



Dipartimento di Impresa e Management

Cattedra di Storia Economica

**Origine e fine del sistema di Bretton Woods:  
perché i regimi a cambi fissi sono destinati al  
crollo**

RELATORE

*Prof. Federico  
Antellini Russo*

CANDIDATO

*Salvatore Martellucci  
Matr. 163991*

ANNO ACCADEMICO 2012/2013

*A Marisa, Maria e Salvatore.*

# Indice

Introduzione .....	4
1 Il sistema monetario di Bretton Woods .....	5
1.1 <i>Le origini degli accordi</i> .....	5
1.2 <i>I due piani proposti</i> .....	7
1.3 <i>La conferenza di Bretton Woods</i> .....	11
1.4 <i>Il sistema di Bretton Woods tra il 1946 ed il 1958</i> .....	15
1.5 <i>Il sistema di Bretton Woods tra il 1958 ed il 1973</i> .....	16
1.6 <i>Osservazioni finali</i> .....	20
2 La fine di Bretton Woods e le ragioni del crollo di un sistema a cambi fissi .....	22
2.1 <i>Le regole del gioco</i> .....	22
2.2 <i>Il problema delle n-1 variabili indipendenti</i> .....	25
2.3 <i>Il problema dell'aggiustamento e il dilemma di Meade</i> .....	34
2.4 <i>Osservazioni finali</i> .....	39
3 I cambi flessibili .....	41
3.1 <i>I primi anni dei tassi di cambio flessibili</i> .....	41
3.2 <i>Le ragioni a favore dei cambi flessibili</i> .....	45
3.3 <i>Il funzionamento dei cambi flessibili ed evidenze empiriche delle previsioni dei sostenitori</i> .....	54
Conclusione .....	57
Bibliografia .....	59

## Introduzione

Tra i principali strumenti di cui le autorità monetarie dispongono per determinare gli equilibri macroeconomici, il tasso di cambio merita un ruolo predominante. Data l'estrema importanza per il commercio estero e, quindi, per la domanda aggregata, nel corso della storia è spesso emersa l'opportunità di superare interessi localistici di breve periodo per trovare, piuttosto, degli accordi internazionali finalizzati a regolare le fluttuazioni del prezzo delle singole valute, attraverso la creazione di sistemi monetari.

Uno dei progetti più ambiziosi in questo senso è rappresentato dall'ordine monetario scaturito dagli accordi di Bretton Woods nel 1944.

L'obiettivo del presente lavoro è analizzare la natura del sistema monetario internazionale scaturito da quell'accordo e, attraverso di esso, dimostrare come un regime a cambi fissi fortemente asimmetrico sia, per sua intrinseca natura, legato a fili troppo sottili per non rischiare il crollo.

Nel primo capitolo viene tracciato il quadro generale attraverso le fasi salienti che condussero alla stipula dell'accordo, partendo dalle ragioni che portarono alla costruzione del meccanismo valutario fino al crollo.

Nel secondo capitolo sono individuate, da un punto di vista strettamente formale e tecnico, le ragioni che provocarono al collasso Bretton Woods per poi esaminare, in via generale, le debolezze connaturate ad un regime di cambi fissi, evidenziando, in particolar modo, il problema delle  $n-1$  variabili indipendenti, nonché il dilemma di Meade.

Il terzo ed ultimo capitolo richiama i vantaggi derivanti dall'utilizzo dei cambi flessibili, ovvero sia l'autonomia della politica monetaria, la simmetria, i tassi di cambio come stabilizzatori automatici e il raggiungimento dell'equilibrio esterno.

Il lavoro si conclude con una breve analisi empirica a prova di quanto affermato dai sostenitori dei cambi fluttuanti, evidenziando quali argomentazioni trovarono riscontro nei dati a partire dal 1973.

# Capitolo I

## Il sistema monetario di Bretton Woods

### 1.1 Le origini degli accordi

La letteratura economica è concorde nel sostenere che il requisito essenziale per lo sviluppo di un'economia moderna, fondata sull'interazione con le altre realtà economiche presenti nel globo o in una sua specifica area, sia l'utilizzo della moneta. La sua funzione di mezzo di pagamento ed unità di conto, sia nelle transazioni nazionali che in quelle internazionali, consente di evitare i problemi legati ad un'economia il cui commercio è organizzato nella forma del baratto<sup>1</sup>.

Poiché i vantaggi derivanti dall'uso della moneta come mezzo di pagamento e unità di conto sono evidenti sia nelle transazioni sopranazionali che nazionali<sup>2</sup>, ma l'introduzione di una sola moneta universalmente accettata nelle sue funzioni risulta assai problematica a livello internazionale<sup>3</sup>, nel corso della storia si sono susseguiti diversi sistemi monetari internazionali (ad esempio il *gold standard* tra il 1870-1914, il *gold exchange standard* del 1922 o ancora il *Sistema monetario europeo* del 1979), attraverso i quali i differenti Paesi hanno cercato di regolare il funzionamento delle proprie valute al fine di rendere più agevoli gli scambi commerciali e finanziari con l'estero.

Uno dei più importanti passaggi della storia in questo senso è rappresentato indubbiamente dall'introduzione del sistema di Bretton Woods, quando, ancor prima della conclusione formale della Seconda Guerra Mondiale, Stati Uniti e Gran Bretagna iniziarono a delineare un accordo che garantisse stabilità monetaria e crescita del commercio internazionale. Partendo dalle debolezze

---

<sup>1</sup> Il baratto è la forma più semplice e rudimentale di scambio, ma presenta intrinseche difficoltà. Il problema fondamentale è rappresentato dagli alti costi di ricerca della controparte che soddisfi la condizione di "doppia coincidenza dei bisogni". Altri problemi consistono nell'indivisibilità e nella deperibilità di molte merci che rendono poco agevole il commercio.

<sup>2</sup> Si consideri, a questo proposito, che: «James Tobin, premio Nobel per l'economia nel 1981, ha comparato l'utilità della moneta a quella del linguaggio: la moneta come il linguaggio è utile in quanto utilizzata da molte persone, quindi tanto maggiore è il numero di individui che utilizzano il linguaggio e la moneta, tanto maggiore è la loro utilità» (G.N. De Vito, C. Pietrobelli, E. Pugliese, *Economia. Casi pratici e teorici*, Apogeo Editore, Roma, 2007, p. 139).

<sup>3</sup> Cfr. P. De Grauwe, *Economia monetaria internazionale*, il Mulino, Bologna, 1997, p. 15.

intrinseche del *gold exchange standard* che ne avevano causato il fallimento<sup>4</sup>, il nuovo sistema doveva assicurare stabilità dei tassi di cambio, aggiustamento simmetrico tra i Paesi in surplus di bilancia dei pagamenti e quelli in deficit, impedire la possibilità di svalutazioni competitive a discapito degli altri Paesi e garantire gli equilibri macroeconomici interni indipendentemente da quelli esteri<sup>5</sup>. Dopo Bretton Woods, il sistema, nel complesso, ha sperimentato in senso lato, il passaggio dalla moneta merce alla moneta cartacea, la cosiddetta *fiat money*<sup>6</sup>, cioè la definitiva rottura del rapporto tra circolazione di moneta e riserva metallica volta a garantirne la convertibilità.

Gli accordi, inoltre, hanno determinato un nuovo assetto di *governance* internazionale: non solo è stata data origine ad alcune importanti istituzioni come il Fondo Monetario Internazionale e la Banca Mondiale<sup>7</sup>, ma è stato sancito il definitivo tramonto dell'egemonia finanziaria britannica a favore di quella statunitense. Tra i tre ordini monetari individuati da Robert Mundell, (romano-bizantino, *gold standard* e Bretton Woods), inoltre, solo quest'ultimo presenta la peculiarità di essere nato da un ambizioso accordo internazionale tra stati sovrani<sup>8</sup>.

---

<sup>4</sup> Le due principali debolezze del *gold exchange standard* furono il problema dell'aggiustamento e quello della liquidità. Riguardo al primo, mancava un meccanismo che permettesse un aggiustamento tra i Paesi in surplus e quelli in deficit della bilancia dei pagamenti, giacché i Paesi in disavanzo erano costretti a vedere diminuire le loro riserve auree. Per quanto concerne il problema della liquidità, invece, il sistema era troppo ancorato alle riserve auree e necessariamente vincolato alla scoperta di nuovi giacimenti. Questi problemi si ripresentarono in ogni caso anche dopo gli accordi di Bretton Woods.

<sup>5</sup> T. Bayoumi, B. Eichengreen, "*Macroeconomic adjustment under Bretton Woods and the post-Bretton-Woods float: an impulse-response analysis*", NBER working paper series, n.4169, settembre 1992.

<sup>6</sup> Cfr. F. Cesarano, *Gli Accordi di Bretton Woods*, Editori Laterza, Roma-Bari, 2001, p. 4.

<sup>7</sup> La Banca Mondiale è stata creata il 27 dicembre 1945 con il nome "Banca internazionale per la ricostruzione e lo sviluppo", dopo la firma dell'accordo di Bretton Woods, tra il 1° e il 22 luglio 1944.

<sup>8</sup> Scrive Mundell: «Un sistema è un aggregato di diverse entità unite da interazioni regolari che abbiano a che vedere con una qualche forma di controllo. Quando parliamo di sistema monetario internazionale ci riferiamo ai meccanismi che governano l'interazione tra Nazioni che praticano commercio, e in particolare l'interazione tra moneta e strumenti di credito utilizzati da comunità nazionali nei mercati di cambio estero, di capitali e beni. Il controllo viene esercitato attraverso politiche nazionali interagenti fra loro in quella forma libera di supervisione che chiamiamo cooperazione. Un ordine, in quanto distinto da un sistema, rappresenta la struttura e l'ambito all'interno del quale il sistema stesso opera. E' un impianto di leggi, convenzioni, regolamenti, norme che stabiliscono la messa in opera del sistema (...). Un ordine monetario sta ad un sistema come una costituzione sta ad un sistema politico o elettorale. Possiamo pensare ad un sistema monetario come al *modus operandi* di un ordine monetario» (R.A. Mundell, *The Future of the International Financial System*, citato in F. Cesarano, op. cit., p. 5).

In definitiva, dunque, già da queste prime batture si evince l'importanza dell'assetto monetario internazionale che è stato raggiunto nell'immediato dopoguerra, ragion per cui prima di iniziare qualsiasi riflessione sui tassi di cambio e regimi monetari ottimali, appare opportuno e propedeutico ripercorrere le principali fasi degli accordi di Bretton Woods, dalla nascita al crollo, per tracciarne il funzionamento.

## 1.2 I due piani proposti

Come evidenziato in precedenza, gli accordi di Bretton Woods rappresentarono il momento di riscatto rispetto all'insoddisfacente esperienza del primo dopoguerra, che aveva portato al collasso del *gold exchange standard*.

L'obiettivo a cui miravano le proposte avanzate da Stati Uniti e Regno Unito, punti di partenza dell'architettura monetaria introdotta dai negoziati, era duplice e ampiamente condiviso dalle due potenze. Si trattava, infatti, da un lato di ricostruire il sistema di scambi internazionali che le politiche protezionistiche degli anni Trenta<sup>9</sup> avevano pesantemente neutralizzato, dall'altro si sentiva la necessità di creare un impianto di regole che permettesse di evitare il ripetersi di una simile situazione<sup>10</sup>, in modo tale da salvaguardare il commercio internazionale. Tuttavia se l'individuazione di un obiettivo condiviso fu del tutto pacifica in quell'occasione, meno pacifica fu l'identificazione di una strategia idonea per raggiungerlo. Infatti la divergenza di interessi di Stati Uniti e Regno Unito si concretizzava di fatto in differenti visioni sul sistema monetario da adottare: i primi si trovavano in condizioni particolarmente favorevoli dal punto di vista economico e volevano rivalutare le abbondanti riserve auree di cui

---

<sup>9</sup> Il protezionismo di quegli anni fu uno degli effetti più vistosi della crisi del '29. Se si considera il ruolo che la sovrapproduzione ebbe nel determinarla, si comprende come le politiche protezionistiche furono un chiaro tentativo di salvare gli apparati produttivi nazionali. Il commercio internazionale passò infatti da 5.350 milioni di dollari nel gennaio del 1929 a 1.785 milioni nel 1933.

<sup>10</sup> Una buona stabilità dei tassi di cambio rappresenta uno dei presupposti, sebbene non l'unico, per evitare l'adozione di politiche protezionistiche. Eichengreen scrive a riguardo della crisi finanziaria del 2007: «*La paura è adesso che una guerra valutaria, con i dazi e le ritorsioni che ne conseguono, possa creare scompiglio nel sistema di scambi internazionali a un livello paragonabile a quello raggiunto negli anni 30. Ci sono buone ragioni per preoccuparsi, visto che l'esperienza degli anni 30 ci insegna che le controversie sui tassi di cambio possono essere ancora più pericolose delle crisi economiche nel generare spinte inflazionistiche*» (B. Eichengreen, "Protezionismo? Film anni 30", Il Sole 24 Ore, 16 ottobre 2010).

disponevano, oltre che conferire al dollaro il ruolo di riserva mondiale<sup>11</sup>; la Gran Bretagna, invece, vedeva il suo ruolo drasticamente ridimensionato tanto che alla fine del conflitto risultava debitore netto e quindi puntava alla creazione di nuovi mezzi liquidi per i pagamenti internazionali. Di fatto, dunque, si fronteggiarono due piani operativi che rispondevano alle diverse esigenze dei due Paesi: il “piano White” per gli Stati Uniti e il “piano Keynes” per la Gran Bretagna.

Il progetto avanzato dall'economista inglese Keynes<sup>12</sup> teneva in considerazione la penuria di riserve auree e di dollari endemica dei Paesi europei e dunque si poneva come obiettivo primario quello di garantire un'adeguata liquidità internazionale per tutte le Nazioni aderenti al sistema, in modo tale da assicurare una crescita economica stabile. In sostanza l'idea era di incentivare il commercio sopranazionale per mezzo di riserve cuscinetto rese disponibili grazie alla creazione di una camera di compensazione internazionale, l'*International Clearing Union*<sup>13</sup>. La peculiarità del piano presentato da Keynes era rappresentata dalla creazione di una nuova moneta internazionale, il cosiddetto *Bancor*, emessa e gestita dalla stessa camera di compensazione ed il cui valore era ancorato ad una parità fissa in termini di oro. In questo modo si formava un meccanismo di aggiustamento automatico degli squilibri fondamentali tra Paesi grazie ad un sistema multilaterale di compensazione che permetteva la correzione tra saldi debitori e saldi creditori.

In definitiva gli istituti di emissione dei Paesi aderenti all'ordine monetario ideato da Keynes dovevano partecipare alla formazione dell'ICU tramite conferimenti di attività domestiche, riserve auree e riserve valutarie e i conti tra i Paesi potevano essere regolati per mezzo di un aumento o una diminuzione della posizione aperta denominata in *Bancor* presso la camera di

---

<sup>11</sup> Quando una valuta assume il ruolo di riserva internazionale gode di importanti benefici. Essa consente al Paese di emissione di acquistare prodotti sul mercato mondiale ad un prezzo migliore rispetto ad altre nazioni, poiché si evitano i costi di transazione, essendo quella divisa generalmente accettata nei pagamenti internazionali. Inoltre, consente anche al governo di prendere in prestito denaro a condizioni più vantaggiose, poiché ci sarà un mercato più ampio per quella valuta.

<sup>12</sup> Il nome originale del piano contenuto in un memorandum del 1941 era “*Proposals for an International Currency Union*”.

<sup>13</sup> Detta *International Clearing Union* (ICU), A. Comba, *Il neoliberalismo internazionale, strutture giuridiche a dimensione mondiale dagli accordi di Bretton Woods all'Organizzazione Mondiale del Commercio*, Giuffrè Editore, Milano, 1995, p. 32.

compensazione. Un Paese con un saldo positivo della bilancia di pagamenti vedeva migliorata la sua posizione creditizia e di riflesso un Paese in deficit vedeva diminuire le sue attività depositate nella ICU. Inoltre la camera di compensazione erogava prestiti nei confronti di quei Paesi la cui posizione netta in *Bancor* fosse risultata negativa<sup>14</sup>.

In questo modo le crisi temporanee della bilancia dei pagamenti potevano essere superate grazie alle linee di credito accordate dall'ICU: i Paesi in deficit venivano finanziati da quelli in surplus, per mezzo della camera di compensazione e pagavano a quest'ultimi un interesse. Chiaramente il tasso di interesse era positivamente correlato alla quantità di indebitamento, in maniera tale da disincentivare i Paesi a mantenere un saldo della bilancia dei pagamenti negativo consistente e per un periodo di tempo troppo esteso. Inoltre il piano di Keynes prevedeva anche la possibilità di svalutazione nel caso in cui il deficit della bilancia dei pagamenti non rispondesse a dinamiche di breve periodo ma fosse stato strutturale. Ai Paesi creditori veniva invece imposta una politica di espansione del credito, la rivalutazione della valuta nazionale e la riduzione dei dazi sull'importazione. Il sistema di Keynes era completato da controlli sui flussi di capitali, che potevano generare pericolosi processi speculativi destabilizzanti, sia in entrata che in uscita<sup>15</sup>.

La proposta di White, che tentava di tutelare gli interessi degli Stati Uniti in particolar modo cercando di rivalutare le abbondanti riserve auree di cui disponevano e di conferire al dollaro il ruolo di riserva mondiale, prevedeva un ritorno al *gold exchange standard*, ove la convertibilità dei biglietti non avveniva in oro ma contro valute di rilievo, tra le quali sicuramente il dollaro. In particolare, l'economista statunitense cercò di focalizzarsi sulla stabilità dei

---

<sup>14</sup> La modalità di finanziamento viene definita *overdraft* e corrisponde ad una specie di scoperto in conto corrente.

<sup>15</sup> Già nel memorandum del 1941 Keynes aveva individuato i punti cardine del suo futuro piano: "Le banche centrali nazionali depositano le riserve presso una *International Clearing Bank*, le cui funzioni sono quelle tipiche di una banca centrale, pur potendo introdurre controlli valutari sulle operazioni dei residenti, e in particolare sui movimenti di capitale, devono rendere disponibile il proprio saldo attivo a favore di altre banche centrali. Vigè un cambio fisso con la moneta emessa dalla *clearing bank*, definita in oro; le banche centrali hanno la facoltà di versare oro nel loro *clearing account* ma non di ritirarlo. A ciascuna banca è assegnata una quota il cui ammontare fissa il tetto allo scoperto di conto che è, comunque, soggetto a limiti; in caso di sconfinamento, il Paese può svalutare fino al cinque per cento o essere obbligato a farlo in determinati casi.", (F. Cesarano, op. cit.).

cambi piuttosto che sulla fornitura di liquidità internazionale al sistema, argomento che invece era molto caro a Keynes.

White, nell'architettura monetaria messa a punto, prevedeva la creazione del cosiddetto *United Nations Stabilization Fund*<sup>16</sup> cui ogni Nazione partecipava per una quota di 5 miliardi suddivisa tra oro e valuta nazionale.

La parità dei tassi di cambio era fissata con un'unità di conto internazionale definita *unitas*<sup>17</sup> e ogni Paese aderente al sistema era responsabile del suo mantenimento. In caso di squilibrio fondamentale della bilancia dei pagamenti che non rispondeva a logiche di breve periodo, ogni Nazione poteva procedere ad una svalutazione della propria moneta, ma non prima di averne dato comunicazione e aver ottenuto l'autorizzazione dai restanti Membri del sistema. Per una svalutazione che non superasse il 10%, tuttavia, era sufficiente una semplice comunicazione al fondo, mentre svalutazioni di portata maggiore dovevano essere approvate per mezzo di una votazione che richiedeva la maggioranza qualificata dei Membri (i  $\frac{3}{4}$  dei Paesi aderenti). Anche in questo caso, come per l'ICU ideato da Keynes, il fondo garantiva l'erogazione di prestiti a tutti i Paesi che presentavano una momentanea carenza di liquidità. La differenza però stava nel fatto che il tetto massimo che poteva essere erogato ammontava alla quota che già era stata conferita nel fondo dai diversi istituti centrali. Era inoltre previsto un sistema di penalizzazioni volto a disincentivare i Paesi con una notevole esposizione debitoria.<sup>18</sup>

In sostanza sebbene i due piani si proponessero la creazione di un sistema a cambi fissi capace di ridurre i costi di aggiustamento degli squilibri fondamentali grazie al coinvolgimento dei Paesi creditori, diversi erano i mezzi che venivano utilizzati e le visioni sottese di sviluppo: nel caso del piano Keynes, la necessità di rendere liquido e fluido il sistema internazionale; nel caso di White, la stabilità.

---

<sup>16</sup> M.G. De Vries, J.K. Horsefield, *"The International Monetary Fund, 1945-1965: Twenty Years of International Monetary Cooperation"*, International Monetary Fund, Washington D.C., september 1969, p. 37.

<sup>17</sup> Una unità di conto internazionale corrispondeva a 10 dollari.

<sup>18</sup> M.D. Bordo, *"The Bretton Woods International Monetary system: A historical overview"* in M.D. Bordo, B. Eichengreen, *"A Retrospective on Bretton Woods System"*, The University of Chicago Press, Chicago and London, 1993, p. 33.

Il piano di White, seguendo un approccio più tradizionale, appariva dunque molto più conservativo se confrontato con quello di Keynes, giudicato troppo rivoluzionario a quel tempo. Non stupisce dunque se gli accordi di Bretton Woods si ispirarono prevalentemente alle tesi avanzate da White e il risultato finale raggiunto non fu certamente indifferente al peso politico ed economico degli Stati Uniti<sup>19</sup>.

### 1.3 La conferenza di Bretton Woods

Il 22 luglio 1944 si raggiunse un compromesso, sintesi dei due piani originariamente previsti, sfociato nel *Articles of agreement of the international monetary fund*. La maggiore forza contrattuale degli Stati Uniti, emersa sin dall'inizio del negoziato, portò ad attribuire alle istanze della delegazione americana un peso preponderante. La linea progressista di Keynes venne bocciata in particolar modo per quanto concerneva l'ICU, il *Bancor*, il sistema dell'*overdraft*<sup>20</sup>, nonché la fornitura di liquidità al sistema. In realtà, più che di una bocciatura delle idee keynesiane, si trattò di una ridefinizione dei rapporti di forza tra Stati Uniti e Gran Bretagna.

Bisognava prima di tutto creare un istituto che incoraggiasse la cooperazione monetaria a livello internazionale e che eliminasse gli strascichi postbellici che limitavano gli scambi internazionali.

I punti fondamentali della nuova architettura monetaria furono: la determinazione della parità tra le varie valute, il sistema multilaterale dei pagamenti, la creazione del *Fondo Monetario Internazionale* (FMI) al cui capitale

---

<sup>19</sup> Spesso sulla preponderanza delle tesi americane su quelle britanniche nell'accordo finale si incorre in eccessive riduzioni. Boughton scrive a riguardo: "The conventional wisdom about Bretton Woods is that the British, led by the greatest economist of the twentieth century, had the right ideas about how to design the institutions that would shape the international monetary system after the war. The Americans, however, had the economic power, and they used that power to control the outcome. Like all the oversimplifications, this one has a certain credibility, but it is far from conveying the full story", (J.M. Boughton, "*Why White and not Keynes? Inventing the Postwar international monetary system*", IMF working papers, n. 52, 2002, p. 3).

<sup>20</sup> Il sistema dell'*overdraft* corrisponde ad uno scoperto di conto corrente. Secondo l'originale piano ideato da Keynes, questo meccanismo doveva permettere di compensare lo squilibrio ai Paesi in deficit, grazie ad un credito accordato dalla camera di compensazione.

doveva partecipare ciascun Paese, la gestione delle risorse del Fondo, i poteri e l'organizzazione di quest'ultimo.

Le valute nazionali dei Paesi Membri dovevano essere convertibili ad un prezzo fisso tra di esse e ad un tasso di parità con il dollaro, solo quest'ultimo, posto al centro del sistema, poteva essere convertito in oro. Inoltre, dato il tasso di cambio ufficiale, i Paesi aderenti erano chiamati a mantenerlo nel tempo entro una banda di oscillazione di  $\pm 1\%$ . La parità poteva essere modificata a discrezione del membro se di importo inferiore al 10% in valore assoluto e previa comunicazione alle altre Nazioni aderenti, in ogni altro caso doveva essere ratificata dal Fondo. In caso di svalutazione unilaterale e non autorizzata si incorreva nell'impossibilità di accedere ai prestiti del Fondo Monetario e portare nei casi più gravi finanche all'espulsione<sup>21</sup>.

Sebbene il funzionamento del sistema non fosse stato esplicitato nell'accordo originario, esso operava attraverso un duplice meccanismo: gli Stati Uniti si impegnavano a mantenere la parità fissa tra dollaro ed oro, mentre le Nazioni aderenti si impegnavano a mantenere fisso il tasso di cambio tra la loro valuta e quella statunitense. I Paesi in deficit, inoltre, potevano coprire il disavanzo con le proprie riserve o con quelle del Fondo e di riflesso, i Paesi in surplus accumulavano riserve o riacquistavano la propria valuta dal Fondo stesso.

Una clausola dell'accordo imponeva di mantenere la convertibilità della moneta ai fini delle transazioni commerciali e permetteva l'introduzione di sistemi di controlli sui flussi di capitali in entrata ed in uscita.

A proposito delle risorse del Fondo e della loro gestione, il capitale totale ammontava a 8,8 miliardi di dollari e i Paesi aderenti erano chiamati a conferire risorse in forma di valuta nazionale per il 75% e di oro per il restante 25%<sup>22</sup>. Queste stesse risorse potevano, quindi, essere richieste dai Membri in caso di momentanei squilibri fondamentali della bilancia dei pagamenti, ferma restando per il Fondo la facoltà di decidere con quale valuta dovesse avvenire la

---

<sup>21</sup> Inoltre poteva essere modificata la parità di tutte le valute rispetto all'oro ma doveva essere ratificata da una maggioranza qualificata ed approvata da tutti i Membri con quote nel Fondo superiori al 10%.

<sup>22</sup> M.D. Bordo, op. cit..

restituzione<sup>23</sup>.

Nell'esercizio delle sue attività, venivano riconosciuti al Fondo una serie di poteri e di capacità d'intervento fino alla possibilità di sanzionare i Paesi aderenti in caso di inosservanza degli obblighi previsti. In particolare, il Fondo Monetario, nonostante avesse scarso potere decisionale sulla politica fiscale interna ai Paesi, era chiamato a decidere su questioni sovranazionali che riguardavano modifiche dei tassi ufficiali di cambio, controlli sui tassi di cambio, dichiarazione di estromissione di un Paese dalle risorse del Fondo, dichiarazione di una valuta scarsa e di un suo razionamento, erogazione di prestiti e modalità di regolazione ed estromissione di una Nazione dall'organizzazione. Fulcro dell'organizzazione del Fondo era il consiglio, al quale spettava pressappoco la totalità delle decisioni. Il consiglio era formato dai rappresentanti dei Paesi Membri e nel caso di votazione il numero di voti era proporzionale alla quota detenuta e dunque alla dimensione economica del Paese rappresentato.

Nonostante il compromesso raggiunto, definito da Keynes "il cane bastardo", celasse la sconfitta delle posizioni prese dall'economista inglese, bisogna ammettere che l'accordo non disdegnasse alcune posizioni keynesiane. Sia White che Keynes, d'altronde, vedevano di buon occhio l'utilizzo di politiche economiche volte a correggere andamenti negativi del ciclo economico e puntavano al perseguimento della piena occupazione.

Alla fine dei negoziati, comunque, le posizioni assunte dagli economisti nei confronti del progetto furono allo stesso tempo negative e positive.

C'era, infatti, chi come Henry Calvert Simons che vedeva il Fondo come un possibile sistema di coordinamento tra le politiche monetarie dei Paesi aderenti, con il solo accorgimento che la stabilità del potere d'acquisto del dollaro era la *conditio sine qua* per il suo normale funzionamento<sup>24</sup>.

C'era anche chi, come Jacob Viner, che pur non assumendo una posizione netta sul risultato degli accordi, riteneva quel tipo di riforma monetaria necessaria

---

<sup>23</sup> Nel caso in cui il Fondo stesse esaurendo le riserve di determinate valute delle quali non riusciva a sostenere la domanda, poteva decidere di razionarne l'uso nell'erogazione di prestiti.

<sup>24</sup> H. C. Simon, "The Future International Position of the United States as Affected by the Fund and Bank. Discussion", American Economic Review Papers and Proceedings, Vol. 35 n.2, 1945, pp.294-296.

indipendentemente da quale direzione prendesse<sup>25</sup>.

Infine, tra i giudizi positivi sul sistema di Bretton Woods, va sicuramente evidenziato quello di Ragnar Nurkse, il quale affermava che i disequilibri macroeconomici interni ed esterni potevano essere conciliati grazie all'utilizzo del Fondo se di carattere transitorio, in alternativa tramite modifiche del tasso ufficiale di cambio se di natura strutturale.<sup>26</sup>

Non mancarono, tuttavia, economisti più scettici circa l'effettivo funzionamento del sistema monetario messo a punto. Frank Graham, con una certa lungimiranza tra l'altro, avvertiva circa l'impossibilità di armonizzazione tra regime a cambi fissi e autonomia della politica monetaria dei singoli Paesi. Infatti, l'economista riteneva che in mancanza di coordinamento tra le politiche economiche dei Membri, il sistema fosse destinato al collasso.<sup>27</sup>

Per completezza, è opportuno ricordare che gli accordi di Bretton Woods, inoltre, condussero anche all'istituzione di altre istituzioni multilaterali oltre al Fondo Monetario Internazionale, finalizzate a completarne l'azione:

*«Nello stesso anno venne creata la Banca internazionale per la ricostruzione e lo sviluppo (BIRS), anch'essa con sede nella capitale statunitense, ma con scopi alquanto diversi. La banca, istituto di credito mobiliare, oltre agli aiuti che poteva concedere mediante prestiti per la ricostruzione e lo sviluppo delle economie degli Stati Membri toccati da eventi bellici, era destinata anche a promuovere e a finanziare progetti di interesse generale nell'ipotesi in cui fosse mancato l'apporto dell'iniziativa privata. A completare infine l'opera di ricostruzione dei rapporti internazionali veniva istituito nel 1947 a Ginevra uno strumento più diretto a facilitare l'espansione dei commerci, l'Accordo generale sulle tariffe e sul commercio (GATT), il quale, adottando la clausola della Nazione più favorita, si proponeva appunto un'applicazione più ampia delle compensazioni multilaterali e la progressiva riduzione delle barriere doganali».*<sup>28</sup>

---

<sup>25</sup> J. Viner, *Commercio Internazionale e Sviluppo Economico. Saggi di Economia Internazionale*, Utet, Torino, 1957.

<sup>26</sup> R. Nurkse, "International Monetary Policy and the Search for Economic Stability", *American Economic Review Paper and Proceedings*, Vol. 37 n.2, 1947, pp.569-80.

<sup>27</sup> F. D. Graham, "The Cause and the Cure of Dollar shortage", *Essays in International Finance* Princeton University Press, n.10, 1949.

<sup>28</sup> F. Assante, M. Colonna, G. Di Taranto, G. Lo Giudice, *Storia dell'economia mondiale*, Monduzzi Editore, Bologna, 2010, p. 226.

## 1.4 Il sistema di Bretton Woods tra il 1946 ed il 1958

All'indomani del negoziato di Bretton Woods il sistema non divenne subito operativo, o per lo meno non iniziò a funzionare a pieno regime, principalmente a causa delle condizioni postbelliche in cui versavano i Paesi europei.

Il periodo in questione fu caratterizzato, infatti, dalla pre-convertibilità delle valute e fu sicuramente uno dei periodi più bui del funzionamento del sistema.

In particolare, ciò che ostacolava l'attuazione del meccanismo previsto negli accordi era il profondo indebitamento dei Paesi europei e specularmente il forte surplus degli Stati Uniti, essendo l'unico Paese il cui apparato produttivo restava pressoché intatto. Nel 1947, infatti, il deficit delle Nazioni aderenti raggiungeva l'astronomica cifra di 60 miliardi, cifra che corrispondeva al surplus che gli Stati Uniti vantavano nei confronti dei paesi industrializzati. In sostanza tutto ciò si traduceva in una penuria di dollari sul mercato, essendo questa l'unica moneta convertibile in oro, ed una corrispondente carenza di liquidità nel sistema<sup>29</sup>.

Si decise dunque di porre rimedio tramite l'attuazione del celebre *Piano Marshall*<sup>30</sup>, il quale puntava a fornire ai Paesi europei tutti i capitali necessari alla ricostruzione dei rispettivi apparati industriali. Si aspirava a ripristinare la capacità produttiva a quella precedente gli eventi bellici poiché solo in questo caso i Membri dell'Europa Occidentale potevano ambire a riportare la propria bilancia dei pagamenti in surplus, condizione necessaria e sufficiente per poter ricostituire le proprie riserve di dollari e dar quindi vita al funzionamento del sistema.

Alan S. Milward parla di circa 15 miliardi di dollari che tra il 1948 ed il 1951 si diressero verso l'Europa<sup>31</sup>, capitali che appunto servivano per ripristinare la capacità di esportazione dei Paesi europei<sup>32</sup>.

Ma i problemi non si riducevano alla sola questione del deficit di queste Nazioni

---

<sup>29</sup> M.D. Bordo, op. cit..

<sup>30</sup> Denominato ufficialmente *European recovery program*, (E.R.P.).

<sup>31</sup> A.S. Milward, *The Reconstruction of Western Europe, 1945-51*, Routledge, London, 1992, p. 71.

<sup>32</sup> Gli aiuti del Piano Marshall furono indirizzati principalmente verso Regno Unito, Francia, Rep. Fed. Tedesca, Italia e Olanda. Il Piano prevedeva un finanziamento quadriennale dei Paesi colpiti dalla Seconda Guerra Mondiale e miravano a ricostruire le infrastrutture nonché gli apparati industriali al fine di garantire la ripresa del commercio internazionale. Sul totale degli aiuti, il 33% fu destinato alle materie prime, agli alimentari e ai fertilizzanti il 29%, alle macchine e ai veicoli il 17% al carburante il 16% mentre il 5% veniva destinato ad altri prodotti. Ogni governo godeva disponeva dell'86% del prestito a titolo gratuito e del restante 14% a titolo di prestito.

ed al surplus degli Stati Uniti. C'era di più. La seconda situazione controversa, infatti, era rappresentata dal fatto che i tassi ufficiali di parità erano stati decisi in considerazione di quelli prebellici. In questo modo, lo stato già precario della bilancia dei pagamenti dei Membri europei era ulteriormente inasprito dalle valute che risultavano troppo rivalutate e anacronistiche impedendo la crescita delle esportazioni. Si dovette, quindi, procedere con la svalutazione delle principali valute in maniera tale da renderle più adatte ai tempi. I due esempi, per certi versi più clamorosi, furono quello britannico e canadese rispettivamente negli anni 1949-1950. Nel primo caso, infatti, la svalutazione della sterlina portò il suo valore da 4,08 a 2,8 dollari contro una sterlina. Veniva quindi abbandonata qualsiasi aspirazione di elevare nuovamente la piazza londinese e la sterlina ad un ruolo primario nel mondo; il dollaro aveva ormai soppiantato la valuta inglese nelle transazioni internazionali. Nel caso canadese, invece, si passò per un breve periodo ad un vero e proprio regime di cambi fluttuanti.

Nel 1958, dunque, si erano creati tutti quei presupposti per passare alla piena convertibilità, giacché la produttività dei Paesi europei era aumentata del 40% e si era finalmente riuscito a ritrovare il surplus delle partite correnti<sup>33</sup>. Possiamo concludere che il *Piano Marshall* diede il contributo decisivo al raggiungimento di questi risultati.

### **1.5 Il sistema di Bretton Woods tra il 1958 ed il 1973**

Il sistema di Bretton Woods, quindi, non entrò effettivamente in vigore fino al 1959. Durante il periodo 1945-58, infatti, le autorità monetarie applicarono solo un aspetto della regola di convertibilità: si impegnavano, cioè, a mantenere fisso il prezzo al quale acquistare e vendere le valute estere, ma di fatto gli agenti economici non potevano eseguire liberamente transazioni sul mercato

---

<sup>33</sup> Il motivo per il quale si giunse alla convertibilità solo nel 1958, fu che nelle fasi iniziali di funzionamento i Paesi europei (ma anche il Giappone) presentavano un saldo negativo della bilancia di pagamenti, a contrario degli Stati Uniti. Questa situazione determinava una penuria di dollari sul mercato ed una conseguente scarsità di liquidità. Solamente dopo la ricostruzione degli apparati industriali i Paesi aderenti furono in grado di riportare la bilancia in surplus e a dar vita alla fase di pieno funzionamento del sistema. Inoltre nel 1958 il ruolo di valuta leader del dollaro venne definitivamente sancito. (M.D. Bordo, op. cit., p.49).

valutario. Nel dicembre del 1958, dopo che si erano formate tutte le premesse richiamate nel paragrafo precedente, si passò alla fase di piena convertibilità. Gli Stati Uniti si impegnavano a mantenere la convertibilità del dollaro ad un tasso di parità con l'oro, fissato a 35 USD l'oncia. D'altro canto, i singoli paesi si impegnavano a mantenere il tasso fisso della propria valuta con il dollaro e nel frattempo la banda di oscillazione inizialmente prevista dell'1% veniva portata al 2%. Il sistema messo a punto quattordici anni prima trovava finalmente attuazione.

Sebbene, però, fosse prevista la possibilità di svalutazione per i paesi che, per questioni strutturali, non riuscivano a correggere i disequilibri del saldo di conto corrente (ed in definitiva della bilancia di pagamenti), *de facto* la regola fu l'adozione di cambi fissi senza aggiustamenti del tasso di parità. Questo avvenne perché i Paesi aderenti si resero conto ben presto che il ricorso allo strumento della svalutazione rendeva molto più probabili attacchi speculativi nei confronti delle proprie valute, nonostante venissero effettuati controlli sui flussi di capitali sia in entrata che in uscita.

Inoltre, questa fase sancì il definitivo tramonto del ruolo di valuta pregiata della sterlina, poiché il Regno Unito fu costretto durante lo stesso periodo a fronteggiare il deficit della bilancia dei pagamenti. Infatti, le politiche espansive fiscali degli anni '60 da parte della corona britannica portarono inesorabilmente alla crescita del tasso d'inflazione e costrinsero le autorità monetarie inglesi a vendere dollari sul mercato per mantenere la parità del tasso di cambio entro la banda di oscillazione. Nel 1967, tuttavia, la situazione divenne insostenibile giacché gli istituti britannici stavano esaurendo le riserve di valute estere e alla fine si decise per un'ulteriore svalutazione. Il valore valuta britannica fu portato da 2,8\$ a 2,4\$ per una sterlina. Questo evento dimostrò, di fatto, che il sistema di compensazione multilaterale fornito dal Fondo Monetario, in realtà non funzionava e dunque un Paese che presentava uno squilibrio della bilancia dei pagamenti, nel tentativo di evitare attacchi speculativi e difendere il tasso di cambio, esauriva le riserve di dollari ed era alla fine costretto ad eseguire una svalutazione.

Il dollaro, nel frattempo, acquistava ormai un ruolo preponderante rispetto alle altre valute, tanto che dopotutto il nuovo sistema venne definito *dollar exchange*

*standard*<sup>34</sup>, con tutti i problemi che esso portava e che saranno analizzati nel prossimo capitolo.

Gli stessi Stati Uniti, tuttavia, durante questa fase presentarono un deficit della bilancia dei pagamenti, nonostante il saldo delle partite correnti fosse in surplus. Il deflusso dei capitali, che le esportazioni non riuscivano a tamponare, era generato da una vera e propria crisi di fiducia nei confronti del dollaro. Infatti, era pratica ormai abituale sterilizzare i flussi di capitale in uscita con l'emissione di nuova liquidità, facilmente assorbita dai paesi in surplus, i quali acquistavano dollari per impedire spinte alla rivalutazione della propria moneta, il tutto grazie al ruolo di valuta fulcro del dollaro all'interno del sistema. Questo processo, se da un lato etichettava gli Stati Uniti come Paese esportatore di inflazione, dall'altro creava seri dubbi circa la possibilità degli istituti americani di garantire la convertibilità in oro del dollaro. E cosa ancor più grave, il processo si autoalimentava.

Nonostante tutto, all'interno del sistema c'era un'endemica carenza di liquidità, questo perché, essendo la massa monetaria legata ad un bene reale in quantità naturalmente finita qual è l'oro, essa non riusciva a tenere il passo alla crescita economica. Il problema è stato evidenziato da Triffin, il quale proponeva il dilemma del funzionamento del sistema di Bretton Woods. Infatti, se da un lato la crescita economica poteva essere sostenuta tramite l'emissione di liquidità, dall'altro l'emissione di carta moneta creava crisi di fiducia sulla possibilità di conversione in oro del dollaro<sup>35</sup>.

A partire dalla seconda metà degli anni '60, quindi, il funzionamento del sistema era minacciato da due problemi endemici, che non facevano che accentuare le aspettative pessimistiche sui mercati internazionali: le spinte inflazionistiche sul mercato americano e la scarsità dell'oro.

In particolare lo sforzo bellico richiesto dalla guerra del Vietnam, portò ad un notevole aumento della spesa pubblica che determinò il passaggio dal surplus al deficit finanche del saldo di partite correnti statunitense a partire dal 1968.

Le aspettative inflazionistiche sul dollaro che ne scaturirono, determinarono in

---

<sup>34</sup> M.D. Bordo, op. cit.

<sup>35</sup> R. Triffin, "*Gold and the dollar crisis*", Yale University press, New Heaven, 1960.

un primo momento una massiccia fuga di capitali dagli Stati Uniti verso i Paesi europei e di conseguenza l'insostenibilità del mantenimento dei tassi ufficiali di cambio giacché l'Europa occidentale si rifiutò di importare inflazione statunitense nel proprio territorio.

La situazione precipitò nel 1971. Infatti, c'era chi come la Germania, non tollerando più tassi di inflazioni elevati sospese le operazioni sul mercato aperto e lasciò fluttuare il tasso di cambio. Francia e Gran Bretagna, invece, minacciarono di convertire le loro riserve in oro. Il 15 agosto, il presidente Richard Nixon annunciò di non poter più convertire il dollaro in oro, causando una svalutazione della valuta americana dell'8% e l'inondazione di dollari nel mercato europeo. Il sistema fu definitivamente smembrato nel gennaio del 1973 quando si passò ad un regime di cambi flessibili. Era la fine di Bretton Woods.

Per avere una chiara idea di quella che era l'aria che si respirava nei giorni del collasso, si considerino le seguenti parole di Guido Carli, Governatore della Banca d'Italia all'epoca dei fatti:

*“La Banca d'Italia fu informata della decisione americana di sganciare il dollaro dall'oro nella notte tra il 15 e il 16 agosto. A Roma c'era Paolo Baffi, allora Direttore Generale. Mi avvisò subito a Nizza, dove mi trovavo per qualche giorno di vacanza. Rientrai immediatamente. Il 16, d'accordo con le Banche Centrali di tutto il mondo, chiudemmo il mercato dei cambi. Da tempo, il mercato dei cambi dava segni di grave turbamento. Il dollaro non era più il sovrano incontrastato del sistema monetario e parecchie Banche Centrali preferivano avere nelle proprie riserve una quota d'oro anziché accettare moneta americana in misura sovrabbondante.[...]Noi non fummo presi alla sprovvista dalla dichiarazione d'inconvertibilità del dollaro. Avevamo capito da tempo che gli Stati Uniti avrebbero fatto un vero e proprio coup de theatre. A metà del giugno 1971 ero stato a Washington per incontrarmi con John Connally, allora Segretario al Tesoro. Nella stessa occasione avevo anche avuto lunghi colloqui con Paul Volcker, che era il vice di Connally ed ora è il presidente della Federal Reserve. La diagnosi delle autorità monetarie americane era molto chiara. «Sono finiti i tempi», mi dissero Connally e Volcker, «nei quali questo Paese poteva fare tutto senza che ciò incidesse sul tasso d'inflazione. Abbiamo finanziato contemporaneamente la guerra del Vietnam, i programmi di sicurezza sociale, l'agricoltura, gli artigiani, gli studenti, la costruzione di case. Adesso è arrivato il momento delle scelte». Non mi dissero quali sarebbero state le scelte. Ma*

*capii che stava tramontando l'epoca che gli americani hanno definito delle «unlimited opportunities», delle occasioni illimitate. Il resto del mondo si era troppo abituato all'idea che l'America poteva fare tutto: invece non era più così. E la prova l'avemmo a cominciare da quel 15 agosto 1971.»*

Nella versione integrale dell'articolo, inoltre, Guido Carli fa notare che nel 1971 gli Stati Uniti registrarono un deficit di conto corrente di 2,8 miliardi di dollari: il disavanzo complessivo degli investimenti di capitale a medio e lungo termine, fu di 20,6 miliardi. Una massa ingente di dollari passò in tutti i Paesi industriali dalle Banche Commerciali a quelle Centrali, cioè i privati cedettero dollari ai governi. L'ammontare di questi trasferimenti fu di quasi 30 miliardi. Per limitare questa situazione molti istituti centrali chiesero alla Tesoreria americana di convertire dollari in oro.

E così Carli conclude:

*“E' evidente che il prezzo di 35 dollari l'oncia non era più, da tempo, remunerativo, ma gli Stati Uniti si rifiutavano tenacemente di modificarlo, per ragioni di prestigio.*

*Le richieste di conversioni delle Banche Centrali, specialmente della Svizzera, del Belgio, dell'Olanda, misero il Tesoro degli Stati Uniti di fronte al dilemma: o accettare la conversione dei dollari in oro col rischio che le riserve di metallo degli Stati Uniti sarebbero state rapidamente consumate, oppure dichiarare l'inconvertibilità. Scelsero, come ho già ricordato, la seconda strada.*

*Il «gold exchange standard» creato nel '45 a Bretton Woods affondò definitivamente nel Ferragosto del '71.”<sup>36</sup>*

## **1.6 Osservazioni finali**

Il sistema di Bretton Woods costituisce sicuramente uno dei tentavi più ambiziosi nella storia di costruire un ordine monetario a livello internazionale.

Un meccanismo di questo tipo, in caso di funzionamento, avrebbe garantito, *de facto*, la nascita di un'unica moneta in tutto il mondo con conseguente profitto per tutti gli operatori economici. Infatti essendo tutte le monete nazionali

---

<sup>36</sup> G.Carli, “Il crollo di Bretton Woods”, Banca Popolare Pugliese, 1981.

convertibili in misura fissa con quelle estere, queste potevano essere considerate come un'estensione della valuta locale. In una tale situazione, se il sistema avesse funzionato correttamente i vantaggi sarebbero stati presto detti. Il commercio e le transazioni internazionali avrebbero potuto contare sull'esistenza di una moneta unica, con tutti i risparmi e i benefici che essa comporta. Tuttavia, proprio per gli obiettivi che si poneva, non pecciamo di malizia se rifiliamo l'appellativo di "progetto ambizioso" agli accordi di Bretton Woods.

Nel prossimo capitolo, infatti, passeremo ad analizzare e a formalizzare le debolezze intrinseche al sistema, in particolare mostrando perché un regime a cambi fissi come quello ideato nel 1944 era destinato inevitabilmente al crollo.

## Capitolo II

### La fine di Bretton Woods e le ragioni del crollo di un sistema a cambi fissi

#### 2.1 Le regole del gioco

Bretton Woods è stato uno dei tentativi più significativi di mantenere la convertibilità fissa tra valute. Il sistema consentì ai Paesi aderenti di considerare le proprie valute come un riflesso di una sorta di moneta internazionale: le diverse nazioni potevano, cioè, contare sul fatto che la propria moneta fosse tranquillamente accettata come mezzo di pagamento dai partner commerciali, in virtù della convertibilità ad un prezzo fisso con le altre divise.

Per comprendere i problemi che ne determinarono la crisi e il crollo è opportuno iniziare con la comprensione delle “regole del gioco” di un sistema come quello di Bretton Woods, utilizzando un modello di domanda e offerta (entrambe private) sul mercato dei cambi. Per quanto semplificato, esso consente l'intuitiva ed immediata comprensione delle ragioni che portarono al collasso nel 1971.

Utilizziamo a scopo esemplificativo due valute, marco tedesco e dollaro statunitense, che ci permettono tra l'altro di rievocare una questione già analizzata in precedenza: l'esportazione di inflazione da parte degli Stati Uniti verso i Paesi europei alla fine degli anni Sessanta.

Definiamo il tasso di cambio  $m/\$$  come il prezzo del dollaro in unità di marchi tedeschi e definiamo inoltre con  $M$  la quantità di dollari domandata ed offerta in cambio di marchi.

La curva di domanda privata di dollari ( $Q_d$ ) è inclinata negativamente. Questo perché quando aumenta il prezzo del dollaro, i residenti tedeschi preferiscono orientarsi verso beni locali e di conseguenza acquistano meno beni statunitensi. Tutto ciò si traduce in una riduzione della domanda di dollari.

La curva di offerta privata di dollari ( $Q_s$ ), è inclinata positivamente: il meccanismo è dovuto in massima parte all'attività degli esportatori. Infatti quando il prezzo dei dollari aumenta, i beni tedeschi diventano più convenienti per gli statunitensi, di conseguenza le esportazioni della Germania aumentano. I

dollari così guadagnati vengono offerti sul mercato dei cambi per poter essere convertiti in marchi. L'offerta quindi aumenta.

L'incontro tra domanda e offerta privata determina il tasso di cambio di equilibrio. Ora, il sistema di Bretton Woods prevedeva la fissazione di un tasso ufficiale di cambio e la possibilità di un suo movimento entro una banda di oscillazione nell'ordine del  $\pm 1\%$  (rappresentata dalle linee orizzontali U e D nella figura 2.1). Nel caso in cui il tasso avesse raggiunto il limite superiore o inferiore le autorità monetarie avrebbero dovuto compiere delle operazioni sul mercato valutario per ripristinare la parità.

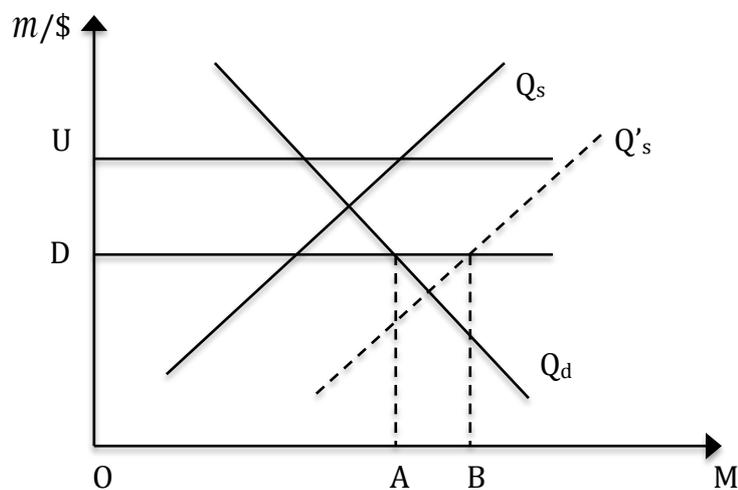


Figura 2.1

Nel capitolo precedente abbiamo detto che a partire dalla fine degli anni Sessanta uno dei più gravi problemi del sistema che ne determinò il collasso fu l'emissione di liquidità da parte delle autorità monetarie statunitensi, al fine di compensare il deflusso di capitale scaturito dalle attese inflazionistiche sul dollaro. Possiamo rappresentare uno shock di questo tipo nel modello che stiamo utilizzando giacché la fuga di capitali dagli Stati Uniti verso gli altri Paesi, tra cui sicuramente anche la Germania, si traduce *de facto* in un aumento esogeno dell'offerta di dollari e quindi in una traslazione verso destra della curva di offerta (rappresentato da  $Q'_s$  figura 2.1).

In caso di mancato intervento da parte della banca centrale tedesca, il nuovo tasso cambio supererebbe il limite inferiore della banda di oscillazione; al tasso

limite infatti la domanda di dollari risulta essere pari a OA mentre l'offerta uguale a OB. Di conseguenza, la banca centrale tedesca è costretta ad acquistare un quantitativo di dollari (in cambio di marchi) pari a AB in modo tale da compensare questa differenza e mantenere l'impegno del tasso ufficiale<sup>37</sup>.

L'intervento dell'istituto centrale tedesco rientra nell'ambito di quelle che vengono definite le "regole del gioco". Senza il rispetto di queste regole, ovvero in mancanza di un indirizzamento della politica monetaria (e anche fiscale) verso il mantenimento del tasso di cambio ufficiale, un sistema a cambi fissi non può funzionare. L'unico problema è che l'applicazione di queste regole non è priva di costi.

Infatti in una situazione come quella verificatasi alla fine degli anni Sessanta il tasso di cambio di equilibrio tra domanda e offerta privata era costantemente sotto quello di equilibrio, a causa delle aspettative inflattive sul dollaro che portavano ad un tendenziale apprezzamento delle altre valute dei Paesi aderenti al sistema. Gli istituti centrali erano quindi costretti ad intervenire acquistando dollari contro valuta locale e scontando in termini di inflazione il rispetto delle regole.

La situazione divenne insostenibile quando né le operazioni di sterilizzazione di mercato aperto né le restrizioni sui flussi di capitale in entrata furono più sufficienti a mantenere il tasso di inflazione entro livelli ragionevoli.

Infatti, se in un primo momento le autorità monetarie furono ben contente di accumulare riserve in valuta statunitense, dal momento che essa era convertibile in oro, i problemi iniziarono a sorgere quando venne messa in serio dubbio la possibilità di mantenimento di convertibilità in oro del dollaro.

Abbiamo quindi dimostrato come un semplice modello possa essere sufficiente e finanche esaustivo a comprendere parte dei meccanismi e delle cause che determinarono il crollo del sistema di Bretton Woods. Ma passiamo ad analizzare in modo più analitico perché i sistemi a cambi fissi crollano.

---

<sup>37</sup> Un'analisi analoga a quella appena svolta può essere fatta anche nel caso di diverso shock che determini il superamento del limite superiore della banda di oscillazione. Chiaramente gli interventi richiesti alle autorità monetarie centrali saranno diversi a seconda dei casi. A tal proposito per uno shock sulla domanda si veda P. De Grauwe, op. cit., p. 43.

## 2.2 Il problema delle $n-1$ variabili indipendenti

A livello generale, il problema principale posto da un sistema a cambi fissi può essere espresso in termini di credibilità. Questo perché quando un Paese si impegna a mantenere fisso il tasso di cambio, si impegna a farlo sia nel presente che nel futuro e il meccanismo funziona quanto più è attendibile la promessa fatta. Potrebbero tuttavia presentarsi circostanze nelle quali la promessa fatta non sembra più sostenibile perché non più rispondente all'interesse nazionale. E sono queste le circostanze che presentano le maggiori difficoltà poiché gli operatori economici, sospettando una rivalutazione (o svalutazione) della valuta inizieranno a comprarla (o venderla) generando una crisi speculativa.

In altre parole, essendo a conoscenza delle dinamiche economiche al pari delle autorità monetarie, prenderanno le precauzioni necessarie prima ancora di un'evoluzione degli scenari.

Uno dei problemi che può, nei sistemi a cambi fissi, generare crisi di credibilità è definito "delle  $n-1$  variabili indipendenti".

Nel caso di  $n$  Paesi legati da un tasso di cambio fisso, per definizione, esistono solo  $n-1$  tassi di cambio indipendenti, perciò solo un Paese può scegliere liberamente la propria politica monetaria mentre gli altri  $n-1$  paesi devono utilizzare la politica monetaria per mantenere fisso il tasso di cambio con quello del Paese "centro" o leader. In assenza di un sistema di regole per governare la creazione di liquidità all'interno del sistema, l'esistenza del Paese leader può rappresentare fonte di conflitto.

Al fine di comprendere ciò, possiamo utilizzare due strumenti: *la funzione di domanda di moneta* di due Paesi generici (che chiamiamo A e B) e *la teoria di parità dei tassi di interesse*. Possiamo esplicitare la prima per entrambi i Paesi nel modo tradizionale:

$$M_{dA}(Y_A, r_A)$$

$$M_{dB}(Y_B, r_B)$$

dove  $M_{dA}$  e  $M_{dB}$  rappresentano rispettivamente la domanda di moneta nei Paesi A e B mentre  $Y_A$  e  $Y_B$  rappresentano il livello dei redditi in A e B ed infine  $r_A$  e  $r_B$  rappresentano il livello dei tassi di interesse in A e B. Chiaramente la domanda

di moneta dipende positivamente dal reddito e negativamente dal tasso di interesse.

L'equilibrio sul mercato monetario è dato dall'uguaglianza tra domanda ed offerta:

$$M_{dA} = M_{sA}$$

$$M_{dB} = M_{sB}$$

con  $M_{sA}$  e  $M_{sB}$  che rappresentano rispettivamente l'offerta di moneta in A e B.

La *teoria della parità dei tassi di interesse* può essere invece espressa nel seguente modo<sup>38</sup>:

$$r_A = r_B + \mu$$

dove  $\mu$  esprime il tasso atteso di svalutazione della moneta del Paese A.

In sostanza questa teoria ci dice che i Paesi per la cui valuta è prevista una svalutazione devono offrire un tasso di interesse superiore per compensare la riduzione di valore prevista.

Ipotizzando ora di trovarci in un sistema a cambi fissi, la condizione necessaria per il suo mantenimento è che l'equazione di parità dei tassi di interesse sia soddisfatta. Ipotizzando, inoltre, che l'impegno al mantenimento del tasso di cambio sia credibile, e che dunque gli agenti economici si aspettino un tasso di svalutazione nullo, l'equazione di riduce alla sola identità tra i tassi di interesse nei due Paesi.

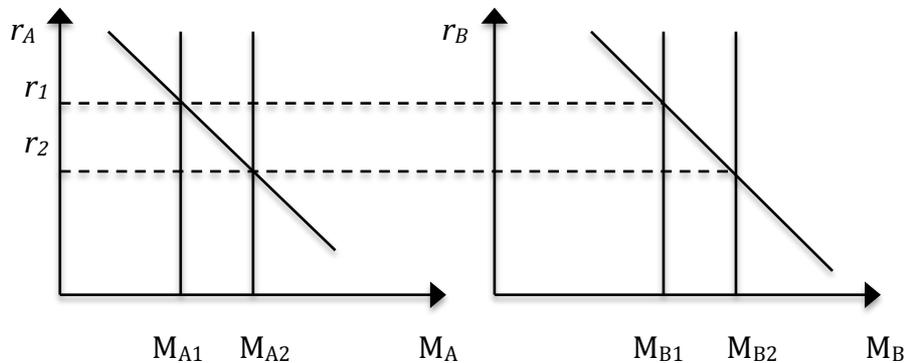
Poiché il tasso di interesse nei due Paesi è determinato dall'incontro tra domanda ed offerta di moneta, si evince che l'obiettivo di mantenere fisso il cambio sia compatibile con molti livelli del tasso di interesse ed in definitiva con molti livelli dell'offerta di moneta (come rappresentato nella figura 2.2, dove sull'asse verticale è riportato il tasso di interesse e sull'asse orizzontale la domanda e l'offerta di moneta nei Paesi A e B).

Quindi in assenza di coordinamento sul modo di conduzione della politica monetaria in un sistema in cui si presenta il problema delle n-1 variabili

---

<sup>38</sup> L'ipotesi di base della *teoria della parità dei tassi di interesse* è la perfetta mobilità dei capitali.

indipendenti i Paesi aderenti (ad esempio B) dovranno necessariamente accomodare la politica monetaria del Paese leader (ad esempio A) al fine di soddisfare la teoria di parità e quindi mantenere fisso il tasso di cambio.



**Figura 2.2**

Ad esempio, da una situazione di partenza in cui il tasso di interesse nei due paesi è  $r_1$ , se il paese A decidesse di espandere l'offerta di moneta da  $M_{A1}$  a  $M_{A2}$  portando il tasso di interesse al nuovo livello  $r_2$ , il paese B sarebbe costretto a sua volta ad una politica monetaria espansiva (da  $M_{B1}$  a  $M_{B2}$ ), al fine di soddisfare la condizione della *teoria della parità dei tassi* e quindi mantenere il tasso di cambio al livello prefissato.

Nel sistema di Bretton Woods l'unico meccanismo, nonché l'unica regola, che disciplinava la creazione di base monetaria era rappresentato dalla convertibilità a un prezzo fisso del dollaro in oro. Qualora, infatti, le autorità monetarie statunitensi avessero immesso troppa liquidità nel sistema, gli altri istituti centrali avrebbero potuto tranquillamente convertire le proprie riserve in modo tale da riportare alla disciplina l'*n-esimo* Paese, quello cioè in grado di poter gestire la propria politica monetaria senza tenere conto degli effetti sul tasso di cambio (si tenga bene a mente il problema delle  $n-1$  variabili indipendenti).

Di fatto, tuttavia, l'evidenza empirica dimostra che questo meccanismo non funzionò. Era infatti pratica comune negli anni Sessanta utilizzare le politiche fiscali e monetarie espansive al fine di sostenere l'economia al livello del pieno impiego. E gli Stati Uniti non erano certamente estranei a questa concezione.

A prova di quanto detto, le serie storiche mostrano come tra il 1960 ed il 1972 il bilancio federale statunitense fosse costantemente in deficit<sup>39</sup>.

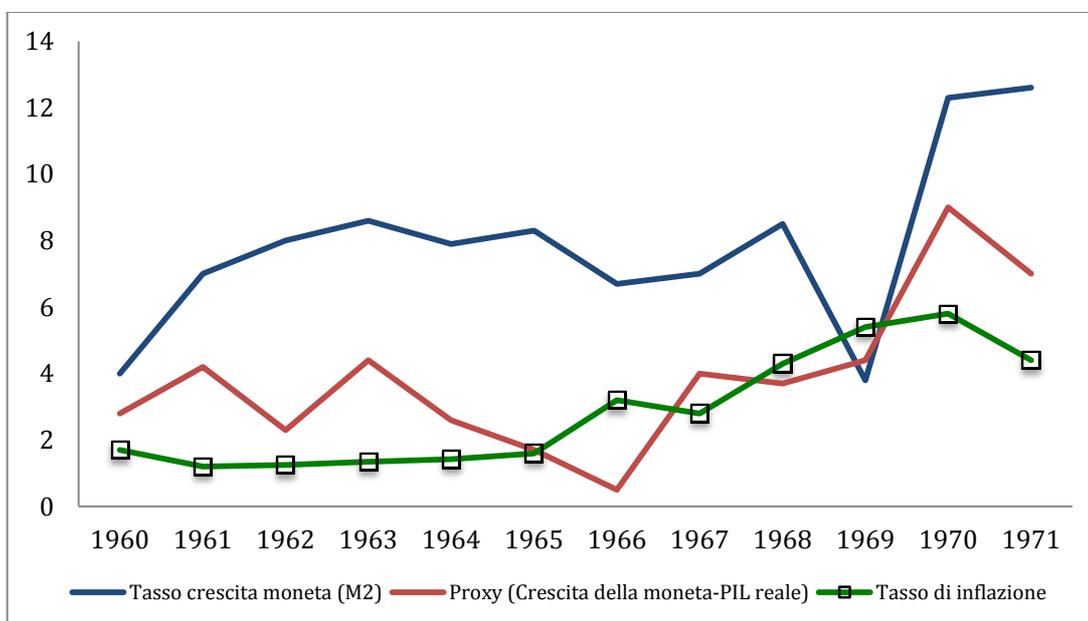
Inoltre, se si analizza il tasso di crescita dello stock di moneta (M2) negli stessi anni e se si sottrae a questo il tasso di crescita del PIL reale, si ottiene una variabile *proxy* che esprime la creazione in eccesso di moneta rispetto al fabbisogno necessario al sostentamento dell'economia.

Una situazione di questo tipo genera inevitabilmente inflazione com'è possibile osservare nella figura 2.3, che riassume tutto quanto è stato appena detto.

Quando gli Stati Uniti intraprendevano politiche fiscali e monetarie espansive, le trasmettevano ai Paesi aderenti al sistema, i quali in virtù del funzionamento a cambi fissi si vedevano costretti ad importare inflazione.

In un primo momento, Nazioni come Germania, Giappone e Svizzera, tradizionalmente ostili a spinte inflazionistiche, cercarono di limitare il fenomeno tramite controlli sui flussi di capitali in entrata ma soprattutto grazie a politiche di sterilizzazione per compensare l'acquisto di dollari sul mercato valutario.

**Figura 2.3 - Tasso di crescita della moneta (M2) e tasso di inflazione negli Stati Uniti (1960-1971)**



Fonte: FMI, *International Financial Statistics*

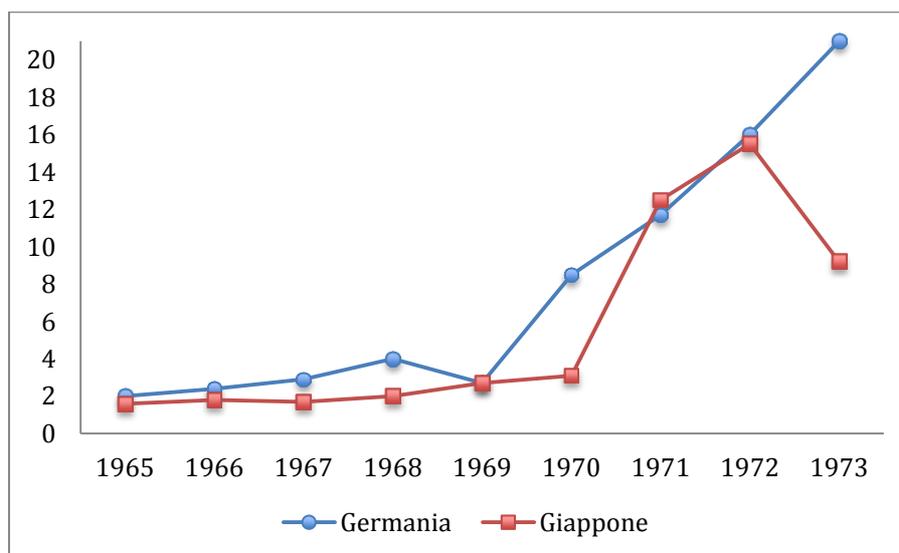
<sup>39</sup> Fatta eccezione per il 1969.

Queste politiche, com'è stato più volte rimarcato, furono del tutto insufficienti. Herring e Marston, ad esempio, mostrano come i tentativi di sterilizzare gli effetti monetari degli interventi sui mercati valutari in Germania si rivelarono pressoché inutili<sup>40</sup>.

A questo punto ci fu una mera crisi di credibilità: era chiaro agli agenti economici, infatti, che il mantenimento del tasso di cambio ad un livello fisso non rispondesse più ai bisogni dettati dalla contingenza storica poiché il contenimento delle spinte inflazionistiche era molto più importante. E l'unico strumento a disposizione per il raggiungimento di questo obiettivo era la rivalutazione della propria moneta e agli operatori finanziari non sfuggiva certamente questo dettaglio.

Si verificarono dei veri e propri attacchi speculativi verso quelle valute che si prevedeva sarebbero state rivalutate tanto che, in un primo momento, le autorità monetarie nel tentativo di mantenere fisso il tasso di cambio furono costrette ad accumulare quantità di riserve in valute estere senza precedenti. Nella figura 2.4 è possibile osservare l'aumento dello stock di riserve internazionali in miliardi di dollari per Germania e Giappone durante il periodo di riferimento, cioè 1965-1973.

**Figura 2.4 - Stock di riserve internazionali in miliardi di dollari (1965-1973)**



Fonte: FMI, *International Financial Statistics*

<sup>40</sup> R.J. Herring, R.C. Marston, "Sterilization Policy: The trade-off between monetary autonomy and international reserve stability", Rodney L. White Center for Financial Research, University of Pennsylvania, 1977.

Nonostante Herring e Marston proponessero una versione ben accurata e dettagliata dei motivi del malfunzionamento delle politiche di sterilizzazione, possiamo, in questa sede, utilizzare la *teoria della parità dei tassi di interesse* per giungere ai medesimi risultati, purtuttavia senza dimenticarci di non tralasciare un dettaglio di non poca importanza.

È stato infatti detto che durante il periodo preso in considerazione Paesi come Germania e Svizzera imposero stretti controlli sui movimenti di capitali per contrastare le tendenze in atto di rivalutazione delle loro divise. Questo porterebbe ad escludere l'applicabilità della teoria appena richiamata, poiché basata sull'ipotesi di perfetta mobilità di capitali. Si nota in questa sede, però, che questi tentativi furono del tutto vani, come ampiamente dimostrato da autori quali Hewson e Sakakibara. Essi notarono che i controlli sui capitali vennero evitati tramite pratiche elusive che li rendevano del tutto inopportuni a evitare movimenti speculativi<sup>41</sup>. Fatta questa premessa, la *teoria della parità dei tassi di interesse* appare pienamente valida. Riprendiamo quindi l'esempio fatto in precedenza sui Paesi A e B.

In una situazione di partenza di equilibrio, in cui la regola della parità era rispettata, qualsiasi politica del Paese B (ad esempio la Germania) volta alla sterilizzazione ed alla riduzione dell'offerta di moneta, come ad esempio la vendita di attività domestiche, determinava una pressione al rialzo del tasso di interesse  $r_B$  e dunque una rottura della condizione di parità<sup>42</sup>.

Questa si traduceva in un tendenziale apprezzamento della valuta del Paese B, il quale nel tentativo di mantenimento dell'impegno del tasso ufficiale di cambio con il Paese A (ad esempio gli Stati Uniti) era costretto ad intervenire sul mercato valutario, acquistando dollari in cambio di marchi finché l'identità della teoria di parità non fosse stata nuovamente soddisfatta. Il risultato finale era dunque un ritorno all'iniziale offerta di moneta ed una redistribuzione dello stock di attività dell'istituto centrale (diminuzione delle attività domestiche e

---

<sup>41</sup> J. Hewson, E. Sakakibara, "A Qualitative Analysis of Euro-Currency Controls", The Journal of Finance, Vol XXX n.2, 1975, p. 377.

<sup>42</sup> Si rammenta che le aspettative sul tasso di svalutazione  $\mu$  erano nulle e che la condizione di parità implicava che  $r_A = r_B + \mu$ .

aumento delle valute estere, in particolare il dollaro). Inoltre, sebbene l'acquisto di dollari da parte della Germania determinasse a sua volta una diminuzione dell'offerta di liquidità del Paese A, la Federal Reserve era da parte sua abituata a compiere operazioni sul mercato aperto per mantenere fissa l'offerta di moneta al livello desiderato ( $M_{A1}$ ). È possibile osservare questo aggiustamento nella figura 2.5 che mostra l'iniziale riduzione dell'offerta di moneta da  $M_{B1}$  a  $M_{B2}$  ed un successivo ritorno alla situazione iniziale. L'offerta di A è fissa a  $M_{A1}$  per il motivo sopra detto.

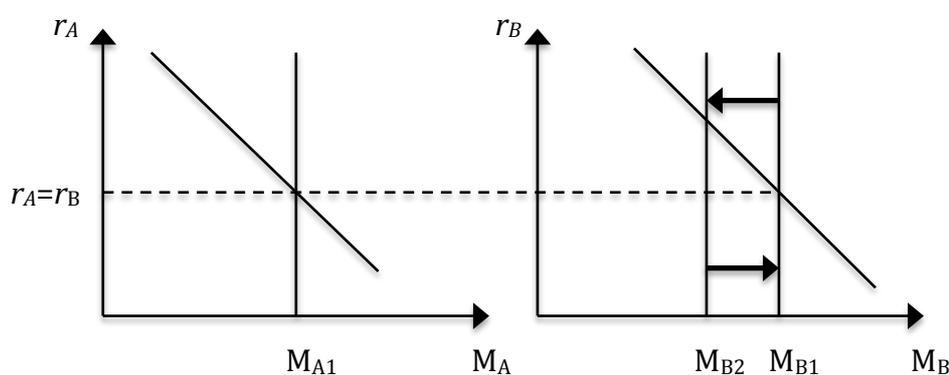


Figura 2.5

In definitiva dunque, il dollaro divenne la fonte di creazione di liquidità internazionale, giacché alle autorità bastava fissare il proprio stock di moneta al livello desiderato, costringendo i restanti Membri del sistema ad adeguarsi di conseguenza. Questo meccanismo di creazione di liquidità, per quanto asimmetrico per il problema delle  $n-1$  variabili indipendenti, avrebbe potuto funzionare se gli Stati Uniti non avessero intrapreso le politiche inflazionistiche. Vediamo invece cosa successe quando le autorità statunitensi iniziarono ad intraprendere questo tipo di interventi.

Utilizziamo ancora il modello a due Paesi A e B, come raffigurato nella figura 2.6. Un aumento dello stock di moneta da  $M_{A1}$  a  $M_{A2}$  da parte del paese A, gli Stati Uniti appunto, induce inevitabilmente ad un aumento dello stock di moneta da  $M_{B1}$  a  $M_{B2}$  del Paese B, che possiamo immaginare rappresenti il resto del mondo, con tutte le conseguenze inflazionistiche che ne scaturiscono.

Tuttavia, nel caso in cui le autorità monetarie del resto del mondo abbiano stabilito un obiettivo sul tasso di inflazione, saranno portate ad un certo punto

ad eseguire una rivalutazione. Quando il tasso raggiunge livelli irragionevoli subentra la crisi di credibilità cui consegue l'inevitabile crisi speculativa, dal momento che l'ipotesi fatta in precedenza sull'assenza di aspettative sul tasso di rivalutazione  $\mu$  della *teoria di parità dei tassi di interesse* non è più valida. Gli speculatori si aspettano adesso una rivalutazione della divisa del resto del mondo e operano sui mercati valutari di conseguenza.

Per compensare il guadagno in conto capitale che ci si attende sulle attività denominate in valuta diversa dal dollaro, il tasso di interesse nel resto del mondo dovrà necessariamente diminuire per ripristinare la condizione di *parità*. La situazione che si è creata si può osservare in figura 2.6.

Infatti, mentre l'offerta di moneta degli Stati Uniti (A) resta ferma, beneficiando del fatto di rappresentare l'*n*-esimo Paese, il resto del mondo (B) è costretto ad aumentare lo stock di liquidità fino a  $M_{B3}$  conseguenza del valore positivo di  $\mu$ .

In realtà l'aggiustamento avviene in automatico, secondo le regole del gioco, poiché gli acquisti speculativi verso le valute del il resto del mondo costringono le autorità monetarie a offrire moneta fino al ripristino della condizione

$$r_A = r_B + \mu .$$

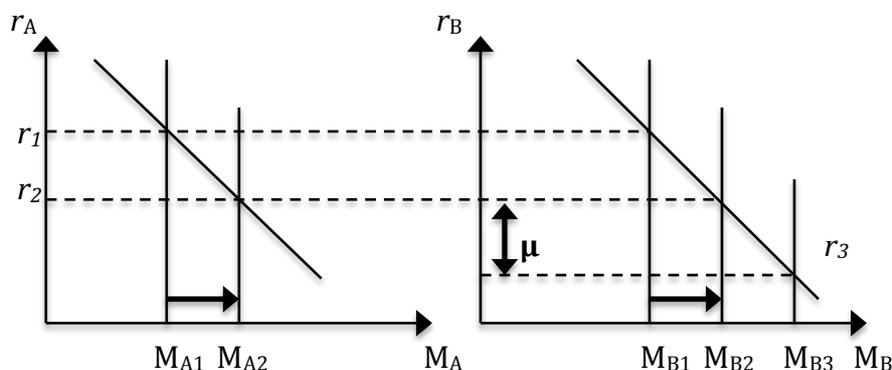


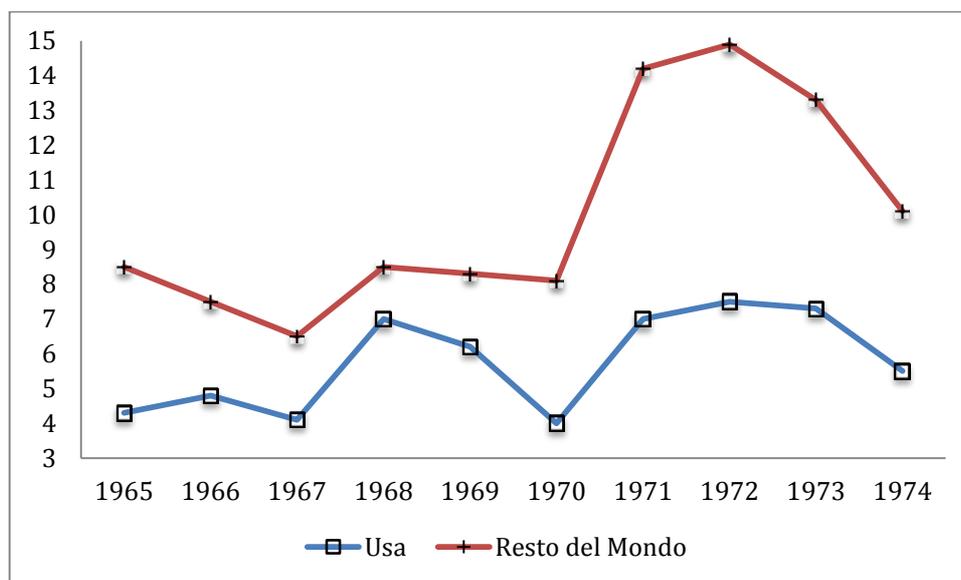
Figura 2.6

Il problema iniziale di aggiustamento, ovvero il rifiuto di aggiustare il proprio livello di prezzi a quello statunitense, si traduce in una vera e propria crisi speculativa.

Alla fine degli anni Sessanta questo fu un fenomeno diffuso com'è mostrato nella figura 2.7, dove è riportato in percentuale il tasso di crescita dello stock di moneta degli Stati Uniti e dei restanti paesi industrializzati.

In particolare, mentre il tasso fu pressoché stabile per gli Stati Uniti, il resto del mondo fu costretto a subire ampie fluttuazioni a cause delle crisi speculative destabilizzanti.

**Figura 2.7 - Crescita (in percentuale) dello stock di moneta (M1) negli Stati Uniti e nel resto del mondo (1965-1974)**



*Fonte: FMI, International Financial Statistics*

A questo punto, posto che controllo sui flussi di capitali e politiche di sterilizzazione non erano efficaci, l'unico strumento che restava ai Paesi aderenti per richiamare all'ordine la politica monetaria statunitense era la conversione in oro delle loro riserve in dollari. Di fatto però, Giappone e Germania erano troppo dipendenti dal punto di vista politico ed economico dagli Stati Uniti per poter utilizzare lo strumento della conversione, tanto che se si esclude un timido tentativo della Francia, nessun Paese preferì avviare una vera e propria fase di conversione.

Alla fine divenne quindi evidente che solamente cessando gli interventi sui mercati valutari e lasciando le valute fluttuare liberamente si sarebbe potuti uscire da una tale situazione. Né bastò il tentativo del 1971 con l'Accordo di Smiths che prevedeva la svalutazione del dollaro dell'8%. Nel 1973 fu

abbondato definitivamente l'impegno di mantenere fisso il cambio e si diede avvio ad una nuova epoca di funzionamento del sistema monetario internazionale.

### **2.3 Il problema dell'aggiustamento e il dilemma di Meade<sup>43</sup>**

Nel paragrafo precedente abbiamo mostrato come gli interventi intrapresi dalla Federal Reserve influenzassero la politica monetaria dei restanti Paesi.

In questo paragrafo faremo un ulteriore passo avanti e cercheremo di comprendere gli strumenti a disposizione per correggere queste dinamiche, nell'ambito di quello che è noto come *problema dell'aggiustamento*. In particolare dimostreremo l'impossibilità di un ribilanciamento delle bilance dei pagamenti in assenza di una correzione dei tassi di cambio all'interno del sistema. Arriveremo, dunque, alle stesse conclusioni già incontrate in precedenza circa l'impossibilità di mantenimento dell'impegno su parità inadeguate, in quanto contrastanti con l'interesse nazionale, con le conseguenti crisi speculative.

Al fine di presentare il problema dell'aggiustamento occorre introdurre un modello noto con il nome di "*diagramma di Swan*" rappresentato nella figura 2.8.

Sull'asse verticale è riportato il tasso di cambio reale  $E$  definito come

$$E = eP^*/P$$

dove  $e$  rappresenta il tasso di cambio nominale (prezzo della valuta estera espresso in valuta nazionale) mentre  $P$  e  $P^*$  sono rispettivamente il livello dei prezzi interni e di quelli esteri. Il tasso di cambio reale può essere utilizzato anche come misuratore della competitività di un determinato Paese giacché a valori maggiori di  $E$  corrisponde un miglioramento del saldo di conto corrente della bilancia dei pagamenti (il valore delle esportazioni aumenta e quello delle importazioni diminuisce).

---

<sup>43</sup> P. De Grauwe, op. cit..

Sull'asse orizzontale è riportato quello che viene definito “*assorbimento*”, cioè il livello totale di spesa nell'economia.

La relazione tra assorbimento e produzione totale si ricava dalla condizione di equilibrio macroeconomico, ovvero

$$Y = C + I + G + X - M$$

dove  $Y$  esprime il livello di produzione,  $G$  quello della spesa pubblica,  $I$  rappresenta il valore degli investimenti,  $X$  il livello delle esportazioni e  $M$  quello delle importazioni.

Esprimendo il livello dell'assorbimento  $A$  come

$$A = C + I + G$$

possiamo riscrivere l'equazione dell'equilibrio macroeconomico come

$$Y - A = X - M$$

In particolare questa identità evidenzia che quando le importazioni superano le esportazioni (conto corrente in disavanzo), l'assorbimento supera la produzione.

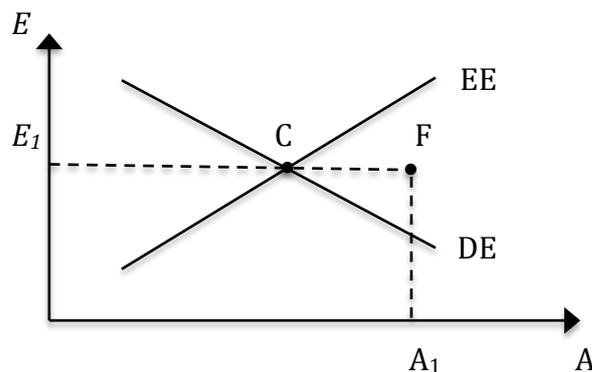


Figura 2.8

Nella figura 2.8 la curva  $EE$  rappresenta l'equilibrio esterno, cioè tutte quelle combinazioni tasso di cambio reale/assorbimento per le quali il conto corrente

della bilancia dei pagamenti è in equilibrio. È inclinata positivamente perché quando il tasso di cambio reale aumenta, migliora la competitività (e di conseguenza le esportazioni) e quindi per mantenere in equilibrio il conto corrente l'assorbimento deve aumentare (in maniera tale da far aumentare anche le importazioni).

Tutti i punti sotto la curva EE corrispondono a punti di disavanzo del saldo delle partite correnti. Per esempio nel punto F, il livello di assorbimento è maggiore di quello richiesto per l'equilibrio, dunque ci sarà troppa spesa per le importazioni non compensata dalle esportazioni. Un discorso speculare vale per i punti sopra la linea EE.

La curva DE rappresenta invece l'equilibrio interno<sup>44</sup>, ovvero tutte quelle combinazioni di tasso di cambio reale/assorbimento in cui il livello di disoccupazione si trova al tasso naturale.

Un livello del tasso di disoccupazione inferiore a quello naturale porta a processi inflazionistici mentre livelli inferiori possono portare a deflazione.

La curva DE è negativamente inclinata perché quando il tasso di cambio reale aumenta, aumentando le esportazioni, tenderà a spingere il tasso di disoccupazione ad un livello inferiore di quello naturale. Per mantenere l'equilibrio interno il livello di assorbimento deve diminuire (ad esempio con una riduzione della spesa pubblica).

I punti a destra della curva DE corrispondono a situazioni inflazionistiche per l'economia mentre i punti a sinistra corrispondono a situazioni in cui il tasso di disoccupazione è superiore a quello naturale.

L'unico punto che garantisce l'equilibrio *et* interno *et* esterno è quello individuato da C, intersezione delle due curve.

Possiamo a questo punto utilizzare il *diagramma di Swan* per analizzare uno dei principali problemi sorti durante il funzionamento del sistema di Bretton Woods, cioè lo shock inflazionistico, in particolare concentrandoci su che ruolo giocasse l'aggiustamento.

---

<sup>44</sup> In questa sede l'equilibrio interno è definito come il livello di disoccupazione corrispondente al tasso naturale.

Abbiamo infatti detto nei paragrafi precedenti che la politica monetaria e fiscale espansiva degli USA costringeva i restanti Paesi ad importare inflazione, a causa delle crisi speculative che si generavano sulle divise.

Uno dei Paesi costretti a fronteggiare un problema di questo tipo fu la Francia. Consideriamo l'effetto di uno shock inflazionistico come quello sorto alla fine degli anni Sessanta.

Nel *diagramma di Swan*, l'effetto di questo shock si traduce in una riduzione del tasso di cambio reale ( $E = eP^*/P$  con  $P$  che aumenta) e in una diminuzione della competitività interna, così come diminuiscono le esportazioni e la produzione interna.

Gli effetti di un simile shock sono rappresentati nella figura 2.9. Il tasso di cambio si porta da  $C$  verso un nuovo livello  $T$  più basso del precedente.

A questo livello di tasso corrisponde, in base all'analisi fatta precedentemente, un deficit del conto corrente e un tasso di disoccupazione superiore a quello naturale. Sicuramente una situazione di questo tipo è poco preferibile, ma riguardò molti Paesi negli ultimi anni di funzionamento del sistema di Bretton Woods, tanto che le autorità monetaria iniziarono a chiedersi se esistesse un meccanismo di aggiustamento, finanche automatico, che permettesse una via di uscita da una simile circostanza, pur mantenendo il tasso di cambio fisso al livello annunciato. La risposta fu chiaramente negativa.

In realtà, un aggiustamento automatico, sarebbe stato del tutto attuabile nel caso di prezzi e salari flessibili. Infatti sarebbe bastato attuare politiche deflative per riportare il tasso di cambio reale a quello di equilibrio ( $E = eP^*/P$  con  $P$  che diminuisce).

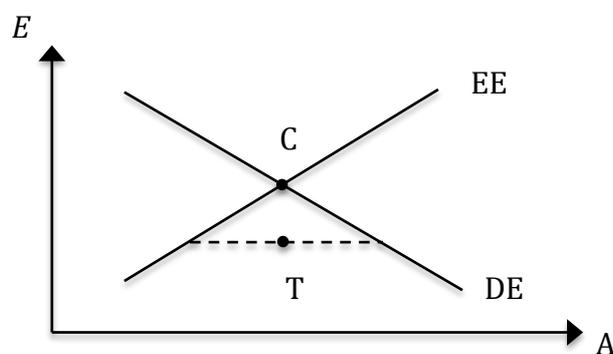


Figura 2.9

Nella pratica, tuttavia, il grado di flessibilità dei prezzi e dei salari è così basso da impedire il corretto funzionamento del meccanismo di aggiustamento. Potrebbe essere infatti tanto lento, finanche inattuabile, da rendere questo tipo di situazione inaccettabile ai *policy makers*.

Ipotizzando dunque una perfetta rigidità dei prezzi e dei salari, il tasso di cambio reale è fisso al livello T, ( $E = eP^*/P$  con P che per ipotesi è fisso,  $P^*$  che è esogeno per i *policy makers*,  $e$  fissato per l'impegno del mantenimento del tasso di cambio nominale fisso), e alle autorità monetarie non resta che muoversi lungo la linea tratteggiata passante per T rappresentata nella figura 2.9.

Ora, se i *policy makers* vogliono ridurre il livello di disoccupazione, possono stimolare l'economia con un'espansione della spesa pubblica (o eseguendo una qualsivoglia politica fiscale restrittiva)<sup>45</sup>. In questo modo l'assorbimento aumenta e si raggiunge un nuovo equilibrio interno sulla curva DE.

Questa soluzione non è però senza costi in quanto ci si allontana dall'equilibrio esterno e dunque il deficit del saldo di conto corrente aumenta.

Se, d'altro canto gli istituti centrali provvedono a riequilibrare il disavanzo di conto corrente, devono necessariamente ridurre la spesa pubblica, in modo tale da limitare l'assorbimento ed in definitiva le importazioni. Anche questa soluzione non è tuttavia priva di costi in quanto, viene rotto l'equilibrio interno e il tasso di disoccupazione aumenta notevolmente sopra il tasso naturale.

Questo è il famoso dilemma descritto da Meade<sup>46</sup>.

In sostanza, in condizioni di rigidità dei prezzi, i *policy makers* inseguono due obiettivi, l'equilibrio interno ed esterno, con un solo strumento, la politica fiscale.

Il problema sarebbe facilmente risolvibile se essi potessero utilizzare anche il tasso di cambio, in modo che l'equilibrio sarebbe presto ripristinato.

In ogni caso una svalutazione diventa presto inevitabile.

Infatti, se le autorità monetarie perseguono l'obiettivo di equilibrio interno, accumulando disavanzi di conto corrente, saranno costrette ad intervenire sui

---

<sup>45</sup> È utile tenere bene a mente quanto detto nei paragrafi precedenti circa l'impossibilità di utilizzo della politica monetaria in quanto vincolata a quella del Paese leader.

<sup>46</sup> J. Meade, *The Theory of International Economic Policy: I. The Balance of Payments*, Oxford University Press, London, 1951.

mercati valutari, giacché gli operatori economici si aspetteranno una svalutazione della divisa tale da costringere gli istituti centrali alla vendita di riserve internazionali per mantenere fisso il cambio. Questa situazione però non può durare a lungo essendo lo stock di riserve limitato e alla fine una svalutazione diventa inevitabile. La svalutazione, però, diventa necessaria anche nel caso in cui le autorità perseguono l'equilibrio esterno tralasciando in un primo momento quello interno. Questo perché il livello di disoccupazione arriverà ad un valore tale da non poter più essere ritenuto accettabile dai *policy maker*, tanto che alla fine essi saranno tentati dall'utilizzare l'unico strumento disponibile per accrescere la competitività del Paese: la svalutazione.

L'impegno del tasso ufficiale del cambio non corrisponde più in questo caso all'interesse nazionale.

Gli operatori economici conoscono questo tipo di meccanismi, prevedendo una svalutazione essi metteranno sin da subito alla prova l'impegno di mantenimento del tasso di cambio, rendendo la svalutazione necessaria prima ancora del dovuto.

Il solo equilibrio, sarebbe possibile se le autorità non dessero nessun peso al livello di disoccupazione, raramente però ciò accade. Inoltre l'ipotesi fatta della flessibilità dei prezzi e dei salari sebbene sia molto forte, corrisponde pressappoco a ciò che realmente accade nel breve periodo, dove il basso grado di flessibilità non impedisce alla situazione appena descritta di attuarsi.

Ancora una volta, quindi, la crisi speculativa è determinata da una perdita di credibilità del tasso di parità che induce inevitabilmente alla fine di un sistema a cambi fissi come quello messo a punto dagli accordi di Bretton Woods.

## **2.4 Osservazioni finali**

Dal capitolo appena concluso si può trarre un'importante lezione.

È infatti indubbio che quando un regime a cambi fissi funziona, determina importanti vantaggi e benefici che sono stati in precedenza illustrati. Qui si rammenta solamente che il sistema di Bretton Woods fu il più vicino alla creazione, *de facto*, di un'unica moneta internazionale.

In questa sede, però, abbiamo anche compreso tutti i problemi che un siffatto sistema porta con sé, sia per l'insorgere di conflitti tra i Paesi aderenti, come nel caso del problema delle  $n-1$  variabili indipendenti, sia per l'impossibilità di eliminazione congiunta degli squilibri interni ed esterni, come nel caso del problema dell'aggiustamento.

In conclusione, dall'analisi appena conclusa, appare inevitabile come un regime a cambi fissi sia destinato a circoscrivere ad un arco limitato di tempo i suoi effetti, i suoi benefici e i suoi vantaggi, giacché ad un certo punto del suo funzionamento i *policy makers* saranno tentati da utilizzare lo strumento della svalutazione (o rivalutazione) per perseguire ben altri obiettivi che meglio si adattano all'interesse nazionale.

Nel prossimo capitolo, prendendo le mosse dal sistema monetario internazionale adottato a partire dal Gennaio 1973, illustreremo i vantaggi derivanti dall'utilizzo di un sistema a cambi fluttuanti.

## Capitolo III

### I cambi flessibili

#### 3.1 I primi anni dei tassi di cambio flessibili

All'indomani delle tensioni scaturite dalla decisione dell'inconvertibilità del dollaro in oro del 1971, i governi europei adottarono un nuovo sistema monetario per tentare di limitare le fluttuazioni dei tassi di cambio tra i sei membri fondatori della CEE<sup>47</sup>. Nel 1972 fu istituito il Serpente Monetario Europeo (SME): la valuta di ogni Paese partecipante poteva fluttuare liberamente rispetto alle altre all'interno di una banda di oscillazione di  $\pm 2,25\%$  attorno alla parità concordata. Il meccanismo, però, si applicava solo a sei Paesi, perché, con il definitivo crollo del sistema di Bretton Woods nel 1973, le principali valute del mondo furono libere di fluttuare.

I primi anni di regime di cambi flessibili furono caratterizzati da non pochi turbamenti: l'atto di apertura della nuova era, tra la fine del 1973 e l'inizio del 1974, fu una quadruplicazione del prezzo mondiale del petrolio. I principali Paesi importatori di petrolio assistettero ad un rallentamento del consumo e degli investimenti, nonché ad un peggioramento del saldo di conto corrente tanto che l'intera economia mondiale finì in recessione.

Uno dei dati cruciali di quel periodo fu comunque il verificarsi di un fenomeno manifestamente non rispondente alla logiche degli usuali modelli economici. Abbiamo detto, infatti, nel capitolo precedente, che tendenzialmente l'inflazione cresce durante i periodi di espansione e si riduce durante le fasi di recessione<sup>48</sup>. Durante la recessione del 1974, invece, l'inflazione accelerò in tutti i Paesi. Le ragioni vanno ricercate innanzitutto nello stesso shock petrolifero: determinando un aumento dei costi delle industrie consumatrici di energia, l'innalzamento del prezzo del greggio si tradusse in un aumento dei prezzi al consumo. Ma non era tutto. Le pressioni inflazionistiche mondiali accumulate alla fine degli anni '60, a causa dei meccanismi che sono stati descritti nei

---

<sup>47</sup> I membri fondatori erano: Germani, Francia, Olanda, Lussemburgo, Belgio e Italia.

<sup>48</sup> Questo è quello che suggerisce la ben nota *Curva di Phillips*, che venne messa in discussione proprio in occasione delle turbolenze degli anni '70 da un gruppo di economisti capeggiato da Milton Friedman. (G. Di Giorgio, *Lezioni di economia monetaria*, CEDAM Editore, Roma, 2007).

capitoli precedenti, erano ormai endemiche nel meccanismo di determinazione di salari e stipendi e continuarono a spingere verso l'alto l'inflazione (nonostante la situazione occupazionale stesse peggiorando). In particolare, le stesse aspettative inflattive che stavano alla base delle contrattazioni salariali finivano con lo spingere verso l'alto i prezzi oltre il dovuto.

Con il background teorico della curva di Phillips, gli istituti centrali abbandonarono ben presto l'idea di combattere le spinte inflazionistiche al costo di un tasso di disoccupazione ancora maggiore. La situazione anomala del biennio 1974-1975, tuttavia, non si prestava ad essere racchiusa nelle nozioni teoriche allora prevalenti. Venne coniato, allora, un nuovo termine, *stagflazione*, e si suppose che le politiche economiche interventiste avessero dimostrato di essere fallimentari.

La combinazione di alta inflazione e rallentamento della produzione era il risultato di due fattori: da un lato l'incremento dei prezzi dei beni aveva depresso in un primo momento la domanda e successivamente finanche l'offerta aggregata; dall'altro le attese inflazionistiche spingevano verso l'alto i salari e i prezzi dei beni di consumo nonostante la recessione e l'aumento della disoccupazione.

Tuttavia, erano cambiate le condizioni e le regole che i Paesi erano chiamati a rispettare durante gli anni di funzionamento del sistema di Bretton Woods. Libere dalla necessità di mantenere il tasso di cambio ad un livello ufficiale, le autorità governative iniziarono ad utilizzare impropriamente politiche fiscali espansive con le quali riuscirono esclusivamente a provocare ulteriori spinte al rialzo dei prezzi, mentre scarsi furono i risultati sul livello occupazionale. L'utilizzo di politiche fiscali espansive per molti Paesi fu possibile grazie allo spostamento su un nuovo vertice del *trilemma di economia aperta*<sup>49</sup>: con l'adozione di cambi fluttuanti, fu possibile rimuovere i controlli sui flussi di capitale precedentemente introdotti (reperendo capitali sul mercato estero) e utilizzare appieno la leve della politica monetaria. Ciononostante, la disoccupazione aumentò e rimase persistentemente ad un livello elevato.

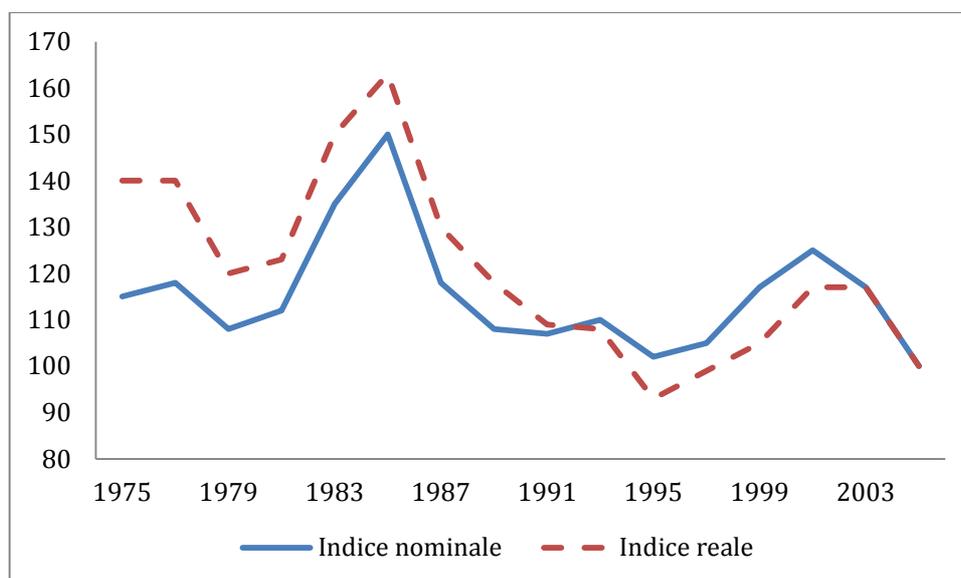
---

<sup>49</sup> Secondo il *trilemma di economia aperta*, ogni nazione non può conseguire più di due tra i seguenti obiettivi: stabilità del tasso di cambio, autonomia della politica monetaria e libertà dei flussi finanziari.

A metà degli anni Settanta, gli Stati Uniti cercarono di porre rimedio a questa situazione grazie ad una politica monetaria espansiva, mentre Paesi come Germania e Giappone, tradizionalmente ostili a politiche inflattive, cercarono altre soluzioni<sup>50</sup>.

A partire dal 1976 si assistette ad un sostanziale deprezzamento del dollaro (Figura 3.1), mentre il livello dell'inflazione statunitense raggiunse ben presto due cifre.

**Figura 3.1 - Andamento dell'indice nominale e dell'indice reale del dollaro (1975-2005), 2005=100**



Fonte: FMI, *International Financial Statistics*

I due indici misurano rispettivamente il prezzo del dollaro in termini di un paniere di valute estere e il prezzo di un paniere statunitense di beni in termini dello stesso paniere estero. Quindi un aumento degli indici rappresenta un apprezzamento del dollaro, mentre una riduzione è un deprezzamento. Per entrambi gli indici il valore del 2005 è posto pari a 100<sup>51</sup>.

<sup>50</sup> Infatti, mentre gli Stati Uniti credevano nel potere quasi taumaturgico della politica monetaria, Giappone e Germania preferirono utilizzare politiche di bilancio fiscali per stimolare l'economia; in questo modo si riusciva a tenere sotto controllo le spinte inflazionistiche tanto temute.

<sup>51</sup> Questi indici sono misure del valore reale e nominale del dollaro statunitense rispetto a un paniere di valute estere. Cioè esprimono l'andamento dell'usuale tasso di cambio nominale e reale del dollaro nei confronti di un paniere di valute chiave, anziché nei confronti di una sola divisa.

Per ristabilire fiducia nel dollaro, il presidente Carter designò Paul Volker, un uomo con grande esperienza nel campo della finanza internazionale, come nuovo governatore della Federal Reserve: venne annunciata una forte restrizione monetaria, tanto da riuscire a invertire rotta a partire dal 1979 verso un apprezzamento del dollaro. In quello stesso anno, tuttavia, la caduta dello scià in Iran provocò un secondo shock petrolifero (le interruzioni delle esportazioni determinarono un ulteriore aumento del prezzo del greggio).

Se, tuttavia, nel 1975 i *policy makers* avevano risposto con politiche monetarie e fiscali espansive, nel 1979 preferirono contrarre l'offerta di moneta al fine di controbilanciare gli effetti dell'inflazione dovuta allo shock. Queste manovre riuscirono in parte a evitare il brusco aumento dei prezzi, ma condussero nuovamente l'economia mondiale verso la recessione.

Nel novembre 1980, Ronald Reagan, che aveva improntato tutta la campagna elettorale sulla lotta all'inflazione, fu eletto presidente degli Stati Uniti d'America. In seguito al risultato elettorale, e in concomitanza con le politiche intraprese da Volker, il dollaro si apprezzò in modo vertiginoso. In particolare, il tasso di interesse a breve nel 1981 risultava il doppio di quello del 1978. Le aspettative degli investitori non poterono che spingere il dollaro verso l'apprezzamento, con conseguente riduzione della produzione, giacché i beni statunitensi risultavano più cari sul mercato estero. Queste manovre non furono accolte con fervore nel resto del mondo: se da un lato all'apprezzamento del dollaro corrispondeva un miglioramento del saldo di conto corrente negli altri Paesi; dall'altro un dollaro forte ostacolava la lotta all'inflazione, dato che il maggior costo dei beni importati dagli Stati Uniti si ripercuoteva sui prezzi interni. In sostanza, la politica monetaria restrittiva statunitense ebbe un effetto *beggar-thy-neighbor* all'estero, dal momento che la riduzione dell'inflazione degli Stati Uniti veniva esportata all'estero. Le autorità monetarie centrali estere risposero vendendo riserve in dollari contro la propria valuta, determinando una drastica riduzione dell'offerta di moneta e spingendo al rialzo i tassi di interesse. Alla fine, le politiche monetarie restrittive a seguito del secondo shock petrolifero, sia negli Stati Uniti sia all'estero, si trasformarono in una mera recessione, la più drastica tra la Grande Depressione e la crisi finanziaria del 2007.

Nel tentativo di ristabilire la stabilità dei tassi di cambio, nel 1979 il Sistema Monetario Europeo (SME) rimpiazzò il vecchio Serpente Monetario (ed ai Paesi originali si aggiunsero anche Irlanda e Danimarca) e venne introdotto un nuovo meccanismo di cambio: l'*exchange rate mechanism* (ERM). L'accordo prevedeva che la valuta di ciascun Paese potesse fluttuare entro una banda del  $\pm 2,25\%$  attorno ad un tasso ufficiale. Lo SME prevedeva anche la creazione di un'unità di conto europea (ECU), ovvero un'unità derivata da un paniere di valute dei Paesi CEE<sup>52</sup>. In sostanza, però, la lotta all'inflazione, portò nel 1982-1983 il tasso di disoccupazione mondiale a livelli senza precedenti dal dopoguerra.

Nonostante la politica di Reagan, fin dall'inizio, si fosse basata su un benevolo distacco dal mercato dei cambi, nel 1985, si moltiplicarono le pressioni protezionistiche nei confronti del governo<sup>53</sup>. L'apprezzamento del dollaro, infatti, era arrivato ad un livello tale da danneggiare seriamente tutti quei settori che concorrevano con l'estero. Il presidente Reagan, in quell'occasione, non poté più ignorare né le spinte protezionistiche, né i possibili sconvolgimenti sul sistema internazionale di scambi commerciali.

Il 22 settembre 1985, all'*Hotel Plaza* di New York, le autorità economiche di Stati Uniti, Regno Unito, Germania, Francia e Giappone annunciarono che avrebbero sincronizzato gli interventi sul mercato valutario per giungere ad un deprezzamento del dollaro. Nei due anni seguenti gli Stati Uniti mantennero una politica monetaria espansiva tale da indurre ad un decisivo calo del valore della loro valuta nazionale.

### **3.2 Le ragioni a favore dei cambi flessibili**

Durante gli anni Sessanta, quando iniziarono a palesarsi le crisi sui mercati valutari, molti economisti – tra cui spiccò Milton Friedman – iniziarono ad interrogarsi circa la possibilità di introduzione di un sistema a cambi flessibili. Molti di loro, infatti, ritenevano che la cessazione degli interventi delle banche

---

<sup>52</sup> P. De Grauwe, *The economics of Monetary Integration*, Oxford University Press, Oxford, 1997.

<sup>53</sup> L'apprezzamento del dollaro aveva ridotto notevolmente l'inflazione ed inoltre permetteva ai consumatori statunitensi di acquistare beni importati ad un prezzo minore. Ma i settori industriali locali risultavano notevolmente danneggiati da questo fenomeno, ed avendo un maggiore potere contrattuale, riuscivano a far sentire meglio le proprie ragioni rispetto ai beneficiari dell'apprezzamento.

centrali sui mercati delle valute, avrebbe assicurato molti benefici all'economia mondiale.

Le argomentazioni a favore dei regimi di cambio fluttuanti muovevano le ragioni da quattro elementi principali: *a)* autonomia della politica monetaria, *b)* simmetria, *c)* tassi di cambio come stabilizzatori automatici, *d)* tassi di cambio ed equilibrio esterno.

Riguardo al primo punto, abbiamo visto che durante gli anni di funzionamento del sistema di Bretton Woods, nessun Paese (eccetto gli Stati Uniti) poteva utilizzare la politica monetaria per il conseguimento dell'equilibrio interno ed esterno. L'unica finalità perseguita dagli interventi monetari, era il mantenimento del tasso di interesse in linea con quello statunitense, allo scopo di mantenere fisso il cambio. Nonostante l'introduzione di controlli sui flussi di capitali e nonostante le restrizioni crescenti sui pagamenti internazionali, si riuscì solo in parte a svincolare gli interventi monetari e renderli indipendenti e l'unico effetto collaterale fu una distorsione del commercio internazionale.

Ora, con i cambi flessibili, il fatto di non dover più sostenere il cambio senza subire attacchi speculativi, rendeva del tutto autonomo il controllo dell'offerta di moneta. I cambi fluttuanti rappresentavano, quindi, un valido strumento per il perseguimento degli obiettivi macroeconomici interni ed esterni. Nel caso di un'economia in recessione con disoccupazione in aumento, ad esempio, le banche centrali potevano espandere l'offerta di moneta per dare slancio all'attività produttiva, senza dover sottostare al vincolo legale del deprezzamento, rappresentato dalla banda di oscillazione che i Membri erano chiamati a rispettare. Nel caso di un'economia surriscaldata, la politica monetaria poteva essere utilizzata per contrarre l'offerta di moneta al fine di raffreddare l'attività economica, senza dover del resto subire afflussi di capitale e attacchi speculativi che annullassero gli sforzi di mantenimento della parità.

Dunque, l'abbandono dei cambi fissi si traduceva in uno smantellamento delle barriere dei flussi di capitale in entrata ed in uscita, nonché in una stabilizzazione dei pagamenti internazionali. In altri termini, con l'adozione dei cambi flessibili agli istituti centrali era resa accessibile la possibilità di ricoprire un nuovo lato nel *trilemma di economia aperta* prima richiamato, in favore di autonomia di politica monetaria e libertà dei flussi finanziari. I sostenitori della

flessibilità ritenevano, inoltre, che i cambi flessibili avrebbero permesso a ogni Paese di scegliere il proprio tasso di inflazione di lungo periodo, senza essere perciò costretti ad importare passivamente l'inflazione dall'estero. Abbiamo visto, infatti, che durante il periodo di funzionamento di Bretton Woods, un Paese che fronteggiava la crescita dei prezzi all'estero (in particolare negli Stati Uniti) veniva portato fuori dall'equilibrio ed era costretto ad importare inflazione per mantenere fisso il tasso di cambio. Rivalutando la propria moneta, e cioè riducendo il prezzo interno della valuta estera, invece, ogni Paese riesce a neutralizzare l'aumento dei prezzi esteri e a mantenere l'equilibrio sia sul versante interno che su quello esterno. Dunque un'ulteriore argomentazione a favore dei cambi flessibili era la loro capacità di condurre automaticamente ad aggiustamenti del tasso di cambio per isolare l'economia dall'inflazione estera<sup>54</sup>. Il meccanismo sottostante all'isolamento dei Paesi dai livelli di inflazione estera va ricercato nella *teoria della parità dei poteri di acquisto*<sup>55</sup>. Secondo questa teoria, infatti, in un sistema di cambi flessibili, questi si muovono in modo tale da compensare esattamente le differenze tra i tassi di inflazione nazionali.

Un esempio può rendere più chiara quest'affermazione.

Ipotizziamo, ad esempio, che la crescita dell'offerta monetaria negli Stati Uniti fa raddoppiare il livello dei prezzi dei beni locali, mentre il livello dei prezzi resta costante in Europa; questa teoria prevede che, in seguito all'aggiustamento, il tasso di cambio nominale tra le valute europee e quelle statunitensi si dimezzi.

Si dimezzerà, cioè, il prezzo in valuta europea del dollaro, ma questa variazione del tasso nominale lascerà inalterato il tasso di cambio reale, tanto che il potere di acquisto nelle due regioni (Stati Uniti ed Europa) risulterà immutato.

In sostanza, però, sappiamo dal capitolo precedente che, l'equilibrio interno ed esterno viene mantenuto durante il procedimento di aggiustamento del cambio nominale, dal momento che le condizioni di partenza nel *diagramma di Swan* restano intatte. In altre parole, la variazione in percentuale del tasso di cambio

---

<sup>54</sup> I Paesi possono evitare anche di importare *deflazione* indesiderata, dal momento l'analisi appena svolta vale anche per una riduzione dei prezzi esteri. I cambi flessibili si aggiustano automaticamente in modo tale da non dover costringere un Paese a sopportare politiche monetarie e fiscali estere; conseguenza, questa, inevitabile in un sistema a cambi fissi.

<sup>55</sup> La *teoria della parità dei poteri di acquisto* è valida nel lungo periodo quando tutte le variazioni dell'economia mondiale sono monetarie, cioè questa teoria si basa esclusivamente su variazioni delle variabili nominali e non reali.

nel lungo periodo prevista dalla *teoria della parità del potere di acquisto*, equivale esattamente alla variazione che isola i Paesi europei dall'inflazione statunitense.

Inoltre, sebbene la *teoria* in questione valga solamente nel lungo periodo, gli speculatori, aggiustando le loro aspettative, renderanno più veloce l'aggiustamento verso la situazione di equilibrio, essendo il cambio flessibile.

Negli anni di funzionamento di Bretton Woods, invece, i Paesi aderenti dovevano non solo sopportare il livello di inflazione statunitense, ma erano costretti anche a subire continui attacchi speculativi alle proprie valute, non potendo lasciare che la propria divisa si apprezzasse automaticamente.

Come detto, la seconda argomentazione a favore dei cambi fluttuanti era che l'abbandono del sistema di Bretton Woods avrebbe eliminato tutti i problemi di *asimmetria*, causa di tanti contrasti tra i Membri a cavallo tra la fine degli anni '60 e l'inizio degli anni '70.

Le principali asimmetrie erano due e dipendevano entrambe dal ruolo centrale che il dollaro ricopriva all'interno del sistema.

Sulla prima si è discusso ampiamente: le banche centrali tenevano fissa la propria offerta di moneta rispetto a quella statunitense, giacché la Federal Reserve giocava un ruolo preminente del determinare la politica monetaria sia locale che estera.

Il secondo problema di asimmetria è invece molto più interessante.

Infatti, le regole del sistema prevedevano che un Paese potesse svalutare la propria moneta in caso di *squilibrio fondamentale* rispondente a logiche strutturali. Ma quelle stesse regole non permettevano agli Stati Uniti di svalutare la propria moneta rispetto a quelle straniere. Questo perché la svalutazione del dollaro richiedeva un periodo lungo e comunque dispendioso di negoziazioni multilaterali.

Un sistema di cambi flessibili permetteva di evitare queste asimmetrie, poiché ognuno avrebbe potuto utilizzare in modo del tutto discrezionale la politica monetaria interna e i tassi di cambio si sarebbero aggiustati automaticamente e simmetricamente sul mercato valutario internazionale, grazie ai meccanismi di arbitraggio.

La terza ragione che i sostenitori ponevano a sostegno dei cambi flessibili riguardava la possibilità di utilizzare questi come *stabilizzatori automatici*.

Per comprendere questo meccanismo, è opportuno introdurre un modello di breve periodo che spieghi la relazione tra il tasso di cambio reale e il livello di produzione ( $Y$ ) di un generico Paese A.

A questo fine, bisogna comprendere sia come si determina l'equilibrio sul mercato delle attività finanziarie (curva AA), sia come si determina l'equilibrio sul mercato della produzione (curva DD)<sup>56</sup>.

Abbiamo definito nel precedente capitolo il tasso di cambio reale  $E$  come:

$$E = eP^*/P$$

dove  $e$  rappresenta il tasso di cambio nominale (prezzo della valuta estera espresso in valuta nazionale del Paese A) mentre  $P$  e  $P^*$  sono rispettivamente il livello dei prezzi interni e di quelli esteri, che ipotizziamo essere fissi.

Quando  $E$  cresce, i prodotti esteri diventano relativamente più costosi, di conseguenza si ridurranno le importazioni e aumenteranno le esportazioni.

Tuttavia poiché ipotizziamo che i prezzi esteri ed interni (rispettivamente  $P^*$  e  $P$ ) siano fissi, anche quando il tasso di cambio nominale  $e$  aumenta, si ottiene un effetto analogo. D'ora in avanti, faremo riferimento al tasso di cambio nominale, tenendo bene a mente che un siffatto ragionamento, soprattutto per quanto riguarda il mercato dei beni, è valido proprio in virtù dell'ipotesi di prezzi fissi.

Quindi, un deprezzamento della valuta conduce a un miglioramento del saldo di conto corrente.

Se poniamo sull'asse orizzontale il livello della produzione ( $Y$ ) mentre su quello verticale il tasso di cambio nominale ( $e$ ), la curva DD<sup>57</sup> risulta inclinata positivamente, giacché un aumento del valore del tasso di cambio  $e$  si traduce in un miglioramento del saldo di conto corrente ed in un incremento della produzione.

---

<sup>56</sup> In questa sede cercheremo di semplificare il ragionamento sottostante al modello. Per una versione più analitica si veda: P.R. Krugman, M. Obstfeld, M.J. Melitz, *Economia Internazionale 2, Economia Monetaria Internazionale*, Pearson Editore, Milano, 2012, pp. 189-244.

<sup>57</sup> La curva DD rappresenta tutte le combinazioni di tasso di cambio nominale e livello di produzione che soddisfano la condizione di equilibrio della nota *croce keynesiana*, ovvero l'uguaglianza tra domanda aggregata e produzione interna (offerta aggregata).

La curva AA, invece, che individua la relazione tra tasso di cambio nominale e produzione, deve essere necessariamente inclinata negativamente. Per capire la ragione di ciò, dobbiamo richiamare la *teoria della parità dei tassi di interesse* che abbiamo precedentemente esplicitato nel seguente modo<sup>58</sup>:

$$r_A = r_B + \mu$$

dove  $\mu$  esprime il tasso atteso di svalutazione della moneta del Paese A, cioè

$$\mu = (e^{\text{exp}} - e) / e$$

In sostanza, questa teoria ci dice che i Paesi per la cui valuta è prevista una svalutazione ( $\mu > 0$ ) devono offrire un tasso di interesse superiore per compensare la riduzione di valore prevista.

Quando la produzione aumenta, a parità di condizioni (in particolare a parità di offerta di moneta), il tasso di interesse del Paese (A) deve necessariamente aumentare per mantenere l'equilibrio sul mercato monetario. Tuttavia, a seguito dell'incremento del tasso di interesse ( $r_A$ ), affinché la relazione della *teoria* appena richiamata sia soddisfatta, il tasso di cambio nominale ( $e$ ) deve inevitabilmente diminuire, in modo tale da far aumentare il valore della svalutazione attesa ( $\mu$ , ipotizzando che il valore del tasso di cambio atteso  $e^{\text{exp}}$  resti fisso). In conclusione, quindi, ad un incremento della produzione interna ( $Y$ ) deve corrispondere una riduzione del tasso di cambio nominale per mantenere l'equilibrio sul mercato monetario e valutario.

Le relazioni appena descritte sono riportate in figura 3.2.

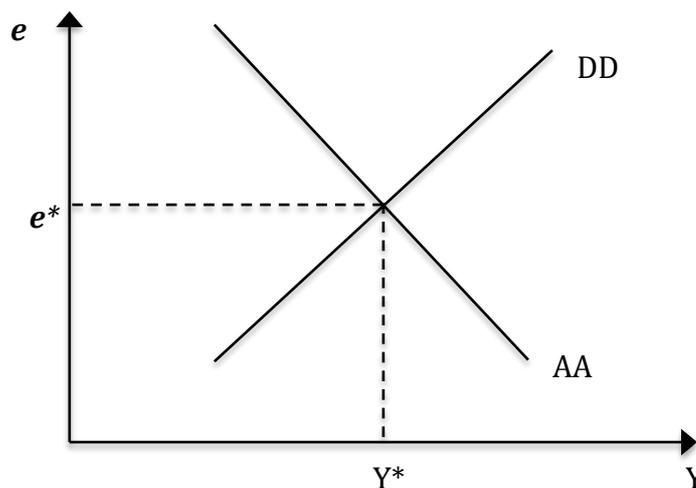


Figura 3.2

<sup>58</sup> L'ipotesi di base della *teoria della parità dei tassi di interesse* è la perfetta mobilità dei capitali.

Chiaramente, esiste una sola combinazione di tasso di cambio nominale e livello di produzione che garantisce l'equilibrio sia sul mercato dei beni che in quello delle attività finanziarie.

Fatta questa breve premessa, come detto, la terza argomentazione a favore dei cambi flessibili riguardava la loro capacità di garantire aggiustamenti graduali e non dolorosi, in seguito a mutamenti delle condizioni economiche. In particolare, possiamo utilizzare il modello DD-AA appena introdotto, per confrontare la risposta di un'economia, sia in regime di cambi fissi che flessibili, ad una riduzione temporanea della domanda estera di esportazioni.

Una riduzione di questo tipo, per ogni livello del tasso di cambio nominale  $e$ , riduce la domanda aggregata e in definitiva sposta la curva DD verso sinistra (da DD a DD'). Inoltre, poiché la riduzione delle esportazioni è per ipotesi temporanea, essa non determina una variazione del tasso di cambio atteso di lungo periodo ( $e^{exp}$ ), e quindi non sposta la curva di equilibrio del mercato delle attività AA. L'equilibrio di breve periodo nell'economia è quindi nel punto C, come è possibile osservare in figura 3.3; rispetto all'equilibrio iniziale, la valuta si deprezza ( $e$  cresce) e la produzione diminuisce.

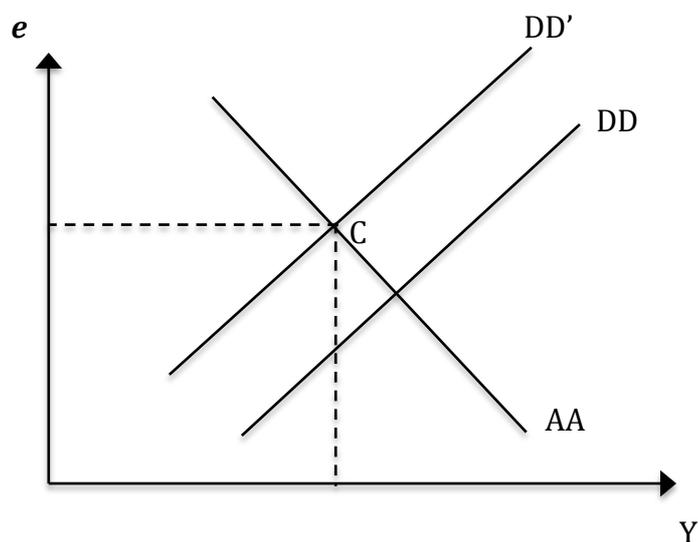


Figura 3.3

Il tasso di cambio aumenta poiché la riduzione della domanda (e quindi della produzione), riducendo la domanda di moneta per le transazioni, determina una riduzione del tasso di interesse  $r_A$  per mantenere in equilibrio il mercato monetario. Questa riduzione del tasso di interesse interno provoca il

deprezzamento della valuta domestica per mantenere in equilibrio il mercato valutario secondo la *teoria della parità dei tassi di interesse*.

Possiamo studiare gli effetti dello stesso shock in un sistema a cambi fissi, ipotizzando che la situazione di partenza corrisponda al tasso di cambio ufficiale.

La curva DD subisce il medesimo spostamento. Tuttavia, poiché le autorità monetarie devono evitare il deprezzamento che si avrebbe in un sistema a cambi flessibili, esse devono intervenire sul mercato valutario, acquistando valuta domestica e vendendo riserve estere.

Questo tipo di intervento, riducendo l'offerta di moneta, sposta la curva AA verso sinistra (in AA')<sup>59</sup>. Il nuovo equilibrio in un sistema a cambi fissi si trova nel punto D, come si osserva in figura 3.4.

In particolare, si evince che la riduzione della produzione è maggiore di quella che si otterrebbe in un sistema a cambi flessibili, poiché a causa del vincolo di mantenimento della parità ufficiale, parte del prodotto interno deve essere necessariamente sacrificato.

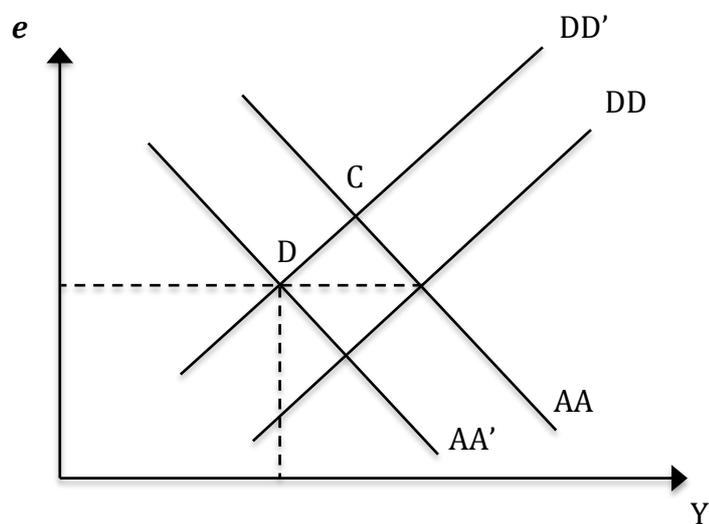


Figura 3.4

<sup>59</sup> Ancora una volta, per capire il perché di questa traslazione si deve ragionare sugli effetti di questo tipo di intervento sia sul mercato monetario sia su quello valutario, con riguardo alla *teoria di parità dei tassi di interesse*.

In altre parole, mentre la variazione del tasso in un sistema a cambi fluttuanti *stabilizza* l'economia riducendo l'effetto dello shock sull'occupazione, in un sistema a cambi fissi un siffatto aggiustamento non è possibile.

Il deprezzamento che si ottiene, rispetto a quello che avviene in regime di cambi fissi, rende i beni e i servizi nazionali meno costosi e compensa l'effetto della riduzione della domanda di esportazioni. Inoltre, il deprezzamento riduce il deficit di conto corrente che si otterrebbe in regime di cambi fissi<sup>60</sup>.

Nel sistema di Bretton Woods, uno shock come quello che abbiamo appena analizzato, avrebbe condotto, se permanente, a una situazione di disequilibrio strutturale, richiedendo una svalutazione o un lungo periodo di disoccupazione. Inoltre, l'incertezza sulle intenzioni di governo, avrebbe determinato crisi speculative che peggioravano ulteriormente la situazione a causa dell'esaurimento di riserve della banca centrale e della riduzione dell'offerta di moneta in un momento di recessione<sup>61</sup>.

L'ultima argomentazione posta a favore dei cambi flessibili era che essi avrebbero evitato l'insorgenza di elevati e persistenti disavanzi (o avanzi) di conto corrente, cioè sarebbero serviti da meri strumenti di raggiungimento dell'equilibrio esterno.

Questo perché un Paese che presentasse un disavanzo di conto corrente elevato, accumulando debito nei confronti dell'estero, avrebbe dovuto prima o poi provocare un deprezzamento in modo tale da generare un livello di esportazioni di molto superiore a quello delle importazioni e quindi restituire sia i capitali sia gli interessi presi a prestito dagli investitori stranieri.

I sostenitori dei cambi flessibili suggerivano, inoltre, che gli agenti economici, anticipando tale deprezzamento, avrebbero determinato una speculazione "stabilizzante" in maniera tale da far perdere valore alla valuta in questione con anticipo, rendendo le esportazioni più competitive nel breve periodo.

---

<sup>60</sup> Un'analisi analoga a quella appena svolta, può essere fatta anche nel caso di uno shock permanente piuttosto che temporaneo. In questo caso, per analizzare gli effetti di lungo periodo, bisogna tener conto degli effetti sul tasso di cambio atteso  $e^{exp}$ .

<sup>61</sup> Poiché, ipotizzando una svalutazione della valuta, gli agenti economici iniziavano a venderla sul mercato valutario.

Questo meccanismo, quindi, avrebbe impedito ai disavanzi (o avanzi) di conto corrente di diventare troppo grandi.

Queste, in sostanza, erano le argomentazioni poste a favore dei cambi flessibili dopo il crollo del sistema di Bretton Woods. Nel prossimo paragrafo analizzeremo come si rivelarono queste previsioni dopo il 1973, mostrando in particolare, come i sostenitori di questo nuovo regime fossero, forse, troppo ottimisti circa il suo potere stabilizzante.

### **3.3 Il funzionamento dei cambi flessibili ed evidenze empiriche delle previsioni dei sostenitori**

Dopo aver elencato, nel paragrafo precedente, le argomentazioni a favore dei tassi di cambio flessibili, non resta che confrontare l'esperienza economica con le previsioni fatte prima del 1973 dai loro sostenitori.

Riguardo all'autonomia della politica monetaria è fuori di ogni dubbio che i cambi flessibili permisero alle banche centrali di controllare l'offerta di moneta e il livello di inflazione preferito.

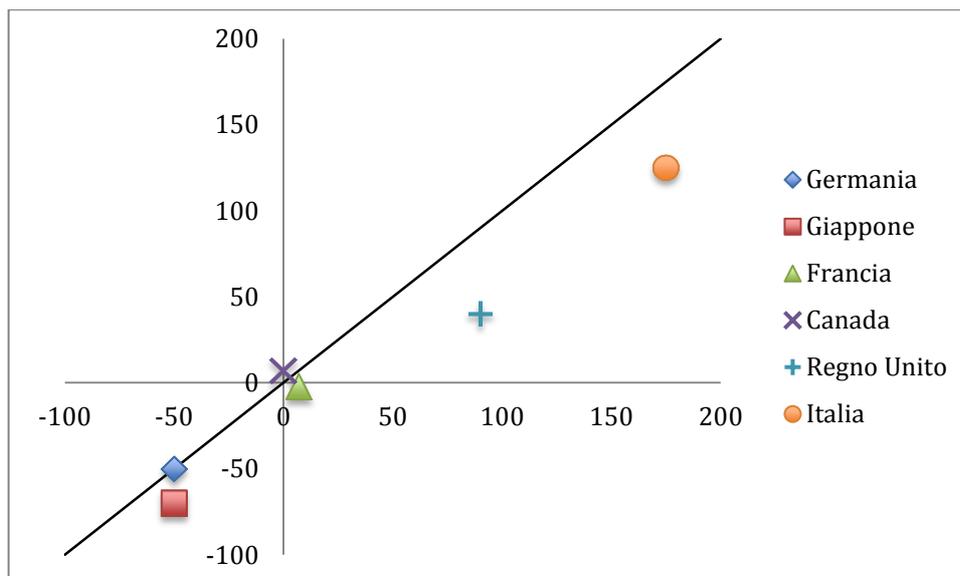
Inoltre, anche riguardo ai risultati previsti dalla *teoria della parità dei poteri di acquisto*, l'evidenza empirica sembrerebbe suggerire una corrispondenza con le previsioni; il deprezzamento (o apprezzamento) delle valute nazionali ha compensato, nel periodo 1973- 2009, i differenziali di inflazione tra i diversi Paesi.

È possibile osservare questo risultato in figura 3.5, che confronta il deprezzamento (o apprezzamento) della valute nazionali rispetto al dollaro con il differenziale di inflazione fra i sei Paesi più industrializzati e gli Stati Uniti.

In sostanza, sull'asse verticale è riportata la variazione percentuale del prezzo del dollaro in valuta estera (tra il 1973 e il 2009), mentre sull'asse orizzontale è indicata la variazione percentuale del livello dei prezzi esteri meno la variazione percentuale del livello dei prezzi statunitensi (sempre nello stesso periodo).

La *teoria della parità del potere di acquisto*, prevede una perfetta corrispondenza tra il tasso di variazione del cambio nominale e la differenza del tasso di inflazione tra i due Paesi.

Figura 3.5 - Andamento dei tassi di cambio e differenziali di inflazione (1973-2009)



Fonte: FMI, *International Financial Statistics*

Sebbene non tutti i punti giacciono sulla bisettrice in figura 3.5, possiamo comunque concludere che la realtà sembra convalidare le previsioni teoriche<sup>62</sup>. Quindi, la parte dell'argomentazione dell'autonomia della politica monetaria basata sull'isolamento dall'inflazione estera risulta grossomodo confermata nel lungo periodo.

Per quanto riguarda, invece, la simmetria, questa non funzionò correttamente in seguito all'introduzione del sistema a cambi flessibili.

La ragione risiede nel fatto che le banche centrali continuarono dopo il 1973 a detenere riserve in dollari e ad intervenire sui cambi; anche in seguito all'adozione dell'euro, sebbene avesse guadagnato molta importanza come valuta internazionale, la moneta statunitense rimaneva comunque la componente principale delle riserve della maggior parte degli istituti centrali.

Ronald McKinnon ha sostenuto, infatti, che il sistema di cambi flessibili fosse in qualche modo simile al sistema asimmetrico con valuta di riserva dopo gli accordi Bretton Woods, proprio a causa del comportamento delle banche centrali che detenevano la maggior parte delle riserve in dollari<sup>63</sup>.

<sup>62</sup> La corrispondenza non è esatta poiché esistono altri fattori che incidono sul tasso di cambio, soprattutto alla luce della finanza moderna e delle motivazioni che generano le transazioni degli agenti economici sui mercati valutari.

<sup>63</sup> R.I. McKinnon, *An International Standard for Monetary Stabilization, Policy Analysis in International Economics*, Institute for International Economics, Washington D.C., 1984.

I cambi flessibili, comunque, svolsero bene il loro compito di stabilizzatori automatici, soprattutto nell'ambito dei forti cambiamenti strutturali a partire dal 1973. Le economie dei Paesi industrializzate non sarebbero assolutamente state in grado di far fronte ai due shock petroliferi se avessero dovuto mantenere la parità dei tassi di cambio: in assenza di controlli sui movimenti dei flussi di capitale, si sarebbero verificati dei massicci attacchi speculativi a causa degli *squilibri fondamentali* verificatisi, molti simili a quelli che avevano determinato la fine del sistema di Bretton Woods.

Con i tassi di cambio flessibili, invece, i Paesi poterono allentare gli stretti controlli sui movimenti di capitale e ciò permise la rapida formazione di un sistema finanziario globale nonché la possibilità di beneficiare del commercio intertemporale grazie a scambi di attività finanziarie.

Ad esempio, i Paesi riuscirono ad approfittare dell'apprezzamento del dollaro a partire dal 1981 cui si faceva prima riferimento, grazie alle proprietà stabilizzatrici del tasso di cambio flessibile.

Dopo l'apprezzamento, l'inflazione statunitense diminuì, i consumatori statunitensi beneficiarono di un miglioramento delle ragioni di scambio e la ripresa economica si trasmise all'estero.

Infine, l'evidenza empirica dimostra che sebbene ci fossero solide basi teoriche circa la possibilità dei cambi flessibili di garantire l'equilibrio esterno, *de facto*, ciò non si verificò. Esempi di quest'affermazione sono il deficit statunitense degli anni '80 nonché i persistenti avanzi del Giappone nello stesso periodo. Evidentemente i mercati finanziari erano in grado di spingere i valori dei tassi di cambio lontano da quelli corrispondenti all'equilibrio esterno. Nei primi anni di regime, dunque, si è assistito ad una ambigua convivenza tra squilibri esterni e cambi flessibili.

Questo tipo di situazione, ovvero le oscillazioni dei cambi lontani dal livello di equilibrio, viene definita *disallineamento*.

In conclusione, quindi, i cambi flessibili funzionarono correttamente per quanto concerne l'autonomia della politica monetaria e la loro funzione di stabilizzatori automatici; non rispecchiarono invece le previsioni dei sostenitori riguardo la loro capacità di determinare la simmetria, né tantomeno l'equilibrio esterno.

## Conclusione

Con il presente lavoro ho cercato di evidenziare i principali punti critici che caratterizzano un regime a cambi fissi. Partendo dall'analisi del sistema introdotto con gli accordi di Bretton Woods, sono state esaminate quelle che, a parer mio, sono le argomentazioni più stringenti, sebbene non le uniche, a favore dell'oggetto intorno al quale è incentrata l'intera ricerca: il crollo inevitabile di un sistema a cambi fissi.

A questo punto non resta che porci, per ragioni di completezza ed integrità, l'ultima domanda.

C'è un'alternativa ai tassi di cambio flessibili quando i mercati finanziari sono aperti al commercio internazionale? In realtà l'esperienza successiva a Bretton Woods sembra suggerire che accordi durevoli sui tassi di cambio fissi potrebbero addirittura non essere più possibili. In un mondo finanziariamente integrato in cui si possono spostare fondi tra i diversi mercati finanziari in modo pressoché istantaneo, infatti, potrebbe non essere credibile mantenere tassi di cambio fissi nel lungo periodo, a meno che i Paesi non siano disposti a introdurre forti controlli sui movimenti di capitale (come avviene in Cina) o, all'estremo opposto, non adottino una valuta comune (come è stato fatto in Europa). Senza queste misure qualsiasi tentativo di mantenere fisso il tasso di cambio sarà poco credibile e avrà vita breve a causa degli attacchi speculativi che non tarderanno ad arrivare.

Le crisi speculative possono essere eventi che in un certo qual modo si autorealizzano e dalle quali la politica economica interna del rigore non mette più al riparo: anche un Paese con una politica monetaria e fiscale molto prudente, volta al mantenimento della parità, non è potenzialmente esente da attacchi speculativi sul tasso di cambio. Quando, ciclicamente o per effetto di un contagio dall'estero, si verificano condizioni economiche più tese, pressoché inevitabili e fisiologiche negli odierni sistemi economici, gli speculatori costringerebbero il governo ad abbandonare il livello obiettivo del tasso di cambio. Alla fine del XX e all'inizio del XXI secolo, gli attacchi speculativi sugli

accordi di tassi di cambio fissi sono, infatti, avvenuti con frequenza sempre maggiore.

Il numero e le circostanze di tali crisi fornirono sempre maggiori evidenze all'argomentazione secondo cui non sarebbe possibile fissare la valuta a lungo mantenendo contemporaneamente mercati dei capitali liberi e sovranità nazionale sulla politica monetaria. Molti Paesi esterni al mondo industrializzato, inoltre, hanno lasciato maggiore flessibilità dei cambi e apparentemente ne hanno beneficiato.

Sembra probabile che le problematiche di coordinamento delle politiche fiscali e monetarie saranno affrontate in futuro all'interno di un sistema in cui diversi Paesi scelgano differenti regimi di politica all'interno dei vincoli posti dal trilemma della politica monetaria.

## Bibliografia

- ASSANTE F., COLONNA M., DI TARANTO G., LO GIUDICE G., *Storia dell'economia mondiale*, Monduzzi Editore, Bologna, 2010.
- BAYOUMI T., EICHENGREEN B., "Macroeconomic adjustment under Bretton Woods and the post-Bretton-Woods float: an impulse-response analysis", NBER working paper series, n.4169, settembre 1992.
- BORDO M.D., EICHENGREEN B., "A Retrospective on Bretton Woods System", The University of Chicago Press, Chicago and London, 1993.
- BOUGHTON J.M., "Why White and not Keynes? Inventing the Postwar international monetary system", IMF working papers, n. 52, 2002.
- CARLI G., "Il crollo di Bretton Woods", Banca Popolare Pugliese, 1981.
- CESARANO F., *Gli Accordi di Bretton Woods*, Editori Laterza, Roma-Bari, 2001.
- COMBA A., *Il neoliberismo internazionale, strutture giuridiche a dimensione mondiale dagli accordi di Bretton Woods all'Organizzazione Mondiale del Commercio*, Giuffrè Editore, Milano, 1995.
- DE GRAUWE P., *Economia monetaria internazionale*, il Mulino, Bologna, 1997.
- DE GRAUWE P., *The economics of Monetary Integration*, Oxford University Press, Oxford, 1997.
- DE VITO G.N., PIETROBELLI C., PUGLIESE E., *Economia. Casi pratici e teorici*, Apogeo Editore, Roma, 2007.
- DE VRIES M.G., HORSEFIELD J.K., "The International Monetary Fund, 1945-1965: Twenty Years of International Monetary Cooperation", International Monetary Fund, Washington D.C., september 1969.
- DI GIORGIO G., *Lezioni di economia monetaria*, CEDAM Editore, Padova, 2007.
- DI TARANTO G., *Guido Carli e le istituzioni economiche internazionali*, Bollati Boringhieri, Torino, 2009.
- EICHENGREEN B., "Protezionismo? Film anni 30", Il Sole 24 Ore, 16 ottobre 2010.
- GRAHAM F.D., "The Cause and the Cure of Dollar shortage", Essays in International Finance Princeton University Press, n.10, 1949.

- HERRING R.J., MARSTON R.C., *“Sterilization Policy: The trade-off between monetary autonomy and international reserve stability”*, Rodney L. White Center for Financial Research, University of Pennsylvania, 1977.
- HEWSON J., SAKAKIBARA E., *“A Qualitative Analysis of Euro-Currency Controls”*, The Journal of Finance, Vol XXX n.2, 1975.
- KRUGMAN P.R., MELITZ M.J., OBSTFELD M., *Economia Internazionale 2, Economia Monetaria Internazionale*, Pearson Editore, Milano, 2012.
- MCKINNON R.I., *“An International Standard for Monetary Stabilization, Policy Analysis in International Economics”*, Institute for International Economics, Washington D.C., 1984.
- MEADE J., *The Theory of International Economic Policy: I. The Balance of Payments*, Oxford University Press, London, 1951.
- MILWARD A.S., *The Reconstruction of Western Europe, 1945-51*, Routledge, London, 1992.
- NURKSE R., *“International Monetary Policy and the Search for Economic Stability”*, American Economic Review Paper and Proceedings, Vol. 37 n.2, 1947.
- SIMON H.C., *“The Future International Position of the United States as Affected by the Fund and Bank. Discussion”*, American Economic Review Papers and Proceedings, Vol. 35 n.2, 1945.
- TRIFFIN R., *“Gold and the dollar crisis”*, Yale University press, New Heaven, 1960.
- VINER J., *Commercio Internazionale e Sviluppo Economico. Saggi di Economia Internazionale*, Utet, Torino, 1957.

### **Banche dati utilizzate**

Fondo Monetario Internazionale (FMI).

OECD Statistics.