



Facoltà di Economia

Corso di Laurea Triennale in Economia e Management

Cattedra di Storia Economica

Il Crollo del Sistema di Bretton Woods:
Un Momento di Svolta nella Storia della Finanza

Relatore

Prof.

Luciano Palermo

Candidato

Luigi Di Vincenzo

Matr. 149291

A. A. 2010/2011

Indice

1	Introduzione	3
2	Gli accordi di Bretton Woods: dalla nascita al crollo	5
2.1	Verso Bretton Woods: i due piani	6
2.1.1	Reazioni e critiche alle due proposte	9
2.2	L'accordo	11
2.2.1	Il compromesso	11
2.2.2	Una riflessione sul compromesso	13
2.3	La storia del sistema	16
2.3.1	La pre-convertibilità: 1946-1958	16
2.3.2	Il periodo di effettivo funzionamento: 1959-1967	16
2.3.3	Verso il crollo	18
2.3.4	Le cause del crollo	19
2.4	Una riflessione generale su Bretton Woods	22
2.4.1	La <i>performance</i> del sistema	22
2.4.2	L'eredità del sistema	24
3	Il sistema finanziario della Golden Age	25
3.1	Una spiegazione dei limiti imposti alla finanza	25
3.2	La pre-convertibilità: 1946-1958	28
3.3	Dalla dichiarazione di convertibilità al crollo	31
3.3.1	Il mercato degli Eurodollari	32
3.3.2	Altre strade per eludere i controlli	35
3.4	Un bilancio generale	36
4	Il ritorno della finanza	37
4.1	Il contesto economico e geopolitico	38
4.1.1	Il venir meno dei fattori di crescita	38
4.1.2	Il primo Shock Petrolifero e il ruolo degli Stati Uniti	39
4.1.3	Verso la globalizzazione	40
4.1.4	Gli effetti sul sistema finanziario	40
4.2	L'evoluzione del sistema monetario	42
4.2.1	Subito dopo il crollo	42
4.2.2	La svolta a cavallo tra i due decenni	43
4.2.3	La volatilità degli anni Ottanta	46
4.3	La deregolamentazione del sistema finanziario	47
4.3.1	Il processo di liberalizzazione nei diversi contesti	47
4.3.2	Il maggior promotore della finanziariaizzazione: tra Europa e Stati Uniti; tra Stato e Mercato	51
4.4	Il mutato ambiente culturale	54
4.5	L'innovazione: finanza e informatica	56
4.6	Un quadro generale	58
5	Evidenza empirica	60
5.1	L'integrazione finanziaria	60
5.2	La quota di profitti di competenza del settore finanziario	62
6	Conclusione	63
	Appendice al quinto capitolo: grafici e tabelle	65
	Bibliografia	67

1_INTRODUZIONE

Viviamo in un mondo in cui la finanza riveste un ruolo centrale: non solo è una componente fondamentale del sistema economico mondiale, ma ha anche una notevole influenza sulle scelte politiche dei governi di tutto il mondo. Questa situazione è il frutto di una tendenziale crescita del ruolo del sistema finanziario, consolidatasi a partire dal 1973, anno del definitivo crollo del sistema di Bretton Woods. In seguito a questo evento la finanza, che fino a quel momento aveva ricoperto un ruolo marginale, prende rapidamente piede fino a diventare il fulcro del sistema economico mondiale. L'obiettivo della presente ricerca è analizzare questo momento di svolta nella storia della finanza e dell'economia.

Tale ricerca non può prescindere da una disamina dell'ordine monetario definito a Bretton Woods nel '44. In particolare, nel secondo capitolo, propongo un resoconto delle fasi e delle ragioni che hanno portato alla costruzione di tale sistema monetario, per poi ripercorrerne la storia - dalla nascita al crollo - e concludere con un'analisi delle cause del crollo e dell'eredità di tale evento storico.

E' all'interno di questo quadro che, nel capitolo successivo, analizzo l'evoluzione del sistema finanziario nel periodo che va dal 1946 al 1973. Ripercorrere le fasi di tale processo è particolarmente interessante perché emerge come, nonostante le stringenti regole cui è sottoposta, la finanza riesca a crescere ed acquisire peso negli equilibri economici mondiali. In maggior dettaglio, il terzo capitolo si pone due obiettivi: individuare i fattori che hanno spinto i maggiori Paesi al mondo - e gli Stati Uniti in particolare - a limitare fortemente il sistema finanziario e delineare l'evoluzione dei mercati finanziari nel periodo di funzionamento del sistema, la cosiddetta *Golden Age*.

Nella parte successiva, propongo una spiegazione della poderosa crescita del settore finanziario, che prende piede a partire dai primi anni Settanta e si consolida negli anni Ottanta. Tra le cause di tale tendenza, oltre al crollo del sistema di Bretton Woods, individuo diversi altri aspetti. Innanzitutto, presento un

quadro generale delle maggiori tendenze economiche e geopolitiche mondiali, evidenziando le discontinuità con il periodo precedente. Proseguo con una disamina dell'evoluzione del sistema monetario nel periodo successivo al crollo, focalizzandomi sugli effetti che questo ha sui mercati finanziari e, in particolare, sulla liberalizzazione dei flussi di capitale, cui dedico il paragrafo successivo. Il tema delle liberalizzazioni è in special modo interessante non solo per l'effetto diretto che queste hanno sulla crescita del settore finanziario, ma anche perché tali scelte politiche sono sintomo di un diverso orientamento del pensiero economico dominante. Propongo, quindi, una spiegazione di tale inversione di tendenza nel pensiero economico. Da ultimo, non possono non essere citati tra le cause dell'ascesa della finanza, le tecnologie informatiche e l'innovazione finanziaria. In particolare, l'evoluzione tecnologica e lo sviluppo di nuovi strumenti finanziari, profondamente interrelati, hanno permesso una crescita esponenziale del settore finanziario attraverso la riduzione dei costi e l'ampliamento del mercato.

Il lavoro si conclude con una breve analisi empirica del fenomeno: utilizzando due diversi indicatori - una misura di integrazione finanziaria e una della quota del reddito nazionale di competenza del settore finanziario - fornisco evidenza della crescita del settore finanziario tra gli anni Settanta e Ottanta.

2_ GLI ACCORDI DI BRETTON WOODS: DALLA NASCITA AL CROLLO

Il sistema di Bretton Woods è un evento storico di enorme portata per due motivi principali: innanzi tutto è l'unico ordine monetario internazionale¹ definito da un accordo; inoltre segna il definitivo passaggio dalla moneta-merce alla *fiat money*². Ma il lascito di Bretton Woods è ben più ampio: le istituzioni definite in quell'occasione, nonostante tutti i loro limiti, rimangono un punto di riferimento per qualsiasi progetto di riforma del sistema monetario internazionale.³ Più in generale, non solo il periodo di Bretton Woods vanta tassi di crescita eccezionali,⁴ ma si distingue nettamente, sia dal periodo precedente - caratterizzato dal gold standard e dal protezionismo - sia da quello successivo caratterizzato dall'introduzione dei cambi flessibili e l'ascesa della finanza.⁵

Ripercorro, quindi, le fasi principali che portano agli accordi, per poi passare ad un breve resoconto del funzionamento del sistema; continuo con un'analisi delle cause del crollo, per poi concludere con una riflessione sull'eredità dell'esperienza di Bretton Woods e sulla *performance* del sistema.

¹ Mundell individua un ordine monetario, definito come complesso di norme entro cui opera il meccanismo monetario, solamente in tre periodi: il dominio romano-bizantino, il *gold standard* e Bretton Woods. Ma solo l'ultimo è nato da un accordo. (R.A. Mundell, *The Future of the International Financial System*, in A.L.K. Acheson, J.F. Chant, M.F.J. Prachowny (a cura di) *Bretton Woods revised*, Macmillian, London, 1972, p. 92, in F. Cesarano, *Gli Accordi di Bretton Woods*, Editori Laterza, Roma-Bari, 2001, p. 6)

² F. Cesarano, *Gli Accordi di Bretton Woods*, Editori Laterza, Roma-Bari, 2001, p. 4

³ R. Faini, "Per una riforma delle istituzioni finanziarie italiane" in *Italianieuropei*, n. 2, 2003. Aggiunge Bruni: "L'idea di una nuova Bretton Woods circola da tempo. È una delle manifestazioni del desiderio di migliorare la governance della globalizzazione e, in seguito alla crisi finanziaria, si è andata rafforzando." (F. Bruni, "Ritorno a Bretton Woods", in *ViaSarfatti*25.it 5/12/08)

⁴ "Solo quando il grande boom terminò, nei travagliati anni '70, in attesa dei traumatici anni '80, gli osservatori - a cominciare soprattutto dagli economisti - cominciarono a capire che il mondo, particolarmente il mondo del capitalismo avanzato, aveva attraversato una fase del tutto eccezionale della propria storia; forse una fase unica" (E.J. Hobsbawm, *Il secolo Breve*, RCS Libri, Milano, 1997, p. 303)

⁵ Diversi economisti vedono nel crollo di Bretton Woods l'inizio di un periodo di ascesa della finanza, definito *finanziarizzazione*. Tra questi cito:

- D'Artista (J. D'Artista, *The role of the IMF in financialization*, in G.Epstein (a cura di), *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar, Cheltenham and Northampton, 2005, p. 222);
- Taylor e Obstfeld, che individuano nel '73 l'inizio di un processo di integrazione finanziaria (M. Obstfeld, A.M. Taylor, *The Great Depression as Watershed: International capital mobility over the long run*, NBER Working Papers, n. 5960, 1997, pp. 41-43);
- Duménil e Lévy (G. Duménil, D. Lévy, *Costs and benefits of neoliberalism: a class analysis*, in G. Epstein (a cura di), *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar, Cheltenham e Northampton, 2005 pp. 19-33);
- Arrighi, che, come meglio specificato nel quarto capitolo, individua nel '68, anno che ritiene cruciale per il crollo di Bretton Woods, l'inizio di una fase di *finanziarizzazione*. (G. Arrighi, *Il lungo XX secolo*, Il Saggiatore, Milano, 1996, p. 392)

2.1_VERSO BRETTON WOODS: I DUE PIANI

Gli accordi di Bretton Woods sono il frutto di un complesso processo di riordino delle istituzioni monetarie mondiali, avviato in risposta alla deludente esperienza del primo dopoguerra, caratterizzato da cambi flessibili e dal collasso del gold exchange standard.⁶ Fin dall'inizio del secondo conflitto mondiale, infatti, i maggiori Paesi belligeranti si pongono il problema della riorganizzazione dell'ordine monetario.⁷ In particolare, nel 1940 in Germania viene formulata la proposta di sostituire al *gold standard*, simbolo dell'egemonia britannica, con un sistema centrato su Berlino, il *Nuovo Ordine*.⁸

Sono proprio le proposte con le quali Regno Unito e Stati Uniti rispondono al *Nuovo Ordine* che costituiscono il punto di partenza dei negoziati di Bretton Woods.⁹ L'obiettivo, ampiamente condiviso dai due alleati, è duplice: ricostruire il sistema di scambi internazionali, gravemente lesionato dai furori protezionistici degli anni Trenta, e definire un sistema di regole che proteggesse il commercio internazionale e l'economia mondiale dal ripetersi di una simile sciagura.¹⁰ Tuttavia, su alcuni aspetti Stati Uniti e Regno Unito propongono soluzioni diverse, riconducibili a differenti visioni dell'argomento e, soprattutto, ad una divergenza d'interessi:¹¹ se gli Stati Uniti escono estremamente rafforzati dal conflitto e nel dopoguerra saranno creditori netti, il Regno Unito vede il proprio ruolo fortemente ridimensionato e sarà debitore netto. Da un punto di vista più operativo, il tema che genera maggiore attrito è la difesa da parte della Gran Bretagna della preferenza imperiale, preferenza che gli Stati Uniti vogliono

⁶ M.D. Bordo, *The Bretton Woods International Monetary system: A historical overview* in M.D. Bordo e B. Eichengreen (a cura di), *A Retrospective on Bretton Woods System*, The University of Chicago Press, Chicago and London, 1993, p. 28.

⁷ F. Cesarano, *Gli Accordi di Bretton Woods*, Editori Laterza, Roma-Bari, 2001 p. 101.

⁸ W. Funk, *Wirtschaftliche Neuordnung Europas*, M. Muller und Sohn, Berlin, 1940 in Cesarano, *Op.cit.*

⁹ Cesarano, *Op.cit.*, p. 103. Oltretutto, Keynes viene invitato dal ministero dell'Informazione a parlare alla radio per criticare il *Nuovo Ordine* e contrastare la propaganda tedesca, ma egli esclude la riesumazione del *gold standard* in quanto il rifiuto del sistema aureo propugnato da Funk è essenzialmente corretto. (in *ivi*).

¹⁰ Faini, *Op.cit.*, p. 3.

¹¹ B. Eichengreen, *Hegemonic Stability Theories of the International Monetary System*, in R.N. Cooper, B. Eichengreen, C.R. Henning, G. Holtham e R.D. Putnam (a cura di), *Can Nations agree? Issues in International Economic Cooperation*, The Brookings Institution, Washington (D.C.), 1989, p. 263.

eliminare a favore di un sistema aperto e senza discriminazioni.¹² Queste divergenze si concretizzano in due diversi progetti dell'architettura monetaria mondiale: il piano Keynes per la Gran Bretagna e il piano White per gli Stati Uniti.

Il piano Keynes

Il progetto presentato dal Regno Unito si propone di incentivare il commercio internazionale e stabilizzare l'andamento delle economie nazionali fornendo riserve cuscinetto.¹³ Il fulcro del sistema è la *International Clearing Union (ICU)* che emette una nuova moneta, il *Bancor*,¹⁴ il cui valore nominale è fissato in termini di oro e rispetto al quale sono definiti i valori delle altre monete. Le linee di credito aperte dalla ICU permettono il superamento di crisi temporanee della bilancia dei pagamenti: i Paesi in deficit vengono finanziati,¹⁵ attraverso la ICU, da quelli in surplus e pagano loro un interesse; il finanziamento avviene con il meccanismo dell'*overdraft*, che è una sorta di scoperto in conto corrente. La riduzione degli *squilibri fondamentali* è perseguita anche attraverso apposite regole imposte sia ai debitori che ai creditori.¹⁶ A queste misure si aggiunge una clausola volta a tenere sotto controllo l'inflazione che consiste nella limitazione proporzionale e generalizzata delle quote, qualora si verifichi "an excess of world purchasing power."¹⁷ Il controllo della speculazione destabilizzante, attraverso le restrizioni sui flussi di capitale, completa l'architettura.

Caratteristica peculiare e, al tempo stesso, potenziale punto debole del piano è l'autonomia della politica monetaria in un sistema di cambi fissi: il funzionamento

¹² G.J. Ikenberry, *The Political Origins of Bretton Woods* in M.D. Bordo, B. Eichengreen, (a cura di) *A Retrospective on Bretton Woods System*, The University of Chicago Press, Chicago and London, 1993, p. 169.

¹³ Bordo, *Op.cit.* p. 32

¹⁴ Il piano si proponeva di fornire tra i 25 ed i 30 miliardi di dollari.

¹⁵ Come riporta Horsefield, il piano pone l'accento sull'indipendenza della politica monetaria interna e sulla necessità che il sistema monetario non interferisca con essa (J.K. Horsefield, *The international monetary fund*, vol III, Documents, International Monetary Fund, Washington (D.C), 1969, p. 25 in Cesarano, *Op.cit.*)

¹⁶ Ai debitori che si avvicinano al limite sono imposte penalizzazioni che includono svalutazioni e imposizione di controlli sui capitali, mentre ai creditori viene imposta una politica creditizia interna espansiva, l'apprezzamento della moneta la riduzione dei dazi sulle importazioni e l'aumento dei *development loans*

¹⁷ Horsefield, *Op.cit.*, p. 25

dovrebbe essere garantito dalla presenza di controlli sui flussi di capitali,¹⁸ ma l'efficacia di tali controlli è dubbia. Il venir meno delle regole *automatiche*¹⁹ del *gold standard*, sostituite dall'autorità discrezionale della ICU, e l'estensione del *principle of banking* ad un contesto internazionale, in mancanza di una corrispondente autorità politica, costituiscono ulteriori debolezze del sistema.²⁰

Il piano White

Il progetto statunitense è più focalizzato sulla stabilità dei cambi che sulla fornitura di abbondante liquidità al sistema.²¹ Il fulcro del sistema è il *United Nations Stabilization Fund* cui ogni Paese contribuisce, con una quota costituita di oro e moneta nazionale, per un totale di 5 miliardi di dollari. La parità dei cambi è definita in termini di *unitas*, un'unità internazionale di conto pari a dieci dollari. Ogni membro è responsabile del suo mantenimento, ma, in caso di *squilibrio fondamentale*, può chiedere una modifica della parità centrale, con procedure diverse a seconda dell'entità della variazione²². Anche questo progetto prevede diverse penalizzazioni per i Paesi che prendono fondi in quantità eccedente la propria quota, mentre i creditori sono soggetti a vincoli più blandi. Tuttavia, la *scarce currency clause*²³ interviene in quest'ambito. La proposta statunitense, facendo a meno dei controlli sui flussi di capitale²⁴ e mantenendo un

¹⁸ Un Paese non può contemporaneamente avere cambio fisso, libera circolazione dei capitali e autonomia della politica monetaria. (P.Krugman, M.Obsefeld, *International economics: Theory and Policy*, Pearson Education International, Boston, 2003, p. 699) Di conseguenza l'unico modo di combinare cambi fissi e autonomia della politica monetaria è il controllo dei flussi di capitali.

¹⁹ Di diversa opinione Eichengreen e Toniolo. Introducendo Gabbie d'Oro dell'economista statunitense, scrive Toniolo: "Il punto di partenza è il *Gold standard* prebellico. Contrariamente a quanto molti credono, la discreta efficienza operativa del sistema aureo non dipendeva dalle virtù "naturali" dei meccanismi di aggiustamento automatici, ma era, al contrario, eminentemente opera dell'uomo. L'idea, ancorché eterodossa, non è nuova e viene anzi viepiù accreditata dagli storici economici: Eichengreen, tuttavia, pone particolare enfasi sulla cooperazione tra banche centrali quale principale strumento di buon funzionamento del meccanismo dei pagamenti internazionali prima del 1914" (G. Toniolo, *Presentazione*, in B. Eichengreen, Gabbie d'Oro, Cariplo, Milano e Laterza, Roma-Bari, 1994, p. x). Così Eichengreen: "Al fondo, tuttavia la credibilità del gold standard pre-1914 si basava sulla cooperazione internazionale. Quando la speculazione stabilizzatrice e gli interventi all'interno si dimostravano insufficienti a risolvere il problema, il sistema veniva stabilizzato mediante la cooperazione tra autorità di governo e banche centrali" (B. Eichengreen, *Gabbie d'Oro*, Cariplo, Milano e Laterza, Roma-Bari, 1994, p. 12).

²⁰ Cesarano *Op.cit.*, p.108.

²¹ Bordo, *Op.cit.*, p. 33.

²² Entro il 10% è sufficiente chiedere un parere al fondo mentre oltre è necessaria una votazione a maggioranza qualificata dei membri.

²³ "A provision in the original rules of the IMF, to deal with the problem that its stocks of any one particular currency might run out. The clause provided that if the IMF ran out of stocks of a country's currency, this could be declared a 'scarce currency', upon which members would be entitled and expected to discriminate against the country's goods in their trade policies. It was widely expected during the late

legame più stretto con l'oro, tutela il principio della libertà commerciale e gli interessi dei maggiori detentori d'oro, primi tra tutti gli Stati Uniti.

2.1.1_Reazioni e critiche alle due proposte

Si possono individuare tre principali ordini di differenze tra i due piani:²⁵

- la *dimensione* e il meccanismo d'allocazione delle risorse;
- l'introduzione di una nuova valuta nel caso di Keynes e l'utilizzo della valute esistenti nel caso di White;
- il carattere multipolare del piano statunitense, rispetto a quello britannico che rimane più legato ai Paesi fondatori.

Le reazioni ai due progetti sono varie e complesse, ma la maggior parte degli studiosi, più che schierarsi per l'uno o per l'altro, evidenzia i punti deboli di entrambi. In particolare, nella lettura di Lutz,²⁶ la mancanza di un meccanismo atto a prevenire politiche che generano squilibri fondamentali è un problema comune ai due piani.

Il progetto britannico viene criticato per due motivi principali: la tendenza all'inflazione e l'insostenibilità di un regime di cambi fissi, in assenza di un coordinamento delle economie partecipanti. Per quanto riguarda il primo aspetto, Lutz sostiene che un'espansione monetaria uguale in tutti i Paesi, in modo da non creare squilibri nei conti con l'estero, non incontrerebbe un limite nelle regole della *Clearing Union*.²⁷ A proposito dell'insostenibilità del sistema, Horsefield²⁸ ritiene che il perseguimento del pieno impiego all'interno dei diversi Paesi possa essere in conflitto con l'equilibrio della *Clearing Union*.

1940s that the US dollar would become scarce, though due to Marshall Aid and other US bilateral aid programs this did not in fact occur" (Oxford Dictionary of Economics, "Scarce currency clause" in <http://oxforddictionaries.com> 05/06/11).

²⁴ White's alternative plan placed less emphasis on periodic exchange rate adjustment than did Keynes's, and viewed capital movements in somewhat more favourable light. (M. Obstfeld, A.M. Taylor, *The Great Depression as Watershed: International capital mobility over the long run*, NBER Working Papers, n. 5960, 1997, p. 29.

²⁵ J.M. Boughton, *Why White and not Keynes? Inventing the Postwar international monetary system*, IMF working papers n. 52, 2002.

²⁶ F.A.Lutz, "The Keynes and White proposal" in *Essays in International Finance*, n.1, Princeton University Press, Princeton 1943, p. 17 in Cesarano, *Op.cit*

²⁷ Ivi p. 17

²⁸ Horsefield, *Op.cit*.

Il sistema proposto dagli Stati Uniti viene, invece, giudicato eccessivamente macchinoso e poco trasparente da Robinson²⁹ il quale rileva, peraltro, carenze in alcune soluzioni come quella relativa all'accumulo di posizioni creditorie. Più in generale al piano White viene rimproverata la scarsa simmetria. Vari economisti³⁰ concordano, inoltre, nell'affermare che la *scarce currency clause* contraddica lo spirito del piano.

Le critiche non sono derivanti da una difesa del *gold Standard*, ormai rifiutato da tutti gli economisti.³¹ Infatti, *un gold standard* internazionale non regolato metterebbe il mondo in una camicia di forza monetaria che impedirebbe di adottare tanto politiche desiderabili, quanto politiche insensate; *un dollar standard*, invece, potrebbe funzionare in modo splendido, ma l'esperienza storica solleva dubbi sulla corretta gestione da parte degli Stati Uniti.³²

Indubbiamente, il piano White, assimilato da Keynes stesso al *gold standard*,³³ è decisamente più conservativo rispetto a quello britannico, che viene definito invece definito *uno stadio avanzato di organizzazione monetaria*.³⁴

²⁹ J. Robinson, The international Currency Proposals, in "Economic Journal" vol. 53, June-September 1943, n.210-211, p. 170 in Cesarano, *Op.cit*

³⁰ Lutz, *Op.cit.*, p.15; Robinson, *Op. cit.*, p. 167; E.F. Schumacher, "The new currency plans" in *Bulletin, Oxford Institute of Statistics*, vol. 5, supplement, n. 5, 1943, pp. 22-24 in Cesarano, *Op.cit.*

³¹ Cesarano, *Op.cit.*, p. 119

³² J.Viner *Due piani per la stabilizzazione economica internazionale* (1943), in Id., *Commercio Internazionale e sviluppo economico. Saggi di economia internazionale*, UTET, Torino 1957, pp. 563-564 in Cesarano, *Op.cit.*, p. 120

³³ Horsefield, *Op.cit.*, p. 26

³⁴ Cesarano, *Op.cit.*, p. 107

2.2_L'ACCORDO

2.2.1_Il compromesso³⁵

La maggiore forza contrattuale degli Stati Uniti emerge fin dall'inizio del negoziato e ne condiziona l'andamento anche dopo la conferenza³⁶ del Luglio 1944. Di conseguenza, nonostante l'accordo finale (*Articles of agreement*) includa elementi di entrambe le proposte, le tematiche sollevate dagli Stati Uniti prevalgono.³⁷ In particolare, nel compromesso gli Inglesi abbandonano l'ICU, il *Bancor*, il sistema dell'*overdraft*, e l'abbondante fornitura di liquidità internazionale. Ottengono, d'altra parte, una maggiore autonomia della politica nazionale dei membri, cui viene attribuita la facoltà di modificare la parità centrale, e la possibilità d'introdurre controlli³⁸ sui flussi di capitale; la *scarce currency clause* è vista come una soluzione alle preoccupazioni inglesi riguardanti il potenziale deflativo del surplus statunitense. Al Fondo non viene conferita la facoltà di intervenire nella politica interna per rimediare agli squilibri, nonostante fosse prevista da entrambi i piani. Più precisamente i punti centrali dell'accordo, sono i seguenti.

Il sistema delle parità centrali. L'articolo IV definisce l'oro e il dollaro come riferimento del sistema. Tutti i membri sono tenuti a dichiarare la parità centrale rispetto al dollaro, e indirettamente rispetto all'oro, e a mantenere la propria moneta entro una banda d'oscillazione del 2%. La parità può essere modificata a discrezione del membro, sentito il Fondo.³⁹

³⁵ Le principali fonti di questo paragrafo sono il sito del Fondo Monetario Internazionale (International Monetary Fund, *Articles of Agreement of the International Monetary Fund* in www.imf.org/external/25/05/11) e il già citato *The Bretton Woods International Monetary system: A historical overview* di Bordo.

³⁶ Cesarano, *Op.cit.*, p. 120

³⁷ A proposito della prevalenza del progetto americano, Boughton mette in guardia da eccessive semplificazioni. "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 americano, 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 conventing the full story"(Boughton, *Op.cit.*, p. 3)

³⁸ "The experience of 1918-1939 had led policy-makers to view private capital movements as a factor leading to economic instability, and they feared that speculative movements of "hot money" across national borders might sabotage their goal of free trade based on fixed exchange rates" (P.Krugman, M.Obstfeld, *Op. cit.*)

³⁹ Il Fondo è tenuto ad approvare variazioni entro il 10%, mentre valuta quelle di misura superiore. Variazioni non autorizzate escludono il membro dalla possibilità di ricorrere alle risorse del fondo e possono portare all'espulsione. E' inoltre prevista la possibilità di modificare il valore di tutte le monete

Il sistema dei pagamenti multilaterali. I membri devono permettere la convertibilità della moneta per transazioni commerciali (art. VII) ed evitare trattati discriminatori nonché accordi monetari multipli, ma possono introdurre controlli sui flussi di capitali (art. VI). E' tuttavia possibile, in forza dell'articolo XIV, non dichiarare la convertibilità e mantenere i controlli esistenti per un periodo di tre anni dalla nascita del fondo.⁴⁰

Le risorse del Fondo e il loro utilizzo. I Paesi membri sono tenuti a conferire risorse al fondo in forma di moneta nazionale (75%) e oro (25%) per un totale di 8,8 miliardi di dollari.⁴¹ Queste risorse, che possono essere richieste dai Paesi per far fronte a squilibri della bilancia dei pagamenti di breve e medio periodo, vengono accordate tenendo anche conto delle esigenze del Fondo⁴² il quale ha la facoltà, in forza della *scarce currency clause* (art. VII), di razionare l'uso di una moneta della quale non riesce a soddisfare la domanda; ha, inoltre, il diritto di decidere in che valuta vadano restituiti i prestiti.

I poteri del fondo. Anche se con poteri limitati sulla politica interna dei membri, il Fondo ha comunque una forte influenza sul sistema monetario internazionale. In particolare decide riguardo all'ammissibilità dei cambiamenti delle parità centrali, delle pratiche discriminatorie e dei tassi di cambio multipli; ha il potere di accordare l'accesso alle proprie risorse, di stabilire che alcuni membri non possano accedere ai prestiti,⁴³ nonché di espellerli.

L'organizzazione del Fondo. Il consiglio, formato da rappresentanti dei Paesi membri, è responsabile della gran parte scelte del Fondo, mentre il voto dei membri stessi è richiesto solo in casi particolari.⁴⁴ In entrambi i casi, il numero di voti di ogni membro dipende dalla sua quota e quindi dalla sua dimensione economica.

rispetto all'oro, a patto che la maggioranza e tutti i membri titolare di quote superiori al 10% siano favorevoli.

⁴⁰ Dopo il tre anni il Fondo deve riferire riguardo lo stato della convertibilità e a partire dal quinto anno, ogni anno il membro deve giustificare al propria posizione al fondo.

⁴¹ Ammontare che può essere aumentato ogni 5 anni a discrezione della maggioranza dei votanti.

⁴² Viene tutelato l'equilibrio tra le diverse valute in dotazione al Fondo.

⁴³ Potere usato contro la Francia nel 1948.

⁴⁴ La modifica di tutte le parità di cambio rispetto all'oro è una di queste.

Il funzionamento del sistema. Anche se il funzionamento del sistema non è esplicitamente specificato dagli accordi, esso opera attraverso due meccanismi fondamentali: per quanto riguarda i cambi, gli Stati Uniti si preoccupano di mantenere il rapporto oro-dollaro, a loro volta gli altri Membri intervengono sul corso della propria moneta per fissarne la parità con il dollaro. Per quanto riguarda il pagamento dei deficit, i membri utilizzano le proprie riserve o le risorse del Fondo, specularmente in caso di surplus accumulano riserve o riacquistano la propria moneta dal Fondo. La possibilità di usare le leve della spesa pubblica e della politica monetaria permette di controllare gli squilibri di breve periodo mentre i controlli sui flussi di capitale prevengono speculazioni destabilizzanti. In ultima istanza, o meglio in caso di *squilibrio fondamentale*, i Paesi hanno comunque la possibilità di rivedere la parità.

2.2.2_Una riflessione sul compromesso

Nonostante l'apparente sconfitta di Keynes si può affermare, citando De Cecco, che "lo schema di riferimento teorico degli accordi fu quello del Keynesianesimo".⁴⁵ Più precisamente, l'evoluzione del sistema monetario internazionale verso un *dollar standard*, connessa con il ruolo primario delle politiche macroeconomiche è il portato della rivoluzione keynesiana.⁴⁶ Mentre nel gold standard la stabilità dei cambi è l'obiettivo e la politica economica deve agire di conseguenza, nel nuovo sistema la politica economica è volta al perseguimento della piena occupazione e non al sostegno della parità.⁴⁷

Il fatto che, nonostante sia prevalsa la volontà statunitense, il quadro di riferimento sia il Keynesianesimo, è spiegabile ricordando che lo stesso White era *keynesiano*.⁴⁸ Più precisamente, riguardo alle maggiori questioni di politica

⁴⁵ M. De Cecco, *Presentazione*, in Cesarano, *Op. cit.*

⁴⁶ Cesarano, *Op. cit.*, p. 3.

⁴⁷ A riguardo Keynes stesso afferma "If I have any authority to pronounce on what is what is not the gold standard, I should say this plan is the exact opposite of it" (J.M. Keynes, *The Collected Writings of J. M. Keynes*, a cura di E. Johnson e D. E. Moggridge, Macmillan, London, 1971-1989).

⁴⁸ Tra i vari esperti di quest'avviso riporto quelli citati da Bourgon "Roy Harrod (1951) noted that White "had solid intellectual quality and was an ardent admirer of Keynes's economic work;" Robert Lekachman (1967) also noted Keynes's influence on White on both fiscal and exchange rate policies, Herbert Stain (1969) included White in a list of U.S government economist who supported the use of counter-cyclical fiscal policy to combat 1937-38 recession (R.Harrod, *The life of John Maynard Keynes*, Macmillan & Co, London 1951; H.Stein, *The fiscal revolution in America*, Macmillan & Co,

economica, Keynes e White avevano visioni simili. Riguardo alla politica interna entrambi erano *Keynesiani*: erano favorevoli all'uso di politiche anticicliche per mantenere alta l'occupazione. Dal punto di vista internazionale entrambi erano favorevoli ad un regime di cambi fissi ma aggiustabili, protetti da un regime di controllo di flussi di capitale, a supporto del libero commercio di beni e servizi⁴⁹ Tale *dirigismo monetario*, che accomunava i rappresentanti dei due Paesi era, d'altra parte, decisamente criticato da alcuni ambienti di Governo statunitensi nonché dai più influenti esponenti della finanza di entrambi i Paesi.⁵⁰ Infatti, come si vedrà nei capitoli successivi, durante il periodo di Bretton Woods, la finanza è relegata ad un ruolo di secondo piano.

Tornando al confronto tra White e Keynes, chiaramente, le divergenze su alcuni temi non mancano, in particolare, come rileva de Vries, “Keynes sosteneva un sistema articolato caratterizzato da regole che governassero il commercio e i pagamenti e gestito dalla cooperazione internazionale. Il piano White dava invece più enfasi alle soluzioni basate sul mercato con una limitata interferenza dei governi.”⁵¹

Il progetto risultante è, da molti, giudicato incoerente.⁵² In particolare, mentre il piano Keynes e il piano White forniscono soluzioni chiare, rispettivamente un innovativo schema di clearing e un gold standard riveduto, le reciproche concessioni sfociano in un accordo poco coerente, ingenerando dubbi sulla sua tenuta nel lungo periodo.⁵³ Nonostante ciò, gli economisti decisamente contrari al progetto sono pochi; molti, però, rilevano il possibile conflitto tra un regime di cambi fissi ed una politica economica volta al conseguimento di obiettivi interni.

London 1969; R.Lekachman, *The Age of Keynes*, Allen Lane, The Penguin, London 1967 in Bourgon, *Op.cit.*, p. 5).

⁴⁹ Bourgon, *Op.cit.*, p. 11.

⁵⁰ Hellerein *Op.cit.*, p. 43.

⁵¹ M.De Vries, *The imf in changing world 1945-1985*, IMF, Washington (D.C.), 1986.

⁵² “Both the Keynes and the White plans are hybrids of these unsuccessful parents (the systems of exchange rates of the latter half of the 1920's and the Tripartite Agreement). The fruit of their own marriage shows all the weaknesses to be expected from the inbreeding of detective shocks” (R.N. Gardner, *Sterling-dollar diplomacy: the Origins and the prospects of our International Economic Order*, McGraw-Hill, New York, 1969).

⁵³ M. De Cecco, “Origins of the Bretton Post-War Payment System” in *Cambridge journal of economics*, n.1, vol. 3, 1979, p. 53).

In particolare Graham⁵⁴ individua nella coordinazione delle politiche monetarie una condizione necessaria per il successo del piano.

Tra gli economisti che si esprimono positivamente si ricordano, invece, Viner,⁵⁵ già favorevole alle due proposte iniziali, Nurske⁵⁶ - che ritiene che la politica commerciale possa risolvere gli squilibri temporanei, mentre il tasso di cambio affrontare quelli strutturali - e Simons,⁵⁷ che individua nella stabilità del potere d'acquisto del dollaro la condizione essenziale per l'esistenza del sistema.⁵⁸

E' importante rilevare che, all'indomani della conferenza di Bretton Woods, il dibattito è influenzato dalla diffusione del pensiero del Keynesianesimo,⁵⁹ ma è Keynes stesso a mettere in guardia da un netto rifiuto della teoria classica: ritiene sia il caso di "ricordare agli economisti contemporanei che l'insegnamento classico conteneva verità di grande valore che rischiamo di non considerare."⁶⁰

⁵⁴ F.D. Graham, "The cause and the cure of *Dollar Storage*" in *Essays in International Finance*, n. 10, Princeton University Press, Princeton.

⁵⁵ J.Viner, *Gli accordi di Bretton Woods* (1944) e *La cooperazione economica internazionale* (1947) entrambi in in Id., *Commercio Internazionale e sviluppo economico. Saggi di economia internazionale*, UTET, Torino 1957 in Cesarano, *Op.cit.*

⁵⁶ R. Nurske, "International monetary policy and the search for Economic Stability" in *American economic review.*, n.2, vol. 37, 1947, p. 577 in Cesarano, *Op.cit.*

⁵⁷ H.C. Simons, "The future International Position of the United States as affected by the Fund and the Bank Discussion" in *American economic review*, n.2, vol. 35, 1945 in Cesarano, *Op.cit.*

⁵⁸ Cesarano, *Op.cit.*, p.131.

⁵⁹ Ivi, p. 134.

⁶⁰ J.M. Keynes, "The Balance of Payments of the United States", in *Economic journal*, vol. LVI, 1946 n. 222 in Cesarano, *Op.cit.*

2.3 LA STORIA DEL SISTEMA

2.3.1 Pre-convertibilità: 1946-1958

Il sistema monetario adottato dopo la guerra incontra molte più difficoltà del previsto: solo nel 1958 si arriva alla piena convertibilità. In particolare, due aspetti caratterizzano il primo decennio di funzionamento.⁶¹

- Il bilateralismo. Per favorire la ricostruzione occorre un'allocazione delle risorse pianificata, che ha sua volta non può prescindere dai controlli sui cambi; i rapporti tra Paesi vengono quindi regolamentati con trattati bilaterali.⁶²
- Il dollar storage. In questa fase, gli squilibri produttivi tra gli Stati Uniti, da un lato, e Giappone ed Europa, dall'altro, si riflettono in forti surplus della bilancia dei pagamenti del Paese americano.

A metà degli anni '50, il Piano Marshall e la svalutazione della maggior parte delle valute dei Paesi maggiori membri⁶³, contribuiscono a portare in attivo le bilance dei pagamenti; contemporaneamente il dollaro prende piede mentre il ruolo dell'IMF⁶⁴ rimane limitato. L'effetto combinato di questi fenomeni apre la strada verso la convertibilità.

2.3.2 Il periodo di effettivo funzionamento: 1959-1967

Di fatto, quindi, il sistema ideato a Bretton Woods entra in funzione solo nel 1958, con la dichiarazione di convertibilità. Oltretutto, l'organizzazione vigente in quegli anni differisce notevolmente dal progetto iniziale: gli Stati Uniti e il dollaro assumono un ruolo egemone, il FMI perde prestigio,⁶⁵ ma, soprattutto, si passa da un sistema di cambi fissi ma aggiustabili, come inizialmente previsto, a cambi fissi *de facto*,⁶⁶ inoltre la mobilità dei capitali è crescente. In sostanza, il sistema

⁶¹ Bordo, *Op.cit.*, p.37.

⁶² Duecento trattati vengono siglati in Europa occidentale nel 1947 (L.B.Yeager, *International Monetary relations: Theory, History and policy*, 2 ed, Harper & Row, New York, 1976 in Bordo, *Op. cit.*).

⁶³ Nel settembre del '49 la Sterlina viene svalutata del 30,5% e subito dopo anche altri ventitré Paesi riducono la parità in misura simile.

⁶⁴ Durante il periodo di pre-convertibilità, il dollaro emerge come moneta chiave del sistema monetario internazionale, spodestando la sterlina.

⁶⁵ "In relations among industrial countries, the IMF has been patently unsuccessful. In the immediate post-war period, the fund could not get itself to accept the EPU and as a result was left on the sidelines." (R.Dornbusch, *Comment*, in Bordo, *Op.cit.*, p. 99).

⁶⁶ "The result was the awkwardly-named "adjustable peg," which was more adjustable in theory than in

diventa una variante del *gold exchange standard* nel quale inizialmente sterlina e dollaro, poi solo quest'ultimo,⁶⁷ fungono da monete cardine. Di conseguenza riemergono i tre problemi che avevano caratterizzato il periodo tra le due guerre, quello, appunto, del *gold exchange standard*: aggiustamento⁶⁸ liquidità e fiducia⁶⁹. A questi si aggiunge l'asimmetria tra gli Stati Uniti ed il resto del mondo.

- Aggiustamento. Fissati i tassi di cambio e vista la rigidità verso il basso dei salari, l'aggiustamento automatico è pressoché nullo, in particolare per un Paese in deficit; di conseguenza, considerando che la modifica della parità centrale è considerata una soluzione d'ultima istanza,⁷⁰ l'aggiustamento deve avvenire attraverso la politica fiscale, la politica monetaria, la distribuzione dei redditi ed i controlli sul commercio estero.
- Liquidità. Già dagli anni '50 le varie fonti di liquidità sono giudicate non adeguate a sostenere la crescita della produzione e del commercio.⁷¹
- Fiducia. La fiducia nella possibilità di convertire le enormi quantità di dollari in oro tende a scendere con il passare del tempo. Il continuo deficit della bilancia dei pagamenti statunitense,⁷² contribuisce a minare la fiducia nel sistema.

practice. Exchange rates could be changed, at least in principle, under carefully unspecified conditions. Namely, if the currency was in a position of fundamental disequilibrium. By "carefully unspecified conditions" I refer to the fact that a conscious decision was taken not to define the meaning of this term" (B. Eichengreen, *Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods*, NBER Working Papers n. 10497, 2004).

⁶⁷ Il 50% del commercio internazionale è denominato in sterline nel 1945, il 30% nel 1967. (K. Dam, *The rules of the game: Reform and Evolution of the International monetary system*, University of Chicago press, Chicago, 1982, p. 52 in Bordo, *Op. cit.*)

⁶⁸ Per Bergsten, l'aggiustamento è il problema maggiore del sistema (C.F. Bergsten, *The collapse of Bretton Woods: Implications for International Monetary Reform* in M.D. Bordo e B.Eichengreen (a cura di), *A Retrospective on Bretton Woods System*, The University of Chicago Press, Chicago and London, 1993, p. 588)

⁶⁹ Il problema della fiducia viene evidenziato da Triffin nel 1960. L'economista propone una soluzione simile a quella prevista dal piano Keynes: il FMI dovrebbe emettere una nuova moneta di riserva per le Banche Centrali (R.Triffin, *Gold and the dollar crisis*, Yale University press, New Heaven, 1960 in Krugman e Obsfield, *Op. Cit.*) Quest'ipotesi, tra l'altro, era stata presa in considerazione anche dalla Banca d'Italia nel 1971 come riporta Guido Carli in un articolo del 1981 (G.Carli, "Il crollo di Bretton Woods", 1981 in www.bpp.it/Apulia/html/archivio 02/06/11, p. 4)

⁷⁰ The discussion before Bretton Woods conference did not consider how the devaluation of a currency could be expected to eliminate a deficit in the balance of payments. After the IMF began operations, the staff developed its views on balance of payment adjustment. A temporary deficit (...) should be financed out of a member's own reserve or by drawing on the Fund. (E.M Bernstein, *How the International Monetary Fund Saw Postwar Payments Problems* in M.D. Bordo e B. Eichengreen (a cura di), *A Retrospective on Bretton Woods System*, The University of Chicago Press, Chicago and London, 1993)

⁷¹ Bordo, *Op.cit.*, p.51. Peraltro poi il problema diventa l'eccesso di liquidità, come spiegato in seguito.

⁷² Gli Stati Uniti hanno una bilancia dei pagamenti in deficit durante tutto il periodo 58-71 esclusi il '68 e il '69. D'altra parte, dal 1950 al 1970 mantengono un surplus della bilancia commerciale con l'unica eccezione del '59. (*International Financial Statistics Yearbook*, 1990 in Bordo, *Op. Cit.*)

- Asimmetria.⁷³ il Paese la cui moneta è utilizzata come riserva si trova in una situazione privilegiata perché, essendoci solo $n - 1$ tassi di cambio, non ha bisogno di intervenire sul mercato per garantire la parità, il che gli conferisce una maggiore libertà nell'uso della politica monetaria.⁷⁴

2.3.3_Verso il crollo

Il primo segnale della debolezza del sistema occorre nel '60, quando si formano aspettative inflazionistiche sul dollaro,⁷⁵ che comportano una corsa alla conversione in oro. A metà degli anni Sessanta, gli Stati Uniti aumentano notevolmente la spesa pubblica, sia per la guerra del Vietnam che per la costruzione della *Great Society*,⁷⁶ causando una spinta inflazionistica che mette ulteriore pressione sul sistema. Nel frattempo, forti del crescente peso economico, i Paesi europei e il Giappone cominciavano rifiutare eccessive quantità di dollari e continue rivalutazioni di fatto della propria valuta.⁷⁷ Parallelamente, il sistema dei cambi fissi comincia a soffrire la pressione dei capitali speculativi, alimentata dai forti *squilibri fondamentali*. Il sistema alla fine degli anni Sessanta è, di fatto, un *dollar standard*. Nonostante ciò, l'oro mantiene una certa importanza: anche se i maggiori Paesi membri si impegnano a non convertire,⁷⁸ la minaccia è sempre incombente⁷⁹.

⁷³ "Its status as the reserve-currency country evidently allowed the United States to live beyond its means: the U.S. could import foreign merchandise, acquire foreign companies, and engage in foreign military adventures all at the same time. Charles De Gaulle and many of his countrymen found these last two privileges particularly objectionable. Pressure on the dollar price of gold and official gold losses were a chronic preoccupation of U.S. policy makers in the 1960s, but their existence did nothing to assuage complaints that the U.S. had an "exorbitant privilege" by virtue of the dollar's exceptional position under Bretton Woods." (B.Eichengreen, *Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods*, NBER Working Papers n. 10497, 2004, p. 14).

⁷⁴ Krugman e Obstfeld, *Op. cit.*, pp. 512-513.

⁷⁵ Solomon ricorda che si temeva che all'elezione di Kennedy seguisse un'aumento dell'offerta monetaria. (R.Solomon, *The International Monetary System 1945-1976: an insider's view*, Harper & Row, New York, 1976 in Bordo, *Op.cit.*) a tal proposito Eichengreen: "Although Kennedy asserted even before the election that he had no intention of devaluing the dollar, there was still a tendency on the part of market participants to reason by analogy with 1933, the last time that a Democrat had taken over from a Republican as president, and when one of the new president's first actions had been to raise the dollar price of gold"(Eichengreen 2004, *Op.Cit.*, p. 11).

⁷⁶ Krugman e Obstfeld, *Op.Cit.*, p. 558.

⁷⁷ "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. Del resto, il presidente De Gaulle era stato il primo ad inaugurare questa tendenza" (Carli, *Op.cit.*, p. 1).

⁷⁸ In particolare prima la prima soluzione è *Gold Pool* (1961), un accordo stretto tra Belgio Italia, Germania, Svizzera, Stati Uniti e Regno Unito volto a mantenere il prezzo dell'oro a 35 dollari l'oncia; quando

La situazione precipita tra '67 e il '68, quando le pressioni speculative si fanno tanto consistenti da indurre la creazione di un doppio mercato dell'oro. In particolare, precisa Carli,⁸⁰ gli Stati Uniti avevano sganciato parzialmente la loro moneta dall'oro, decidendo, insieme ai maggiori Paesi industriali, che il prezzo ufficiale del metallo sarebbe stato applicato soltanto alle transazioni tra Banche Centrali e non con i privati. Da qui il passo alla dichiarazione della chiusura della *Gold Window* è breve: il 15 Agosto del '71 Nixon dichiara la non convertibilità del dollaro in oro.⁸¹ Segue, quindi, una svalutazione del dollaro del 8%, decisa nel dicembre dello stesso anno nell'ambito del *Smithsonian Agreement*. Le economie europee, soprattutto la Germania, vengono *inondate di dollari* in misura insostenibile:⁸² nonostante un'ulteriore svalutazione, il 19 marzo del '73 le monete europee sono lasciate fluttuare.

2.3.4_Le cause del crollo

Il collasso del sistema era ampiamente previsto già dagli anni Sessanta.⁸³ In particolare Triffin aveva messo in guardia sulla tenuta del sistema⁸⁴ e Rueff riteneva che un siffatto sistema avrebbe avuto bisogno di essere modificato⁸⁵ per

questo sistema crolla, i ricorre al *Gentlemen's Agreement* (1968) con il quale le banche si impegnano a non convertire i dollari accumulati prima del '68. (J.M. Boughton, "From Suez to Tequila: the IMF as Crisis manager" in *Economic Journal* n. 110, March 2000).

⁷⁹ "Any divergence between the official U.S. and London market prices of gold created a temptation for central banks to buy gold from the United States for \$35 and sell it on the London market at a higher price. Their ability to do so was limited only by their liquid dollar reserves. From a collective standpoint doing so might be undesirable insofar as it depleted U.S. gold reserves and cast doubt over the country's commitment to convert gold into dollar as a fixed price. But for the individual central bank there was an incentive to engage in such conversions before the gold window slammed shut, as ultimately happened in 1971, leaving those who had exercised restraint without options." (Eichengreen 2004, *Op. cit.*, p.14)

⁸⁰ Carli, *Op.cit.*, p. 1

⁸¹ Più precisamente, Nixon dichiara che gli Stati Uniti non convertiranno automaticamente i dollari in oro su richiesta delle altre banche centrali, impone inoltre una tassa del 10% su tutte le importazioni finché gli altri membri non rivalutino le proprie monete. In realtà nel dicembre del medesimo anno il dollaro viene svalutato dell' 8% e la tassa rimossa. E', inoltre, fissata una nuova parità dollaro-oro pari a 38 dollari per oncia che però, in assenza della conversione automatica, ha assai scarso significato. (P.Krugman, M. Obstfeld, *Op.cit.*, p. 561)

⁸² Carli, *Op.cit.*, p. 3

⁸³ Carli, *Op.cit.*, p. 1; Il fatto che già nel 1969 si parlasse della creazione di una moneta unica europea, spiega Magnifico, è sintomo della diffusa sensazione di sfiduci riguardo il futuro di Bretton Woods. (G. Magnifico, *L'Euro*, Luiss University Press, 2005, p. 11)

⁸⁴ Triffin, *Op.cit.*

⁸⁵ "What I am sure of is that, if we remain in the same regime, we shall some day arrive at the end of the means of external payments by United States. This will mean that, whether they want or not, whatever the agreement in the IMF and the GATT, they will have to establish an embargo on gold, establish quotas on import, impose restrictions such as the one they are now studying for foreign travel, and cut linkages between nations." (J. Rueff e F. Hirsch, "The role and the rule of gold: an argument" in *Essays in international finance*, n. 47, 1965, Princeton University press, Princeton).

sopravvivere.⁸⁶ Le tensioni erano così lampanti che, come ricorda Carli, almeno dal Gennaio del '71, le stesse autorità monetarie americane ammettevano che qualcosa stava per cambiare.⁸⁷ Nell'analizzare le cause del crollo, è opportuno considerare che la fine del sistema di Bretton Woods è uno degli eventi più studiati dagli esperti di finanza internazionale, di conseguenza esiste una grande varietà di spiegazioni e di analisi, fatte sotto prospettive diverse.⁸⁸ Seguendo lo schema proposto da Corden⁸⁹ le analisi possono essere classificate in tre gruppi che enfatizzano rispettivamente il problema della liquidità, dell'aggiustamento e della fiducia.

- Secondo una prima corrente, di cui Triffin è il maggior esponente, nel processo di crescita il mondo (esclusi gli Stati Uniti) avrebbe avuto bisogno di una quantità sempre crescente di liquidità, che gli Stati Uniti non avrebbero fornito, causando, così, deflazione e crisi. Depres, Kindleberger e Salant⁹⁰ sono di avviso diametralmente opposto: gli Stati Uniti fornivano tutta la liquidità richiesta dal sistema, ma gli altri membri non volevano rivalutare la propria moneta e, di conseguenza, accumulavano dollari. Il problema si sposta quindi sul fronte dell'aggiustamento.

⁸⁶ Secondo Faini il sistema fu vittima del suo successo: "È il successo stesso degli assetti di Bretton Woods a minarne le fondamenta. Lo sviluppo economico, commerciale e finanziario che segue alla seconda guerra mondiale, porta ad una crescita ancora più rapida dei movimenti di capitale, un fatto che modifica in maniera radicale una delle equazioni fondamentali del sistema"(R. Faini, "Per una riforma delle istituzioni finanziarie italiane" in *Italianieuropei*, n. 2/03).

⁸⁷ 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. (Carli, *Op.cit.*, p. 1)

⁸⁸ "These analysis span many points of view – the informed insider policymaker like Solomon (1982), the practitioner/academic in applied international finance like Triffin (1978), the institutional historian like De Vries (1976), the academic theorist like Mundell (1971) and the legal-institutional analyst like Dam (1982) (P.M. Gabor, *The Collapse of the Bretton Woods Fixed Exchange Rate System* in in M.D. Bordo e B. Eichengreen (a cura di), *A Retrospective on Bretton Woods System*, The University of Chicago Press, Chicago and London, 1993, p. 463).

⁸⁹ W.M. Corden, *Why did the Bretton Woods System break down?* in M.D. Bordo e B. Eichengreen (a cura di), *A Retrospective on Bretton Woods System*, The University of Chicago Press, Chicago and London, 1993, pp. 505-509.

⁹⁰ E. Depres, C. Kindleberger, W. Salant, "The Dollar and the War Liquidity: a minority view" in *Economist*, n 218, June 1966, pp. 526-529 in Corden, *Op. cit.*

- Anche questa spiegazione si divide in due rami. Secondo i sostenitori del primo, tra cui Corden,⁹¹ il fatto che il sistema si fosse trasformato in un meccanismo di cambi fissi, dipendeva dalla volontà dei Paesi membri, esclusi gli Stati Uniti, di tutelare le proprie esportazioni e, quindi, dal rifiuto di rivalutare. Altri economisti ritengono, invece, che la responsabilità principale sia stata degli Stati Uniti dato che, erano il centro del sistema ed avevano portato avanti politiche fiscali e monetarie fortemente espansive; oltretutto, non ci si poteva aspettare che i Paesi in surplus avrebbero rivalutato.⁹²
- In un contesto caratterizzato da un consistenti flussi di capitale speculativo, la fiducia riveste un ruolo centrale: in mancanza di fiducia nella capacità dei governi di mantenere i cambi fissi, si generano forti tensioni speculative.

⁹¹ Corden, *Op.cit.*, p. 504.

⁹² Oltretutto le rivalutazioni sarebbero dovuta avvenire in contemporanea, altrimenti un Paese avrebbe perso competitività rispetto agli altri.

2.4 _UNA RIFLESSIONE GENERALE SU BRETTON WOODS

2.4.1 _La performance del sistema

In generale, l'esperienza di Bretton Woods è da considerarsi positiva, dato che per circa venti anni ha garantito la stabilità dei mercati dei cambi,⁹³ e che non si è avuto l'equivalente della catastrofe degli anni '30.⁹⁴ In maggior dettaglio, nel quarto di secolo in cui vige il sistema, l'economia mondiale attraversa una fase di crescita sostenuta e relativamente stabile, soprattutto dopo il ritorno alla convertibilità.⁹⁵ Questo discorso vale in particolar modo per l'Europa, che durante la *Golden Age*, ha conosciuto un tasso medio crescita del 4%, valore eccezionale se confrontato con l'1,4% del periodo 1890-1913, lo 0,9% tra il 1913 e il 1950 e il 1,7% dal 1973 al 1994.⁹⁶

E'opportuno, però, notare due aspetti importanti: innanzi tutto sorge una questione di causalità,⁹⁷ inoltre vanno individuate delle concause.

Per quanto riguarda la causalità, faccio riferimento all'analisi di Eichengreen. Il sistema, secondo l'economista, avrebbe potuto contribuire alla stabilità attraverso due canali principali: influenzando la stabilità della politica monetaria e della politica fiscale.

- Durante il periodo di Bretton Woods, la politica fiscale non è stata particolarmente stabile; tuttavia il fatto che gli agenti sapessero che le politiche fiscali espansive non potevano che essere temporanee, le rendeva più efficaci⁹⁸

⁹³ E.D. Hansen, *European economic history: from mercantilism to Maastricht and beyond*, Copenhagen Business School Press, Copenhagen, 2001, p. 323.

⁹⁴ G.Ardant, *Storia della finanza mondiale*, Editori Riuniti, Roma, 1981, p. 283.

⁹⁵ Cesarano, *Op. cit.*, p. 3.

⁹⁶ C. Feinstein, P. Temin, e G. Toniolo, "Three Shocks, Two Recoveries: Historical Parallels for the End of the Cold War", in *Rivista di Storia Economica*, n. 11,1997, p. 297-316.

⁹⁷ "The stability of economic growth during the convertible Bretton Woods period is incontestable. The issue is causality: whether macroeconomics stability was responsible for the success of Bretton Woods, or the converse." (B.Eichengreen, *Epilogue: Three Perspectives on the Bretton Woods System* in M.D. Bordo e B. Eichengreen, *A Retrospective on Bretton Woods System*, The University of Chicago Press, Chicago and London,1993).

⁹⁸ Come spiega Eichengreen, in questo contesto, coerentemente con l'analisi di Dornbusch e Krugman, le politiche vengono percepite come temporanee, il che comporta una minore inflazione ed una maggiore stabilizzazione. (R.Dornbusch, P.Krugman, "Flexible exchange rates in the short run" in *Brookings papers on Economic Activity*, n. 3, 1976 pp. 537-575 in ivi, p. 634).

- Per quanto riguarda la politica monetaria, i dati⁹⁹ provano che l'inflazione nel periodo in questione era limitata; si può affermare che il legame con l'oro abbia costituito un'ancora credibile, almeno fino a quando la politica è stata coerente.

Chiaramente questa performance eccezionale non può essere attribuita esclusivamente al sistema di Bretton Woods,¹⁰⁰ ma vanno individuati altri fattori di successo:¹⁰¹

- il generalizzato aumento della produttività dei fattori dovuto al processo di convergenza della tecnologia europea verso quella statunitense e della riallocazione settoriale dei fattori;¹⁰²
- la crescita della domanda aggregata¹⁰³ dovuta allo sviluppo del *welfare state*, alla crescita del commercio internazionale e al rinnovato, più cooperativo, contesto internazionale;
- l'innovazione tecnologica come conseguenza dell'investimento, che a sua volta dipende da un favorevole ambiente economico e istituzionale.¹⁰⁴

⁹⁹ B.Eichengreen, *Epilogue: Three Perspectives on the Bretton Woods System* in M.D. Bordo e B. Eichengreen, *A Retrospective on Bretton Woods System*, The University of Chicago Press, Chicago and London, 1993.

¹⁰⁰ Cameron e Wallace propongono un confronto con il periodo precedente e quello successivo: "As Temin argued, growth between 1913 to 1950 also stands out as being particularly slow. There is a number of possible explanations for the slowdown in the 1970s. It is convenient to divide them into three broad groups: mis-measurement, the demand- side, and the supply side. The mis-measurement explanation argues that one effect of the oil shock was to make the standard measure of real GDP an unreliable indicator due to the single-deflation bias. (...)The supply-side explanation itself has two elements. The first consists of a number of supply-side factors that had been very favourable to growth in the 1960s that gradually became less favourable in the 1970s, such as slower labour supply growth and the exhaustion of catch-up gains due to technology catch-up with the USA, war-time damage, and interwar neglect. The second consists of particular developments in the early 1970s that were allegedly inimical to growth. Among these developments were the breakdown of the Bretton Woods system in 1971-3; the oil shock in 1973; the rising power of the trade unions from 1968-9 and lax competition policies." (G. Cameron, C. Wallace, *Macroeconomic performance in the Bretton Woods Era, and after*, Department of economics, discussion paper series, University of Cambridge, n.130, 2002, p. 2 e P.Temin "The Golden Age of European Growth Reconsidered" in *European Review of Economic History*, 2002 in ivi).

¹⁰¹ A. Cubel, M.T. Sanchis, *El coste de uso del capital en la explicación del boom de la inversión europea de posguerra*, Instituto Laureano Figuerola de Historia Económica, Working Paper Series, n. 5, 2005, p. 1.

¹⁰² A. Maddison, *Dynamic Forces in Capitalist Development*, Oxford, Oxford University Press, 1991.

¹⁰³ Vari economisti di formazione Keynesiana, tra cui Boltho e Thirwall, sostengono questa tesi. (A. Boltho, *The European Economy. Growth and Crisis*, Oxford University Press, Oxford 1982; A.P. Thirwall, "The balance of payments constraints as an explanation of international growth rate differences", in *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, 128, 1979; entrambi in Cubel e Sanchis, *Op. cit.*)

¹⁰⁴ G. Toniolo "Europe's Golden Age, 1950-1973: speculations from a long run perspective", in *The Economic History Review*, LI, n. 2, 1998.

2.4.2 L'eredità del sistema

In una prospettiva di lungo periodo, il lascito più importante dell'esperienza di Bretton Woods, sostiene Cesarano,¹⁰⁵ è il definitivo abbandono della *moneta-merce* e la conseguente incontrovertibile affermazione del *fiat money standard*. Con la rottura del legame con la merce, le regole e le istituzioni diventano fondamentali. Bretton Woods è il primo grande esempio di sistema monetario basato su accordi espliciti e istituzioni,¹⁰⁶ nonché un notevole esempio di coordinazione internazionale.¹⁰⁷

Per quanto riguarda la finanza, il periodo di funzionamento del sistema rappresenta una fase di relativa stasi, se confrontato con i livelli raggiunti prima della Grande Guerra e con il poderoso sviluppo degli ultimi 40 anni.¹⁰⁸ La limitata attività finanziaria del periodo dipende dagli stringenti vincoli imposti dalle regole di Bretton Woods; parimenti la notevole crescita seguita al crollo si fonda proprio sul venir meno di tali restrizioni.

¹⁰⁵ Cesarano, *Op. cit.*, p. 5.

¹⁰⁶ Infatti, qualsiasi proposta di riforma dell'ordine monetario internazionale, che provenga dal finanziere Soros (G. Massimo, "Soros vuole farsi la sua Bretton Woods" in *Corriere della Sera*, 25/03/11, p. 39) o dal Ministro Tremonti, (M.Lettieri e P. Raimondi, "Prodi, Tremonti e la nuova Bretton Woods" in *Leftwing*, n. 03, 2008) fa riferimento a Bretton Woods. Addirittura il governo britannico ha proposto un piano di una nuova Bretton Woods (M.De Cecco, "Bretton Woods: le nuove regole per un'economia in crisi" 24/11/2008 in www.fondfranceschi.it 01/06/11, p. 1).

¹⁰⁷ "That this system functioned at all is testimony to the international cooperation that operated in its support." (B.Eichengreen, *Globalizing capital*, 2nd edition, Princeton University Press, Princeton and Oxford, 2008).

¹⁰⁸ E. Dickens, *The eurodollar market and the new era of financialization*, in G.Epstein (a cura di), *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar, Cheltenham and Northampton, 2005, pp. 221-223.

3_IL SISTEMA FINANZIARIO DELLA *GOLDEN AGE*

A partire dal crollo dell'ordine monetario di Bretton Woods, la finanza conosce un grandioso sviluppo che la porta da una posizione relativamente marginale ad un ruolo che può essere definito egemonico. Tuttavia, già durante il funzionamento del sistema vengono gettate le basi di tale tendenza: il passaggio ai cambi flessibili segna piuttosto un'accelerazione del processo di *finanziarizzazione* dell'economia mondiale iniziato alla fine degli anni Cinquanta, con la dichiarazione di convertibilità delle monete europee. Oltretutto, se, da un lato, il settore finanziario ha indubbiamente beneficiato del crollo del sistema, dall'altro, ne è anche stato concausa.

Per analizzare tale crescita del ruolo della finanza nel periodo in analisi, propongo una spiegazione della scelta - presa in sede di progettazione del sistema - di limitare fortemente il peso della finanza, per poi procedere a ricostruire il progressivo riemergere del ruolo della finanza, in seguito a cambiamenti normativi e innovazioni finanziarie. In questa analisi, mi focalizzo sulle contraddizioni che hanno favorito il crollo del sistema e sul ruolo del mercato degli *eurodollari* in particolare. Quest'innovazione costituisce, infatti, il più esplicito segnale del riaffiorare della finanza.

3.1_UNA SPIEGAZIONE DEI LIMITI IMPOSTI ALLA FINANZA

Nell'analizzare le limitazioni imposte al sistema finanziario dagli accordi di Bretton Woods è importante rilevare che, nell'immediato dopoguerra, il sistema finanziario mondiale non aveva una buona reputazione né negli Stati Uniti né in molti altri Paesi industrializzati: era, tra l'altro, annoverato tra i responsabili della grande depressione.¹⁰⁹ Il fatto che il Segretario del Tesoro Statunitense Morgenthau, durante la conferenza di Bretton Woods, abbia esplicitamente individuato nello "scacciare gli usurari dal tempio della finanza internazionale"¹¹⁰

¹⁰⁹ Obstfeld e Taylor, *Op.cit.*, p. 31

¹¹⁰ Gardner, *Op. cit.*, p. xix, in Helleiner, *Op.cit.*, p. 4

uno degli obiettivi degli accordi, è solo una delle prove di questo atteggiamento. E' in questo quadro¹¹¹ che si colloca la scelta di Keynes, nonché di White¹¹² stesso, di introdurre controlli sui flussi di capitale. E' interessante notare che tale politica sembra contraria agli interessi degli Stati Uniti, maggiori creditori al mondo, ma è opportuno precisare alcuni punti: innanzi tutto, gli Stati Uniti non avrebbero avuto bisogno di adottare tali controlli, che erano consentiti, ma non obbligatori; inoltre in quel periodo i grandi interessi economici americani erano ben più focalizzati sulla libera circolazione delle merci che su quella dei capitali.¹¹³ Più in generale, è interessante riportare anche altri fattori che hanno indirizzato la scelta:

- la diffusione dell'approccio *keynesiano* nei più diversi ambienti - governativi, industriali e sindacali¹¹⁴ - secondo il quale la finanza intrinsecamente instabile;¹¹⁵
- l'incompatibilità di un sistema finanziario completamente libero con un sistema di cambi fissi e di libero commercio¹¹⁶;
- la volontà di prediligere alcuni settori dell'economia: l'industria pesante, le produzioni orientate all'export e l'edilizia;¹¹⁷
- una certa consapevolezza della conseguenze destabilizzanti della *hot money* e della necessaria autonomia dei governi dai mercati finanziari condivisa dagli stessi membri della comunità finanziaria internazionale;¹¹⁸

¹¹¹ Più precisamente, spiega Hobsbawm, i politici occidentali si muovono sulla base di quattro capi saldi.

- La catastrofe tra le due guerre era stata in gran parte causata dal crollo del sistema finanziario e commerciale mondiale.
- La sterlina non era più sufficientemente forte per stabilizzare il sistema, il suo ruolo sarebbe dovuto passare al dollaro.
- La grande crisi era stata causata dal fallimento di un libero mercato senza freni, d'ora in poi il mercato doveva essere integrato nella struttura predisposta dalla programmazione pubblica.
- La disoccupazione di massa andava combattuta strenuamente. (Hobsbawm, *Op. cit.*, p. 319).

¹¹² Egli afferma che l'imposizione di controlli sui capitali "would constitute another restriction on the property rights of the 5 or 10 percent of persons in foreign countries who have enough wealth or income to keep or invest some of it abroad, but a restriction that presumably would exercised in the interests of the people – at least so far as the government is competent to judge that interest" (Horsefield, *Op. cit.*, p. 67 in Obstfeld e Taylor, *Op.cit.*, p. 31).

¹¹³ Obstfeld e Taylor, *Op.cit.*, p. 33.

¹¹⁴ Gardner, *Op. cit.*, p. 76, in Helleiner, *Op.cit.*, p. 5.

¹¹⁵ H.P. Minsky, *Keynes e l'instabilità del capitalismo*, Bollati Boringhieri, Torino, 2009 .

¹¹⁶ "Controls on capital movements were also seen as necessary for reconstructing international trade. If volatile capital flows destabilized currencies, government might again be tempted to defend them by rising tariff and tightening import quotas, as they had in the inter-war years" (Eichengreen 2007, *Op. cit.*, p. 229).

¹¹⁷ T.F. Cargill e S. Royama, *Il processo di trasformazione dei sistemi finanziari*, Cariplo, Milano, 1991, p. 8.

¹¹⁸ R. Abdelal, *Capital rules*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts and London, 2007, p. 1.

- la volontà statunitense di assecondare le esigenze degli alleati europei e del Giappone.¹¹⁹

La scelta di limitare il ruolo della finanza rientra, quindi, in un più ampio progetto volto a riconciliare il mercato con le esigenze politiche e sociali, raggiungendo così il cosiddetto “embedded liberalism compromise” che vede, appunto, il mercato imbrigliato (embedded) nel sistema delle relazioni politiche e sociali.¹²⁰

Per dirlo à la Eichengreen, se prima della Grande Guerra il connubio tra cambi fissi e libera circolazione dei capitali si regge sacrificando gli interessi dei lavoratori, nel secondo dopo-guerra il *pieno impiego* e il *welfare state* sono gli obiettivi. Quindi, l’unico modo per avere un regime di cambi fissi è rinunciare alla libera circolazione dei capitali.¹²¹ Questo cambiamento radicale deriva principalmente dall’accresciuta importanza dei sindacati e dei partiti dei lavoratori, che, anche grazie al suffragio universale, fanno sentire la propria voce.

¹¹⁹ Helleiner, *Op.cit.*, p. 6.

¹²⁰ J.G. Ruggie, *Embedded Liberalism and the Post-war economic regimes*, in id, *Constructing the World Polity: Essays on international institutionalization*, Routledge, New York, 1998 in Abdelal, *Op. cit.*, p.7.

¹²¹ Eichengreen 2007, *Op.cit.*, pp. 2-4.

3.2 LA PRE-CONVERTIBILITÀ: 1946-1958

Negli anni che vanno dal 1946 al 1958, la maggior parte dei Paesi, per ovviare alla carenza di valuta pregiata, non dichiara la convertibilità della propria moneta,¹²² limitandosi a firmare accordi bilaterali, e limita i flussi di capitali esteri. In questo quadro, cui si aggiunge l'instabilità politica ed economica della ricostruzione, non solo è quasi nullo il flusso internazionale di capitali privati, che avrebbe potuto finanziare i Paesi in deficit, ma - mancando un meccanismo di *clearing* - un deficit con un partner non può essere compensato con il surplus nei confronti di un altro. Senza scendere in una dettagliata cronologia di tutti gli eventi del periodo, propongo un quadro generale cercando di concentrarmi sulle evoluzioni istituzionali.

E' interessante trattare il tentativo britannico di dichiarare la convertibilità - alla quale gli Stati Uniti avevano condizionato la concessione di un prestito - nel Luglio del 1947. Il fatto che tale politica fallisca a causa di un attacco speculativo è rilevante sotto due aspetti: innanzi tutto si palesa l'insostenibilità di una dichiarazione di convertibilità unilaterale, inoltre diviene chiaro che i capitali speculativi riescono a muoversi nonostante i controlli.¹²³

Per comprendere questi fenomeni monetari e finanziari, è opportuno ricordare i sottostanti *squilibri reali*: il *dollar gap* deriva sostanzialmente dalla maggior produttività degli Stati Uniti rispetto agli altri partner, non adeguatamente compensata dai tassi di cambio.¹²⁴ E' proprio questo il senso della svalutazione delle monete europee nel 1949,¹²⁵ fortemente voluta dall'amministrazione

¹²² "In these circumstances agreements between pairs of contracting countries were the only feasible way of organizing Europe's trade. (...) By the late 1940s, Europe's trade resembled a spaghetti bowl of more than two hundred arrangements. Contracting government agreed to lists of commodities for which they would issue licenses for import from partner countries and specified the exchange rate at which those transactions would take place." (B.Eichengreen, *The European Economy since 1945*, Princeton University Press, Princeton, 2007, p. 73)

¹²³ Obstfeld e Taylor, *Op.cit.*, p. 35. Peraltra già Keynes e White erano ben consapevoli di questo problema (R. Abdedal, *Op.cit.*, p. 46).

¹²⁴ "More fundamentally the dollar gap reflected the inadequate competitiveness of the European Economies. Compared to 1938 levels, average hourly earning adjusted for exchange rates had fallen relative to United States, but productivity had fallen even further" (Eichengreen 2007, *Op.cit.*, p. 76).

¹²⁵ In particolare l'Australia svaluta del 53%, l'Olanda, la Svezia il Regno Unito con tutta l'area della Sterlina del 30%, la Francia del 22%, la Germania del 21%, il Belgio del 13% e l'Italia dell'8%.

statunitense.¹²⁶ L'effetto positivo sulla bilancia dei pagamenti è notevole, ma per continuare il cammino verso la convertibilità rimane necessario un più efficiente sistema di pagamenti.

L'*Unione Europea dei Pagamenti (UEP)*,¹²⁷ anch'essa spinta dagli Stati Uniti,¹²⁸ nasce con questo scopo: il sistema consiste in un meccanismo di compensazione multilaterale tra i Paesi membri, assolvendo così ad una funzione che non poteva essere svolta dal FMI. Il successo di questa istituzione¹²⁹ permette una graduale privatizzazione del mercato dei cambi cui seguono ulteriori liberalizzazioni in alcuni Paesi membri, Germania e Inghilterra in particolare.¹³⁰ Nel Dicembre del '58, forti della rapida crescita delle riserve in dollari nei due anni precedenti - rese possibili dalla svalutazione e dai notevoli miglioramenti produttivi - i maggiori Paesi europei sciolgono l'UEP e dichiarano la convertibilità delle proprie monete. Con il ritorno alla convertibilità diventa difficile distinguere una transazione commerciale da una strettamente finanziaria,¹³¹ il che favorisce ulteriormente la circolazione di capitali speculativi.

Oltretutto, prende piede una tendenza alla progressiva liberalizzazione dei flussi di capitale, come espressamente dichiarato nel *Trattato di Roma*¹³² e nel *Codice di Liberalizzazione del Movimento dei Capitali*,¹³³ ma è importante fare una

¹²⁶ "When the U.S. economy entered a recession in 1949, Washington feared that Europe's balance of payments would weaken further and require additional Marshall plan aid. The Truman administration, led by the treasury, therefore added its voice to those pushing for devaluation." (Eichengreen 2007, *Op.cit.*, p. 77).

¹²⁷ A tale accordo partecipano Francia, Italia, Belgio, Olanda, Lussemburgo, Regno Unito e Germania.

¹²⁸ Eichengreen 2007, *Op. cit.*, pp. 79-85

¹²⁹ "The EPU was so successful in reducing the volume of payments transactions and providing the background for the gradual liberalization of payments that by the 1953 commercial banks were able to engage in multi-currency arbitrage." (B. Tew, *The evolution of the international monetary system*, 4th edition, Hutchinson, London, 1988 in Bordo, *Op. cit.*, p. 43)

¹³⁰ Over the course of the 1950s several EPU members, notably the United Kingdom and Germany, liberalized foreign exchange transactions further, Germany going much furthest in allowing residents to retain foreign-exchange earnings and to hold foreign assets. (In the United Kingdom residents could deal among themselves in a managed pool of foreign "investment currency" but otherwise were barred from acquiring foreign assets, while non-residents until 1967 had to trade sterling in a separate market for "security sterling") (Obstfeld e Taylor, *Op.cit.*, p. 37)

¹³¹ Eichengreen 2007, *Op. cit.*, p. 229

¹³² Così recita l'articolo 67: "Gli Stati membri sopprimono gradatamente fra loro, durante il periodo transitorio e nella misura necessaria al buon funzionamento del mercato comune, le restrizioni ai movimenti dei capitali appartenenti a persone residenti negli Stati membri, e parimenti le discriminazioni di trattamento fondate sulla nazionalità o la residenza delle parti, o sul luogo del collocamento dei capitali." (Unione Europea, *Il Trattato di Roma* in <http://eur-lex.europa.eu> 10/06/11)

¹³³ "The OEEC leaders were proud to be "the first international organization to have adopted a legal instrument for international capital movements"" (OEEC, *Liberalization of current invisibles and capital Movements by the OEEC*, 1959, p. 20 (tra virgolette nel testo) in R. Abdelal, *Op. cit.*, p. 52)

precisazione: la liberalizzazione è funzionale allo sviluppo del mercato comune¹³⁴ ed è portata avanti con ripensamenti e cautele,¹³⁵ coerentemente con la dottrina economica dominante. In particolare viene limitata al *capitale produttivo*, così definito in opposizione al *capitale speculativo*¹³⁶

¹³⁴ Si veda sopra l'articolo 67 del Trattato di Roma.

¹³⁵ "The OEEC's reflection on the code reveal the concerns about liberalization that dominated thinking, in particular the "problems" posed by liberalization. Of these the most worrisome were "the difficulties that arise when there are significant and sudden movements of short-term funds which conflict with the aim of international monetary policy" (OEEC, Liberalization of current invisibles and capital Movements by the OEEC, 1959, p. 19 - tra virgolette nel testo - in R. Abdelal, *Op. cit.*, p. 52)

¹³⁶ Distinzione adotta da già da White (Abdelal, *Op. cit.*, p. 46). Peraltro, la volontà di limitare i capitali a breve termine è esplicitata dalla Bundesbank: "Only the payment of interest on foreigners' balance, the sale of domestic money-market paper to foreigners and the taking of foreign loans running less than five years remain forbidden, the object being to check inflow of "hot money" into the Federal Republic. (Deutsche Bundesbank, *Foreign Trade and the Balance of Payments*, Monthly Report of the Deutsche Bundesbank, n. 11, p.52 in Obstfeld e Taylor, *Op.cit.*, p. 37).

3.3_DALLA DICHIARAZIONE DI CONVERTIBILITA' AL CROLLO: 1959-1973

Sotto il profilo delle liberalizzazioni dei flussi di capitale, negli anni Sessanta ci sono tendenze contrastanti: se si tende verso una maggiore libertà di circolazione, spesso i Paesi sono costretti a ritornare sui propri passi. Il primo caso e più eclatante caso è quello tedesco: non solo la Germania assume un ruolo trainante nel negoziato dell'ECOFIN che si conclude con l'emissione di una direttiva volta ad imporre maggiori liberalizzazioni, ma adotta tali provvedimenti già nel '59, in anticipo sulle richieste della direttiva. Questa scelta si rivela, però, azzardata: l'anno seguente, infatti, la Repubblica Federale è costretta a reintrodurre parte dei controlli e, nel Marzo '61, deve rivalutare il Marco.¹³⁷

Questa concatenazione di eventi dà inizio ad una serie di attacchi speculativi in Europa e non solo.¹³⁸ In maggior dettaglio, è opportuno citare la lunga crisi del Regno Unito che culmina con la svalutazione del '67 e la crisi della bilancia dei pagamenti italiana del '64. La situazione è tanto tesa da rendere qualsiasi discussione pubblica riguardante una modifica del tasso di cambio sostanzialmente impossibile. Ciò nonostante, alcuni Paesi¹³⁹ aprono ulteriormente ai capitali, salvo trovarsi costretti a tornare sui propri passi. In particolare tra il '68 e il '69 si tende a restringere i margini di manovra dei capitali nel tentativo di limitare la speculazione. Ciò nonostante la pressione speculativa continua.

Sull'altra sponda dell'Atlantico, già dai primi anni '60, cominciano a presentarsi problemi che, fino a qualche anno prima, sembravano non poter riguardare il primo Paese industrializzato al mondo:¹⁴⁰ deficit della bilancia dei pagamenti,¹⁴¹ peraltro finanziato soprattutto con titoli a breve termine, e speculazioni al ribasso sul dollaro. L'amministrazione statunitense tenta di rimediare imponendo limiti ai

¹³⁷ Il Paese era in una fase di Boom che cercava di controllare con una politica monetaria restrittiva, che a sua volta, aboliti i controlli, attirava capitali portando le quotazioni del Marco verso l'alto.

¹³⁸ Obstfeld e Taylor, *Op.cit.*, p. 38.

¹³⁹ La stessa Italia facilita l'investimento all'estero; la Francia a metà degli anni '60, forte di un surplus della bilancia dei pagamenti e tentando di imporre Parigi come centro finanziario riduce i controlli, elimina parte dei controlli, per poi trovarsi costretta a reintrodurli nel '68.

¹⁴⁰ Si ricordi che nel periodo della pre-convertibilità il problema era stato diametralmente opposto.

¹⁴¹ "Nel 1950, dopo aver lasciato l'amministrazione federale, scrissi un libro dal titolo *The Dollar Shortage*, l'ove tentavo di giustificare da un punto di vista scientifico i programmi di assistenza varati nel dopoguerra dal governo americano, con cui avevo collaborato. Nel decennio successivo la scarsità di dollari si trasformò in quella che molti economisti considerarono una sovrabbondanza" (C.P. Kindleberger, "Il dollaro: ieri oggi e domani" in *Moneta e Credito*, vol. 63 n. 251, 2010, p. 251).

deflussi di Dollari a partire dai primi anni '60,¹⁴² ma con risultati deludenti, quando non controproducenti.¹⁴³ In particolare, il mercato degli eurodollari, cresciuto durante gli anni Sessanta è sostanzialmente fuori controllo. Durante tutto il decennio, infatti, la speculazione imperversa fino a rendere impossibile il funzionamento del sistema. Si arriva così alla dichiarazione di non convertibilità, cui segue fluttuazione delle principali monete nei confronti del dollaro a partire dal '73.¹⁴⁴

Riepilogando, gli investitori internazionali, consapevoli degli *squilibri fondamentali* esistenti - che nel progetto iniziale si sarebbero dovuti correggere con i riallineamenti su richiesta di Membri – sfruttano le falle del sistema di controllo dei flussi per scommettere sul crollo di tale precario equilibrio. Scommesse che causano, o quantomeno accelerano, il crollo stesso. Guardando il problema da una prospettiva più teorica, in presenza di libertà di movimento dei capitali, è noto che cambi fissi e autonomia della politica monetaria non possano coesistere.

3.3.1_ Il mercato degli eurodollari¹⁴⁵

E'opportuno fare un passo indietro, tornando all'analisi delle vie che i flussi internazionali di capitale prendono. Negli anni '60 i manager, gli investitori e gli speculatori agivano le misure volte a limitare i flussi di capitale. Tale elusione prende solo in minima parte la via dell'illegalità, mentre la maggior parte si muove nel completo rispetto delle regole sfruttando punti deboli del sistema, il principale dei quali è, senza dubbio, il mercato degli *eurodollari*.¹⁴⁶

¹⁴² “The Kennedy and Johnson administrations imposed a series of restraints on capital outflows. Prominent among them were an increase in taxes on foreign earnings of U.S. corporations in 1961 and the Interest Equalization Tax in 1963, which taxed earnings of foreign securities by 1%. This was extended to bank loans in 1965, and the rate was doubled in 1967. Also imposed were guidelines on direct investment in 1965 and limits on the growth of bank lending to foreigners in the same year.” (Bordo, *Op.cit.*, p. 58).

¹⁴³ A.H. Meltzer, and S. Robinson, *Stability under the Gold Standard in Practice, in Money* in M.D. Bordo (a cura di), *History and International Finance: Essay in Honor of Anna J. Schwartz*, University of Chicago Press, Chicago, 1989, pp. 163-195, in Bordo, *Op.cit.*, p. 58.

¹⁴⁴ Per un resoconto delle fasi del crollo si veda il secondo capitolo.

¹⁴⁵ “In the world of finance, the impact of the Eurocurrency system is comparable to that of coke smelting in the development of iron and steel, the steam engine in the development of railways, and the computer in information processing.” (T.M. Podolski, *Financial Innovation and the Money Supply*, Basil Blackwell, London, 1986, p. 113 in *The Eurodollar Revolution in Financial Technology. Deregulation, Innovation and Structural Change in Western Banking in the 1960s-70s*, Istituto Laureano Figuerola de Historia Economica, Working Papers Series n. 9, 2010.

¹⁴⁶ Abdelal, *Op.cit.*, p. 7.

Gli *eurodollari* sono depositi a breve termine denominati in dollari presso banche la cui sede è al di fuori degli Stati Uniti.¹⁴⁷ A partire dalla fine degli anni Cinquanta, il mercato degli *eurodollari*, e più in generale delle *eurovalute*,¹⁴⁸ conosce una notevole crescita per venire incontro alle esigenze del commercio estero e dell'attività estera delle multinazionali.¹⁴⁹ Ma la crescita è troppo rapida per poter essere spiegata solo dallo sviluppo del commercio internazionale: l'asimmetria nella regolamentazione del sistema bancario e alcune questioni politiche hanno, infatti, un ruolo importante.¹⁵⁰ Per quanto riguarda gli aspetti politici, due sono particolarmente rilevanti: il fatto che l'Unione Sovietica, per tutelarsi da eventuali sequestri statunitensi, tenga i propri depositi in dollari in conti aperti presso le banche europee¹⁵¹ e la crisi di Suez del 1957, che limita le possibilità britanniche di continuare a finanziare il proprio ex-impero coloniale.¹⁵² Ciò nonostante, la causa principale dello sviluppo del mercato degli eurodollari è, indubbiamente, la blanda regolamentazione cui tali attività sono sottoposte,¹⁵³ rispetto all'attività bancaria ordinaria. In particolare, fino al 1969 le operazioni in eurodollari non sono soggette a prescrizioni di riserve.¹⁵⁴ Per quanto riguarda gli Stati Uniti, alcuni limiti posti sull'attività bancaria *inshore*, come il tetto agli interessi sui depositi bancari¹⁵⁵ e il divieto di concedere direttamente mutui a stranieri,¹⁵⁶ favoriscono lo sviluppo di quella *offshore*. Tali politiche sono un

¹⁴⁷ M. Friedman, *The Eurodollar Market: Some First Principles*, Selected Papers, Graduate School of Business, University of Chicago, n. 34, 1969, p. 3.

¹⁴⁸ In realtà nessuna di queste due espressioni è completamente corretta, dato che si riferiscono, in realtà, a qualsiasi moneta scambiata in un Paese diverso da quello di origine. (C.P. Kindleberger, *Storia della Finanza nell'Europa Occidentale*, Cariplo, Milano, Laterza, Roma-Bari, 1987, p. 611).

¹⁴⁹ Krugman e Obstfeld, *Op.cit.*, p. 644: Più precisamente, spiega Rich: "Eurodollars appear to be the answer to the growing need for well-developed markets in short-term assets. Since most countries lack well-developed financial markets, foreign lenders and borrowers often take advantage of the services rendered by U.S. financial markets and intermediaries" (G. Rich, "A Theoretical and Empirical Analysis of the Eurodollar Market" in *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 4, n. 3, 1972, p. 616).

¹⁵⁰ Anche l'innovazione tecnologica ha avuto un suo peso, come spiega Battilossi: "Technological innovations in data processing and communications (transactions were arranged over the telephone or by telex) played a critical role in the process." (Battilossi, *Op.cit.*, p. 6).

¹⁵¹ "No doubt there were minor precursors, but the initial substantial Euro-dollar deposits in the post-World War II period originated with the Russians, who wanted dollar balances but recalled that their dollar holdings in the U.S. had been impounded by the Alien Property Custodian in World War II. Hence they wanted dollar claims not subject to U.S. governmental control." (Friedman, *Op. cit.*, p. 3).

¹⁵² Dickens, *Op.cit.*, p. 211.

¹⁵³ Obstfeld e Taylor, *Op.cit.*, p. 40.

¹⁵⁴ Friedman, *Op. cit.*, p. 6.

¹⁵⁵ "The most important regulation that has stimulated the development of the Eurodollar market has been Regulation Q, under which the Federal Reserve has fixed maximum interest rates that member banks could pay on time deposits." (Friedman, *Op. cit.*, p. 4).

¹⁵⁶ "New York banks, restricted from lending directly to foreigners, could legally set London subsidiaries capable of taking dollar deposits and making the forbidden loans." (Obstfeld e Taylor, *Op.cit.*, p. 40).

esplicito tentativo di limitare l'indebitamento in dollari sulla piazza di New York da parte degli Europei: infatti, a partire dagli anni '50 i mutuatari europei s'indebitano sui mercati statunitensi per poi vendere i dollari alle proprie banche centrali che li aggiungevano alle proprie riserve, determinando, secondo il criterio utilizzato dal governo statunitense, un deficit.¹⁵⁷ Anche il Regno Unito, nonostante la rigidità dei controlli sui flussi di capitale, concede sostanziale libertà alle transazioni in *eurodollari*,¹⁵⁸ favorendone ulteriormente lo sviluppo.

Nell'evoluzione del mercato degli *eurodollari*, è opportuno notare l'improvvisa e notevole accelerazione nella crescita dei volumi a partire dal '68. Questo fenomeno segna, nella lettura di Arrighi, non solo un ulteriore indebolimento del precario equilibrio del sistema monetario,¹⁵⁹ ma anche l'inizio di una fase di *finanziarizzazione* dell'economia mondiale.¹⁶⁰

Più in generale, il mercato degli eurodollari non è stato solo un mezzo per eludere i vincoli imposti alla finanza, ma ha segnato un ritorno in mani private, dopo due decenni di sostanziale controllo pubblico, della gestione della liquidità mondiale.¹⁶¹ Si arriva quindi a considerare nell'analisi un ulteriore canale attraverso il quale il mercato in questione ha effetti destabilizzati: la creazione di moneta.¹⁶² In maggior dettaglio, il passaggio di un deposito in dollari presso una banca europea può essere considerato come un aumento delle riserve sul mercato degli *eurodollari*, prestabili e riprestabili ai mutuatari che facevano rientrare il

¹⁵⁷ Kindleberger 1987, *Op. cit.*, p. 608.

¹⁵⁸ Abdelal, *Op. cit.*, p. 7.

¹⁵⁹ Dello stesso avviso Dickens, che vede nel mercato dell'*Eurodollaro* una delle principali cause del crollo del sistema (Dickens, *Op. cit.*, pp. 220-222).

¹⁶⁰ "Il decollo dell'attuale fase d'espansione finanziaria dell'economia-mondo capitalistica imperniata sugli Stati Uniti fu un aspetto integrante e precoce di questa crisi. Il suo inizio risale al 1968 quando la crescita dei fondi liquidi custoditi nel mercato dell'*Eurodollaro* con centro a Londra subì un'improvvisa ed esplosiva accelerazione. Come conseguenza di questa crescita esplosiva nel 1971 il governo statunitense fu costretto ad abbandonare la finzione del *gold-dollar exchange standard*, e nel 1973 la Federal Reserve statunitense e le Banche Centrali associate si videro obbligate ad ammettere la propria sconfitta nella lotta per arginare la marea crescente della speculazione contro il regime di cambi fissi che aveva dominato l'alta finanza durante la fase di espansione materiale degli anni cinquanta e sessanta. Da quel momento in poi il mercato – cioè principalmente il mercato dell'*eurodollaro* – assunse il controllo del processo che fissava i prezzi delle monete nazionali l'una rispetto all'altra e rispetto all'oro" (G. Arrighi, *Il lungo XX secolo*, Il Saggiatore, Milano, 1996, p. 392).

¹⁶¹ A. Walter, *World Power and World Money. The role of hegemony and International Monetary order*, St Martin's Press, New York, 1991, p. 182 in Arrighi, *Op.cit.*, p. 402.

¹⁶² Dickens, *Op. cit.*, p. 213; Arrighi, *Op.cit.*, p. 403. Più in generale, come spiega, Battilossi, questa critica è già diffusa da tempo: "Under severe scrutiny by both economists and politicians went its capacity of creating potentially unlimited international liquidity, and transmitting inflationary pressures on a worldwide scale." (Battilossi, *Op. cit.*, p. 3).

denaro nel sistema o lo trasferivano ad altri perché fosse fatto rientrare, esponendo così l'offerta di moneta ad un effetto moltiplicatore.¹⁶³

3.3.2_ Altre strade per eludere i controlli

A prescindere dal ruolo del mercato dell'*eurodollaro*, altre strategie vengono messe in atto per far circolare i capitali nonostante i limiti imposti.

- Le imprese utilizzano diversi metodi per importare ed esportare capitali illegalmente. In particolare nel primo caso è sufficiente dichiarare più di quanto si è effettivamente esportato, mentre per far uscire capitali si fa l'inverso. Altra tecnica diffusa è la cosiddetta "leads and lags"¹⁶⁴ che si basa sull'anticipazione dei pagamenti e sul ritardo degli incassi, con relativi sconti e maggiorazioni, nel caso si voglia prestare denaro, e viceversa nel caso lo si voglia prendere in prestito. In questo modo gli importatori e gli esportatori, di fatto, stanno prendendo a prestito e prestando a breve termine.¹⁶⁵
- La tipica elusione che può fare un privato è trasferire capitali fisicamente viaggiando all'estero.¹⁶⁶

¹⁶³ Questa visione, portata avanti tra gli altri da Friedman, è particolarmente coerente con un avanzato stadio di sviluppo del mercato, nel quale è frequente che le somme prese in prestito sul mercato degli *eurodollari* vengano nuovamente depositate in *eurodollari*. L'analisi di altri studiosi, come Klopstock, che considera limitata questa pratica e quindi rifiuta l'ipotesi di creazione di moneta, è più adatta a rappresentare il mercato degli eurodollari ai primordi. (Kindleberger 1987, *Op. cit.*, p. 611)

¹⁶⁴ P. Einzig, *Leads and Lags*, MacMillan, London, 1968, in C.J. Neely, "An introduction to capital controls" in *Federal Reserve of Saint Louis Review*, November/December, 1999, p. 27.

¹⁶⁵ Neely, *Op.cit.*, p. 27.

¹⁶⁶ A.F.P. Bakker, *The Liberalization of Capital Movements in Europe*, Kluwer Academic Publisher, Norwell, 1996.

3.4_UN BILANCIO GENERALE

Riepilogando, nonostante le stringenti limitazioni imposte dagli accordi del '44, il sistema finanziario comincia a far sentire timidamente la propria voce già dalla fine degli anni Quaranta. E' con la dichiarazione di convertibilità del '58, però, che la forza della finanza comincia a farsi rilevante. Questa tendenza è in parte favorita dalle istituzioni, come dimostrano i trattati siglati alla fine degli anni '50, ma il vero sviluppo del settore avviene al di là delle regole: più precisamente vengono individuate delle falle del sistema di controllo. In questa fase, protagonista indiscusso è il mercato dell'*eurodollaro*, la cui rilevanza è tale da dare un contributo sostanziale al crollo del sistema. In un'estrema sintesi, analizzando il crollo sotto un profilo strettamente monetario, senza considerare gli squilibri sottostanti, la liberalizzazione dei flussi di capitale, solo in minima parte prevista *de iure*, ma assai diffusa *de facto*, fa venire meno l'equilibrio di tutto il sistema. A sua volta, il crollo di Bretton Woods contribuisce alla *finanziarizzazione*, attraverso i canali analizzati nel capitolo successivo.

4_ IL RITORNO DELLA FINANZA

Il crollo del sistema di Bretton Woods segna uno spartiacque tra una fase dell'economia mondiale più incentrata sul commercio estero e sull'investimento produttivo ed una il cui fulcro è il sistema finanziario. Il venir meno di Bretton Woods, infatti, dà inizio ad una fase di ascesa della finanza o meglio, per dirlo à la De Cecco, "ha incentivato lo sviluppo grandioso del mercato finanziario internazionale privato, che certamente è il settore economico di massimo successo degli ultimi decenni, in termini di fatturato e occupazione, con tassi di crescita che mettono in ombra persino quelli dell'economia cinese."¹⁶⁷ Se la poderosa crescita del settore finanziario iniziata in quel momento è un dato di fatto, come dimostrano in dati presentati nel capitolo successivo, individuarne le cause è ben più complesso.¹⁶⁸

Il ritorno della finanza, infatti, è frutto di un articolato insieme di fattori che oltre ai più direttamente collegati - come l'evoluzione del sistema monetario seguita al crollo di Bretton Woods e le liberalizzazioni dei flussi di capitale dei due decenni seguenti - comprende elementi apparentemente più distanti. In maggior dettaglio, è rilevante trattare - quantomeno in termini generali - i mutati equilibri geopolitici

¹⁶⁷ M. De Cecco, "Bretton Woods: le nuove regole per un'economia in crisi" 24/11/2008 in www.fondfranceschi.it 01/06/11, p. 1

¹⁶⁸ Cargill e Royama propongono una classificazione delle determinanti del processo di trasformazione dei sistemi finanziari. Classificano i fattori in tre gruppi secondo il seguente schema.

1) Fattori reali:

- a) shock nei livelli dei prezzi e della produzione;
- b) variazioni nei tassi di crescita economica;
- c) variazioni nella composizione della crescita economica;
- d) cambiamenti del grado di integrazione economica mondiale;
- e) modifiche delle funzioni di produzione delle transazioni finanziarie;
- f) modifiche nei tassi di rendimento relativi delle attività reali e finanziarie.

2) Fattori monetari:

- a) instabilità dei tassi di crescita della moneta e del credito;
- b) inflazione;
- c) tassi di interesse elevati e instabili;
- d) modifiche nei modelli dei flussi di fondi;
- e) modifiche strutturali della finanza internazionale;
- f) cambiamenti nel grado di integrazione finanziaria mondiale.

3) Fattori non economici:

- a) pressioni di speciali gruppi di interesse per conservare le proprie quote di mercato;
- b) pressioni esercitate dai Governi;
- c) revisione e reinterpretazione delle politiche finanziarie;
- d) revisione e reinterpretazione di episodi del passato presente e remoto;
- e) revisione e reinterpretazione delle determinanti dell'attività economica.

(Cargill e Royama, *Op. cit.*, p. 102)

e il rallentamento dell'economia durante il periodo in analisi, le innovazioni tecnologiche e finanziarie e il rinnovato ambiente culturale.

Vista l'ampiezza e la complessità di tali fenomeni, non è possibile né fare una disamina completa, né tanto meno individuare dei rapporti causali chiari e definiti. Propongo, quindi, un'analisi dei principali aspetti cercando di far emergere i vari rapporti di causalità. Ad esempio, è chiaro che la globalizzazione sia allo stesso tempo causa ed effetto della *finanziarizzazione*, così come è palese che il cambiamento culturale sia profondamente interrelato con le evoluzioni economiche, politiche, sociali e così via.

Inizio, quindi, introducendo i fenomeni che portano al rallentamento dell'economia mondiale, per poi costruire un quadro generale degli eventi che modificano gli equilibri geopolitici mondiali, con particolare attenzione al ridimensionamento del ruolo degli Stati Uniti e alla tendenza verso la globalizzazione. Continuo con un'analisi delle evoluzioni del sistema monetario internazionale, evidenziando le problematiche introdotte dalla libera circolazione dei capitali per poi proseguire analizzando tale processo di liberalizzazione - sia in termini generali che per gruppi di Paesi. Segue un'esame del cambiamento nella cultura economica dominante - che contestualizza il processo di liberalizzazione - per poi concludere con un'esposizione delle principali innovazioni finanziarie e tecnologiche.

4.1_IL CONTESTO ECONOMICO E GEOPOLITICO

4.1.1_Il venir meno dei fattori di crescita

Tra la fine degli anni Sessanta e la prima metà degli anni Settanta, l'economia mondiale perde lo slancio dei due decenni precedenti e rallenta bruscamente.¹⁶⁹ Il venir meno dei fattori che avevano permesso la crescita degli anni precedenti, può essere considerato come un effetto perverso del successo del sistema stesso: l'eccezionale sviluppo economico della *Golden Age* comporta, infatti, il

¹⁶⁹ Si noti che tra il '73 ed il '75 la produzione industriale delle economie avanzate crolla del 10% e il commercio internazionale del 13%. (P. Armstrong, A. Glyn e J. Harrison, *Capitalism since 1945*, Oxford University Press, Oxford, 1991 in Hobsbawm, *Op. cit.*, p. 473).

progressivo esaurimento della riserva di lavoratori a basso costo e l'indebolimento dello stimolo costituito dal *gap* tecnologico tra gli Stati Uniti e il resto del mondo.¹⁷⁰ Il problema principale è la crescita della salari maggiore di quella della produttività, sia in Europa¹⁷¹ che negli Stati Uniti:¹⁷² si erodendo così i profitti e, di conseguenza, gli investimenti. Questo fatto segna una netta inversione di tendenza rispetto ai due decenni precedenti - durante i quali accordi, più o meno espliciti, tra imprenditori e sindacati avevano tenuto i salari entro limiti tali da lasciare margine al profitto, così da incentivare l'investimento.¹⁷³ Oltretutto, i profitti sono assottigliati dall'accresciuta concorrenza internazionale - dovuta non solo alla completata ricostruzione dell'apparato produttivo e al venir meno del processo di convergenza tecnologica, ma anche allo sviluppo delle multinazionali europee e giapponesi.¹⁷⁴

4.1.2_ Il primo shock petrolifero e il ridimensionamento degli Stati Uniti

E' in questo contesto che irrompe, nel '73, il primo shock petrolifero:¹⁷⁵ l'OPEC, per ritorsione verso i Paesi che avevano appoggiato Israele nella guerra del Kippur,¹⁷⁶ riduce l'offerta di petrolio, tanto da farne quadruplicare il prezzo nell'arco di qualche giorno. Gli effetti sulle economie industriali sono enormi e si concretizzano in tensioni inflative e crollo della produzione. Ma il significato di tale evento è ben più ampio: non solo evidenzia l'eccessiva dipendenza dall'importazione di combustibili fossili delle maggiori economie industrializzate, ma mette in discussione gli equilibri geopolitici esistenti.

Peraltro, riguardo ai rapporti di forza internazionali, è importante citare il ridimensionamento del ruolo degli Stati Uniti. Se questo Paese è relativamente poco colpito dalla crescita del prezzo del petrolio grazie alla produzione interna,¹⁷⁷ si trova ad affrontare altri problemi di notevole portata già dalla fine degli anni '60. Più precisamente, le crescenti difficoltà militari, soprattutto in

¹⁷⁰ M. Franzini, *L'età dell'oro dell'economia*, in A.A.V.V., *Storia Contemporanea*, Donzelli, Roma, 1997.

¹⁷¹ Eichengreen 2007, *Op. cit.*, p. 223.

¹⁷² Arrighi, *Op. cit.*, p. 398.

¹⁷³ Hobsbawm, *Op. cit.*, p. 331. Peraltro, in Italia i salari erano stati tenuti a livelli particolarmente bassi rispetto agli altri Paesi europei. (F. Assante, M. Colonna, G. Di Taranto e G. Lo Giudice, *Storia dell'economia mondiale*, Monduzzi Editore, Bologna, pp. 335- 340).

¹⁷⁴ Arrighi, *Op. cit.*, p. 397.

¹⁷⁵ Tale evento viene convenzionalmente considerato l'inizio di una fase recessiva.

¹⁷⁶ T. Detti e G. Gozzini, *Storia contemporanea: il novecento*, Pearson Italia, Milano, 2009, pp. 344-347.

¹⁷⁷ Arrighi, *Op. cit.*, pp. 392-404.

Vietnam, e l'esorbitante *cost of empire*¹⁷⁸ danno inizio ad una fase calante dell'impegno statunitense all'estero, che culmina con il ritiro momentaneo da tutti i fronti nel '73.¹⁷⁹

4.1.3_Verso la globalizzazione

Il ridimensionamento del ruolo degli Stati Uniti è solo uno degli eventi che modificano gli equilibri geopolitici internazionali nel periodo in analisi. Una serie di circostanze, infatti, avvia il processo di globalizzazione: in maggior dettaglio, oltre al già citato Shock Petrolifero che comporta un importante trasferimento di ricchezza verso i Paesi produttori di petrolio, è rilevante citare la crescita dei cosiddetti Paesi di nuova industrializzazione. Questo fenomeno, conseguenza della divisione internazionale del lavoro, prende forma a partire dagli anni Sessanta ma si afferma a partire dal '73, in seguito al rallentamento dell'economia mondiale.¹⁸⁰ Durante gli anni Ottanta la globalizzazione fa ulteriori passi in avanti anche a causa dell'apertura economica in Cina.¹⁸¹ Infine, per completare questo quadro generale, non possono non essere citati l'invasione sovietica in Afghanistan, la rivoluzione Khomeinista in Iran e il secondo Shock Petrolifero. Tali eventi, infatti, nella lettura di Arrighi, convincono gli Stati Uniti ad abbandonare la politica adottata fino a quel momento, per puntare sulla finanza come strumento di potere.¹⁸²

4.1.4_Gli effetti sul sistema finanziario

Come rilevato nel paragrafo precedente, tra la fine degli anni '60 e l'inizio dei '70 una serie di eventi sostanzialmente concomitanti, concorrono ad rompere il ciclo virtuoso di crescita che aveva caratterizzato i due decenni precedenti. Ognuno di questi ha conseguenze, dirette ed indirette, sulla crescita del mercato finanziario. Un primo effetto del rallentamento della crescita economica è, come già successo

¹⁷⁸ Detti e Gozzini, *Op. cit.*, p. 217.

¹⁷⁹ Arrighi, *Op. cit.*, p. 392.

¹⁸⁰ Hobsbawm, *Op. cit.*, cap. XII.

¹⁸¹ Per alcuni osservatori, tale evento segna l'inizio della fase di *finanziarizzazione*. In maggior dettaglio Shleifer vede in tale evento, nell'elezione della Thatcher e di Reagan e nella caduta del muro di Berlino gli eventi che segnano il sopravvento del capitalismo occidentale e la conseguente finanziarizzazione. (A. Shleifer, *Le meilleur des mondes possibles* in J.H. Lorenzi, *La guerre des capitalismes aura lieu*, Perrin, Parigi 2009).

¹⁸² Arrighi, *Op. cit.*, p. 421.

altre volte nel corso della storia,¹⁸³ una riallocazione del capitale verso impieghi più redditizi nel settore finanziario.¹⁸⁴ Inoltre, il rallentamento, in un sistema economico rigido come quello dei Paesi industrializzati della *Golden Age*,¹⁸⁵ comporta la crescita dell'indebitamento pubblico, e quindi del relativo mercato dei titoli. Indebitamento che, nel caso degli Stati Uniti, esplose anche a causa dell'eccessivo impegno estero.

Peraltro la vertiginosa ascesa del prezzo del petrolio favorisce lo sviluppo della finanza e lo fa attraverso diversi canali: il più importante è l'accumulazione dei *petrodollari* che vengono reinvestiti nel sistema finanziario mondiale¹⁸⁶ - in particolare nel mercato degli *eurodollari* - andando in parte a finanziare i debiti sovrani, che l'aumento stesso del prezzo del petrolio aveva contribuito ad aumentare.¹⁸⁷ Più in generale, la tendenza verso la globalizzazione favorisce enormemente l'integrazione finanziaria mondiale e la crescita delle transazioni. Infatti, non solo il crescente commercio estero ha bisogno di essere sostenuto da una corrispondente crescita del settore finanziario, ma sorgono nuove esigenze di diversificazione e copertura del rischio.¹⁸⁸

¹⁸³ Arrighi individua tre esempi di tale processo:

- L'Italia del '400
 - L'Olanda del '700
 - L'Inghilterra di fine '800.
- (Arrighi, pp. 20-22).

¹⁸⁴ In particolare Braudel individua nel "rigoglio finanziario" un sintomo di maturità del capitalismo. (F. Braudel, *La dinamica del capitalismo*, Il Mulino, Bologna, 1981 in Arrighi, *Op. cit.*, p. 22).

¹⁸⁵ Eichengreen 2007, *Op. cit.*, cap 9.

¹⁸⁶ S. Strange, *Capitalismo d'azzardo*, Laterza, Roma-Bari, 1988, p. 18 in Arrighi, *Op. cit.*, p. 407.

¹⁸⁷ Arrighi, *Op. cit.*, p. 407.

¹⁸⁸ P. Tufano, *Financial innovation*, in G. Constantinides, M. Harris e R.M. Stulz, *The Handbook of the Economics of Finance*, Elsevier, Amsterdam, 2003.

4.2_L'EVOLUZIONE DEL SISTEMA MONETARIO

Il crollo del sistema di cambi fissi ha contribuito notevolmente allo sviluppo del settore finanziario¹⁸⁹ attraverso due principali canali. Come effetto più diretto, aumentando la volatilità dei cambi ha accresciuto l'esigenza di copertura dando così luogo ad un enorme mercato finanziario che offre questo servizio;¹⁹⁰ a sua volta questo mercato ha bisogno della libera circolazione dei capitali per poter funzionare. Ma si aggiunge anche un altro fattore che spinge verso la liberalizzazione e quindi verso l'aumento dei flussi finanziari: il venir meno del vincolo di mantenimento della parità.¹⁹¹ Oltretutto, la nuova gestione dell'offerta monetaria ha dato vita ad un nuovo mercato di strumenti monetari.¹⁹²

4.2.1_Subito dopo il crollo

Il crollo del sistema di Bretton Woods ha completamente stravolto il sistema monetario internazionale, anche più del ritorno al gold standard del '25 o della dichiarazione di convertibilità del '58.¹⁹³

In particolare, nel nuovo contesto le scelte riguardanti il tipo di cambio devono fare i conti la poderosa forza dei flussi finanziari, il cui controllo è sempre più difficile. I Paesi possono essere classificati in tre gruppi in base alla politica scelta:

- I Paesi più grandi, per i quali l'importanza delle transazioni estere è relativamente limitata, come USA e Giappone, optano per un sistema di cambi flessibili;
- I Paesi europei, vista la problematica coesistenza di un sistema di cambi flessibili con un mercato comune,¹⁹⁴ danno vita al *serpente monetario*, un nuovo sistema di cambi fissi;¹⁹⁵

¹⁸⁹ "The floating exchange rate system which emerged out of the events of the early 1970's only stimulated international finance activity" (E. Hellerein, *States and the reemergence of global finance: from Bretton Woods to the 1990s*, Cornell University Press, New York, 1996, p. 121).

¹⁹⁰ "The assumption of forex risk by the private sector required the dismantling of exchange controls to permit the hedging of risk, and so precipitated the development of the plethora of new financial instruments and the explosion of trading which characterize present day financial markets."(J. Eatwell, L. Taylor, *International Capital Market and the Future of Economic Policy*,CEPA Working Paper Series,n. 9, 1998, p. 4).

¹⁹¹ Obstfeld e Taylor, *Op. cit.*, pp. 41-43.

¹⁹² Eatwell e Taylor, *Op. cit.*, pp. 4-5.

¹⁹³ Eichengreen 2007, *Op. cit.*, p.134.

- I Paesi più sensibili alle variazioni dei tassi - i centri finanziari, e quelli con economie in via di sviluppo di dimensione limitata - decidono per i cambi fissi. Alcuni, come Hong Kong e, in seguito, l'Argentina, la Lituania e la Bulgaria, ricorrono a previsioni legislative che obbligano i Governi e le Banche Centrali a rispettare i tassi di cambio e istituiscono dei *currency boards*, così da essere più credibili.¹⁹⁶

In generale, appare chiaro che né un sistema di cambi fissati informalmente, né uno di cambi fissi ma aggiustabili, sono plausibili nel mutato contesto. Dal punto di vista della stabilità dei cambi, gli anni che seguono il crollo del Sistema di Bretton Woods sono caratterizzati da una notevole volatilità, sia in termini reali che nominali, ben più elevata di quella spiegabile dalle sole variazioni dell'offerta monetaria e delle altre grandezze fondamentali. Questa volatilità, sebbene maggiore di quella prevista dai sostenitori dei cambi flessibili, non causa il caos finanziario che i detrattori di tale sistema avevano ipotizzato. Tale relativa stabilità è resa possibile dall'incompleta liberalizzazione dei flussi finanziari e da un certo intervento sul mercato dei cambi.¹⁹⁷

4.2.2_La svolta a cavallo tra i due decenni

Dal punto di vista formale, nel '78 si raggiunge un accordo:¹⁹⁸ introducendo il Secondo Emendamento allo Statuto del Fondo, si legalizza la fluttuazione dei cambi e si elimina il ruolo dell'oro. I Membri sono comunque tenuti a promuovere tassi di cambio stabili e a favorire l'ordinato funzionamento del sistema monetario attraverso le proprie politiche, nonché autorizzando il Fondo a

¹⁹⁴ G. Carli, Considerazioni finali - 1971, in <http://www.bancaditalia.it/bancaditalia/storia/governatori> 15/06/11, p. 443.

¹⁹⁵ Magnifico, *Op. cit.*, pp. 12-17.

¹⁹⁶ "The resemblance between currency boards in striking. Under the *gold standard*, statute permitted central banks to issue additional currency upon acquiring gold, or, sometimes, convertible foreign exchange; the rules are similar under a currency board except that no provision is usually made for gold. Under the *gold standard*, the maintenance of a fixed domestic price of gold resulted in a fixed rate of exchange; under a currency board, the domestic currency is pegged to the foreign currency directly. The Weakness of the currency board system is also the same as under the *gold standard*: limited scope for lender-of-last-resort intervention" (Eichengreen 2008, *Op. cit.*, p. 181).

¹⁹⁷ Eichengreen 2007, *Op. cit.*, p.139.

¹⁹⁸ I Paesi europei, in particolare la Francia, avrebbero voluto un sistema di cambi fissi che eliminasse il privilegio di cui godevano gli Stati Uniti in quanto emittenti della moneta di riserva. In dettaglio, avrebbero voluto emendare lo statuto introducendo un "sistema di tassi stabili" invece che "un sistema stabile." (Eichengreen 2007, *Op. cit.*, p.139).

sovrintendere alle politiche dei Membri.¹⁹⁹ In effetti, nella seconda metà degli anni '70 i governi intervengono sul mercato dei cambi per mantenerli in linea con il tasso di riferimento.²⁰⁰ Ma, a partire dalla fine di tale decennio, la situazione cambia radicalmente.

Tre principali eventi sconvolgono il panorama monetario mondiale: il netto cambiamento della politica monetaria statunitense e di quella giapponese e la nascita del Sistema Monetario Europeo.²⁰¹

La svolta nella politica monetaria statunitense

A partire dal '79, la FED, guidata da Volcker, passa repentinamente da una politica espansiva ad uno stretto controllo dell'offerta monetaria.²⁰² Per spiegare questa scelta è opportuno fare un passo indietro. A partire dal '73, il ruolo del dollaro nell'economia mondiale cresce ulteriormente dando vita ad un sistema che può essere definito come *pure dollar standard*.²⁰³ Se per alcuni anni questo nuovo ordine monetario sembra concedere al governo degli Stati Uniti una libertà d'azione senza precedenti nella *produzione* del denaro mondiale, nella seconda metà del decennio diventa viepiù palese che l'espansione monetaria è eccessiva, al punto da minare il ruolo del dollaro.²⁰⁴ La brusca inversione di tendenza nella gestione dell'offerta di moneta può, quindi, essere vista come un modo per

¹⁹⁹ Il nuovo ruolo del fondo è così definito dalla relazione annuale al Parlamento del Ministero dell'Economia e delle Finanze: "Nei primi anni settanta, in un contesto di crescente mobilità dei capitali e di politiche economiche che mal si conciliavano con la convertibilità del dollaro in oro, il sistema dei cambi fissi è venuto meno. L'azione del Fondo si è quindi rivolta a sostenere le politiche di aggiustamento dei paesi membri che registravano squilibri macroeconomici e difficoltà gravi nella bilancia dei pagamenti. La tutela della stabilità monetaria internazionale resta comunque un elemento centrale dell'attività del Fondo." (Ministero dell'Economia e delle Finanze - Dipartimento del Tesoro, *Relazione al parlamento sui rapporti tra l'Italia e il Fondo Monetario Internazionale ai sensi dell'art. 1 della Legge 7 Novembre 1977, n.882*, 2010, p. 40).

²⁰⁰ Eichengreen 2007, *Op. cit.*, p. 138.

²⁰¹ Ivi, p. 142.

²⁰² Arrighi, *Op. cit.*, p. 410. Tale svolta nella politica monetaria statunitense è giudicata da Epstein una delle principali cause dell'aumento dei profitti dei *rentiers*. Si veda, a tal proposito il quinto capitolo. (G.A. Epstein e A. Jayadev, *The rise of Rentier Incomes in OECD Countries: Financialization, Central Bank Policy and Labor Solidarity* in G.Epstein (a cura di), *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar, Cheltenham and Northampton, 2005).

²⁰³ B.J. Cohen, *Organizing the World's Money*, Basic Books, New York, 1977, pp. 232-238, in Arrighi, *Op.cit.*, p. 402.

²⁰⁴ "Il cuore del problema era che, per la seconda volta in un anno le grandi imprese, le banche centrali e altri investitori (...) avevano cessato di accettare dollari come valuta universale (...) Per Volcker divenne ovvio che un crollo del dollaro era un'eventualità estremamente concreta che avrebbe forse portato ad una crisi finanziaria e a pressioni verso la rimonetizzazione dell'oro, cosa che gli Stati Uniti avevano tenacemente osteggiato per un decennio." (M. Moffit, *The World's money. International Banking from Bretton Woods to Brink of Insolvency*, Simon & Schuster, New York, 1983, p. 196 in Arrighi, *Op. cit.*, p. 418).

preservare l'egemonia del dollaro, anche in considerazione la fortissima instabilità dell'economia statunitense nel periodo - tale da preoccupare seriamente le autorità governative e monetarie.²⁰⁵

La nuova politica monetaria giapponese

Il Giappone era uno dei Paesi che più strenuamente intervenivano sul mercato dei cambi e, essendo un grande esportatore, tendeva ad evitare le rivalutazioni. Questa politica raggiunge il culmine quando nel '71, nonostante la chiusura della finestra di convertibilità, mantiene il tasso col Dollaro fissato nel 1949.²⁰⁶ Segue un breve periodo di fluttuazione e poi una rivalutazione fino a che, nel '73, il cambio non viene lasciato definitivamente fluttuare. La scelta di mantenere un tasso sottovalutato si concretizza in una politica monetaria espansiva che, complice il primo shock petrolifero, causa una rapida crescita dell'inflazione. Per ovviare a questa situazione, le autorità monetarie nipponiche mettono in atto, a partire dal '75, una politica monetaria restrittiva.²⁰⁷

Il Sistema Monetario Europeo.

Nonostante la sostanzialmente fallimentare esperienza del *Serpente Monetario*, a partire dal '75, i maggiori Paesi europei, giudicata negativamente l'esperienza della fluttuazione, cominciano a progettare un nuovo sistema di cambi fissi, lo SME, che nasce nel '78.²⁰⁸ Il sistema si basa su una griglia di tassi centrali derivati dai tassi delle singole monete con l'Ecu, un paniere delle monete partecipanti.²⁰⁹ La rilevanza di tale scelta politica e più in generale di tutto il processo d'integrazione europea, nella prospettiva di questo lavoro, è la tendenza verso la liberalizzazione dei flussi di capitale, tema che verrà dibattuto nei paragrafi successivi.

²⁰⁵ Cargill e Royama, *Op. cit.*, p. 141.

²⁰⁶ The Japanese government resisted revaluation for several reasons: defending the exchange rate of 360 ¥ to 1\$ was part of the foundation underlying its commitment to the Bretton Woods system, the 360 ¥ rate was viewed as fundamental in the success of the preceding two decades, and the government wanted to protect export-base industries. (T.F. Cargill, M.M. Hutchison, T. Ito, *The political economy of Japanese monetary policy*, MIT Press, Boston, 1997, p. 34).

²⁰⁷ Cargill, Hutchison e Ito, *Op.cit.*, pp. 34-38.

²⁰⁸ Magnifico, *Op. cit.*, capitolo V.

²⁰⁹ Kindleberger, *Op. cit.*, p. 622.

4.2.3_ La volatilità degli anni Ottanta

Negli Stati Uniti, durante i primi anni Ottanta, alla politica monetaria restrittiva si somma una politica fiscale espansiva, che contribuisce all'apprezzamento della moneta. Il Dollaro si apprezza a livelli giudicati eccessivi, ma la scuola monetarista, dominante al momento, non considera utile l'intervento sul mercato dei cambi.²¹⁰ Approccio che viene rivisto solo in seguito al crollo dei tassi d'interesse sui depositi in dollari del febbraio '85 - che ricorda lo scoppio di una bolla speculativa - cui segue un accordo tra i rappresentanti delle principali economie mondiali, volto a ridurre il valore del dollaro.

Inizia, in seguito, una fase discendente - anche se non è chiaro in che proporzione dovuta all'accordo²¹¹ - che culmina l'anno successivo, quando il dollaro ha perso più del 40% in un anno, preoccupando i partner europei e il Giappone. Per risolvere tali problemi, ci si accorda su una serie di interventi espansivi in Giappone e in Germania e restrittivi negli Stati Uniti. E' interessante notare che in questo complesso processo, il Fondo Monetario è - in concreto - assente, probabilmente per scelta dei grandi Paesi industriali, che non vogliono interferenze degli altri che hanno voce in capitolo nel Fondo.²¹²

Facendo un bilancio, gli anni Ottanta vedono una volatilità dei tassi di cambio notevolmente maggiore rispetto a quella del decennio precedente. Questa può essere spiegata attraverso il limitato intervento sul mercato dei cambi e la totale liberalizzazione dei controlli sui flussi capitale, che rafforza le pressioni speculative.

²¹⁰ Eichengreen 2007, *Op. cit.*, p. 145.

²¹¹ Ivi, p. 148.

²¹² Z. Minton-Beddoes, "Why the IMF Needs Reform" in *Foreign Affairs*, n.3, 1995, p. 127.

4.3 LA DEREGOLAMENTAZIONE DEL SISTEMA FINANZIARIO

Durante i due decenni in analisi, la deregolamentazione del sistema finanziario, timidamente iniziata a partire dai tardi anni cinquanta, subisce una decisa accelerazione. Viene lasciato sempre più spazio al libero funzionamento del mercato, sia all'interno dei confini nazionali dei singoli Paesi che nei flussi di capitale internazionali, ma, vista la prospettiva internazionale di questo lavoro, mi concentro su questi ultimi più che sull'attività finanziaria interna.

Questa tendenziale deregolamentazione della finanza internazionale è, come già rilevato, in gran parte riconducibile agli sconvolgimenti del sistema monetario. E' opportuno, però, tenere in conto anche la rinnovata considerazione di cui gode il settore finanziario negli ambienti governativi, in particolare europei e statunitensi. Questa, a sua volta, può essere spiegata principalmente attraverso le mutate condizioni economiche generali – cui mal si adatta un sistema finanziario rigido e regolamentato²¹³ – e l'efficace attività di lobbying.²¹⁴

A tal proposito due questioni distinte, ma interrelate, sono state sollevate: da un lato ci si domanda quanto la liberalizzazione sia stata voluta dalla politica e quanto, invece, sia stato trainante il ruolo dell'industria finanziaria; dall'altro non è chiaro chi, tra Stati Uniti ed Europa, abbia maggiormente indirizzato l'economia mondiale verso la liberalizzazione dei flussi e, quindi, verso la *finanziarizzazione*.

Prima di approfondire questi aspetti, propongo un breve resoconto delle problematiche condivise dalla maggior parte dei Paesi, per poi esporre brevemente le politiche di liberalizzazione in tema di circolazione dei capitali adottate dai maggiori Paesi industrializzati - Stati Uniti, Giappone ed Europa – e, dai Paesi in via di sviluppo, analizzati solo a livello aggregato. Continuo, poi, con un'analisi delle principali posizioni riguardo le due questioni appena citate: il ruolo degli Stati e l'importanza relativa di Stati Uniti ed Europa nel processo di liberalizzazione.

²¹³ Cargill e Royama, *Op. cit.*, p. 137.

²¹⁴ Battilossi, *Op. cit.*

4.3.1 _ Il processo di liberalizzazione nei diversi contesti

Negli anni Settanta, la maggior parte dei Paesi si trova con un sistema finanziario fortemente regolamentato che mal si adatta alle condizioni economiche contingenti. In maggior dettaglio, la situazione economica di quel periodo – caratterizzata da inflazione, ampia volatilità dei cambi e dei tassi d’interesse, importanti disavanzi di bilancio, bruschi cambiamenti dei livelli di crescita, mutamenti nei rendimenti relativi delle attività finanziarie e reali e crescente integrazione internazionale – richiede un grado di flessibilità molto maggiore di quello garantito dal sistema finanziario vigente. Meritano di essere considerati, inoltre, l’aumentato fabbisogno finanziario dei governi – che incentiva i governi a favorire lo sviluppo di un efficiente mercato obbligazionario - nonché la notevole forza dell’industria finanziaria, - che si fa sentire attraverso una convincente attività di lobbying - e l’accresciuta possibilità di aggirare le regole, favorita dall’innovazione tecnologica e finanziaria.²¹⁵ Nonostante questi fattori comuni, i processi di deregolamentazione dei mercati finanziari sono diversi da Paese a Paese. Propongo, quindi, un breve resoconto del processo negli Stati Uniti, in Giappone e nei Paesi Europei.

Gli Stati Uniti

Immediatamente dopo il crollo del sistema di Bretton Woods, gli Stati Uniti danno inizio ad un processo di liberalizzazione dei flussi finanziari,²¹⁶ ma è a cavallo tra i due decenni che tale processo prende piede: viene attuato un insieme di politiche volto a riacquistare un ruolo centrale nel sistema finanziario mondiale che, attraverso il mercato dell’*eurodollaro*, si era spostato verso l’Europa. Questo obiettivo viene perseguito attraverso diverse strade, la principale delle quali è la politica monetaria restrittiva che rafforza il dollaro e, offrendo tassi elevati, attira capitali; altro pilastro è la deregolamentazione che dà alle imprese statunitensi, finanziarie e non, una libertà virtualmente illimitata²¹⁷

²¹⁵ Cargill e Royama, *Op. cit.*, pp. 7-12

²¹⁶ Obstfeld e Taylor, *Op. cit.*, p. 43

²¹⁷ Arrighi, *Op. cit.*, p. 413

I Paesi Europei

Durante i primi anni Settanta, le politiche dei Paesi europei in tema di deregolamentazioni seguono un andamento variegato e ondivago: la Germania liberalizza i flussi di capitali in entrata nel '75 per poi reintrodurli alla fine del decennio in modo da evitare un eccessivo apprezzamento del Marco; Italia e Francia, invece, mantengono, e addirittura irrigidiscono, i controlli così da limitare le fluttuazioni all'interno del *Serpente Monetario*, prima e poi del *Sistema monetario europeo*, poi.²¹⁸

Ma è proprio la forte volontà di portare avanti tale progetto d'integrazione europea che dà inizio ad un deciso processo d'integrazione finanziaria a partire i primi anni Ottanta. Con la nascita dello SME, e ancor più con l'Atto Unico Europeo del '87, infatti, la libera circolazione dei flussi di capitale diventa un caposaldo dell'integrazione europea.²¹⁹ In particolare, la Germania, come già accaduto negli anni precedenti, assume un ruolo guida ed elimina tutti i controlli nel '81, seguita dalla Danimarca e dalla Francia nell' '88, dal Belgio e dall'Italia nel '90.²²⁰ Anche il Regno Unito, che fino al '79 aveva avuto atteggiamenti altalenanti, nel '80 guidato dalla Thatcher liberalizza completamente i flussi di capitale.

E' stato detto che la nascita dello SME sia stato l'evento più importante nel cammino verso la completa liberalizzazione dei flussi di capitale a livello internazionale.²²¹ Indubbiamente, ha dato avvio ad una consistente processo di deregolamentazione, anche se completato solo alla fine del decennio. Ad ogni modo, è tuttora motivo di dibattito quale, tra Stati Uniti ed Europa, sia stata la potenza trainante nel processo di liberalizzazione. Questo tema sarà dibattuto nei paragrafi successivi.

Il Giappone

L'economia giapponese conosce una crescita notevole nei primi decenni del dopoguerra,²²² appoggiandosi ad un sistema finanziario chiuso e particolarmente

²¹⁸ Obstfeld e Taylor, *Op. cit.*, p. 41.

²¹⁹ Magnifico, *Op. cit.*, cap VI.

²²⁰ E ancora Spagna, Portogallo e Irlanda nel '92 e Grecia nel '94.

²²¹ Obstfeld e Taylor, , *Op. cit.*, p. 43.

²²² La crescita media tra il '50 e il '73 è del 10%. (Cargill, Hutchison e Ito, *Op.cit.*, p. 1).

regolamentato, ma molto efficiente.²²³ Nel '73 inizia un processo di transizione verso un sistema di libero mercato.²²⁴ In particolare, l'accresciuto fabbisogno finanziario delle imprese e dello Stato rendono necessario uno sviluppo del mercato obbligazionario.²²⁵

Ma è nel '80 che, in seguito ai mutamenti della situazione economica interna ed internazionale, tale tendenza prende piede con l'introduzione del principio generale di libera circolazione dei capitali.²²⁶ A partire dal '83, seguono ulteriori passi verso la liberalizzazione su richiesta degli Stati Uniti, che vedono in tale politica un mezzo per ridurre i forti squilibri tra i due Paesi.

I Paesi in via di sviluppo

In generale, i Paesi in via di sviluppo avevano fortemente limitato la circolazione dei capitali durante il periodo di Bretton Woods, non si era quindi verificato quel processo di graduale liberalizzazione iniziato nel mondo industrializzato all'inizio degli anni Sessanta.²²⁷ La debolezza dell'economia, la dipendenza dai flussi finanziari esteri, la mancanza di risorse finanziarie e il limitato sviluppo delle istituzioni finanziarie di questi Paesi avevano, infatti, reso tale scelta poco consigliabile. Per questi stessi motivi il passaggio ad un sistema a cambi flessibili è particolarmente critico per questi Paesi.²²⁸ Di conseguenza, molti fanno diversi tentativi di mantenere un regime di cambi fissi.

Contemporaneamente, però, l'imperativo dell'integrazione finanziaria si fa sempre più forte. Questo fatto mette i Paesi di fronte ad una scelta particolarmente difficile: da un lato non aprire ai flussi di capitale esteri costituisce una grave perdita,²²⁹ dall'altro, coniugare libertà dei movimenti di capitale e cambi fissi è, come noto, particolarmente critico. Oltretutto, la graduale evoluzione dell'economia di tali Paesi – che, già dagli anni Sessanta, da un modello di industrializzazione di sostituzione delle importazioni comincia ad orientarsi verso

²²³ Y. Kashiwagi, "The emergence of global finance", 1986, in www.perjacobsson.org/lectures 03/06/11, p. 7.

²²⁴ Cargill, Hutchison e Ito, *Op. cit.*, p. 49.

²²⁵ Cargill e Royoma, *Op. cit.*, p. 28.

²²⁶ Kashiwagi, *Op. cit.*, p. 7.

²²⁷ Obstfeld e Taylor, *Op. cit.*, p. 42.

²²⁸ Arrighi, *Op. cit.*, p. 406.

²²⁹ "Countries that maintain unnecessary restrictions on financial transactions risk damaging their international competitiveness." (Kashiwagi, *Op. cit.*, p. 2).

modelli più aperti al mercato e all'esportazione - ha assoluto bisogno della libera circolazione delle merci²³⁰ e, quindi, della convertibilità in conto corrente.

In particolare, già a metà degli anni Settanta, in America Latina, ci sono stati tentativi d'apertura finanziaria nell'ambito di più ampi programmi di stabilizzazione. L'esito di tali politiche è stato, però, deludente, non essendo supportate da adeguate politiche fiscali e da coerenti meccanismi di supervisione finanziaria.²³¹

4.3.2_ Il maggior promotore della *finanziarizzazione*: tra Europa e Stati Uniti, tra Politica e Mercato

Secondo un'opinione diffusa,²³² il vigoroso processo di liberalizzazione del sistema finanziario degli anni Settanta e Ottanta è trainato dagli Stati Uniti e, in particolare, dal *Wall Street Treasury Complex*, ovvero sia da ambienti governativi che finanziari. In effetti, non solo è palese che i benefici di tale processo per l'economia statunitense - e a maggior ragione per il settore finanziario - siano stati enormi, ma le politiche statunitensi dei due decenni in analisi si sono esplicitamente indirizzate in questa direzione. Si pensi solo alla politica economica e monetaria portata avanti dall'amministrazione statunitense a partire dai primi anni '80 e alle forti pressioni esercitate su altri grandi Paesi - e sul Giappone in particolare - affinché aprissero i propri confini ai movimenti di capitali; si consideri, inoltre, il ruolo di Wall Street nei mercati dell'*eurodollaro*, prima, e nel processo di integrazione finanziaria più tardi.

²³⁰ Eichengreen 2008, *Op. cit.*, p. 178.

²³¹ Obstfeld e Taylor, *Op. cit.*, p. 42.

²³² Tra gli altri cito:

- Cargill e Royama, che sostengono che gli Stati Uniti e, in misura minore, il Giappone abbiano avuto un ruolo centrale in tale processo; (Cargill e Royama, *Op. cit.*, p. 11).
- Crotty, che ritiene che tale processo sia stato voluto principalmente dagli ambienti governativi statunitensi affiancati da quelli britannici. (J. Crotty, *The Neoliberal Paradox: The Impact of Destructive Product Market Competition and "Modern" Financial Markets on Nonfinancial Corporation Performance in the Neoliberal Era* in G. Epstein (a cura di), *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar, Cheltenham and Northampton, 2005, pp. 77-80).
- Hellerein, che afferma che i maggiori fautori di tale processo siano stati il governo Statunitense con l'appoggio di quello britannico. (Hellerein, *Op. cit.*, p. 11).
- Bagwhati (J. Bagwhati, *In Defense of Globalization*, Oxford University Press, Oxford, 2004, cap. 13 in Abdelal, *Op. cit.*, p. 12).

Tuttavia, tale approccio non è unanimemente condiviso: altri esperti²³³ danno più rilevanza al ruolo dei grandi Paesi Europei. In effetti, il contributo dato dall'integrazione europea alla liberalizzazione dei flussi finanziari è stato notevole, ma questa asserzione va ben oltre. In particolare, la tesi portata avanti da Abdelal è la seguente: gli Stati Uniti - consapevoli della forza del proprio settore finanziario - non hanno alcun interesse a regolarlo in modo chiaro e multilaterale, mentre l'Europa - convinta dell'inevitabilità di tale tendenza - cerca di controllarla attraverso la regolamentazione.²³⁴

In maggior dettaglio, il processo di liberalizzazione dei flussi di capitale sarebbe stato guidato dai Paesi Europei, attraverso la definizione di regole internazionali. A sostegno di tale tesi viene portato - oltre al già citato processo d'integrazione finanziaria europea - il ruolo predominante dei Paesi Europei nel definire il nuovo quadro di riferimento del OCSE²³⁵ e del FMI, entrambi più orientati verso la libera circolazione dei capitali.

Non solo tale questione rimane aperta, ma si pone un altro problema, in parte già emerso: quale sia stato il peso relativo di Stato e Mercato nel processo di liberalizzazione. Prima di entrare nel merito del problema, è opportuno fare una premessa: in generale l'incapacità del mercato finanziario di assolvere le proprie funzioni, determina l'inizio di un processo di trasformazione; tale processo si esplica sia a livello del mercato sia a livello di regolamentazione pubblica e frequentemente induce una complessa interazione tra le autorità e gli operatori.

Tornando al dibattito in questione, è stato spesso affermato che l'evoluzione del sistema finanziario sia stata, in larga parte, dovuta alle forze del mercato, coadiuvate dalle innovazioni tecnologiche, piuttosto che alla volontà politica.²³⁶

²³³ Cito Taylor e Obstfeld, che come rilevato nei paragrafi precedenti, vedono nel processo d'integrazione europea la più forte spinta verso la liberalizzazione, e Abdelal, che porta avanti questa tesi in *Capital Rules*. (Taylor e Obstfeld, *Op. cit.*, p. 41. Abdelal, *Op. cit.*, cap. 1-4).

²³⁴ Abdelal, *Op. cit.*, cap. 1.

²³⁵ Cargill e Royama, *Op. cit.*, p. 6.

²³⁶ Cito il finanziere Wriston: "Today we are witnessing a galoping new system of international finance. Our international finance regime differs radically from its precursor in that it was not built by politicians, economists, central bankers of finance ministers, nor did high-level international conferences produce a master-plan. It was built by technology (...), by men and women who interconnects the planet with telecommunications and computers. (W.B.Wriston, "Remarks at Nolan-Norton Symposium, San Francisco", 1988 in <http://dca.lib.tufts.edu>, 15/06/11) Di questo avviso anche McKinzie e Lee (R.B.McKinzie e D.R. Lee, *Quicksilver capital: How the rapid movement of wealth has changed the world*, Free Press, New York, 1991 in Hellerein, *Op. cit.*, p.2).

Secondo un'altra interpretazione, il ruolo degli Stati è più rilevante:²³⁷ in particolare è stato sottolineato che le politiche definite dai Governi rimangono gli assi attorno ai quali la finanza internazionale ruota,²³⁸ oltretutto, precisa Strange, poderoso sviluppo dei mercati è avvenuto all'interno del quadro legale definito dagli Stati.²³⁹

²³⁷ Hellerein, *Op. cit.*, cap. 1.

²³⁸ J.B. Goodman e L.W.Pauly, "The Obsolescens of Capital Controls?: Economic Management in an Age of Global Markets" in *World Politics*, n. 46, 1993.

²³⁹ S. Strange, "The Persistent myth of lost hegemony" in *International Organization*, n. 41, 1987 pp. 551-574.

4.4_II MUTATO AMBIENTE CULTURALE

A partire dai primi anni Settanta, il pensiero economico dominante, che per tre decenni era stato fortemente influenzato dall'analisi di Keynes, comincia a distaccarsene. Indubbiamente, la situazione economica del periodo ha un ruolo centrale nello spiegare tale inversione di tendenza: la cosiddetta *stagflazione* non rientra nell'analisi della tipica crisi di sovrapproduzione cui rispondere con politiche di stampo *keynesiano*. In maggior dettaglio, le politiche pubbliche, che erano state fortemente influenzate dall'assunto della curva di Philipps - che individua una relazione inversa tra inflazione e disoccupazione - cominciano a dimostrarsi inefficaci.²⁴⁰

Più in generale, un modello di economia che vede lo Stato in una posizione centrale e che indirizza l'attività del mercato, pur essendosi dimostrato indubbiamente efficace per quasi tre decenni, comincia a perdere colpi. I sostenitori delle politiche dell'*Età dell'Oro* - vincolati dal loro impegno politico a favore della piena occupazione e dello *Stato Assistenziale* - durante una congiuntura economica che non lo permetteva, non sono in grado di elaborare politiche efficaci.²⁴¹

Specularmente prende piede la scuola monetarista, guidata da Friedman, che si inserisce nel più ampio approccio neo-liberista.²⁴² In un'estrema semplificazione, tali visioni dell'economia e della politica vedono nello Stato il problema e nel Mercato la soluzione. Nonostante questa esplicita dichiarazione di intenti, mettere in atto una politica economica alternativa si dimostra particolarmente complesso anche per i politici e gli economisti che si rifanno a questo approccio; addirittura in alcune occasioni hanno utilizzato metodi *keynesiani*.²⁴³

E' interessante notare che il dibattito tra monetaristi e *neo-keynesiani* non si limita alle politiche da adottare, ma si estende all'interpretazione dei grandi eventi della storia economica. In particolare, Friedman propone una convincente rilettura in

²⁴⁰ O. Blanchard, *Macroeconomia*, Il Mulino, Bologna, 2006, pp. 640-45.

²⁴¹ Hobsbawm, *Op. cit.*, p. 480.

²⁴² G. Sabbatucci, V. Vidotto, *Storia contemporanea: il Novecento*, Laterza, Roma Bari, 2008, p. 315.

²⁴³ Come spiega Hobsbawm, per uscire dalla depressione del '79-'82 Reagan utilizza metodi *keynesiani*. (Hobsbawm, *Op. cit.*, p. 481).

chiave monetarista della *Grande Depressione* che evidenzia il ruolo dell'errata politica monetaria.

Questo fatto è particolarmente importante per la prospettiva di analisi di questo lavoro perché è proprio lo spettro della *Grande Depressione* - occorsa in un periodo di estremo *laissez-faire* - che spinge verso la scelta di un capitalismo strettamente regolamentato, e, in particolare verso la limitata libertà dei flussi finanziari. Considerate le problematiche appena citate e il generale declino dell'approccio *keynesiano*, che vedeva nella finanza una fonte d'instabilità, si può spiegare la rinnovata considerazione della finanza.

A partire dagli anni Settanta, infatti, sia gli ambienti accademici che politici tendono verso una rivalutazione della finanza, indirizzando fortemente le scelte politiche verso la liberalizzazione dei flussi di capitale, al punto tale che negli anni Ottanta la libera circolazione dei capitali può essere definita la nuova ortodossia.²⁴⁴ Tale visione, a partire dagli anni Ottanta, è ampiamente condivisa anche dalla sinistra europea, tradizionalmente più legata alla scuola keynesiana.²⁴⁵

²⁴⁴ Abdelal, *Op. cit.*, cap. 2

²⁴⁵ Ivi, cap. 4

4.5_L'INNOVAZIONE: FINANZA E INFORMATICA

L'innovazione finanziaria riveste un ruolo centrale nella crescita del settore finanziario, iniziato nei tardi anni Cinquanta e consolidatosi a partire dagli anni Settanta. In particolare, tale fenomeno, che la letteratura considera come una risposta ai vincoli fiscali e normativi,²⁴⁶ ha contribuito attraverso due vie: in una prima fase - individuando forme di elusione delle regole - ha contribuito al crollo dell'ordine di Bretton Woods; successivamente - adattandosi al mutato contesto - ha creato nuovi strumenti che, a loro volta, hanno favorito l'integrazione e lo sviluppo della finanza.

Per quanto riguarda il primo aspetto, è opportuno notare che le innovazioni destinate ad aggirare la normativa limitante le opportunità di profitto giocano spesso un ruolo critico nel processo di trasformazione.²⁴⁷ Si torna, quindi, sul ruolo del mercato dell'*Eurodollaro*, che non è altro che un'innovazione finanziaria volta ad aggirare i vincoli imposti dalle autorità regolatrici.²⁴⁸ Discorso simile può essere fatto per il mercato delle *euroobbligazioni*, ovvero le obbligazioni emesse in una moneta diversa da quella del Paese di collocamento,²⁴⁹ nonché per i *Pronti contro termine* e per i *Certificati di deposito di grosso taglio*.²⁵⁰

A partire dagli anni Settanta, il sistema finanziario globale, a causa dell'accresciuta instabilità dei cambi e dei tassi di interesse - da un lato - e della tendenza alla globalizzazione - dall'altro²⁵¹ - subisce una notevole accelerazione, favorita dal più blando contesto normativo. In maggior dettaglio, le accresciute esigenze di copertura del rischio di tasso d'interesse e rischio di cambio favoriscono l'emissione d'innovativi strumenti finanziari (*Note issuance facilities*, *Currency Swaps*, *Interest rate swaps*, *Currency options* e *Financial Futures*). Queste innovazioni creano legami tra diversi strumenti finanziari esistenti che,

²⁴⁶ Si veda, tra gli altri Miller. (M.H. Miller, "Financial innovation: Achievements and prospects" in *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, n.21, 1986 in Tufano, *Op. cit.*, p. 16).

²⁴⁷ Cargill e Royama, *Op. cit.*, p. 9.

²⁴⁸ Battilossi, *Op. cit.*, p. 4.

²⁴⁹ Kindleberger 1987, *Op. cit.*, p. 612.

²⁵⁰ Cargill e Royama, *Op. cit.*, p. 27.

²⁵¹ Tufano, *Op. cit.*, p. 20.

fino a quel momento, venivano scambiati su mercati distinti.²⁵² Ulteriore contributo verso l'integrazione dei diversi mercati finanziari è fornito dalla *Cartolarizzazione* - la sostituzione dei tradizionali prestiti bancari con forme di finanziamento rappresentate da titoli negoziabili – dato che dà vita a nuovi strumenti e nuovi mercati e contribuisce ad aumentare il ruolo del mercato finanziario a discapito di quello delle banche tradizionali. Tutte queste tendenze vanno collocate nel più ampio quadro d'integrazione internazionale dei mercati che pone nuove sfide, aprendo quindi la strada ad ulteriori innovazioni.

Nel processo d'integrazione internazionale dei mercati, il ruolo delle tecnologie informatiche e delle telecomunicazioni è fondamentale. Queste tecnologie permettono, infatti, di operare su qualsiasi mercato al mondo a qualsiasi ora del giorno e della notte. Più in generale, i costi di transizione si riducono vertiginosamente, stimolando l'aumento delle transazioni. Inoltre, l'utilizzo di tali tecnologie permette un ampliamento del mercato di sbocco dei prodotti, nonché un sensibile allargamento dell'articolazione delle alternative di investimento e dei servizi finanziari offerti al pubblico.²⁵³ In particolare, il ruolo dell'informatica è cruciale nella creazione di sofisticati strumenti finanziari creati nell'ambito di *Cartolarizzazioni*.²⁵⁴

²⁵² Kashiwagi, *Op. cit.*, p. 4.

²⁵³ Cargill e Royama, *Op. cit.*, p. 9.

²⁵⁴ Tufano, *Op. cit.*, p. 22.

4.6_ UN QUADRO GENERALE

E' stato notato come le determinanti del processo di *finanziarizzazione* - evoluzioni del contesto economico e geopolitico generale, sconvolgimenti del mercato monetario, liberalizzazioni, cambiamenti nel pensiero economico dominante innovazioni tecnologiche e finanziarie - interagiscano tra di loro in modo complesso. In altre parole, i rapporti di causalità non sono univoci e chiaramente determinabili, ma ogni fattore è contemporaneamente causa ed effetto dell'altro nonché del processo stesso di crescita del settore finanziario. Ad ogni modo è possibile delineare due principali direttrici.

In una prima possibile spiegazione, l'ascesa della finanza può essere vista come reazione alla mutata situazione economica: un modello di economia relativamente pianificato e scarsamente flessibile, fondato sul pensiero *keynesiano*, che aveva garantito ottimi risultati per più di due decenni, non si dimostra adatto alle mutate esigenze di un sistema economico più instabile e complesso - qual è quello che si delinea a partire dai tardi anni Sessanta, e ancor più in seguito al crollo del sistema di Bretton Woods. Segue quindi, una riconsiderazione del ruolo della finanza negli ambienti accademici e politici, che determina il processo di liberalizzazione dei flussi di capitale, peraltro favorita dal venir meno del vincolo imposto dal cambio fisso. In questa visione il crollo di Bretton Woods può essere considerato come un segnale dell'inadeguatezza dell'ordine mondiale istituito nel dopoguerra, mentre l'innovazione finanziaria e tecnologica rappresentano solo dei mezzi per perseguire tali obiettivi.

Secondo un'altra prospettiva, invece, sono le forze del mercato che spingono - attraverso la speculazione, prima e attraverso l'attività di *lobbying*, successivamente - verso un maggior ruolo della finanza negli equilibri economici e politici mondiali, coadiuvati dalle nuove opportunità offerte dall'innovazione tecnologica e finanziaria. In questa prospettiva il rallentamento dell'economia mondiale è solo una condizione che favorisce tale processo, il crollo del sistema di Bretton Woods è dovuto al riemergere della finanza, mentre il mutato ambiente culturale è un'espressione del crescente potere, anche culturale e politico settore finanziario.

Si ritorna quindi al dibattito, introdotto in precedenza, riguardo al peso relativo dello Stato e del Mercato nel processo di *finanziarizzazione*. Probabilmente la spiegazione più aderente alla realtà non è nessuna delle due, ma una qualche via di mezzo arricchita da altri fattori. Ad ogni modo la questione rimane aperta. Ciò che invece è indiscutibile è la poderosa crescita della finanza nei due decenni in analisi, gli anni Settanta e gli anni Ottanta, come mostrato nel capitolo seguente.

5_EVIDENZA EMPIRICA

Analizzati i fattori che hanno portato al poderoso sviluppo del settore finanziario a partire dagli anni Settanta, è opportuno dare un'idea più concreta di tale fenomeno facendo ricorso ai dati. Vista la complessità del fenomeno in analisi, è possibile analizzarlo sotto diverse prospettive.

5.1_L'INTEGRAZIONE FINANZIARIA²⁵⁵

Un primo approccio, consiste nello studio dell'evoluzione del livello di apertura finanziaria, che, seguendo l'approccio che alcuni economisti del FMI propongono,²⁵⁶ può essere misurata due modi. In particolare, si considerano due indici che misurano rispettivamente le limitazioni imposte ai movimenti di capitale²⁵⁷ e lo stock di attività e passività finanziarie in percentuale sul PIL.²⁵⁸ Normalmente ad un valore basso del primo, corrisponde un livello elevato di flussi finanziari con l'estero e viceversa, ma ci possono essere eccezioni. Ad ogni modo, entrambi i criteri mostrano un'ineluttabile tendenza verso l'apertura finanziaria nel periodo in analisi, sia per i Paesi industrializzati che per quelli in via di sviluppo.²⁵⁹

²⁵⁵ L'analisi presentata in questo paragrafo si basa su quella proposta da Prasad, Rogoff, Wei e Kose in *Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence*. Questa ricerca, come meglio specificato in seguito, utilizza i dati del Fondo Monetario Internazionale e della Banca Mondiale. (International Monetary Fund, *World Economic Outlook October 2001*, World Economic and Financial Surveys in www.imfstatistics.org; World Bank, *Global Development Finance*, 2001 in www.data.worldbank.org).

²⁵⁶ E.S. Prasad, K. Rogoff, S.J. Wei e M.A. Kose, *Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence*, IMF Occasional Papers, n. 22, 2003.

²⁵⁷ L'indice è calcolato da Mody e Murshid (A. Mody, A.P. Murshid, *Growing up with Capital Flows*, IMF Occasional Papers, n. 75, 2002 in Prasad, Rogoff, Wei e Kose, *Op. cit.*).

²⁵⁸ Tale indice, costruito da Lane e Milesi-Ferretti, si basa sugli stock e non sui flussi per evitare eccessiva volatilità. Viene costruito sommando i flussi annuali lordi di IDE e attività e passività finanziarie e operando opportune correzioni. (P.R. Lane e G.M. Milesi-Ferretti, "The External Wealth of Nations: Measures of Foreign Assets and Liabilities for Industrial and Developing Nations," in *Journal of International Economics*, n.55, 2001 in Prasad, Rogoff, Wei e Kose, *Op. cit.*).

²⁵⁹ Il dataset include 21 Paesi industrializzati e 55 in via di sviluppo, nel periodo 1960-1999. Vista l'ampiezza dell'intervallo alcuni Paesi, come la Corea del Sud e Singapore, pur essendo oggi industrializzati, sono rimasti nella categoria dei Paesi in via di sviluppo. Sono poi Stati esclusi: i Paesi ex-sovietici, per mancanza di dati; gli esportatori di petrolio del Medio Oriente; i Paesi con meno di 1,5 milioni di abitanti; i Paesi estremamente poveri, che ricevono costantemente aiuti.

In particolare, per i Paesi industrializzati, l'indice che misura le restrizioni legali segue una traiettoria discendente, anche se non regolare, mentre l'indice di apertura finanziaria cresce, con un andamento più costante. I Paesi in via di sviluppo hanno, in media, economie più chiuse, a prescindere dal tipo di misurazione utilizzato, nonché andamenti più altalenanti. Ad ogni modo, anche in questo caso nel lungo periodo la tendenza è indubbiamente verso l'apertura. (Si veda grafico 5.1).

5.2_LA QUOTA DI PROFITTI DI COMPETENZA DEL SETTORE FINANZIARIO²⁶⁰

E' possibile valutare il peso della finanza nell'economia attraverso l'analisi della quota di reddito destinata al capitale. In particolare, propongo due possibili indicatori di tale grandezza: il reddito dei *rentiers* e il tasso d'interesse reale. Studiando l'evoluzione del reddito dei *rentiers*²⁶¹ in rapporto al Prodotto Nazionale Lordo tra gli anni Settanta e Ottanta, si nota come tale quota sia cresciuta notevolmente, ad ulteriore prova del processo di *finanziarizzazione* che ha interessato l'economia in tale periodo.

In maggior dettaglio - seguendo l'analisi di Epstein e Jayadev²⁶² - si definisce reddito dei *rentier* la somma dei profitti delle imprese finanziarie e del reddito da attività finanziarie del resto del settore privato dell'economia. Analizzando l'andamento di tale quantità, corretta per l'inflazione, in proporzione al PNL, si osserva una decisa crescita nella maggior parte dei Paesi OCSE, a partire dagli anni Ottanta. (Vedi tabella 5.1)

Un altro indicatore, più diretto, della quota di reddito destinata al capitale è il tasso d'interesse reale - definito come differenza tra tasso d'interesse nominale pagato sui depositi e tasso d'inflazione, ricavato dal deflatore del PIL.²⁶³ Anche studiando l'evoluzione di tale indicatore si giunge alle medesime conclusioni. Si nota, infatti, nella maggior parte dei Paesi OCSE, una generalizzata tendenza alla crescita di tale valore a partire dagli anni Ottanta, dopo un crollo nel decennio precedente, dovuto all'inflazione. (Vedi tabella 5.2).

²⁶⁰ L'analisi proposta nel presente paragrafo segue quella proposta da Epstein e Jayadev in *The rise of Rentier Incomes in OECD Countries: Financialization, Central Bank Policy and Labor Solidarity*. Tale lavoro si basa sui dati sui seguenti dati.

- per la quota dei *rentier*: D.Power, G. Epstein e M. Abrena, "Trends in rentier Incomes in OECD Countries: Estimates, Datas and Methods" in www.umass.edu/peri.
- per i tassi d'interesse nominali e reali: World Bank, "Globe Development Finance" e "World Developmente Indicators", entrambi in <http://databank.worldbank.org>.

²⁶¹ Nella *Teoria Generale*, Keynes definisce il *rentier* come "Functionless investor" (J.M. Keynes, *The General Theory of Employment Interest and Money*, Hacourt, Brace, Jovanitch, New York, 1936 in Epstein e Jayadev, *Op. cit.*).

²⁶² Epstein e Jayadev, *Op. cit.*, pp. 48-57.

²⁶³ Ivi, pp. 62-66.

6_CONCLUSIONI

Ho proposto una lettura del riemergere della finanza in seguito al crollo del sistema di Bretton Woods. In particolare, sono partito da una disamina di tale ordine monetario - sia in generale che sotto una prospettiva finanziaria – per poi individuare i fattori che determinano l'ascesa della finanza a partire dai primi anni Settanta e, infine, fornire prova numerica della poderosa crescita che ha interessato il settore finanziario.

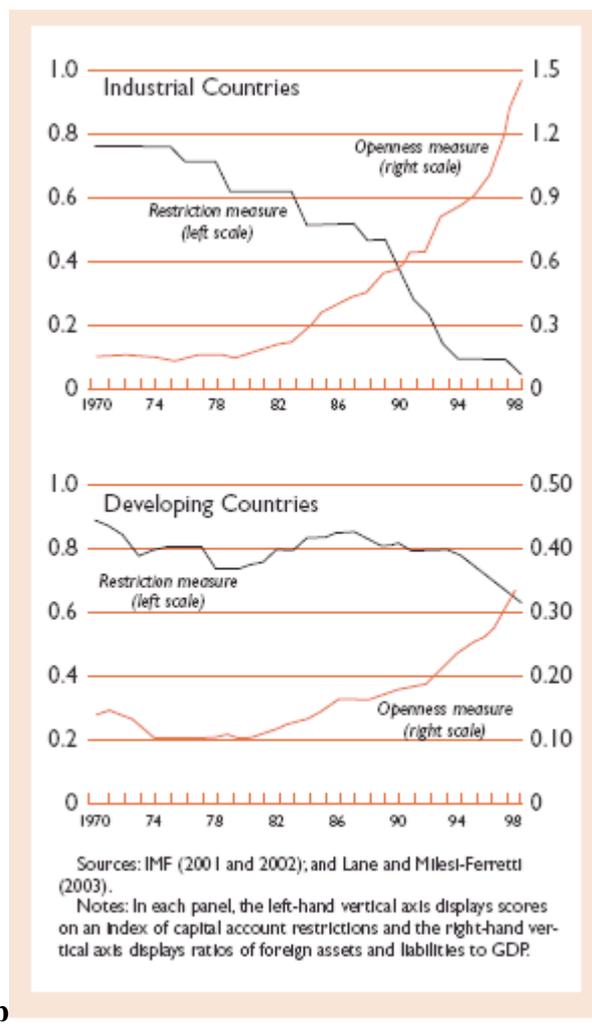
Diverse riflessioni emergono da tale analisi. Innanzitutto, si rileva il carattere eccezionale dell'esperienza di Bretton Woods sotto diversi profili: non solo il periodo in questione presenta tassi di crescita insolitamente elevati, ma il sistema monetario istituito nel secondo dopoguerra è un esempio di straordinaria cooperazione internazionale. Il fatto che qualsiasi proposta di riforma dell'ordine monetario si rifaccia a tale modello ne è la prova. Anche per quanto riguarda il ruolo della finanza, si rilevano caratteri di eccezionalità: il settore finanziario è fortemente limitato, sia in confronto agli anni che precedono la Grande Guerra, che rispetto agli ultimi decenni del ventesimo secolo.

Un secondo aspetto riguarda il riemergere della finanza in una prospettiva di lungo periodo: si nota come il crollo di Bretton Woods sia un momento di svolta in un processo già avviato e che continua fino ad oggi, più che l'inizio di una nuova tendenza verso la *finanziarizzazione*. In maggior dettaglio, lo sviluppo del settore finanziario ha inizio già dai tardi anni Cinquanta col ritorno alla convertibilità delle valute europee - che rende i controlli sui capitali sempre meno efficaci - per poi ulteriormente affermarsi in seguito alla crescita del mercato dell'*eurodollaro*. E' interessante notare, inoltre, la rilevanza che assumono gli eventi degli anni Ottanta e, in particolare, le ulteriori liberalizzazioni dei flussi finanziari e l'elevata volatilità dei cambi che contribuiscono a favorire il settore finanziario a discapito dell'*economia reale*. Peraltro, uscendo dai confini di questo lavoro, si rileva che diversi fattori emersi tra gli anni Novanta e Duemila – almeno prima della crisi del 2007 - hanno ulteriormente favorito la crescita del settore finanziario: si pensi, ad esempio, alle liberalizzazioni degli anni Novanta.

Un terzo aspetto interessante emerso da questa ricerca è la varietà dei fattori che hanno determinato l'ascesa della finanza. Come notato nel capitolo dedicato, infatti, l'ascesa della finanza è dovuta a cambiamenti non solo in ambito economico, monetario e legale, ma anche geopolitico, tecnologico e culturale. Se queste sono le cause del riemergere della finanza, altro problema interessante è individuare la forza trainante di tale processo: ovvero quanto gli Stati si siano mossi a seguito del Mercato e quanto invece abbiano tenuto le redini della situazione. Se tradizionalmente si riteneva che il ruolo relativo del Mercato fosse notevolmente maggiore, ultimamente il peso degli Stati è stato rivalutato.

Appendice al quinto capitolo: grafici e tabelle

Grafico 5.1 – Measures of Financial Integration.



p

Fonte: E.S. Prasad, K. Rogoff, S.J. Wei e M.A. Kose, *Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence*, IMF Occasional Papers, n. 22, 2003.

Tabella 5.1 - Real Rentier Fraction of Income 1960s – 1990s

Country	Years	1960s	1970s	1980s	1990s	Difference 90's-70s	Difference 90's-80's
Australia	1975-1996		0.1%	5.6%	10.2%	10.1%	4.6%
Belgium	1985-1997			7.8%	9.0%		1.2%
Finland	1977-1996		-0.2%	1.4%	6.2%	6.4%	4.8%
France	1971-1996		-0.4%	5.6%	14.3%	14.7%	8.7%
Germany	1978-1993		3.1%	6.6%	6.9%	3.8%	0.3%
Great Britain	1971-1997		-4.2%	4.9%	8.6%	12.7%	3.7%
Italy	1978-1996		0.4%	4.2%	9.6%	9.2%	5.4%
Japan	1971-1996		-0.6%	8.1%	8.7%	9.2%	0.6%
Netherlands	1978-1996		7.5%	11.9%	13.8%	6.3%	1.8%
Norway	1979-1997		5.4%	6.3%	8.1%	2.8%	1.8%
Portugal	1977-1995		-11.4%	3.5%	10.6%	22.0%	7.1%
Spain	1981-1996			3.3%	9.3%		5.9%
United States	1961-1996	3.6%	1.8%	9.7%	10.2%	8.4%	0.5%

Tabella 5.2 – Inflation Rates and Real Interest Rates in some OECD Countries.

Country	Years Reported		Decade Average Rate 1970s		Decade Average Rate 1980s		Decade Average Rate 1990s		Change from 70's to 90's	
	Inflation Rate	Real Interest Rate	Inflation Rate	Real Interest Rate	Inflation Rate	Real Interest Rate	Inflation Rate	Real Interest Rate	Inflation Rate	Real Interest Rate
AUSTRALIA	1970-1999	1975-1999	9.83	-01	8.4	6.43	2.50	9.06	-7.33	9.07
BELGIUM	1970-1999	1981-1999	7.13	--	4.9	7.59	2.14	7.16	-4.98	N/A
FINLAND	1970-1999	1977-1999	10.4	-62	7.32	2.13	2.13	5.94	-8.27	6.56
GERMANY	1970-1999	1977-1999	4.81	--	2.90		2.35	8.31	-2.56	N/A
ITALY	1970-1999	1971-1999	12.32	.39	4.70	6.83	4.12	2.28	-8.20	1.89
JAPAN	1960-1999	1970-1999	9.09	-16	2.53	4.22	1.20	3.63	-7.88	3.79
KOREA	1970-1999	1974-1999	15.21	--	8.41	3.17	5.72	3.96	-9.49	N/A
NETHERLANDS	1970-1999	1970-1999	4.32	9.71	2.87	7.58	2.44	6.12	-4.60	-3.59
NORWAY	1970-1999	1972-1999	8.37	6.25	8.34	6.96	2.44	7.80	-5.92	1.55
UK	1970-1999	1960-1999	12.6	1.83	7.43	4.08	3.07	4.26	-8.91	2.43
US	1970-1999	1960-1999	5.5	1.08	5.55	6.25	3.00	5.73	-4.09	4.65

Source:

Inflation rates – Global Development Finance & World Development Indicators

Real interest rate – Global Development Finance & World Development Indicators. Missing data filled in from Easterly, Rodriguez, and Schmidt-Hebbel "Public Sector Deficits and Macroeconomic Performance." (Statistical appendix) 1994

Fonte: A. Jayadev, G. Epstein, *The Correlates of Rentier Returns in OECD Countries*, PERI Working Paper series, n. 123, 2007

Bibliografia

- R. Abdelal, *Capital rules*, Harvard University Press, Cambridge, Massachusetts and London, 2007.
- G. Ardant, *Storia della finanza mondiale*, Editori Riuniti, Roma, 1981.
- P. Armstrong, A. Glyn e J. Harrison, *Capitalism since 1945*, Oxford University Press, Oxford, 1991.
- G. Arrighi, *Il lungo XX secolo*, Il Saggiatore, Milano, 1996.
- F. Assante, M. Colonna, G. Di Taranto e G. Lo Giudice, *Storia dell'economia mondiale*, Monduzzi Editore, Bologna, 1996.
- A.F.P. Bakker, *The Liberalization of Capital Movements in Europe*, Kluwer Academic Publisher, Norwell, 1996.
- S. Battilossi, *The Eurodollar Revolution in Financial Technology. Deregulation, Innovation and Structural Change in Western Banking in the 1960s-70s*, Istituto Laureano Figuerola de Historia Economica, Working Paper Series n. 9, 2010.
- C.F. Bergsten, *The collapse of Bretton Woods: Implications for International Monetary Reform* in M.D. Bordo e B.Eichengreen (a cura di), *A Retrospective on Bretton Woods System*, The University of Chicago Press, Chicago and London, 1993.
- E.M, Bernstein, *How the International Monetary Fund Saw Postwar Payments Problems* in M.D. Bordo e B.Eichengreen (a cura di), *A Retrospective on Bretton Woods System*, The University of Chicago Press, Chicago and London, 1993.
- O. Blanchard, *Macroeconomia*, Il Mulino, Bologna, 2006.
- A. Boltho, *The European Economy. Growth and Crisis*, Oxford University Press, Oxford, 1982.
- M.D. Bordo, *The Bretton Woods International Monetary system: A historical overview* in M.D. Bordo e B. Eichengreen (a cura di), *A Retrospective on Bretton Woods System*, The University of Chicago Press, Chicago and London, 1993.
- J.M. Boughton, "From Suez to Tequila: the IMF as Crisis Manager" in *Economic Journal* n. 110, 2000.
- J.M. Boughton, *Why White and not Keynes? Inventing the Postwar International Monetary System*, IMF Working Papers n. 52, 2002.

- G. Cameron, C. Wallace, *Macroeconomic performance in the Bretton Woods Era, and after*, Department of economics, discussion paper series, University of Cambridge, n. 130 November 2002
- T.F. Cargill e S. Royama, *Il processo di trasformazione dei sistemi finanziari*, Cariplo, Milano, 1991.
- T.F. Cargill, M.M. Hutchison, T. Ito, *The political economy of Japanese monetary policy*, MIT Press, Boston, 1997.
- G. Carli, *Considerazioni finali - 1971*, in <http://www.bancaditalia.it/15/06/11>
- G. Carli, "Il crollo di Bretton Woods", 1981 in www.bpp.it/Apulia/html/archivio02/06/11
- F. Cesarano, *Gli Accordi di Bretton Woods*, Editori Laterza, Roma-Bari, 2001.
- B.J. Cohen, *Organizing the World's Money*, Basic Books, New York, 1977.
- W.M. Corden, *Why did the Bretton Woods System break down?*, in M.D. Bordo e B. Eichengreen (a cura di), *A Retrospective on Bretton Woods System*, The University of Chicago Press, Chicago and London, 1993.
- J. Crotty, *The Neoliberal Paradox: The Impact of Destructive Product Market Competition and "Modern" Financial Markets on Nonfinancial Corporation Performance in the Neoliberal Era* in G. Epstein (a cura di), *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar, Cheltenham and Northampton, 2005.
- A. Cubel, M.T. Sanchis, *El coste de uso del capital en la explicación del boom de la inversión europea de posguerra*, Instituto Laureano Figuerola de Historia Económica, Working Paper Series, n. 5, 2005.
- K. Dam, *The rules of the game: Reform and Evolution of the International monetary system*, University of Chicago press, Chicago, 1982.
- M. De Cecco, "Origins of the Bretton Post-War Payment System" in *Cambridge journal of economics*, vol. 3, n.1, 1979.
- M. De Cecco, *Presentazione* in F. Cesarano, *Gli Accordi di Bretton Woods*, Editori Laterza, Roma-Bari, 2001.
- M. De Cecco, "Bretton Woods: le nuove regole per un'economia in crisi" 24/11/2008 in www.fondfranceschi.it 01/06/11.

- J.D'Artista, *The Role of the IMF in Financialization*, in G.Epstein (a cura di), *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar, Cheltenham and Northampton, 2005.
- E. Depres, C. Kindleberger, W. Salant, "The Dollar and the War Liquidity: a minority view" in *Economist*, n 218 June 1966.
- T. Detti, G. Gozzini, *Storia contemporanea: il novecento*, Pearson Italia, Milano, 2009.
- Deutsche Bundesbank, *Foreign Trade and the Balance of Payments*, Monthly Report of the Deutsche Bundesbank, n. 11, 1959.
- M. De Vries, *The IMF in changing world 1945-1985*, IMF, Washington (D.C.), 1986.
- R. Dornbusch, *Comment* in M.D. Bordo, *The Bretton Woods International Monetary system: A historical overview* in M.D. Bordo e B. Eichengreen (a cura di), *A Retrospective on Bretton Woods System*, The University of Chicago Press, Chicago and London, 1993.
- R. Dornbusch, P. Krugman, "Flexible exchange rates in the short run" in *Brookings Papers on Economic Activity*, n. 3, 1976.
- G. Duménil, D. Lévy, *Costs and benefits of neoliberalism: a class analysis*, in G.Epstein (a cura di), *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar, Cheltenham and Northampton, 2005.
- J. Eatwell, L. Taylor, *International Capital Market and the Future of Economic Policy*, CEPA Working Paper Series, n. 9, 1998
- B. Eichengreen, *Hegemonic Stability Theories of the International Monetary System*, in R.N. Cooper, B. Eichengreen, C.R. Henning, G. Holtham e R.D. Putnam (a cura di), *Can Nations agree? Issues in International Economic Cooperation*, The Brookings Institution, Washington (D.C.) 1989.
- B. Eichengreen, *Epilogue: Three Perspectives on the Bretton Woods System* in M.D. Bordo e B. Eichengreen (a cura di), *A Retrospective on Bretton Woods System*, The University of Chicago Press, Chicago and London, 1993.
- B. Eichengreen, *Gabbie d'Oro*, Cariplo, Milano e Laterza, Roma-Bari, 1994.
- B. Eichengreen, *Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods*, NBER Working Papers n. 10497, 2004.
- B. Eichengreen, *The European Economy since 1945*, Princeton University Press, Princeton, 2007.

- B. Eichengreen, *Globalizing capital*, 2nd edition, Princeton University Press, Princeton and Oxford, 2008.
- P. Einzig, *Leads and Lags*, MacMillan, London, 1968.
- G.A. Epstein, A. Jayadev, *The rise of Rentier Incomes in OECD Countries: Financialization, Central Bank Policy and Labor Solidarity* in G. Epstein (a cura di), *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar, Cheltenham and Northampton, 2005.
- G.A. Epstein, D. Power, *Rentier Income and Financial Crisis: an Empirical Examination of Trend and Cycles*, PERI, Working Paper Series, n. 57, 2003
- R. Faini, “Per una riforma delle istituzioni finanziarie italiane” in *Italianieuropei*, n. 2, 2003.
- C. Feinstein, P. Temin, e G. Toniolo, “Three Shocks, Two Recoveries: Historical Parallels for the End of the Cold War” in *Rivista di Storia Economica*, n. 11, 1997
- M. Franzini, *L'età dell'oro dell'economia*, in A.A.V.V., *Storia Contemporanea*, Donzelli, Roma, 1997.
- M. Friedman, *The Eurodollar Market: Some First Principles*, Selected Papers, Graduate school of business, University of Chicago, n. 34, 1969
- W. Funk, *Wirtschaftliche Neordnung Europas*, M. Muller und Sohn, Berlin, 1940.
- P.M. Haber, *The Collapse of the Bretton Woods Fixed Exchange Rate System* in M.D. Bordo e B. Eichengreen (a cura di), *A Retrospective on Bretton Woods System*, The University of Chicago Press, Chicago and London, 1993.
- R.N. Gardner, *Sterling-dollar diplomacy: the Origins and the prospects of our International Economic Order*, McGraw-Hill, New York, 1969.
- J.B. Goodman, L.W. Pauly, “The Obsolescence of Capital Controls?: Economic Management in an Age of Global Markets” in *World Politics*, n. 46, 1993.
- F.D. Graham, *The cause and the cure of “Dollar Storage”* in *Essays in International Finance*, n. 10, Princeton University Press, Princeton.
- R. Harrod, *The life of John Maynard Keynes*, Macmillan & Co, London 1951 in J.M. Boughton, “Why White and not Keynes? Inventing the Postwar international monetary system” in *IMF working papers* n. 52, 2002.
- E. Hellerein, *States and the reemergence of global finance: from Bretton Woods to the 1990s*, Cornell University Press, New York, 1996.

- E.J. Hobsbawm, *Il secolo Breve*, RCS Libri, Milano, 1997.
- J.K. Horsefield, *The international monetary fund 1945-1965: Twenty Years of International Monetary Cooperation*, vol. III, Documents, International Monetary Fund, Washington (D.C.), 1969.
- G.J. Ikenberry, *The Political Origins of Bretton Woods* in M.D. Bordo e B. Eichengreen (a cura di), *A Retrospective on Bretton Woods System*, The University of Chicago Press, Chicago and London, 1993
- International Monetary Fund, *Articles of Agreement of the International Monetary Fund* in www.imf.org/external 25/05/11.
- International Monetary Fund, *World Economic Outlook October 2001*, in www.imfstatistics.org .
- A. Jayadev, G. Epstein, *The Correlates of Rentier Returns in OECD Countries* , PERI Working Paper series, n. 123, 2007.
- C.P. Kindleberger, *Storia della Finanza nell'Europa Occidentale*, Cariplo, Milano, Laterza, Roma-Bari, 1987.
- C.P. Kindleberger, "Il dollaro: ieri oggi e domani" in *Moneta e Credito*, vol. 63 n. 251, 2010.
- Y. Kashiwagi, "The emergence of global finance", 1986, in www.perjacobsson.org/lectures 15/06/11.
- J.M. Keynes, "The Balance of Payments of the United States", in *Economic journal*, vol. LVI 1946 n. 222.
- J.M. Keynes, *The Collected Writings of J. M. Keynes*, a cura di E. Johnson e D. E Moggridge, Macmillan, London, 1971-1989.
- P.Krugman, M.Obstefeld, *International economics: Theory and Policy*, Pearson Education International, Boston, 2003.
- P.R. Lane e G.M. Milesi-Ferretti, "The External Wealth of Nations: Measures of Foreign Assets and Liabilities for Industrial and Developing Nations,"in *Journal of International Economics*, n.55, 2001.
- P.R. Lane e G.M. Milesi-Ferretti, *International Financial Integration*, IMF Discussion Papers, n.3, 2003.
- R. Lekachman, *The Age of Keynes*, Allen Lane, The Penguin, London 1967

- M. Lettieri e P. Raimondi, “Prodi, Tremonti e la nuova Bretton Woods” in *Leftwing*, n. 03, 2008.
- F.A. Lutz, *The Keynes and White proposal in Essays in International Finance*, n.1, Princeton University Press, Princeton 1943 in F.Cesarano, *Gli Accordi di Bretton Woods*, Editori Laterza, Roma-Bari, 2001.
- F. Machalup, “Plans for the Reform of the International Monetary System” in id., *Princeton Essays in International Economics, International Finance section*, Princeton University 1964.
- G. Magnifico, *L'Euro*, Luiss University Press, Roma, 2005.
- G. Massimo, “Soros vuole farsi la sua Bretton Woods” in *Corriere della Sera*, 25/03/11.
- R.B. McKinzie e D.R. Lee, *Quicksilver capital: How the rapid movement of wealth has changed the world*, Free Press, New York, 1991.
- A.H. Meltzer, and S. Robinson, *Stability under the Gold Standard in Practice*, in *Money* in M.D. Bordo (a cura di), *History and International Finance: Essay in Honor of Anna J. Schwartz*, University of Chicago Press, Chicago, 1989.
- M.H. Miller, “Financial innovation: Achievements and prospects” in *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, n. 21, 1986.
- Ministero dell’Economia e delle Finanze - Dipartimento del Tesoro, Relazione al Parlamento sui rapporti tra l’Italia e il Fondo Monetario Internazionale ai sensi dell’art. 1 della Legge 7 Novembre 1977, n.882, 2010, p. 40.
- H.P. Minsky, *Keynes e l’instabilità del capitalismo*, Bollati Boringhieri, Torino, 2009.
- Z. Minton-Beddoes, “Why the IMF Needs Reform” in *Foreign Affairs*, n. 3, 1995
- A. Mody, A.P. Murshid, *Growing up with Capital Flows*, IMF Occasional Papers, n. 75, 2002.
- M. Moffit, *The World’s money. International Banking from Bretton Woods to Brink of Insolvency*, Simon & Schuster, New York, 1983.
- C.J. Neely, “An introduction to capital controls” in *Federal Reserve of Saint Louis Review*, November/December, 1999.
- R. Nurske, “International monetary policy and the search for Economic Stability” in *American economic review*, n.2, vol. 37, 1947.
- M.Obstfeld, A.M. Taylor, *The Great Depression as Watershed: International capital mobility over the long run*, NBER Working Papers, n. 5960, 1997.

- OEEC, *Liberalization of current invisibles and capital Movements by the OEEC*, 1959.
- Oxford Dictionary of Economics, “Scarce currency clause” in <http://oxforddictionaries.com/05/06/11>.
- K. Polanyi, *The Great Transformation. The Political and Economic Origins of our Time*, Beacon Press, Boston, 1944.
- D. Power, G. Epstein e M. Abrena, “Trends in rentier Incomes in OECD Countries: Estimates, Datas and Methods” in www.umas.edu/peri.
- E.S. Prasad, K. Rogoff, S.J. Wei e M.A. Kose, *Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence*, IMF Occasional Papers, n. 22, 2003.
- G. Rich, “A Theoretical and Empirical Analysis of the Eurodollar Market” in *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 4, n. 3, August 1972.
- J. Robinson, The international Currency Proposals, in “Economic Journal” vol. 53, June-September 1943, n. 210-211.
- J.G. Ruggie, *Embedded Liberalism and the Post-war economic regimes*, in id, *Constructing the World Polity: Essays on international institutionalization*, Routledge, New York, 1998.
- G. Sabbatucci, V. Vidotto, *Storia contemporanea: il Novecento*, Laterza, Roma Bari, 2008.
- E.F. Schumacher, “The new currency plans” in *Bulletin, Oxford Institute of Statistics*, vol. 5, supplement, n. 5, 1943.
- A. Shleifer, *Le meilleur des mondes possibles* in J.H. Lorenzi, *La guerre des capitalismes aura lieu*, Perrin, Parigi, 2009.
- H.C. Simons, “The future International Position of the United States as affected by the Fund and the Bank Discussion” in *American economic review*, n.2, vol. 35, 1945.
- R.Solomon, *The International Monetary System 1945-1976: an insider’s view*, Harper & Row, New York, 1976.
- H.Stein, *The fiscal revolution in America*, Macmilian & Co, London 1969
- S.Strange, “The Persistent myth of lost hegemony” in *International Organization*, n. 41, 1987.
- S. Strange, *Capitalismo d’azzardo*, Laterza, Roma-Bari, 1988.
- R.Triffin, *Gold and the dollar crisis*, Yale University press, New Heaven, 1960.

- P.Temin “The Golden Age of European Growth Reconsidered” in *European Review of Economic History*, 2002.
- B. Tew, *The evolution of the international monetary system*, 4th edition, Hutchinson, London, 1988.
- A.P. Thirwall, ”The balance of payments constraints as an explanation of international growth rate differences” in *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, 128, 1979.
- G. Toniolo, *Presentazione*, in B. Eichengreen, Gabbie d’Oro, Cariplo, Milano e Laterza, Roma - Bari, 1994.
- G. Toniolo “Europe’s Golden Age, 1950-1973: speculations from a long run perspective” in *The Economic History Review*, n. 2,1998.
- P. Tufano, *Financial innovation*, in G. Constantinides, M. Harris e R.M. Stulz, *The Handbook of the Economics of Finance*, Elsevier, Amsterdam, 2003.
- Unione Europea, *Il Trattato di Roma* in <http://eur-lex.europa.eu> 10/06/11.
- J.Viner *Due piani per la stabilizzazione economica internazionale* (1943), *Gli accordi di Bretton Woods*, (1944) e *La cooperazione economica internazionale* (1947) in Id., *Commercio Internazionale e sviluppo economico. Saggi di economia internazionale*, UTET, Torino 1957.
- World Bank, *Globe Development Finance*, diversi anni, in <http://databank.worldbank.org> 15/06/11
- World Bank, *World Development Indicators*, diversi anni, in <http://databank.worldbank.org> 15/06/11
- W.B.Wriston, “Remarks at Nolan-Norton Symposium, San Francisco”, 1988 in <http://dca.lib.tufts.edu>, 15/06/11
- L.B.Yeager, *International Monetary Relations:Theory, History and policy*, Harper & Row, Ney York, 1976.

