i pagamenti, per non parlare dello scompiglio che regnerebbe sui mercati finanziari! Il solo numero di tassi di cambio a pronti (pari al prodotto  $1/2 \times 200 \times 199$ ) avrebbe come conseguenza la confusione più completa. La necessità di creare una moneta comune internazionale, di ripristinare il ruolo dell'oro, o di istituire ampie zone valutarie, si presenterebbe prepotentemente alla ribalta.

Il sistema evitò di precipitare nel *caos* unicamente grazie alla presenza del dollaro, il quale, nonostante i risentimenti ispirati dalla sua posizione egemonica, riuscì a dare coerenza al meccanismo dei pagamenti internazionali. Sino a quando i diversi paesi fossero stati disposti a utilizzare il dollaro come valuta internazionale, essi avrebbero disposto di una unità di conto pressoché universale. Se non fosse per considerazioni di natura politica, per la questione dei profitti generati dal diritto di conio del denaro e per la possibilità che gli Stati Uniti possano imporre al resto del mondo una tassa fondata sulla loro stessa inflazione, un sistema valutario mondiale imperniato sul dollaro potrebbe rappresentare il massimo ottenibile da un mondo ancora privo di integrazione politica.

Il *pons asinorum* per un'area valutaria internazionale imperniata sul dollaro sarebbe lasciare la scelta della politica monetaria da attuare agli Stati Uniti. Supponiamo che gli Stati Uniti rappresentino un quarto dell'economia mondiale e che essi adottino



come obiettivo un tasso di inflazione interno compreso tra l'1% e il 3%. Un simile scenario sarebbe accettabile per il resto del mondo? Sarebbe difficile immaginare un sistema monetario internazionale migliore, ma, naturalmente, un simile sviluppo non sarebbe esente da problemi. Qualora la crescita degli Stati Uniti nel settore internazionale di competenza fosse più rapida di quella del resto del mondo, il tasso di cambio reale del dollaro dovrebbe essere rivalutato e se la rivalutazione necessaria fosse superiore al 3% annuo, ciò comporterebbe per il resto del mondo una flessione forzata del livello dei prezzi. Nel caso contrario, vale a dire qualora il tasso di cambio reale del dollaro richiedesse una svalutazione, i prezzi nel resto del mondo dovrebbero salire con maggiore rapidità rispetto agli Stati Uniti. Tali problemi, tuttavia, sarebbero insignificanti in confronto a quelli indotti da consistenti oscillazioni dei tassi di cambio.

La questione di gran lunga più spinosa rimane però quella politica: l'egemonia di un paese sugli altri. Un sistema internazionale imperniato sul dollaro comporterebbe un consistente accrescimento della posizione dominante degli Stati Uniti sull'economia mondiale: una volta entrati a far parte di un simile meccanismo, gli altri paesi sarebbero maggiormente vulnerabili nei confronti dei cambiamenti di direzione della politica statunitense, anche se di modesta entità. È plausibile ipotizzare che gli Stati Uniti potrebbero approfittare della loro posizione di quasi monopolio per far salire il tasso di inflazione interno, imponendo così una "tassa inflazionistica ottimale" sul resto del mondo, come probabilmente gli stessi hanno già fatto (intenzionalmente o meno) negli anni '70.

Le egemonie protratte generano contrasti, resistenze e alleanze che possano fungere da contrappesi. Nel 1970 gli Stati Uniti, ancora alle prese con le ferite psicologiche inflitte dalla guerra del Vietnam, non erano certo dell'umore adatto per addivenire a una soluzione concordata, anche se questa fosse stata loro proposta. Gli europei, frustrati dal giogo dello *standard* del dollaro, cercarono rifugio in un'alternativa di contrapposizione: quello che poi sarebbe diventato l'euro.

## **8. - L'avvento dell'euro**

L'importanza dell'euro sta nel fatto che questa moneta possiede il potenziale necessario per modificare la struttura del potere all'interno del sistema monetario internazionale, facendo concorrenza al dollaro sia come unità di conto alternativa che come valuta di riserva. In questo senso, l'entrata in scena della moneta unica potrebbe rappresentare un avvenimento maggiormente gravido di conseguenze di quello dell'abbandono del sistema precedente, avvenuto all'inizio degli anni '70.

Già a partire dalla sua creazione nel 1999 l'euro assunse istantaneamente il ruolo di seconda valuta mondiale. Entro la metà del 2002, banconote e monete avranno già sostituito le valute dei dodici paesi che compongono l'area euro, il cui PIL complessivo ammonta a 6.000 miliardi di dollari. Quando (come appare probabile) la Svezia, la Danimarca e specialmente il Regno Unito entreranno a far parte dell'area euro, il PIL complessivo dell'area dell'euro sarà pari (ai tassi di cambio attuali) al 75% di quello dell'area del dollaro. L'entrata nell'Unione Europea, e probabilmente nell'area dell'euro, di altri paesi già candidati, nel corso del prossimo decennio ingloberà nell'area un'altra dozzina di paesi, per non parlare dei 13 paesi dell'Africa occidentale che usano il franco CFA, che sono già legati all'euro grazie ai rapporti pregressi esistenti tra questa valuta e il franco francese.

Tenendo conto anche di alcuni altri paesi che durante il prossimo decennio probabilmente ancoreranno le loro valute all'area dell'euro, è plausibile stimare che di essa faranno parte, o che all'euro saranno ancorate, le valute di 40 o 50 paesi con una popolazione prossima ai 500 milioni e un PIL forse superiore del 20% a quello degli Stati Uniti. La profonda modifica della struttura di potere del sistema, indotta da tale situazione, farà sì che una parte del potere monetario e commerciale venga trasferito dagli Stati Uniti all'Unione Europea. Sebbene gli Stati Uniti, detentori del potere militare e capaci di processi decisionali centralizzati, siano destinati a rimanere nel prossimo futuro l'unica superpotenza, l'area dell'euro accrescerà la

propria relativa importanza, creando le basi per il passaggio da un unilateralismo attivo a una relazione duopolistica maggiormente fondata sulla collaborazione e su una accresciuta condivisione di potere e dei profitti generati dal signoraggio. Ecco quindi che si potrebbe sviluppare un sistema multipolare.

È eccessivo valutare l'importanza dell'euro in questi termini? L'euro deve fare i conti con alcune sue carenze di cui la prima è rappresentata dalla debolezza che lo caratterizza sin dalla nascita. Un secondo problema è costituito dalla riluttanza del Regno Unito a legare le proprie sorti a quelle degli alleati continentali. Il terzo punto debole consiste nei problemi naturalmente insiti in un sistema unito da una sola valuta, ma diviso in dodici governi. Il quarto punto debole è rappresentato dai processi decisionali e dalle problematiche di natura istituzionale. La quinta incognita consiste nell'ingresso nel sistema di paesi caratterizzati da bassi livelli di reddito. La lentezza con la quale procedono le riforme strutturali del mercato del lavoro, della legislazione sulla concorrenza e del sistema tributario costituisce il sesto difetto. Il settimo problema, infine, è rappresentato dalla relativa lentezza con cui procede il processo di informatizzazione in tutta l'Europa meridionale. La sostanziale veridicità di queste obiezioni costituisce la traccia del programma di riforme che l'Europa dovrà attuare negli anni a venire.

Tuttavia il dato di fatto inconfutabile è che, in pratica, la creazione dell'euro è stata una necessità di ordine politico e costituiva l'unico percorso praticabile. Ogni qual volta qualche fattore tende a indebolire la valuta europea, forze favorevoli si mettono immediatamente in moto per sorreggerne il recupero. Una dinamica che si è ripetuta più volte nel corso degli ultimi tre decenni, vale a dire da quando è iniziato il processo di integrazione monetaria. È indubbio che in futuro l'euro dovrà affrontare qualche crisi, ma è estremamente improbabile che le relative soluzioni saranno da ricercare nella distruzione del frutto di un impegno costruttivo durato decenni. L'Unione Europea è pertanto destinata a crescere sia in termini di dimensioni che di importanza per l'economia mondiale.

## 9. - L'effetto dimostrativo dell'euro

È probabile che entro il 2012 il dollaro e l'euro, saranno considerati ugualmente importanti. Di conseguenza, i paesi del mondo vorranno includere nelle loro riserve quantità più o meno equivalenti di dollari e di euro. Quali saranno le conseguenze di una simile situazione? Poiché attualmente la maggior parte delle riserve esistenti sono, costituite da dollari, il verificarsi di una situazione di equilibrio tra dollari ed euro farà sì che nel prossimo decennio l'incremento della domanda di dollari sarà scarso o addirittura nullo, mentre la domanda di euro farà registrare un notevole balzo in avanti. Posto che gli avvenimenti passati insegnano, nei prossimi dodici anni la domanda internazionale di valute di riserva raddoppierà, passando da circa 1.600 miliardi di dollari a 3.200 miliardi<sup>6</sup>. Poiché attualmente i tre quarti delle riserve sono costituite da dollari, se da qui al 2012 i tre quarti delle riserve saranno in euro e dollari, non vi saranno più margini di manovra per una crescita del biglietto verde, mentre la domanda di euro salirà a 1.200 miliardi di dollari, vale a dire 100 miliardi di dollari all'anno. Partendo dal presupposto che i movimenti di capitali permarranno invariati, questa situazione porterebbe con sé una consistente inversione di tendenza dei saldi della bilancia dei pagamenti e di quella commerciale ossia il *deficit* degli Stati Uniti evidenzerebbe una flessione, mentre l'Europa farebbe registrare o un incremento del disavanzo o un saldo positivo meno consistente. Molto probabilmente la modifica della composizione delle riserve sarà suddivisa tra le variazioni intervenute nelle partite correnti e nei movimenti di capitali. In ogni caso, un simile sviluppo eserciterà, nel lungo periodo, pressioni al ribasso sul dollaro, favorendo invece, sempre nel lungo periodo, il consolidamento dell'euro.

---

<sup>6</sup> È più probabile invece che l'incremento della domanda di valute di riserva proceda a passo molto più lento, o che addirittura faccia registrare una flessione in termini assoluti: infatti la domanda globale di riserve, che varia in funzione del numero di aree valutarie, si restringe quanto più grandi sono le aree valutarie che vengono man mano costituite.

È altresì opportuno sottolineare un'ulteriore conseguenza dell'avvento dell'euro: la moneta unica europea eserciterà anche un rilevante effetto dimostrativo, modificando il giudizio della gente in materia di tassi di cambio flessibili e aree valutarie. È opportuno ricordare come da venticinque anni il Fondo Monetario Internazionale e gli Stati Uniti indirizzino ai paesi di tutto il mondo sermoni sull'importanza di destabilizzare i rispettivi tassi di cambio, nonché moniti sugli inevitabili disastri che attendono quei paesi che non procedessero in tal senso<sup>7</sup>.

Poi improvvisamente si vede emergere l'euro, considerato come un grande successo. I tassi di cambio fissi nella zona euro non solo non hanno dato origine a movimenti speculativi di capitali, ma li hanno eliminati completamente, tant'è vero che nell'area dell'euro gli *hedge funds* non "fanno una lira". I tassi di interesse, che dieci anni fa in parecchi paesi UE veleggiavano tra il 10 e il 15%, sono scesi di colpo al di sotto del 5%. Con altrettanta rapidità i cittadini europei si sono trovati a disporre di un mercato finanziario di dimensioni globali e di una valuta considerata la seconda al mondo in termini di importanza. Il successo messo a segno dall'area dell'euro ha indotto i paesi minori a riesaminare con diverso spirito i regimi di cambio sponsorizzati dal FMI. «Se l'euro funziona per 11 (ora 12) dei paesi più sviluppati del mondo, perché non dovrebbe funzionare anche per gli altri paesi? Se l'Europa ha avuto ragione ad abolire le valute nazionali, perché gli altri paesi dovrebbero avere torto se facessero la stessa cosa?»

## 10. - Tre isole di stabilità dei prezzi

L'avvento dell'euro ha indotto un cambiamento sul modo di percepire il sistema monetario internazionale e cioè nessuno crede più alla possibilità di tassi di cambio universalmente flessibi-

---

<sup>7</sup> Guillermo Ortiz, il Governatore della Banca del Messico, non faceva che esprimere il nuovo "pensiero di saggezza" che va per la maggiore quando, parlando al World Economic Forum di Davos nel 2000, affermò più o meno che se la Crisi Asiatica ci ha insegnato qualcosa, è che i sistemi fondati sui tassi di cambio fissi non possono funzionare.

li. Al momento esistono tre blocchi monetari predominanti: l'area del dollaro, quella dell'euro e quella dello yen, che nel loro insieme rappresentano un insieme di transazioni pari ad oltre la metà dell'intera economia mondiale. È impossibile parlare dell'architettura del sistema monetario internazionale senza tenere conto di quello che avviene in queste tre aree valutarie. La più che probabile costituzione di nuove aree valutarie ridurrà il numero delle aree stesse e potrebbe addirittura determinare una riduzione del numero delle valute.

È ovvio che le aree valutarie non sono stabili, ma si evolvono in funzione dei cambiamenti di natura politica e sociale. Col trascorrere del tempo anche altre valute assumeranno maggiore importanza. In futuro il renminbi cinese (RMB o yuan) potrebbe assumere il ruolo di quarta divisa mondiale, sempreché le previsioni attualmente formulate sulla crescita della Cina diventino realtà e a condizione che sia decisa la convertibilità di tale valuta. Tuttavia, al momento attuale, dobbiamo fare i conti, oltre che con le realtà rappresentate da queste tre importanti aree valutarie, anche con l'elevata instabilità dei tassi di cambio tra dollaro, euro e yen, che contrasta in modo impressionante con la stabilità raggiunta al proprio interno da ciascuna delle tre aree. Nel corso degli ultimi anni il tasso di inflazione statunitense si è mantenuto costantemente al di sotto del 3%, mentre nella zona dell'euro non si registrano pressioni inflazionistiche e in Giappone l'inflazione è addirittura negativa. Apparentemente vi sono scarse possibilità che in futuro una delle tre maggiori aree valutarie possa essere preda di fenomeni di instabilità monetaria. Ma per quale motivo allora esiste una volatilità tanto elevata dei tassi di cambio tra valute, il cui valore interno ha già raggiunto la stabilità?

La volatilità dei tassi di cambio è dannosa per i tre blocchi, in quanto acuisce il grado di instabilità dei tassi stessi, scoraggia gli scambi, divarica i tassi di interesse e riduce i guadagni derivanti dalle attività commerciali. La situazione è ancora più grave per quei paesi che intrattengono intensi rapporti commerciali con due o più dei tre blocchi. Esaminiamo con attenzione la volatilità del tasso di cambio tra dollaro e yen nel corso degli ultimi 15 anni: nel 1985 il dollaro valeva circa 250 yen, ma nell'aprile del 1995

il biglietto verde era precipitato a 79 yen. Successivamente, in soli tre anni (dall'aprile 1995 al giugno 1998), il dollaro ha compiuto un balzo in avanti che l'ha portato a 148 yen, per poi ridiscendere ultimamente a quota 105 yen. Che cosa sta succedendo? Chi trae profitto da una tale volatilità del tasso di cambio tra yen e dollaro? Gli operatori degli *hedge funds* forse traggono vantaggio dalla presenza di fenomeni di volatilità, ma la gente comune ne subisce un danno.

Volgendo lo sguardo ai tassi di cambio tra dollaro ed euro noteremo che le cose non vanno certo meglio, anche se il tempo a disposizione per osservarne le dinamiche è stato alquanto limitato: poco più di un anno. Dalla sua comparsa sulla scena economica l'euro ha lasciato sul terreno oltre il 20% del proprio valore. Si tratta di una svalutazione in termini reali, considerando che i livelli dei prezzi all'interno delle zone del dollaro e dell'euro si sono mantenuti stabili. L'antesignano dell'euro era stato l'ECU (European Currency Unit), il cui pilastro era costituito dal marco tedesco. Uno sguardo d'insieme sulla dinamica dei cambi negli ultimi 25 anni non offre un quadro incoraggiante: nel 1975 il dollaro valeva 3,5 marchi, ma cinque anni più tardi era sceso a 1,7 marchi. Dopo altri 5 anni, nel 1985, un balzo verso l'alto del biglietto verde l'aveva portato a 3,4 marchi, ma nel 1992, all'epoca della crisi dello SME il dollaro era di nuovo precipitato sotto 1,4 marchi. Attualmente la valuta americana è attestata al di sopra dei 2 marchi.

Qual'è la natura degli squilibri che si verificano tra zone valutarie che, al loro interno, hanno raggiunto la stabilità dei prezzi? Sono questi scompensi a rappresentare la questione più spinosa e il limite più grave che affliggono il sistema monetario internazionale odierno. È assolutamente impensabile che la rivalutazione registrata dal dollaro nel periodo 1995-1998 non abbia svolto un ruolo determinante (forse unitamente alla svalutazione del rennimbì del 1994) nell'inasprimento della cosiddetta crisi asiatica-FMI. Il nemico da combattere oggi si chiama volatilità: il mio saggio pubblicato sul *Wall Street Journal*, dal titolo "Threat to Prosperity" (*La minaccia alla prosperità*), tratta principalmente di questo argomento.

La volatilità è inevitabile? Un vecchio adagio ammonisce sull'inutilità di intervenire sui mercati valutari, poiché gli scambi giornalieri che li caratterizzano sono talmente elevati da prevalere su qualsiasi tentativo di difesa da parte delle Banche Centrali. Ebbene, si tratta di una falsità bella e buona. Quale fu l'intensità dell'intervento che si rese necessario quando l'Europa, a metà del 1998, decise di compiere il primo passo verso l'unione monetaria adottando un sistema di cambi bilaterali fissi? I tassi di cambio di franco francese, lira, peseta, marco tedesco, fiorino, franco belga, scellino austriaco e escudo portoghese vennero ancorati a un sistema di parità fisse. Non si verificò alcuna speculazione, perché il mercato era consapevole della determinazione delle Banche Centrali nel far rispettare quei tassi di cambio e nel porre in essere qualsiasi intervento si fosse reso necessario onde sostenere un simile equilibrio. Risultato: non fu necessario effettuare alcun intervento!

È giusto precisare che il sistema dei cambi fissi non si limitava ai cambi a pronti (*spot*), ma si estendeva anche ai tassi di cambio per le operazioni a termine (*future*). In tutta l'area dell'euro la convergenza dei tassi di interesse fu incredibilmente rapida. Non sorprende quindi che per la maggior parte degli anni '90 (sino al 1997) i paesi dell'Europa meridionale (tra cui Portogallo, Spagna, Italia e Grecia) fossero caratterizzati da tassi di interesse a due cifre, in molti casi oscillanti tra il 10% e il 13%. Ma quando questi paesi decisero di aderire all'unione monetaria, la convergenza verso il basso dei tassi di interesse, che si attestarono a circa il 5%, apportò immediato beneficio alle rispettive economie, ai mercati finanziari e in modo particolare alle finanze pubbliche di alcuni paesi fortemente indebitati. La flessione dei tassi di interesse, infatti, consente di abbassare il costo del servizio del debito e di ridurre il *deficit* del bilancio. Nei paesi in cui il rapporto tra debito e PIL è superiore all'unità e la scadenza media del debito pubblico è pari o inferiore a un anno, una riduzione di cinque punti dei tassi di interesse si traduce in un miglioramento del rapporto tra disavanzo e PIL in misura superiore al 5%.

È bene inoltre attirare l'attenzione su un altro punto che nella letteratura specializzata è stato trattato in modo estremamen-



te carente, ossia che i movimenti di capitali tra aree valutarie caratterizzate da tassi di cambio effettivamente fissi quasi sempre producono effetti benefici. I movimenti di capitali si muovono nella giusta direzione purché la fiducia nei tassi di cambio sia totale. Non esistono movimenti di capitale negativi tra New York e la California, per il semplice fatto che il dollaro di New York appartiene alla medesima area valutaria del dollaro della California, come non esistono movimenti di capitale negativi all'interno dell'Unione Monetaria Europea. I movimenti di capitali tendono a dirigersi verso i paesi in grado di offrire i tassi di rendimento più elevati, ossia verso risultati positivi.

I movimenti di capitali danno adito a situazioni problematiche solo quando il tasso di cambio è incerto. Prendiamo in esame, ad esempio, tutti i paesi che nel dopoguerra avevano adottato tassi di cambio fissi. Nel periodo compreso tra il 1948 (l'anno della riforma che moltiplicò per 10 l'unità valutaria) e gli anni '70, durante il quale il Giappone applicò il tasso di cambio fisso e immutabile di 360 yen per un dollaro, non si riscontrò alcun effetto deleterio causato da movimenti di capitali tra il Giappone e gli Stati Uniti. Né vi furono effetti deleteri tra gli Stati Uniti e la Germania. A partire dal 1948, quando anche la Germania moltiplicò per 10 l'unità valutaria, il tasso di cambio fisso era pari a 4,2 marchi per un dollaro. Ma nel 1961, per ragioni che, *a posteriori* appaiono sospette, la Germania decise di rivalutare la moneta nazionale, riducendo il valore del dollaro da 4,2 a 4 marchi. Quella rivalutazione del marco servì solo a stuzzicare l'appetito degli speculatori, la cui riflessione fu: ora che la Germania ha iniziato a modificare i tassi di cambio, il fenomeno potrebbe anche riproporsi. La rivalutazione del marco diede quindi il via a una massiccia ondata di movimenti di capitali e fece emergere qualche segnale di instabilità.

Gli esempi potrebbero moltiplicarsi all'infinito. Un caso esemplare si verificò nel 1983: in quell'anno, come si sa, con l'adozione da parte di Hong Kong di un *currency board*, fu istituito un tasso di cambio pari a 7,8 dollari di Hong Kong per un dollaro USA. Sulla base di una molteplicità di criteri si può affermare che quel sistema ha funzionato in modo egregio. Il *currency board*

adottato da Hong Kong fu gestito, sino al sopravvenire della crisi verificatasi alla fine degli anni '90, da tre banche commerciali. Poco prima di abbandonare la colonia, il Regno Unito aveva tuttavia istituito la Hong Kong Monetary Authority. I governi entrarono in campo provocando un parapiglia. La Hong Kong Monetary Authority, invece di attenersi ai rigidi principi del *currency board*, iniziò a parlare di un possibile sostegno a favore del mercato azionario locale. L'inevitabile incertezza sul tasso di cambio che ne seguì innescò nel territorio una leggera crisi, che tuttavia si risolse velocemente e senza causare danni permanenti. La fiducia nel tasso di cambio fisso venne ripristinata e, si spera, chi di dovere imparò la lezione.

#### **11. - Si realizzerà una unione monetaria tra i Paesi del G-3?**

Ora vorrei aggiungere qualcosa riguardo alla volatilità dei tassi di cambio, cui sono soggetti le principali aree valutarie. Che cosa si può fare per ovviare al problema? La questione sarebbe immediatamente risolta da una unione monetaria, di cui è bene considerare gli aspetti tecnici, tralasciando quelli di natura politica. Il nostro esame risulterà più semplice se iniziamo a considerare un'unione monetaria tra due paesi, ad esempio tra le aree del dollaro e dello yen, sebbene gli stessi principi sarebbero ugualmente validi per un'unione monetaria tra le aree del dollaro e dell'euro. Quali sarebbero, dunque, le fasi necessarie da attraversare per la creazione di un'unione monetaria tra Stati Uniti e Giappone?

Tralasciando gli aspetti politici della questione, un'unione monetaria tra le aree del dollaro e dello yen sarebbe molto più semplice da realizzare di quella istituita tra gli undici paesi dell'area dell'euro. Esaminando alcune delle opzioni disponibili, è possibile affermare che la strada più agevole sarebbe rappresentata dall'uso di una valuta già esistente. Supponiamo allora che il Giappone si dichiari disponibile all'adozione del dollaro: poiché le sue riserve di divise estere (per la maggior parte in valuta statunitense) ammontano a quasi 400 miliardi di dollari, il paese del Sol Levante non dovrebbe far altro che acquistare tutte le banconote

in yen in circolazione. La collettività dovrebbe quindi abituarsi a utilizzare la nuova unità di conto e per rendere più semplice il processo di adattamento mentale, potrebbe risultare pratica l'adozione di un tasso di cambio di 100 yen per un dollaro. Si passerebbe poi alla costituzione di un comitato paritetico tra Giappone e Stati Uniti cui verrebbe conferita l'autorità in materia di politiche monetarie, proprio come l'Open Market Committee statunitense oggi regola la politica monetaria negli USA. Successivamente, si dovrebbe concordare un comune livello di *target* inflazionistico e un metodo comune per la sua misurazione, sul modello dello *Harmonized Index of Consumer Prices (HICP)* di Eurostat. La fase seguente dovrebbe consistere in una formula per la suddivisione degli utili generati dal signoraggio (da ripartirsi probabilmente in misura proporzionale al PIL). Per finire, si potrebbe prendere in considerazione l'ipotesi di mettere in circolazione nuove banconote che rispecchino il carattere internazionale della nuova unione monetaria.

Alcuni ritengono che il differenziale tra i tassi di crescita potrebbe rappresentare un ostacolo all'unione monetaria. Cosa accadrebbe se la crescita degli Stati Uniti fosse superiore a quella del Giappone, come è in effetti avvenuto nel corso degli ultimi anni? L'impatto esercitato sul tasso di cambio reale da una tale evenienza dipenderebbe dal settore industriale maggiormente interessato dalla crescita: le aziende orientate verso il mercato interno e quelle che producono per l'esportazione. Nel primo caso i prezzi dei beni prodotti negli Stati Uniti dovrebbero ridursi rispetto a quelli fabbricati in Giappone, mentre nel secondo caso dovrebbe verificarsi l'opposto. Tali differenziali però difficilmente creerebbero problemi più seri di quelli esistenti tra la California e New York, o tra l'Illinois e la Louisiana.

Quali sarebbero i vantaggi offerti da una simile unione monetaria? In primo luogo i due paesi beneficerebbero di un sistema di determinazione dei prezzi assolutamente trasparente, che consentirebbe, alla cosiddetta "legge del prezzo unico", di esercitare un effetto di livellamento dei prezzi in vigore sia negli Stati Uniti che in Giappone. In secondo luogo, si verificherebbe una convergenza dei tassi di interesse, che probabilmente si atteste-

rebbero su una media degli attuali tassi di interesse di equilibrio, rettificata da una ponderazione proporzionale alle dimensioni dei rispettivi mercati. Infine, non si verificherebbe tra gli Stati Uniti e il Giappone alcun movimento di capitali speculativi, giacché gli *hedge funds* non attingerebbero più a questa fonte di instabilità, che costituisce per loro una vera e propria linfa. La politica macroeconomica del Giappone troverebbe infine il giusto indirizzo, in quanto il paese asiatico non godrebbe più della libertà d'azione che ha consentito di mettere in pratica l'erroneo *mix* di politiche economiche nel corso degli ultimi anni.

Un'unione monetaria basata su una valuta unica permette di illustrare meglio i vantaggi derivanti da un'unione monetaria in generale, sebbene da un punto di vista pratico ambedue i paesi potrebbero preferire di mantenere ciascuno la propria valuta nazionale. Gli Stati Uniti infatti potrebbero non essere disposti a rinunciare al dollaro, che oltre ad essere la valuta di maggior successo del Ventesimo secolo, attualmente rappresenta la realtà monetaria più importante a livello mondiale. Anche il Giappone potrebbe non essere disposto a rinunciare allo yen, soprattutto se gli Stati Uniti intendessero conservare il dollaro. Sarebbe comunque possibile realizzare un'unione monetaria composta da due valute, dove far confluire la maggior parte dei vantaggi offerti da un'unione monetaria imperniata su un'unica divisa. Tra le diverse strategie alternative percorribili, sarebbe meglio la più semplice: ossia poiché l'economia degli Stati Uniti è di dimensioni molto superiori a quella del Giappone, converrebbe utilizzare il dollaro come principale veicolo operativo e il Federal Reserve System come agente per la realizzazione dell'unione. Come ultimo e definitivo adempimento la Banca del Giappone dovrebbe stabilire il rapporto fisso di cambio con il dollaro. Supponendo ancora una volta, per praticità matematica, che 100 yen equivalgano a un dollaro USA, ovvero 1 yen sia pari a 1 centesimo di dollaro. Lo yen diverrebbe un'altra denominazione del dollaro. Il tasso di cambio dovrebbe essere fissato in modo irrevocabile e la Banca del Giappone dovrebbe, su semplice richiesta, acquistare e vendere dollari a 100 yen per un dollaro. I tassi di interesse dei due paesi convergerebbero.

Anche i tassi di cambio relativi ai contratti a termine sarebbero fissi. Si tratterebbe pertanto di un accordo permanente, in cui sarebbero presenti tutti i requisiti richiesti da un'unione monetaria fondata su un'unica divisa. Una corrispondenza intuitiva tra i valori matematici consentirebbe di salvaguardare il prezioso elemento della trasparenza, la facilità di computo e tutto quanto di buono ivi associato. Inoltre, i preposti alla politica monetaria sia della Banca del Giappone che degli Stati Uniti, vale a dire i membri dell'Open Market Committee, userebbero l'indispensabile e comune indice dei prezzi. La Fed acquisterebbe, qualora si rendesse necessario aumentare la massa monetaria, obbligazioni statunitensi o giapponesi. Il comitato per la politica monetaria formulerebbe le proprie politiche secondo quanto da esso ritenuto opportuno al fine di centrare gli obiettivi fissati sul piano dell'inflazione. Sarebbe altresì necessario raggiungere un'intesa sulla suddivisione dei profitti generati dal signoreggio, che dovrebbero probabilmente essere spartiti in misura proporzionale al PIL dei due paesi. Si realizzerebbe così un'unione monetaria basata su due valute, caratterizzata da tassi di cambio fissi e irrevocabili, che, agli effetti pratici, funzionerebbe esattamente come un'unione monetaria incentrata su un'unica divisa.

Quanto finora illustrato circa un'unione monetaria tra dollaro e yen sarebbe estendibile anche alla formazione di un'unione tra dollaro ed euro, oppure tra i paesi componenti l'intero G-3 (area dell'euro, Giappone e Stati Uniti). In realtà, le tre aree potrebbero seguire i principi delineati e ottenere alcuni dei vantaggi derivanti da un'unione monetaria, se non altro nel senso di un'attenuazione della volatilità dei tassi di cambio, persino senza un'unione formale. Rispetto a quello attuale, in un simile scenario, alle tre Banche Centrali sarebbe richiesto di accantonare il concetto, totalmente errato, dell'irrilevanza dei tassi di cambio. È questa infatti la principale differenza che verrebbe ad inserirsi rispetto agli attuali orientamenti. Già emergono segnali dai quali si intuisce che la Banca Centrale Europea comincia a rendersi conto che il protratto stato di debolezza dell'euro sta di fatto creando i presupposti per un incremento dei prezzi che in futuro sarà

più difficile ribaltare. Ad una maggiore attenzione rivolta alla individuazione dei *target* dei tassi di cambio dovrebbe corrispondere una maggiore attenzione al coordinamento delle politiche monetarie, onde garantire che il livello dei prezzi nei paesi componenti il G-3 rimanga sotto controllo.

## 12 - La crisi asiatica

La crisi valutaria della fine degli anni '90 è stata denominata la "crisi asiatica". Nel corso di una conferenza della Commissione del Gruppo di Studio dell'APEC svoltasi in Corea nel marzo del 2000, alla quale ho partecipato, ho avuto occasione di ascoltare una nuova espressione: la "Crisi asiatica e del FMI". Questa definizione necessita di una giustificazione. Si è trattato di una crisi asiatica? Si è trattato di una crisi indotta dal FMI? In precedenza, tra i fattori responsabili della crisi si è citata la rivalutazione del dollaro nei confronti dello yen. Tuttavia, la definizione "crisi asiatica" non piace, perché la crisi ha colpito solo alcuni paesi asiatici. Naturalmente, è corretto affermare che si è trattato di una crisi per Thailandia, Malesia, Indonesia e Corea del Sud, ma non per Singapore, Cina, Hong Kong, Taiwan e Giappone, fermo restando che nessun paese può rimanere completamente immune dagli avvenimenti che colpiscono i paesi limitrofi.

Che cosa avevano in comune le cinque economie che non sono state interessate dalla crisi? L'elemento comune non consisteva in un sistema di tassi di cambio fissi. Singapore, Taiwan e Giappone si erano prefissi un *target* inflazionistico, mentre la Cina dal 1994 sino a oggi ha utilizzato un tasso di cambio fisso delineato sul modello del *currency board*, naturalmente con l'aggiunta di controlli sui flussi di capitali. Hong Kong, infine, si era dotata di un tasso di cambio fisso.

Tutti i paesi sfuggiti alla crisi avevano quindi una caratteristica comune: un obiettivo di politica monetaria ben definito e specifico. Singapore utilizzava un paniere di valute (caratterizzato da ponderazioni non specificate), la cui funzione era pressoché assimilabile a quella di un indice per il raggiungimento di un

obiettivo inflazionistico. Hong Kong utilizzava un *currency board*<sup>8</sup>, mentre la Cina applicava un tasso di cambio fisso abbinato a controlli sugli scambi. Sia Taiwan che il Giappone utilizzavano, per la definizione dei rispettivi obiettivi, degli indici basati su panieri di merci.

Una seconda caratteristica comune a tutti questi paesi erano le riserve, molto consistenti, di valuta estera, che consentivano loro di non chiedere prestiti al FMI e di non dover accettare linee di condotta imposte dall'esterno. Ampie riserve di valuta estera in dotazione presso un paese rappresentano allo stesso tempo uno strumento di protezione e un ammonimento agli speculatori a non operare contro la valuta nazionale. Due principi sarebbero degni di essere incisi nella pietra: in primo luogo, è necessario stabilire obiettivi di politica monetaria definiti, espliciti e trasparenti; in secondo luogo, è essenziale disporre di riserve di valuta estera consistenti e, soprattutto, congrue rispetto al livello di indebitamento del paese. Elevati livelli di indebitamento richiedono la dotazione di riserve di valuta estera molto cospicue.

Si è trattato di una crisi indotta dal FMI? Il FMI aveva programmi attivati in ciascuno dei paesi nel pieno della crisi, ma era del tutto assente, o quasi, negli altri paesi. Tale elemento però non basta a stabilire un rapporto di causa-effetto... anche gli ospedali, dopo tutto, sono pieni di malati! È tuttavia possibile affermare che le politiche del FMI abbiano indotto ad abbandonare il punto di riferimento costituito dai tassi di cambio fissi, senza tuttavia proporre uno strumento alternativo altrettanto valido.

### **13. - Le aree valutarie in Asia**

È opportuno ora esaminare la questione delle aree valutarie in Asia. L'Asia necessita di una valuta comune? La risposta varia in funzione delle possibili alternative a un simile orientamento.

---

<sup>8</sup> È vero che Hong Kong si trovò in leggera difficoltà quando la Hong Kong Monetary Authority, da poco istituita, accennò ad abbandonare le regole del sistema per sostenere il mercato azionario, ma il duro colpo inflitto dalla speculazione proveniente dall'esterno convinse la stessa HKMA a ritomare sui propri passi.

Se l'unica alternativa fosse il sistema attuale, la risposta sarebbe affermativa, "l'Asia ha bisogno di una valuta comune": il sistema attuale, infatti, denota serie carenze. Se invece l'alternativa fosse rappresentata da una valuta globale, che sarebbe la soluzione ideale, la risposta sarebbe negativa: "l'Asia non ha bisogno di una valuta comune separata dalle altre".

Al fine di meglio comprendere le esigenze dell'Asia sotto il profilo della riorganizzazione valutaria, è necessario prima tracciare un quadro delle prospettive nel contesto della possibile evoluzione dell'economia mondiale. Un paio di anni fa in un mio articolo, pubblicato sul *Wall Street Journal*, delineai un piano per la realizzazione di una valuta mondiale, che avrebbe dovuto evolversi sulla base di una piattaforma costituita da un'unione monetaria tra le valute del G-3, vale a dire tra le aree del dollaro, dell'euro e dello yen. Si può ipotizzare di centrare questo obiettivo mettendo in atto le cinque fasi che hanno condotto alla realizzazione dell'area euro (senza la terza fase, in cui è prevista l'abolizione delle valute nazionali): 1) stabilire un comune obiettivo inflazionistico per l'area del G-3; 2) individuare un comune indice dei prezzi per misurare l'inflazione; 3) fissare irrevocabilmente i tassi di cambio; 4) formare un comitato per la politica monetaria deputato a definire la politica monetaria unica; 5) raggiungere un accordo, per la suddivisione dei profitti generati dal signoraggio. Dato l'elevato livello di convergenza tra i tassi inflazionistici delle tre aree valutarie, prendere decisioni di politica monetaria non dovrebbe essere più difficile di quanto lo sia per la Banca Centrale Europea all'interno dell'area euro. Qualora ciò fosse possibile, sarebbe relativamente semplice utilizzare il blocco dollaro-euro come piattaforma per una valuta mondiale realizzata dai paesi membri del FMI.

Sarebbero notevoli i vantaggi derivanti all'economia mondiale da una simile unione monetaria. Invece di dover fare i conti con l'instabilità dei tassi di cambio tra dollaro, euro e yen, il resto del mondo potrebbe disporre di un'ulteriore opzione: stabilizzare le proprie valute in rapporto alle dinamiche generali dell'economia mondiale.



Naturalmente esiste la possibilità, che alcuni definirebbero altamente improbabile, che gli Stati Uniti, i paesi membri dell'UEM e il Giappone riescano a raggiungere un accordo per la fissazione di tassi di cambio irrevocabili e per l'adozione di una politica monetaria comune. Sono ormai tramontati i tempi in cui le principali Banche Centrali credevano ciecamente, come se si trattasse di un dogma religioso, in un sistema monetario fondato su cambi fissi, come accadeva nel dopoguerra. La moda attuale, al contrario, impone di seguire l'orientamento opposto ed elogia gli atteggiamenti di benevolo disinteresse nei confronti dei tassi di cambio. Per tale ragione l'Asia, non potendo far conto su una riforma di ampio respiro, non dovrebbe accantonare la ricerca di alternative più realistiche all'interno del continente anche se a volte la ricerca della perfezione può impedire di scorgere possibilità di miglioramento più a portata di mano.

È proprio in tale contesto che la realizzazione di un'area valutaria asiatica si inserirebbe come soluzione più praticabile, anche se è bene precisare che non si sta parlando di una valuta unica per l'Asia. Parlando dell'auspicabilità di una valuta mondiale non ci si riferisce a una valuta unica. Poiché la diversità tra i concetti di valuta comune e di valuta unica ha già causato qualche difficoltà in altre sedi, è opportuno chiarire la differenza per evitare malintesi.

#### **14. - Unioni monetarie con una valuta unica e con più valute a confronto**

Mi riferisco ancora una volta al dibattito avuto con Milton Friedman dal titolo: *The Nobel Monetary Duel*. Nel corso dell'ultimo "scontro", Friedman mi ha criticato per aver perorato la creazione di una valuta unica mondiale. Però non ho mai proposto l'istituzione di una valuta unica per tutto il mondo, anzi ho più volte espresso l'opinione che questa soluzione darebbe origine a difficoltà. Qualora le condizioni politiche lo consentano, la soluzione ottimale e più equilibrata per tutti i paesi, purché di dimensioni sufficientemente grandi per farlo, consisterebbe nel

mantenere le rispettive valute nazionali, che dovrebbero tuttavia godere di piena convertibilità nella valuta mondiale.

Nell'economia mondiale ciascun paese dovrebbe mantenere la propria valuta, sarebbe necessario semplicemente fare in modo che le varie valute vengano prodotte come se si trattasse di un'unica valuta. A quale modello si ispirerebbe una simile strategia? Potremmo, ad esempio, rifarci al modello dell'unione monetaria tra Belgio e Lussemburgo, realizzata nel 1921. Il franco lussemburghese da allora ha continuato a coesistere a fianco di quello belga, ma la politica monetaria del Lussemburgo era, sino all'avvento dell'euro, determinata dal Belgio. Sebbene il Lussemburgo non avesse una propria politica monetaria indipendente esiste una ingente quantità di franchi lussemburghesi in circolazione, come del resto ogni tanto si vedono in giro sterline scozzesi a partire dall'*Atto di Unione* con il Regno Unito, siglato nel lontano 1706. Lo stato di equilibrio permarrà stabile sino a quando il livello di offerta di ciascuna valuta nazionale verrà tenuto al di sotto della relativa domanda globale al cambio prefissato, purché il margine sia abbastanza ampio da tenere alla larga la speculazione.

Per tornare all'argomento principale, l'Asia ha bisogno di una valuta comune, ma non di una valuta unica, in quanto non realizzabile o auspicabile per il continente stesso. Ciascuno Stato potrà mantenere la propria valuta, ma dovrà assicurarne la convertibilità nella valuta comune, la cui preparazione e gestione dovrebbero essere affidate a un consorzio composto dai relativi Stati membri. Una simile intesa sarebbe estremamente auspicabile per evitare il ripetersi della tempesta valutaria che si è abbattuta su diversi paesi asiatici nel 1997-1998, dalla quale un paese o due non si sono ancora ripresi.

Ricordate la conferenza del FMI svoltasi a Hong Kong nel settembre del 1997? A quel tempo il Giappone prospettò l'istituzione di un Fondo Monetario Asiatico, ma la proposta venne respinta con il concorso determinante del Dipartimento del Tesoro degli Stati Uniti. Forse prevalse il timore che un Fondo Monetario Asiatico avrebbe sottratto a Washington una parte del suo potere decisionale e che le decisioni prese altrove sarebbero state

peggiori di quelle elaborate nella capitale statunitense. Fu un vero peccato! La cosiddetta crisi asiatica si verificò appena qualche settimana dopo. Una risposta alla crisi messa a punto sotto gli auspici di una politica monetaria asiatica difficilmente poteva essere peggiore delle soluzioni dettate da Washington.

### **15. - Quale divisa potrebbe fungere da perno di ancoraggio per una valuta asiatica?**

Se è opportuna l'elaborazione di un piano (soluzione è una parola troppo forte) volto a creare una valuta asiatica, viene spontaneo chiedersi: Quale sarà la valuta? A quale divisa ancorarla? Come evidenziato in precedenza, il modello europeo di valuta unica in Asia non funzionerebbe, poiché una divisa unica necessita di un livello di integrazione politica molto elevato e in ogni caso molto superiore a quello esistente attualmente in Asia o in un prossimo futuro. La valuta asiatica dovrebbe consistere in una divisa comune parallela a quelle già esistenti, da utilizzarsi per gli scambi commerciali internazionali sia all'interno dell'Asia che con il resto del mondo.

Quale divisa potrebbe quindi fungere da perno di ancoraggio per la valuta asiatica parallela? Almeno per il periodo iniziale la nuova valuta dovrebbe appoggiarsi a una delle divise mondiali già esistenti. Le alternative disponibili sono rappresentate dal dollaro, dall'euro, e dallo yen. A queste ultime potrebbe forse aggiungersi il renmimbi, che però al momento non sarebbe adeguato allo scopo dato il suo attuale stato di valuta non convertibile. Qualora la crescita dell'economia cinese dovesse protrarsi con gli stessi ritmi registrati in passato, l'importanza del renmimbi non potrebbe che accrescersi in proporzione, ma l'uso di una divisa non convertibile come perno rappresenterebbe un passo indietro. Questa considerazione mette fuori gioco il renmimbi ancora per svariati anni.

Come si pone lo yen in questo scenario? L'economia giapponese, pur se afflitta, negli ultimi tempi da diversi problemi, dispone ancora di moltissime possibilità. Il Giappone, a livello mon-

diale, gode della più forte posizione creditoria che il paese ha saputo costruire grazie all'elevato tasso di risparmio, ciò gli consente saldi positivi di parte corrente della bilancia dei pagamenti, saldi costanti e molto consistenti. Il Giappone ha avuto più successo (o forse troppo successo!) rispetto a tutti gli altri paesi nel mantenere l'inflazione sotto controllo.

A fronte di questi vantaggi, tuttavia, la scelta dello yen come perno al quale ancorare il sistema evidenzia delle carenze molto rilevanti. Il Giappone non è ancora riuscito a mettere ordine nel suo sistema macroeconomico. La prima incognita è rappresentata dal grave stato di crisi in cui versa il settore bancario, un problema originato dall'eccessiva rivalutazione dello yen registrata sul finire degli anni '80. Il secondo fattore di debolezza è l'errato dosaggio delle politiche monetarie e fiscali, vale a dire una politica fiscale espansiva abbinata a un elevato grado di mobilità dei capitali e a tassi di cambio flessibili (una logica conseguenza del modello Mundell-Fleming!). La persistente tendenza dello yen ad apprezzarsi, riflessa dai tassi di interesse a lungo termine inferiori al 2%, costituisce un terzo problema correlato ai primi due. Sino a quando queste deficienze non saranno state colmate lo yen non si potrà utilizzare come perno di ancoraggio per un'area valutaria. Vi sono infine altre difficoltà, quale ad esempio la diffusa sensazione che il Giappone non abbia ancora chiuso i conti con il suo passato e con il ruolo svolto dal Paese nel secondo conflitto mondiale.

Poiché al momento l'euro non può rappresentare un serio pretendente al ruolo di divisa di ancoraggio per una valuta asiatica, non ci rimane che il dollaro o un paniere di divise comprendente dollaro, euro e yen. Tuttavia un paniere composto da tre valute potrebbe essere utile nel lungo periodo come unità di conto, ma non costituirebbe un valido veicolo di scambio: sino a quando dollaro, euro e yen continueranno a oscillare l'uno nei confronti dell'altro, infatti, il valore del paniere resterebbe di difficile determinazione. Tale metodologia non potrebbe perciò rappresentare una valida base alla quale ancorare le valute nazionali dei paesi asiatici.

Com'era inevitabile, non ci rimane che il dollaro. Agli attuali tassi di cambio il PIL statunitense è pari a quasi due volte e mez-

za quello del Giappone e a dieci volte quello cinese; il dollaro rappresenterebbe dunque un ottimo perno al quale ancorare le valute asiatiche. La Cina già utilizza il dollaro come ancoraggio valutario, analogamente alla Malesia e, naturalmente, a Hong Kong.

## **16 - Hong Kong: un caso particolare**

Il territorio di Hong Kong è diventato un importante elemento della scacchiera economica del Sud- Est asiatico, possiede il più-consistente mercato valutario dell'Asia dopo quello di Tokio. Ciononostante, la sua politica economica potrebbe ulteriormente migliorare, a tutto vantaggio dello stesso territorio di Hong Kong, della Cina continentale, del resto dell'Asia e dell'economia mondiale.

Pensando a una riforma per sostituire il dollaro di Hong Kong con il dollaro statunitense! Quali ne sarebbero i costi e i benefici?

Iniziamo da Hong Kong. Le banconote in circolazione a Hong Kong equivalgono a circa 100 miliardi di dollari in valuta locale. Per sostituirle, all'attuale tasso di cambio di 7,80 dollari di Hong Kong per 1 dollaro USA, sarebbero necessari circa 12 miliardi di dollari statunitensi. Le ampie riserve valutarie di cui Hong Kong dispone, pari a circa 100 miliardi di dollari, consentirebbero di finanziare l'operazione senza alcuna difficoltà. L'unico costo a carico di Hong Kong sarebbe rappresentato dalla rinuncia agli interessi percepiti sui 12 miliardi di dollari USA che entrerebbero in circolazione nel territorio. I vantaggi che Hong Kong otterrebbe dalla riforma sarebbero enormi: la popolazione di Hong Kong potrebbe immediatamente disporre della valuta più potente del mondo, la cui stabilità, che non ha nulla da invidiare a nessun'altra divisa, risale sino al secolo scorso. I tassi di interesse di Hong Kong scenderebbero al livello di quelli di New York, ma oltre a ciò il Paese continuerebbe ad avvantaggiarsi dal tasso di inflazione degli Stati Uniti, per di più rettificato da un secolare fattore di incremento della produttività. Hong Kong assumerebbe, da un giorno all'altro, la funzione di centro finanziario predominante sull'intera Asia.

Anche la Cina trarrebbe vantaggio da questi sviluppi. Il renminbi è ancorato al dollaro USA dal 1994. La Cina potrebbe disporre, praticamente vicino casa, di una regione che utilizzerebbe per moneta la valuta più potente del mondo, oltre ad avere accesso a un mercato dei capitali e a un centro finanziario di statura mondiale. La permanenza in vita del dollaro di Hong Kong per la Cina non riveste alcuna utilità. Altri vantaggi deriverebbero dalla nuova funzione di Hong Kong quale punto focale del Fondo Monetario Asiatico e del "dollaro asiatico".

L'esistenza di un grande centro finanziario, imperniato sul dollaro e caratterizzato dai tassi d'interesse del dollaro, apporterebbe immensi benefici al resto dell'Asia. La trasformazione della valuta di Hong Kong in un faro di stabilità per tutta l'Asia eserciterebbe rilevanti e benefici effetti sull'opera di riorganizzazione valutaria di tutto il pianeta.

Nel lungo periodo, l'istituzione in Asia di un'area valutaria imperniata sul dollaro, comprendente la Cina, Hong Kong e la maggior parte dei paesi asiatici, potrebbe essere utilizzata come piattaforma per la creazione di una valuta asiatica autonoma, cui sarebbe affidato il ruolo di unità di conto *standard* del futuro Fondo Asiatico.

## 17 - Aree valutarie e centri di potere

Le relazioni monetarie internazionali includono aspetti di natura economica e politica. Un'eventuale valuta asiatica non può nemmeno essere presa in considerazione in una situazione di vuoto politico. Si è già asserito che un'unione monetaria imperniata su una valuta unica non può aver luogo senza un'effettiva quantità di integrazione politica. L'unione monetaria dovrà quindi essere una zona di sicurezza, nel senso che tra gli Stati membri dovranno esistere rapporti di amicizia e l'eventualità di una guerra tra essi dovrà essere considerata come del tutto improbabile. Le stesse argomentazioni sono valide, seppure in misura minore, per la realizzazione di aree valutarie e di unioni monetarie comprendenti più divise.

Una delle condizioni necessarie per la realizzazione di un'unione monetaria in Europa è stata la fine dell'inimicizia tra la Francia e la Germania, che per duecento anni aveva reso difficili i loro rapporti. Sebbene non si possa affermare che l'Unione Europea goda di una stretta integrazione politica, la Commissione Europea dispone di notevoli poteri di governo, per non citare gruppi come l'ECOFIN e le periodiche riunioni tra i capi di Stato e di governo. Il livello di integrazione politica inoltre sta aumentando grazie alle pressioni dirette a realizzare un efficace sistema di istituzioni quando altri paesi, attualmente candidati, entreranno nell'Unione.

Il grado di integrazione politica dell'Asia è ancora ben lontano da quello dell'Europa, ma è sorprendente la rapidità con la quale esso potrà svilupparsi in presenza delle condizioni adatte. Allo stato dei fatti l'area valutaria che avrebbe maggiori probabilità di successo potrebbe inizialmente imperversarsi sul gruppo detto «APT» (ASEAN Più Tre), vale a dire i 10 paesi dell'ASEAN (recentemente allargata) più Giappone, Corea e Cina.

Un altro aspetto fondamentale riguardante la realizzazione delle aree valutarie è il sistema istituzionale che è fortemente influenzato dalle posizioni relative di potere degli Stati partecipanti. Risulta immediatamente evidente, ad esempio, che la proposta di una Unione Monetaria dell'America Settentrionale, composta dagli stessi paesi membri del NAFTA, sarebbe egemonizzata dagli Stati Uniti, la cui economia è almeno undici volte più grande di quella del Canada e venti volte più grande di quella del Messico. Il Mercosur è fortemente dominato dal Brasile (180 milioni di abitanti), cui fanno da contrappeso l'Argentina (35 milioni) e gli altri Stati, molto più piccoli, del Paraguay e dell'Uruguay.

Nella zona dell'APT il Giappone e la Cina, reciprocamente complementari per dimensioni sia politiche che economiche, costituiscono le due potenze predominanti. Dal punto di vista politico, il successo di un'area valutaria composta dai paesi dell'APT dipenderebbe in maniera decisiva dal grado di collaborazione che questi due paesi riuscirebbero a instaurare, nonché da quanto di buon grado gli altri undici accetterebbero le loro direttive.

Un elemento fondamentale di un'eventuale area valutaria APT

sarebbe costituito dalla scelta del perno d'ancoraggio. Per le ragioni precedentemente esposte, al momento attuale l'unica valuta che potrebbe ragionevolmente ricoprire questo ruolo è il dollaro USA. Le valute di Cina, Hong Kong e Malesia sono già ancorate al dollaro; qualora ad esse si aggiungesse anche lo yen giapponese, si potrebbe affermare che le fasi più critiche del processo di costituzione di un'area valutaria tra i paesi APT sarebbero già state superate<sup>9</sup>.

## 18 - Conclusioni

Esiste nell'economia planetaria una lacuna, un'esternalità, alle quali una valuta mondiale potrebbe porre rimedio. La realizzazione di una valuta mondiale, utilizzabile come unità di conto globale e come veicolo di scambio, rappresenterebbe un evento altamente auspicabile. A questa valuta dovrebbe essere conferito uno *status* giuridico, sanzionato da una *Costituzione mondiale*. Un'economia globale necessita di una valuta globale.

In base all'orientamento, delineato in precedenza, tale valuta mondiale dovrebbe essere realizzata imperniandola su divise già

---

<sup>9</sup> Sarebbe tuttavia un errore non rendersi conto che nel lungo periodo il dollaro stesso potrebbe non rappresentare più un perno di ancoraggio sicuro: l'ottima salute degli ultimi anni potrebbe infatti trasformarsi in debolezza. Le oscillazioni del dollaro nei confronti delle altre principali valute costituiscono, per le divise che si sono legate ad esso in via esclusiva, un problema di non poco conto. Nel corso degli ultimi 30 anni le oscillazioni del dollaro nei confronti dei Diritti Speciali di Prelievo (SDR) sono state massicce. Il tasso di cambio iniziale (1970) era di 1 a 1, ma nel 1980 era sceso a un livello medio minimo di 0,76 SDR per poi risalire a 0,98 SDR nel 1985. Il tasso di cambio, dopo essere disceso nel 1995 a 0,66 SDR in seguito a un'altra flessione, si è riportato a 0,99 SDR nel 2001. Sebbene la fissazione di un tasso stabile attorno al dollaro rappresenterebbe la soluzione migliore nel breve periodo, nel lungo periodo l'SDR potrebbe costituire un perno d'ancoraggio più efficiente. Le attuali ponderazioni del paniere SDR, comprendente quattro valute, sono le seguenti: dollaro 39%; euro = 32%; yen = 18%; sterlina = 11 %.

Qualora la situazione politica rendesse impraticabile un'area valutaria imperniata sul gruppo di paesi costituenti l'APT, un'alternativa potrebbe essere individuata nel più vasto ambito dell'APEC. Questo gruppo, che si è posto come obiettivo la costituzione di un qualche tipo di zona di libero scambio entro il 2015, si estende su tutto il bacino del Pacifico e comprende, tra gli altri, la Cina, il Giappone, gli Stati Uniti, la Russia, il Canada, l'Indonesia, il Messico, il Perù, l'Australia, la Nuova Zelanda e il Cile. Il PIL complessivo del gruppo è pari a oltre 22 miliardi di miliardi di dollari, vale a dire oltre metà del PIL mondiale.



esistenti, vale a dire le aree del dollaro, dell'euro e dello yen. Potremmo citare a tal fine gli SDR o diritti speciali di prelievo: si tratta di un paniere composto da queste tre valute e dalla sterlina britannica, le cui ponderazioni attuali attribuiscono il 39% al dollaro, il 32% all'euro, il 18% allo yen e l'11% alla sterlina. Le ponderazioni potrebbero essere rettificata in funzione dell'evoluzione dell'importanza delle varie valute, oppure qualora nuove valute acquistino rilevanza.

La convocazione di una conferenza monetaria internazionale sulla falsa riga di Bretton Woods potrebbe fornire il veicolo istituzionale per l'attuazione pratica delle nuove intese. Sarebbe tuttavia prematuro iniziare il processo di attuazione partendo proprio da queste intese. La conferenza di Bretton Woods del 1944 ebbe successo perché le linee guida del sistema erano già state elaborate in precedenza. L'obiettivo perseguito a Bretton Woods consisteva, principalmente, nella definizione dei dettagli istituzionali di una struttura già esistente, nonché ad ottenere l'adesione dalle potenze minori.

Il primo passo in ordine di priorità dovrebbe consistere nel rendere operative intese più stabili sui tassi di cambio. A tale obiettivo si potrebbe giungere mediante l'introduzione di ampie fasce di oscillazione disposte attorno a parità centrali rappresentate da tassi di cambio fissi tra yen e dollaro o tra dollaro ed euro, per poi restringerle entro i limiti che l'esperienza empirica indicherà come praticabili.

Non è necessario individuare immediatamente una soluzione comprendente tutte e tre le valute: un accordo che preveda un cambio fisso tra due valute costituirebbe per la terza valuta un incentivo a partecipare. Ad esempio, il cambio fisso tra yen e dollaro potrebbe dare impulso ad un'area valutaria APEC, il cui PIL ammonterebbe a 22.000 miliardi di dollari, e che potrebbe diventare un invitante perno di ancoraggio anche per l'euro.

A tempo debito, il direttivo del Fondo Monetario Internazionale potrebbe raggiungere un'intesa volta a utilizzare l'ampia area valutaria costituita tra dollaro, euro e yen come piattaforma sulla quale edificare un nuovo sistema monetario internazionale e una valuta globale.

