

STORIA ECONOMICA

A N N O X X I V (2 0 2 1) - n. 1-2



Edizioni Scientifiche Italiane

Direttore responsabile: LUIGI DE MATTEO

Comitato di Direzione: ANDREA CAFARELLI, GIOVANNI CECCARELLI, DANIELA CICCOLELLA, ALIDA CLEMENTE, FRANCESCO DANDOLO, LUIGI DE MATTEO, GIOVANNI FARESE, ANDREA GIUNTINI, ALBERTO GUENZI, AMEDEO LEPORE, STEFANO MAGAGNOLI, GIUSEPPE MORICOLA, ANGELA ORLANDI, PAOLO PECORARI, GIAN LUCA PODESTÀ, MARIO RIZZO, GAETANO SABATINI

La Rivista, fondata da Luigi De Rosa nel 1998, si propone di favorire la diffusione e la crescita della Storia economica e di valorizzarne, rendendolo più visibile, l'apporto al più generale campo degli studi storici ed economici. Di qui, pur nella varietà di approcci e di orientamenti culturali di chi l'ha costituita e vi contribuisce, la sua aspirazione a collocarsi nel solco della più solida tradizione storiografica della disciplina senza rinunciare ad allargarne gli orizzonti metodologici e tematici.

Comitato scientifico: Frediano Bof (Università di Udine), Giorgio Borelli (Università di Verona), Aldo Carera (Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano), Francesco D'Esposito (Università G. d'Annunzio di Chieti-Pescara), Marco Doria (Università di Genova), Giulio Fenicia (Università di Bari Aldo Moro), Luciana Frangioni (Università di Campobasso), Paolo Frascani (Università di Napoli "L'Orientale"), Maurizio Gangemi (Università di Bari Aldo Moro), Germano Maifreda (Università di Milano), Daniela Manetti (Università di Pisa), Paola Massa (Università di Genova), Giampiero Nigro (Università di Firenze), Nicola Ostuni (Università Magna Græcia di Catanzaro), Paola Pierucci (Università G. d'Annunzio di Chieti-Pescara), Giovanni Vigo (Università di Pavia), Giovanni Zalin (Università di Verona)

Storia economica effettua il referaggio anonimo e indipendente.

Direttore responsabile: Luigi De Matteo, e-mail: ldematteo@alice.it.

Direzione: e-mail: direzione@storiaeconomica.it.

Redazione: Storia economica c/o Daniela Ciccolella, CNR-ISMED, Via Cardinale G. Sanfelice 8, 80134 Napoli.

Gli articoli, le ricerche, le rassegne, le recensioni, e tutti gli altri scritti, se firmati, esprimono esclusivamente l'opinione degli autori.

Amministrazione: Edizioni Scientifiche Italiane, via Chiatamone 7, 80121 Napoli – tel. 081/7645443 pbx e fax 081/7646477 – Internet: www.edizioniesi.it; e-mail: periodici@edizioniesi.it

Registrazione presso il Tribunale di Napoli al n. 4970 del 23 giugno 1998.

Responsabile: Luigi De Matteo.

Copyright by Edizioni Scientifiche Italiane – Napoli.

Periodico esonerato da B.A.M. art. 4, 1° comma, n. 6, d.P.R. 627 del 6 ottobre 1978

SOMMARIO

ANNO XXIV (2021) - n. 1-2

ISTANTANEE DALLA STORIA ECONOMICA. TEMI DI STORIA E STORIOGRAFIA a cura di Luigi De Matteo

<i>Premessa</i> di Luigi De Matteo	»	7
MARIA PAOLA ZANOBONI, <i>Cuffie, veli e gorgiere in un inventario milanese d'inizio Cinquecento</i>	»	13
ANGELA ORLANDI, <i>La gestione di un portafoglio titoli nella contabilità cinquecentesca</i>	»	45
ALDO MONTAUDO, <i>Vendita su documenti e costi di transazione nel commercio internazionale dell'olio del Mezzogiorno (1651-1681)</i>	»	73
GIOVANNI CECCARELLI, <i>Oltre la storia delle assicurazioni: rischio e incertezza in età preindustriale</i>	»	107
GERARDO CRINGOLI, <i>Questione agraria e controrivoluzione in Francia. Il caso della Vandea</i>	»	125
STEFANIA ECCHIA, MAGDALENA MODRZEJEWSKA, <i>Josiah Warren's anarchist path between individualism and equitable commerce</i>	»	147
ROBERTO ROSSI, <i>Tra rendita e profitto: produzione e commercio dello zolfo in Sicilia nell'Ottocento</i>	»	177
GIAMPIERO NIGRO, <i>Le premesse della formazione di un distretto industriale. Prato nell'Ottocento</i>	»	203
ANDREA GIUNTINI, <i>Le Esposizioni Universali e l'economia nell'epoca della prima globalizzazione. Un panorama della storiografia italiana</i>	»	219

MARIA CARMELA SCHISANI, <i>Banche dati e nuove metodologie nella Storia economica. Il database IFESMez e l'analisi delle reti sociali per lo studio del sistema socio-economico del Mezzogiorno (1800-1913)</i>	» 239
GIULIO FENICIA, <i>Consumo di alcolici ed etilismo nell'Italia monarchica</i>	» 263
MANUEL VAQUERO PIÑEIRO, <i>Processi di globalizzazione e tendenze protezionistiche. L'industria dell'olio di semi in Italia dall'Unità alla seconda guerra mondiale</i>	» 309
MARCO DORIA, <i>Intrecci tra storia globale e storia marittima. Il porto di Genova in età contemporanea</i>	» 339
ANDREA LEONARDI, <i>La politica turistica italiana nel secondo dopoguerra: il riavvio dei flussi internazionali e il ruolo dell'ERP</i>	» 367
GIUSEPPE MORICOLA, <i>Vulnerabile e resiliente: il piccolo commercio in Italia (1920-1980)</i>	» 391
STEFANO PALERMO, <i>Il Mezzogiorno nella stagnazione italiana dell'ultimo ventennio. Appunti per una lettura diacronica e di lungo periodo</i>	» 413
SIMONE SELVA, <i>Cinquant'anni dopo: il sistema monetario di Bretton Woods in prospettiva storica</i>	» 441
LUCIANO MAFFI, <i>La breve, ma promettente storia dell'agroecologia</i>	» 463
GIUSEPPE CONTI, <i>Il mito delle origini di una moneta senza credito e senza istituzioni. Note per una genealogia alternativa</i>	» 485

CINQUANT'ANNI DOPO:
IL SISTEMA MONETARIO DI BRETTON WOODS
IN PROSPETTIVA STORICA

Il saggio riflette sull'esperienza storica del sistema monetario internazionale di Bretton Woods sullo sfondo del rapporto tra globalizzazione economica, sviluppo economico e rapporti monetari internazionali tra la Prima guerra mondiale e la grande contrazione del 2008. La prima parte rivisita il nesso tra apertura dei mercati nazionali e crescita economica tra *classical gold standard* ottocentesco e anni Ottanta del Novecento sottolineando il ruolo cruciale svolto dai rapporti di forza tra le monete che aderiscono a un sistema monetario per spiegare i tassi di crescita nazionali. La seconda parte sottolinea il ruolo del Federal Reserve System e dei mercati finanziari internazionali nello stabilizzare il sistema internazionale. Si sottolinea quindi la centralità del dollaro tanto nel sistema di cambi fissi quanto, a partire dalla metà dei Settanta, in regime di *fiduciary dollar standard*, grazie anche al sostegno che esso trasse dai processi di innovazione finanziaria in atto.

Dollaro USA, sistemi monetari internazionali, Federal Reserve System, tassi di cambio, innovazione finanziaria

This contribution tackles the international monetary system established at the Bretton Woods Conference against the backdrop of the relationship among globalization, economic growth and international monetary relations from WWI to the 2008 Great Contraction. The first section reviews the relationship between the integration of national markets in the international economic system and their domestic growth from the nineteenth century classical gold standard to the 1980s. It emphasizes the pivotal importance of exchange rates among the currencies united in an international monetary system to account for their economies' rates of domestic growth. The second part pinpoints the role of both the U.S. Federal Reserve System, and the international financial markets, in stabilizing the international economic system. Thereafter the article stresses the role of the U.S. dollar both under the fixed-exchange rate system, and since the mid-1970s under the new fiduciary dollar standard regime: the financial innovation that erupted in the 1980s favored this renewed centrality of the dollar.

U.S. dollar, international monetary systems, Federal Reserve System, exchange rates, financial innovation

Introduzione

Nell'opinione pubblica come nel dibattito scientifico si è soliti associare la costruzione e i destini degli accordi monetari tra le nazioni per un verso ai processi storici e contemporanei di integrazione tra i mercati di materie prime, merci e servizi, per l'altro a robusti e duraturi percorsi di crescita economica e redistribuzione di ricchezza, per lo meno in seno alle economie industriali avanzate. Il sistema monetario internazionale di Bretton Woods, nato dalle ceneri del secondo conflitto mondiale e dalla definitiva polverizzazione del sistema del *gold standard* tra 1929 e primi anni Trenta, viene in genere addotto a esempio lapalissiano della relazione tra processi di integrazione tra differenti mercati nazionali e crescita dei tassi di sviluppo sulla base di un aumento dei volumi di produzione industriale delle economie reali nel contesto di un sistema di cambi fissi. Nel caso di Bretton Woods, dove i cambi erano fissi ma all'occorrenza aggiustabili, il sistema monetario era sostenuto da istituti, come il FMI, pronti ad intervenire finanziando in valuta forte, dunque in dollari, gli squilibri che si fossero determinati nelle bilance dei pagamenti dei paesi membri del sistema. Ciò al fine di sostenere la stabilità dei cambi attraverso un'azione complementare alla possibilità di aggiustare entro una limitata banda di oscillazione i cambi stessi. In questa chiave, il rapporto tra globalizzazione, sviluppo economico e rapporti monetari internazionali avrebbe visto nel dollaro e nel ruolo egemone del sistema manifatturiero USA, ma più in generale nell'intera economia reale statunitense, la forza motrice del sistema di relazioni economiche internazionali e il baricentro del proprio equilibrio.

Il contributo propone una riflessione su tale rapporto non limitandosi al ventennio della *golden age* del capitalismo che corrispose al sistema di Bretton Woods. Vi si indagheranno, lungo l'arco dei regimi monetari che hanno attraversato il Ventesimo secolo, i meccanismi monetari e politico-economici che di volta in volta regolarono o alterarono il nesso tra processi di globalizzazione economica, sistemi monetari e stabilità della crescita economica. Se si esaminano le caratteristiche degli accordi e dei rapporti monetari tra il primo conflitto mondiale e i decenni tra il 1980 e lo scoppio della grande recessione del 2008 – epoca quest'ultima che definiremo della ristrutturazione dell'egemonia del dollaro in un contesto economico multipolare e in assenza di una moneta di riserva ufficiale –, si possono rilevare tanto le peculiarità del meccanismo di Bretton Woods quanto le linee di continuità che lo rendono simile ai regimi che lo hanno preceduto. Inoltre, si possono cogliere le tendenze che il sistema di Bretton Woods portò avanti, in

particolare in materia di integrazione dei mercati dei capitali e di innovazione tecnologica per le attività finanziarie, fino alla svolta che si compie nei primi anni Ottanta. Da quel momento in poi, l'opzione monetarista voluta dal nuovo presidente del Federal Reserve System, Paul Volcker, avvia un ordine monetario, finanziario e di pagamenti internazionali basato su un ampio spettro di nuovi prodotti e nuovi soggetti del sistema creditizio e valutario internazionale, i quali consentiranno al dollaro di riacquisire quella centralità in seno al sistema di scambi e transazioni globali ufficialmente persa con la fine del *gold-dollar standard* tra il 1971 e il 1973. Tale riposizionamento avverrà in primo luogo rispetto al sistema bancario europeo sin dagli anni Ottanta, per poi giungere a definitivo compimento tra le crisi asiatiche di fine secolo e la grande bolla dei mutui *subprime* a cavallo del nuovo secolo.

Durante quest'ultimo periodo, e con ancora maggior forza nella crisi del 2008, la levatrice dell'egemonia del dollaro e della sua riacquisita centralità nel sistema di prestiti e pagamenti internazionali è costituita dal Federal Reserve System e dal suo braccio monetario, la Federal Reserve Bank of New York (Fed), incaricata di gestire le relazioni monetarie internazionali del paese.

Il ricollocamento del dollaro al centro del sistema internazionale, che aiuta a ridimensionare l'unicità del sistema di cambi fissi di Bretton Woods per il dominio della divisa verde su scala globale, si rivelerà importante per esplorare il rapporto tra l'assetto dei sistemi monetari e le monete in esso egemoni quanto più si terrà conto che dalla metà degli anni Novanta il predominio *de facto* della moneta di Washington si afferma in un sistema economico e finanziario internazionale multipolare, in un contesto nel quale all'ascesa delle merci e degli investimenti internazionali della Cina si affiancheranno le nuove ambizioni della moneta cinese. Un nuovo quadro nel quale dopo il 2008 da un lato la valuta degli USA mantiene o riorganizza la sua posizione centrale sul piano internazionale, dall'altro risulterà definitivamente superato l'unipolarismo e il protagonismo della divisa verde che era servito da perimetro delle relazioni internazionali durante Bretton Woods.

Infine, si faranno alcune brevi considerazioni sulle prospettive future del sistema monetario internazionale, e sull'ipotesi, invero già in circolazione almeno dalla metà degli anni Novanta, di sostituire un sistema di fatto ancora basato sul dollaro, per quanto non più in regime di cambi fissi né in regime di *gold-dollar standard* come era avvenuto fino ai primi anni Settanta, con un *multi-currency reserve system* alla luce dell'ascesa di nuove economie – tra cui appunto quella cinese – o di nuove valute, in primo luogo l'Euro.

Sistemi monetari, globalizzazione e crescita: l'evoluzione di un paradigma

Nell'esperienza del Ventesimo secolo, riflettere sulla relazione tra processi di integrazione dei mercati, sistemi monetari internazionali e crescita economica significa interrogarsi sul nodo centrale dei tassi di cambio tra le monete e sul ruolo dei prezzi dell'oro nel garantire o meno la stabilità dei cambi tra le valute. Ciò rimanda alla definizione per via monetaria dei prezzi, tanto dei prodotti, dei prestiti e dei titoli emessi, quanto dell'inflazione e degli strumenti di politica monetaria e fiscale adottati per combatterla. Nei sistemi monetari internazionali del secolo scorso, attorno al rapporto tra questo insieme di temi si sviluppano i rapporti di forza valutari e finanziari tra le nazioni occidentali che maturano tra il primo dopoguerra e la decisione del Presidente Nixon di sospendere in un primo momento la convertibilità del dollaro in oro e poi di svalutare la divisa verde. Gli equilibri di potere oscillano tra una dimensione conflittuale, tra primi anni Venti e Trenta, ed una competitiva sotto l'egida di Bretton Woods, in particolare nel corso degli anni Sessanta. Conflitto e competizione a livello internazionale non impediranno alla Federal Reserve di svolgere un ruolo di primo piano sia sul terreno interno sia su quello internazionale: in primo luogo a valle della svolta monetarista del 1980, quindi nella scelta di intervenire con operazioni di *swap* valutario, per mezzo della BCE e della Bank of England, a sostegno delle banche europee e britanniche dopo il *great contraction* del 2008. La Fed aveva svolto un ruolo fondamentale anche nel corso degli anni Sessanta attraverso un insieme di azioni di politica monetaria¹, e, prima che l'orientamento liquidazionista del segretario al Tesoro Mellon ne ridimensionasse gli spazi d'azione, finanche nel 1929². L'interventismo dell'autorità

¹ Tra le altre iniziative meritano menzione le *swap lines* intraprese nei confronti di altre banche centrali, le *Federal Open Market Operations* volte a sostenere l'economia interna, le restrizioni poste ai movimenti di capitale o iniziative internazionali quali i *General agreements on borrowings* o il *Gold pool*. Nella messe di studi disponibili si vedano ad esempio M.D. BORDO, O.F. HUMPAGE, *Federal Reserve Policy and Bretton Woods*, Federal Reserve Bank of Cleveland, working paper no. 14-07, 2014; M.D. BORDO, O.F. HUMPAGE, A.J. SCHWARTZ, *Bretton Woods, Swap Lines, and the Federal Reserve's Return to Intervention*, Federal Reserve Bank of Cleveland, working paper no. 12-32, 2012.

² Non essendo possibile qui soffermarsi su questo aspetto relativo alla crisi del 1929, si rinvia a H. JAMES, *The Creation and Destruction of Value*, Harvard University Press, Cambridge (MA) 2011, pp. 58-59.

monetaria centrale si realizzerà, soprattutto sotto Bretton Woods, nonostante la separazione dei ruoli in materia di scelte monetarie tra il Tesoro americano e il Federal Reserve System andasse a vantaggio del primo e limitasse le prerogative di politica monetaria del secondo.

Il punto di partenza per esaminare il nesso tra globalizzazione economica, sistemi monetari e dimensioni della crescita, altrimenti letti quale rifrazione della stabilità dei cambi tra le valute di un sistema su prezzi e competitività, è proprio quello di muovere da tale interazione tra processi globali, moneta e crescita, per poi sviluppare una disamina diacronica dal primo dopoguerra in avanti.

Gli eredi della cosiddetta Nuova Storia Economica, affermatasi a partire dagli anni Cinquanta del Novecento in seno alla storiografia occidentale, hanno invariabilmente sostenuto che i processi di apertura dei mercati nazionali e le misure adottate dagli stati-nazione a tal fine – dalla rimozione dei controlli sui cambi all'abbattimento delle misure protezionistiche dei mercati nazionali fino alla liberalizzazione dei mercati dei capitali –, sono stati storicamente funzionali all'integrazione dei mercati. All'interazione crescente tra di essi avrebbe corrisposto una crescita e redistribuzione del benessere interno alle nazioni motrici dei processi di apertura internazionale. Gli stessi O'Rourke e Williamson³, attraverso il prisma dell'innovazione tecnologica, hanno individuato nel rapporto tra maggiore apertura economica e maggiore saggio di crescita interna il volano della prima globalizzazione di fine Ottocento. Analogamente, i due ricercatori hanno individuato le ragioni del *backlash* della prima globalizzazione maturata tra gli anni Settanta del XIX secolo e il primo decennio del nuovo secolo nella scomposizione di quel nesso per effetto della fine del sistema monetario del *classical gold standard*, attivo prima della Grande Guerra. La relazione tra crescita e liberalizzazioni commerciali e finanziarie è stata pertanto associata al sistema monetario in essere all'epoca, fondato sulla sterlina quale mezzo di pagamento internazionale principale e sulla convertibilità dichiarata da ciascuna moneta rispetto all'oro. Nella sostanza, la tesi della corrente storiografica in discorso era che un sistema di cambi rigidamente fissi, quale il *gold standard* ottocentesco, laddove presieda a politiche di rimozione di vincoli sui cambi tra le valute e alla mobilità di merci e capitali, costituisce la condizione di una prolifica crescita interna alle economie che vi aderiscono. L'architettura monetaria del *classical gold*

³ K. O'ROURKE, J. WILLIAMSON, *Globalisation and History*, MIT Press, Boston 1999 (ed. it., *Globalizzazione e storia*, Il Mulino, Bologna 2005).

standard, basata su un sistema di parità fisse legato alle riserve in oro, garantiva stabilità al sistema di scambi e pagamenti internazionali.

Tuttavia, come è stato lucidamente osservato in sede di economia politica internazionale⁴, in materia di cambi e costi di approvvigionamento sui mercati internazionali il sistema monetario ottocentesco, proprio perché basato su una parità rigida tra le monete che vi aderivano, produceva effetti asimmetrici. Da un lato, favoriva l'integrazione sopranazionale delle economie più avanzate – ovvero quelle dotate di un *competitive edge* più performante sui mercati internazionali – e di quelle la cui struttura, per ragioni di assetto dello sviluppo economico mondiale, beneficiò della forte domanda internazionale di prodotti di cui esse avevano abbondanza – come i grandi granai del mondo, Argentina e Canada, che si affacciarono sui mercati mondiali nei decenni dominati dal sistema di cambi fissi tra la fine dell'Ottocento e gli anni precedenti la Prima guerra mondiale. Dall'altro, invece, il sistema monetario del XIX secolo danneggiava le economie il cui saggio di industrializzazione e competitività non era sufficiente a trarre vantaggio dai vincoli ai cambi posti dal *classical gold standard* e dalla relativa bassa inflazione, a maggior ragione in assenza di linee di credito a sostegno delle rispettive bilance dei pagamenti che quel regime monetario, appunto, non prevedeva.

Il rapporto tra accordi monetari e crescita economica costituisce in effetti l'altra faccia della relazione tra tassi di cambio e sistemi monetari. I processi di liberalizzazione e apertura dei mercati di per sé non sono sufficienti a indicare o spiegare le traiettorie di crescita di un'economia nazionale: la prospettiva appropriata per comprendere l'intreccio tra integrazione dei mercati, apertura economica e livelli di crescita è costituita dai rapporti di forza tra le monete dei paesi che vi aderiscono. Bisogna in definitiva ragionare intorno al nesso tra regimi monetari e regolazione dei tassi di cambio, ovvero direzione o rimozione del controllo sui cambi.

Durante gli anni Venti, le asimmetrie in termini di crescita tra i *roaring twenties* d'oltreoceano e l'inevitabile stigma dell'inflazione postbellica che afflisse le economie europee in un contesto internazionale che registrava forti difficoltà al ristabilimento di accordi monetari e di pagamento su scala globale, fecero scomparire dal dibattito scien-

⁴ J.A. FRIEDEN, *Global Capitalism. Its Fall and Rise in the Twentieth Century and its Stumbles in the Twenty-first*, W.W. Norton, New York 2020.

tifico la relazione tra integrazione sovranazionale e crescita interna in un regime di economia aperta.

Il tema si ripresentò nel secondo dopoguerra. Nel corso degli anni Cinquanta e Sessanta del Novecento, quando il sistema monetario di Bretton Woods conobbe il momento di maggiore successo e stabilità garantendo bassa inflazione, alta intensità di scambi e pagamenti tra le economie sodali di quel consesso, e tassi di cambio stabili, per l'appunto *pegged but adjustable*, tra le monete che vi rientravano, nelle scienze sociali si affermò la tesi secondo la quale l'alto tasso di sviluppo che, dall'Europa al Giappone, tutto l'occidente registrò, fosse stato il riflesso dell'elevato saggio dei flussi transnazionali di merci e, dagli anni Sessanta, di capitali. Ne conseguiva che l'ambita stabilità e prosperità postbellica costruita sotto l'egida statunitense nel contesto della Guerra fredda avrebbe trovato il proprio volano nel combinato disposto costituito da tassi di cambio fissi e apertura delle nazioni ai mercati internazionali⁵.

Un autorevole osservatore del sistema monetario angloamericano e della transizione dalla sterlina al dollaro nel secondo dopoguerra, Richard Gardner, sottolineava, per esempio, quanto la cooperazione monetaria internazionale realizzatasi tra le nazioni nei decenni di Bretton Woods avesse non solo sconfitto politiche commerciali *beggar-thy neighbor*, espressione del nazionalismo economico interbellico, ma anche permesso di raggiungere traguardi ineguagliati di sviluppo industriale, impensabili senza il contemporaneo smantellamento del protezionismo e le garanzie offerte agli scambi commerciali dalla maglia monetaria dei cambi fissi. In tal senso andavano letti, a giudizio di Gardner, i forti incrementi della produzione e del commercio mondiali, passati dalla fine della guerra al cinquantesimo anniversario di Bretton Woods rispettivamente da 300 miliardi a 30mila miliardi l'anno e da 3mila a 30mila miliardi l'anno⁶.

Nonostante l'ascesa della scuola monetarista di Chicago, a vario titolo riconducibile a Von Hayek e Friedman, la fiducia incrollabile

⁵ Cfr. a mero titolo d'esempio C. KINDLEBERGER, *International Capital Movements. Based on the Marshall Lectures given at Cambridge in 1985*, Cambridge University Press, New York 1987; R. COOPER, *The Economics of Interdependence. Economic Policy in the Atlantic Community*, Columbia University Press, New York 1980.

⁶ R.N. GARDNER, *The Bretton Woods-GATT System after Fifty Years: A Balanced Sheet of Success and Failure*, in *The Bretton Woods-GATT System: Retrospect and Prospect After Fifty Years*, a cura di O. Kirshner, Routledge, New York 1996. Si veda anche Id., *Sterling-dollar Diplomacy*, Oxford University Press, New York 1956.

nelle virtù levatrici dello sviluppo economico ascritte alla libera integrazione dei mercati in regime di convertibilità delle valute cominciò ad incrinarsi con la crisi economica mondiale degli anni Settanta. La riflessione sul decennio dei Settanta, da un lato, ha individuato nell'inflazione di quegli anni la riprova della vitale importanza di un sistema di accordi e regole tra le monete per evitare l'inseguimento dell'inflazione da parte di politiche monetarie e fiscali; dall'altro, ha portato a ricercare una possibile via d'uscita dalla crisi dei Settanta basata su una ricetta affatto differente rispetto a sistemi di cambio stabili e apertura economica: protezionismo commerciale, svalutazione del cambio reale e politiche di crescita informate ad un orientamento *export-led*. In particolare, a partire dalla Repubblica Federale Tedesca e dal Giappone, si è per la prima volta messa in discussione l'opzione statunitense, sospinta con pervicacia sino alla fine dall'amministrazione Carter, volta a riproporre il binomio tra politiche *demand-side* di sostegno della domanda interna e promozione dell'interscambio con i mercati esteri nel contesto monetario successivo al 1973. Un sistema, da quello stesso anno, non più regolato da cambi fissi tra le valute, ma pur sempre fondato sul dollaro USA quale strumento fiduciario degli scambi internazionali e quale divisa di riferimento per le riserve in monete estere dei paesi a fini di intervento sui mercati di cambio, ciò che si è definito in letteratura *fiduciary dollar standard*⁷.

Nel corso degli anni Ottanta, poi, nell'ambito di un sistema internazionale nel quale l'egemonia del dollaro si afferma sullo sfondo di cambi fluttuanti e di alti tassi di interesse internazionali, prodottisi per effetto della svolta monetarista del 1980, fallisce il processo di superamento dei protezionismi, che nel corso del Novecento, è noto, avevano accompagnato i modelli di crescita dei paesi in via di sviluppo, in primo luogo in America Latina. Il nuovo contesto non lascia spazio ad alcuna difesa di tale interrelazione tra apertura dei mercati, esistenza, se non più di accordi monetari fissi, almeno di un baricentro valutario ancora costituito dal dollaro, e prosperità economica delle economie nazionali, in primo luogo di quelle dei paesi *latecomers*.

Eppure, solo a partire dagli anni Novanta del secolo scorso si sviluppa per poi affermarsi, soprattutto sul piano culturale, un'analisi critica della tesi secondo la quale in un sistema monetario, caratterizzato da cambi fissi o fluttuanti, ma comunque facente perno su una

⁷ Si veda ad esempio J. OCAMPO, *Resetting the International Monetary (Non) System*, Oxford University Press, Oxford 2017, capitolo 2.

moneta forte, dotata del privilegio di denominare prezzi e scambi internazionali e di fungere da principale *asset* per le riserve dei paesi partecipi del commercio globale, prosperità e stabilità costituiscano l'altro aspetto delle regole monetarie tra i paesi e della rispettiva apertura economica ai mercati esteri. La cornice è quella di un ulteriore sviluppo dell'integrazione dei mercati nazionali e di consolidamento degli scambi e dei pagamenti globali promossi dalle Amministrazioni Clinton, che disegnano un ordine economico internazionale dominato dal dollaro sul piano monetario, ma fondato su un'architettura multipolare sul piano commerciale, con l'ingresso, voluto da Washington, della Cina nel WTO⁸. Il dibattito che si alimenta raggiunge la sua piena maturazione nel primo decennio del nuovo secolo, trovando un momento di svolta autorevole nel saggio di Stiglitz su *The Price of Inequality* (2012)⁹: la messa in discussione del paradigma si traduce efficacemente nella ben nota immagine dell'1% più ricco della popolazione di un'America – aperta ai mercati internazionali ed egemone sotto il profilo valutario – la cui accumulazione di ricchezza cresce in misura sproporzionata rispetto al restante 99% dei cittadini; un'immagine, è appena il caso di ricordare, destinata a diventare feconda sul piano scientifico.

L'arringa che Stiglitz e altri propongono sui costi che l'integrazione dei mercati e il capitalismo globale pongono in termini di disuguaglianze e recessioni economiche, e il dibattito trasversale alle scienze sociali sviluppatosi dall'inizio del nuovo secolo attorno al tema dell'*inequality* costituiscono un indizio per capire quanto i meccanismi monetari, e con essi tassi di cambio e mercati di cambio, ampiamente sottovalutati in questo dibattito, rappresentino una variabile ineludibile per comprendere l'efficienza in termini di crescita economica, ovvero di stabilità di prezzi e competitività economica, che le economie aperte in un regime monetario definito possono garantire.

Al paradigma interpretativo imperniato sul rapporto virtuoso tra integrazione, accordi monetari e creazione e redistribuzione di benessere sfuggiva un nodo ineludibile della storia dei sistemi monetari, quello delle autorità monetarie centrali, bancarie e politiche. Conviene

⁸ U.S. HOUSE OF REPRESENTATIVES, *U.S.-China bilateral trade agreement and the accession of China to the WTO, Hearing before the Committee on Ways and Means, One Hundred Sixth Congress, second session, February 16, 2000*, U.S. Government Printing Office, Washington (DC) 2001.

⁹ W.W. Norton and Company, New York 2012 (ed. it., *Il prezzo della disuguaglianza*, Einaudi, Torino 2013).

andare a ritroso per comprendere quanto la stabilità dei cambi giochi un ruolo decisivo per il successo o il fallimento di un insieme di accordi monetari nel garantire stabilità al sistema di scambi e pagamenti cui i regimi monetari presiedono, in altre parole, nel coniugare globalizzazione e crescita. Nel corso del Novecento la cartina di tornasole diventa la capacità o meno degli accordi monetari internazionali e dei relativi meccanismi di garantire la stabilità del costo del denaro, ovvero di prezzi e inflazione. In questa prospettiva, soprattutto per i decenni tra Bretton Woods e la globalizzazione manifatturiera e finanziaria dai primi anni Ottanta al *Great Contraction* del 2008-2012, bisogna tenere conto sia del ruolo giocato dagli attori istituzionali deputati a intervenire nei rapporti monetari tra le nazioni – fino al 1971-1973 in un regime di parità, successivamente in regime di fluttuazione delle monete –, sia di fattori di mercato che rimandano al tema dell'innovazione finanziaria. Dalla metà degli anni Settanta, e con maggiore intensità dall'inizio del decennio successivo, l'innovazione si traduce nella nascita di nuovi prodotti e, a un tempo, nella comparsa di attori istituzionali prima assenti sui mercati finanziari. Infine, va considerato l'impatto dei movimenti transnazionali di capitali – soprattutto tra gli anni Sessanta e la grande crisi del 2008-12 –, e dunque in prima istanza i mercati monetari: tra essi si affermano anzitutto i mercati dei titoli a breve termine, spesso non regolati, quali le eurovalute. La politica monetaria delle autorità politiche e delle banche centrali, in particolare della Fed e del Tesoro americano, profonderà sforzi al fine di favorire lo sviluppo di questi mercati non regolati sia dagli anni Sessanta, nella fase di pressione crescente sulla capacità di Washington di mantenere la convertibilità del dollaro in oro al valore stabilito alla conferenza di Bretton Woods di 35 dollari per oncia, sia dopo il 1973, al fine di proteggere l'economia americana dall'inflazione degli anni Settanta. In quest'ultimo decennio il sostegno della Fed a politiche di *borrowing* da parte di banche e multinazionali nel mercato dell'eurodollaro, vero e proprio sistema parallelo ai contesti creditizi nazionali e internazionali, sarà proprio funzionale a proteggere l'economia americana dall'inflazione dei Settanta. Lo sviluppo dei mercati non regolati dell'eurodollaro e delle altre eurovalute costituirà una strada che sarà perseguita sia prima della seconda crisi petrolifera sia quando, dal 1980 in poi, la lotta all'inflazione condotta dall'ortodossia monetarista conquisterà la tolda di comando della Fed.

Bretton Woods e gli altri: sistemi monetari, convertibilità e inflazione nell'integrazione dei mercati tra Prima guerra mondiale e anni Settanta

Nel corso del Novecento un ulteriore fattore che si è intrecciato ripetutamente ai rapporti di forza tra le monete e le rispettive economie è costituito dalle politiche militari e di sicurezza che si sono susseguite dalla Prima guerra mondiale ai conflitti asiatici che segnarono i decenni di Bretton Woods.

Nella Prima guerra mondiale e poi nel primo dopoguerra sono già presenti alcuni dei tratti fondamentali che influenzeranno la definizione del rapporto tra sistemi monetari vigenti, o accordi monetari in via di costruzione attorno al perno delle riserve auree delle nazioni egemoni, integrazione dei mercati nazionali, stabilità e crescita economica. Nel corso del secolo muteranno il perimetro che i differenti regimi monetari, o i rapporti tra le monete in assenza di accordi valutari, disegneranno per i tassi di cambio, vale a dire i tassi di interesse e l'inflazione. In primo luogo, la forte crescita che l'economia americana conosce durante la guerra – che la renderà non solo il primo creditore del sistema internazionale ma sin da allora anche il perno del sistema commerciale globale e il polmone degli investimenti globali¹⁰ – induce gli USA ad una espansione monetaria. Ciò, alla stregua di quanto avverrà sotto Bretton Woods, spinge la sua economia ad esportare inflazione e pertanto a porre sotto pressione il valore dell'oro e quindi, in regime di convertibilità, la parità aurea¹¹. L'economia legata al conflitto, e i processi di internazionalizzazione economica ad essa connessi, mettono a nudo il delicato rapporto tra processi di integrazione economica internazionale, prezzi e competitività delle economie nazionali. Globalizzazione di merci e capitali e inflazione sono all'epoca già strettamente legati, e pongono il problema della ricerca di un ordine monetario dotato di una moneta di riferimento per riserve e pagamenti e di una parità metallica. Ma il primo conflitto mondiale pone sul terreno dei rapporti internazionali tra le valute anche la variabile dei mercati finanziari, monetari o dei capitali che

¹⁰ J. FRIEDEN, *Will Global Capitalism Fall again?*, Bruegel Essay and Lecture Series, 1999.

¹¹ M.D. BORDO, C.M. MEISSNER, *Growing Up to Stability? Financial Globalization, Financial Development and Financial Crises*, in *Financial Systems and Economic Growth. Credit, Crises and Regulation from the 19th century to the Present*, a cura di P. Rousseau e P. Wachtel, Cambridge University Press, New York 2017, pp. 33-34.

fossero, variabile destinata a influire sempre più tra gli anni Sessanta e la crisi del 2008.

In merito alla Prima guerra mondiale, si sottovaluta spesso l'ascesa del capitalismo bancario americano già durante il conflitto, mentre si ricorda regolarmente il dopoguerra, alla luce dello scontro economico intestino all'Europa tra paesi vincitori e Germania e tra i primi e gli USA in materia di riparazioni belliche e di remunerazione dei prestiti bellici che segnerà tutti gli anni Venti sino alla svolta dei fascismi. Il sostegno finanziario delle grandi banche d'affari angloamericane – in primo luogo JP Morgan – all'onere di bilancio che grava sul contribuente britannico per sostenere l'avventura della guerra, inaugura un protagonismo di lungo corso del capitalismo finanziario in seno alle relazioni economiche e monetarie internazionali. Il ruolo che assunse il sistema bancario privato condiziona fortemente dapprima il crepuscolo di Bretton Woods e dopo il 1973 la restaurazione del *dollar standard* in regime di flessibilità dei cambi, nonché dagli anni Novanta in poi il sistema di scambi e pagamenti sempre più multipolare che si affermerà.

Sullo sfondo dell'isolazionismo in cui precipitò il sistema politico statunitense dopo l'uscita di scena nel 1921 del Presidente Wilson, le forze del capitalismo bancario e manifatturiero americano divennero i 'primattori' del tentativo di ristrutturare un'economia aperta globale nel corso degli anni Venti: infatti, con il loro aperto sostegno ai Piani di assistenza finanziaria Dawes (1923-1924) e Young (fine decennio), cercarono di rompere il corto circuito tra riparazioni belliche e debiti di guerra al fine di assistere Germania, Francia e Gran Bretagna. Ed è in questo passaggio storico che affiora in modo evidente il delicato rapporto tra cambi tra le monete, parità auree e inflazione, dunque il tema della crescita economica quale fulcro ineludibile per costruire un equilibrato sistema di scambi e pagamenti globali. Ma negli stessi anni Venti si delinea anche il carattere conflittuale delle relazioni monetarie internazionali; carattere che lo differenzia nettamente dalla natura competitiva, non conflittuale che nel corso del decennio Sessanta segnerà Bretton Woods nella fase di crescente pressione sulla convertibilità del dollaro in oro.

Due sono gli eventi che tracciano la strada della proposta interpretativa che qui si formula. In un primo momento, in corrispondenza con il lancio del Piano Dawes tra 1923 e 1924, la Germania, assieme ad altri paesi dello scacchiere centro-europeo quali Olanda e Austria, si profonde in attacchi speculativi contro la valuta francese alterandone le rispettive quote in riserva, e ciò spingerà il governo di Parigi

a politiche di *fiscal tightening* che nel giro di pochi mesi conteranno il deficit di bilancio, riportando il cambio con la sterlina ad una posizione di equilibrio precedente agli attacchi speculativi di cui era stato oggetto il franco. La repentina e risoluta stretta fiscale ebbe lo scopo di evitare che la svalutazione di fatto del franco sui mercati di cambio portasse l'economia francese ad importare inflazione attraverso il proprio interscambio commerciale, rischiando di indurre Parigi ad un ulteriore indebitamento estero, che si sarebbe andato a sommare a quello contratto nel corso del primo conflitto mondiale per sostenere mercato interno e bilancia dei pagamenti.

Qualche anno più tardi, a seguito dello *stock market crash* di Wall Street, molti osservatori internazionali videro nella speculazione sulla piazza newyorkese e nel connesso rialzo dei tassi di interesse le ragioni dell'oscillazione del potere d'acquisto dell'oro e della conseguente instabilità del sistema di scambi e pagamenti mondiali. Peraltro, ciò che appare ancora più rilevante per la nostra lettura, le massicce vendite di sterline sui mercati esteri da parte della Banque de France volte a espandere le proprie riserve in oro colpirono l'economia britannica causando una crescita dei costi di importazione e la caduta del suo tasso di competitività¹². Nonostante non avesse il sapore di una guerra valutaria nei confronti della sterlina, l'iniziativa francese venne interpretata dal Regno Unito come un atto di conflittualità sui mercati di cambio. In realtà, per Parigi espandere le proprie riserve in oro, era funzionale all'obiettivo – poi raggiunto nel 1930 – di ridurre il tasso di sconto per espandere il credito internazionale delle banche francesi garantendo loro tassi più competitivi.

In definitiva, già nel sistema del *gold standard* degli anni Venti non solo la competitività dell'economia reale sui mercati esteri ma la stessa internazionalizzazione dei sistemi creditizi nazionali erano legate ai mercati di cambio tra le valute e agli interventi su di essi delle autorità monetarie. La gracilità con la quale il *gold standard* era stato ricostruito nel corso di quel decennio aveva ripercussioni sul potere d'acquisto dell'oro: attraverso l'alterazione dei cambi e delle riserve in oro si determinavano ricadute sul prezzo dell'oro e sul suo valore sui mercati reali contro valute e merci. Nel caso poi specifico del conflitto monetario franco-britannico, la Francia vide deluse le speranze di accrescere il dominio internazionale del suo sistema creditizio sia perché le banche francesi erano memori dell'insolvenza sovietica di cui avevano sofferto non molto tempo prima

¹² Per entrambi i passaggi storici si veda l'attenta ricostruzione di R. BOYCE, *The Great Interwar Crisis*, Palgrave, London 2009, p. 272 e sgg.

sia perché l'ascesa dei fascismi su scala europea riduceva sempre più il ventaglio di potenziali *borrowers* in grado di offrire garanzie di remunerazione dei prestiti concessi. Ciò causò, a fronte di una crescente offerta internazionale di credito, una mancata ripresa o crescita della domanda di prestiti e investimenti; una riduzione della domanda che accelerò quei processi di contrazione dei prezzi normalmente imputati alla troppo subitanea reintroduzione del *gold standard* in Europa, quando, ancora tra 1923 e 1925, le economie centro-europee faticavano a godere dei benefici degli aiuti del Piano Dawes.

Proprio sulla base dei malfunzionamenti che avevano segnato il sistema internazionale durante la Prima guerra mondiale e il *gold standard* degli anni Venti, la crucialità dei mercati di cambio per definire un sistema monetario in grado di contemperare un equilibrio tra crescita interna e internazionalizzazione di merci e capitali sarà ben chiara agli Stati Uniti sia durante la Seconda guerra mondiale sia quando, rappresentati da Harry Dexter White, negozieranno l'assetto monetario del dopoguerra al cospetto di Keynes e dei britannici. Se durante il conflitto la contropartita dei prestiti legati al *Lend Lease* di guerra chiesta da Washington a Londra aveva fatto perno sulla liberalizzazione dei mercati del Commonwealth, per il piano post bellico di aiuti alla Gran Bretagna gli USA conducono le trattative puntando sulla centralità dei controlli sui cambi e sulla loro rimozione da parte del Regno Unito quale condizione per la concessione di assistenza finanziaria. Ciò si spiegava con la necessità degli statunitensi di riassorbire l'enorme quantità di *assets* in sterline nell'economia internazionale che si era prodotta per effetto del riarmo britannico. Nel corso della guerra, infatti, le economie facenti capo all'area della sterlina avevano rifornito Londra di beni essenziali per la mobilitazione bellica, accrescendo le proprie riserve in valuta inglese. Il controllo di Londra sui cambi voleva dire per il Regno Unito poter impedire ai paesi dell'impero britannico di approvvigionarsi di beni e servizi dall'area del dollaro attraverso conversioni delle proprie sterline¹³. La rimozione dei controlli sui cambi consentì agli USA non solo di trainare su scala globale il commercio internazionale postbellico, di consolidare il proprio surplus commerciale e i saldi di bilancia dei pagamenti, ma anche di aumentare le proprie riserve in oro e il proprio portafoglio di *foreign reserve currencies*: in tal modo si posero sia le riserve auree e valutarie di Washington nella posizione di forza in grado di sostenere la convertibilità del dollaro in

¹³ B. EICHENGREEN, *Exorbitant Privilege*, Oxford University Press, Oxford 2011.

oro sia le condizioni di quella stabilità dell'equilibrio esterno degli Stati Uniti necessaria a inondare di dollari l'Europa e il Giappone con gli aiuti postbellici. Il che costituiva un passaggio essenziale per chiudere il *grand design* monetario post bellico volto a fare della convertibilità del dollaro in oro e del *gold dollar standard* il piedistallo di una globalizzazione dei mercati di merci e capitali che si poneva l'obiettivo di integrare mercati nazionali dotati di forti asimmetrie nei rispettivi tassi di crescita interna attraverso un progressivo *catch up* economico dei paesi uniti nel sodalizio di Bretton Woods. Sulla base delle esperienze maturate in precedenza, si intendeva raggiungere l'obiettivo definendo una gabbia di tassi di cambio – eventualmente correggibili in funzione del ciclo economico attraverso il sostegno esterno del FMI e non più a mezzo delle guerre valutarie dei due decenni precedenti – in grado di garantire stabilità al sistema di scambi e pagamenti pur a fronte dei forti differenziali di crescita delle economie che vi aderivano. Pertanto, l'assetto del sistema di Bretton Woods non solo tendeva a garantire la stabilità monetaria necessaria a coniugare globalizzazione dei mercati e prosperità nazionale, ma la perseguiva evitando che le politiche delle autorità nazionali sul cambio esterno delle rispettive valute scatenassero tempeste inflattive o deflative.

Il *gold dollar standard* cui si diede vita a partire dalla Conferenza di Bretton Woods conobbe nel primo quindicennio di vita il momento di maggior successo non solo per la stabilità macroeconomica, costituita da bassa inflazione, tassi di cambio stabili ed elevati interscambi di merci e capitali di cui godette, ma anche per la debolezza monetaria dei potenziali Paesi rivali di Washington, in primo luogo Parigi. Infatti, il dollaro dominò incontrastato l'architettura di Bretton Woods perché la Francia di De Gaulle, scossa dall'impatto che la guerra d'Algeria ebbe su bilancio e debito, si pose in una condizione di debolezza monetaria: addirittura Parigi fu costretta ad una doppia svalutazione del franco.

Tuttavia, la duplice recessione di cui soffrì l'economia statunitense a cavallo tra gli anni Cinquanta e Sessanta, nonché il peggioramento della bilancia dei pagamenti di Washington, segnarono le prime difficoltà e l'avvio della già ricordata prolungata stagione di pressione sulla convertibilità del dollaro in oro a 35 dollari l'oncia che si concluderà solo con la svalutazione della divisa verde decisa da Nixon nel 1973. Nel decennio Sessanta venne meno gradualmente l'eccezionalità che aveva costituito la forza e la peculiarità di Bretton Woods, ovvero un sistema che integrava sviluppo interno e integrazione dei mercati senza ricorrere a conflitti valutari attraverso interventi delle banche centrali sui mercati di cambio. Nel contempo si affermò, sorprendentemente,

la centralità del Federal Reserve System rispetto al Tesoro nel definire la politica monetaria estera statunitense. Il *Gold Reserve Act* del 1934, creando un *Exchange Stabilization Fund* sotto il controllo del Treasury Department, era stato posto in essere per effettuare politiche di intervento sui mercati esteri a sostegno del cambio del dollaro. Sin dagli anni Trenta il meccanismo aveva limitato fortemente le prerogative della Fed di tutelare la divisa verde e di regolare tassi di interesse e inflazione nell'interazione con i mercati esteri. Ciononostante, dagli anni Sessanta fino alla crisi del 2008 la banca centrale americana accrebbe il suo ruolo. All'inizio, con l'Amministrazione Kennedy, si cercò di stabilizzare la parità aurea del dollaro, agendo sia sul piano delle politiche di assistenza militare estera – attraverso una riduzione della spesa militare americana all'estero e un aumento delle forniture ai paesi alleati, soprattutto nel quadrante asiatico, volto a contenere la quota di *asset* in dollari sui saldi complessivi di *global money supply* – sia in seguito – a partire dal *Voluntary Foreign Credit Restraint Program* messo in atto nei primi anni Sessanta e poi aggiornato nel corso del successivo decennio¹⁴ – sul piano più strettamente monetario e finanziario attraverso le note misure legislative tese a limitare il deflusso di capitali verso l'estero e gli investimenti delle banche americane in Europa.

Sulla scia delle politiche militari internazionali dell'amministrazione Kennedy, nella seconda metà dei Sessanta mutò il paniere di valute nelle quali erano denominati i titoli di debito emessi da un'istituzione economica creata a Bretton Woods, la *International Bank for Reconstruction and Development*, meglio nota come Banca Mondiale: al finanziamento della lotta alla povertà corrispose quindi una diversificazione delle aree valutarie nelle quali la Banca, ricorrendo dai tardi anni Sessanta ad alcune grandi banche commerciali e d'affari statunitensi, emetteva i propri titoli di debito. Si trattò di una forma di intervento alternativa all'azione sui cambi a sostegno del valore del dollaro.

Le azioni a nocumento del dollaro si intensificarono verso la fine del decennio in corrispondenza di almeno tre dinamiche. Intanto, il fallimento nel 1968 del *Gold Pool* tra le banche centrali, creato nel 1961 per difendere la parità aurea gestendo vendite e acquisti di oro sul mercato di riferimento di Londra¹⁵. In secondo luogo, l'avvio, dal 1967 in

¹⁴ FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK, 7321. *Corrected Text of Voluntary Foreign Credit Restraint Guidelines*, Federal Reserve Bank of New York Circulars (January 15, 1974), consultabile all'indirizzo fraser.stlouisfed.org/title/466/item/476142.

¹⁵ Sul *Gold Pool* e sul suo fallimento si veda ora M.D. BORDO, E. MONNET, A. NAEF, *The Gold Pool (1961-1968) and the Fall of the Bretton Woods System: Lessons*

avanti, di tendenze nell'economia reale mondiale propizie a porre sotto ulteriore pressione la parità aurea del dollaro: da un lato, la fine della pax petrolifera tra paesi produttori e economie industriali e l'avvio di un tendenziale aumento dei prezzi del greggio e dei costi di estrazione imposti alle compagnie occidentali; dall'altro, la crescente denominazione in dollari di grandi quote delle transazioni commerciali globali a seguito della svalutazione della sterlina del 1967. La terza dinamica che si affermò fu costituita dall'accelerarsi di un processo di deflusso di capitali bancari dagli Stati Uniti diretti verso i mercati dell'eurodollaro presenti principalmente sulla piazza londinese. I mercati dell'eurodollaro, mercati in valute non residenti – ovvero *assets* finanziari denominati in una valuta altra rispetto a quella del paese in cui erano trattati –, in quanto tali, spesso a breve termine, non essendo soggetti a vincoli e alla legislazione nazionale, potevano offrire tanto ai propri *borrowers* quanto ai propri investitori tassi alquanto competitivi. Il che nel corso dei Sessanta spinse molte grandi banche americane a investirvi i propri *assets*.

Il fatto che il mercato dell'eurodollaro costituisse o meno una quota di *money supply* in dollari a fine anni Settanta sarà al centro di un ampio dibattito in seno alla *policymaking* statunitense, come dimostrato da più di un riscontro archivistico del *Department of the Treasury* e della *Federal Reserve Bank*¹⁶.

Quel che è certo è che il deflusso di capitali bancari dagli USA metteva in ulteriore sofferenza la parità aurea del dollaro e l'intera architettura di Bretton Woods. Di qui la decisione di Washington di tornare in quella seconda metà di decennio ad un uso conflittuale dell'intervento sui cambi. La Fed, malgrado la legge del 1934 l'avesse relegata a una posizione secondaria, giocò un ruolo di primo piano. Di fatto fu la Fed a finanziare i ripetuti interventi sui cambi cui il Tesoro americano ricorse per difendere il dollaro, stante l'insufficienza di risorse del ESF, il fondo istituito nel 1934 per garantire liquidità a tali interventi sui cambi del Tesoro¹⁷, e si emisero titoli di debito del

for *Central Bank Cooperation*, «The Journal of Economic History», 79 (2019), 4, pp. 1027-1059.

¹⁶ In proposito appaiono esemplari i dibattiti che si sviluppano attorno al 1979-81, dei quali si rinvengono molteplici tracce nei fondi del Ministero del Tesoro USA (National Archives and Records Administration, Record Group 56, General Records of the Department of the Treasury, College Park, Maryland) e nell'archivio della Federal Reserve Bank newyorkese (Federal Reserve Bank of New York Historical Archive, New York City).

¹⁷ F.G. MIXON, W.C. SAWYER, *US Treasury Primacy in Monetary Policy Signaling: A Public Choice Perspective*, «Applied Economics Letters», 14 (2007), p. 1100.

Tesoro denominati in valute estere, i cosiddetti *Roosa Bonds*, quale ulteriore forma di intervento sui cambi a tutela della divisa verde. In sostanza, si tornò alle pericolose politiche di intervento sul cambio estero che avevano contribuito al naufragio del *gold exchange standard* negli anni Venti e alla perdita di competitività e inflazione delle economie che ne erano state interessate.

Tuttavia, non si riuscì a stabilizzare il sistema sia perché l'intervento sui mercati di cambio poteva indurre asimmetrie nella competizione e nei prezzi sui mercati internazionali, sia perché ancora una volta, secondo un ricorso storico che si concretò in un contesto monetario del tutto differente dai precedenti, l'espansione monetaria varata da Washington negli anni Sessanta, con un mandato di *employment-targeting* affidato alla Fed e di intervento sui mercati di cambio svolto dal Tesoro USA, indusse l'inflazione internazionale che si manifestò dalla fine del decennio, inflazione che, sommandosi ai diversi fattori inflattivi manifestatisi, si è accennato, tra il 1967 e il 1973, colpì definitivamente la parità aurea e la stabilità dei cambi.

La situazione complessiva spinse l'Amministrazione Nixon a sospendere la convertibilità del dollaro in oro e quindi a svalutare la divisa verde tra il 1971 e il 1973. In effetti, le politiche monetarie espansive avviate da Washington nel 1965 avevano sostenuto un deflusso di capitali dagli Stati Uniti verso i paesi in surplus dell'Europa e verso il Giappone. Le banche centrali di tali paesi provarono a sterilizzare l'afflusso di dollari, ma i loro tentativi fallirono nella misura in cui portarono ad una espansione di *money supply* e ad una crescita dei prezzi, che non poté che avere ripercussioni sulla stabilità dei cambi e indurre interventi sui mercati a difesa delle valute¹⁸. In questa chiave vanno interpretati il forte drenaggio internazionale delle riserve auree statunitensi, che si manifesta in proporzioni molto sostenute dal 1968 in avanti, e la propensione delle banche centrali europee a convertire in oro le proprie *liabilities* verso l'area del dollaro. In altre parole, la corsa alle riserve auree americane va letta alla luce, nel caso della Francia, dell'approccio rivale nei confronti di Washington da parte di Parigi – sempre incline ad un ritorno all'oro quale base degli accordi monetari globali –, nel caso delle conversioni in oro di *liabilities* verso gli USA da parte di alcune banche europee, del tentativo – alla fine risultato infruttuoso – di fron-

¹⁸ V. su questo il volume *The Great Inflation. The Rebirth of Modern Central Banking*, a cura di M. Bordo e A. Orphanides, The University of Chicago Press, Chicago-London 2013, soprattutto l'introduzione dei curatori e il saggio di BORDO e EICHENGREEN, *Bretton Woods and the Great Inflation*, pp. 449-498.

teggiate la trasmissione internazionale dell'inflazione dagli Stati Uniti alle altre economie di Bretton Woods e di difendere nel contempo, fin quando possibile, la convertibilità del dollaro in oro. L'insuccesso di tali tentativi sarà certificato non solo dalla decisione di Nixon di chiudere la convertibilità ma anche dal fallimento del *Gold Pool* nel 1968.

Mantenere il dollaro al centro del sistema: dall'innovazione finanziaria degli anni Ottanta alla crisi del 2008

Da quanto fin qui esposto, si può affermare che nei sistemi monetari internazionali a base aurea del Ventesimo secolo la perdita di controllo da parte dell'economia che possedeva la moneta di riferimento sul binomio costituito, da un lato, da convertibilità rispetto alla divisa o al metallo di riferimento e stabilità di tassi di cambio, dall'altro, da tassi di interesse e inflazione, costituisce la miscela esplosiva che rende le politiche espansive il detonatore degli stessi regimi valutari.

Nei decenni di Bretton Woods Washington ne diventa pienamente consapevole. Ne costituisce traccia il mutevole approccio ai mercati non regolati delle eurovalute: se negli anni Sessanta si erge un'impalcatura legislativa per drenare il deflusso di *assets* in dollari dagli USA verso gli euro-mercati, dopo la fine di Bretton Woods le grandi banche commerciali e di investimento americane hanno mano libera nel ricorrere proprio ai mercati non regolati per finanziare i grandi *borrowers* istituzionali, in primo luogo i paesi debitori dell'America Latina, attraverso i cosiddetti «sindacati di prestito». Il ricorso massiccio alle eurovalute costituisce, nel regime di cambi fluttuanti degli anni Settanta, la strategia per proteggere l'architettura monetaria internazionale legata ancora al dollaro quale riserva e principale mezzo di pagamento dall'inflazione del decennio. E ciò evidentemente accade nella scia delle esperienze maturate in materia di politiche espansive e inflazione nel corso della Prima guerra mondiale, degli anni Venti, e degli anni Sessanta.

L'insufficienza di una strategia di questo tipo per la riorganizzazione di un sistema di scambi e pagamenti stabilmente ancorato alla divisa statunitense verrà certificata dalla storica decisione del nuovo Presidente del Federal Reserve System americano, Paul Volcker, di adottare, a partire dal 1980, una politica di innalzamento vertiginoso del costo del denaro e dei tassi di interesse. Dal punto di vista delle relazioni monetarie, il significato della svolta è che senza estirpare l'inflazione e la sua trasmissione su base transnazionale non si può riorganizzare un sistema di scambi e pagamenti imperniato su una

valuta egemone quale riserva e mezzo di pagamento, né tanto meno garantire tassi di cambio stabili in regime di fluttuazione dei capitali.

Mentre sul piano teorico il nuovo corso rimandava alle riflessioni di autori come Fleming e Mundell sul rapporto tra tassi di cambio, inflazione e movimenti internazionali di capitali, l'impatto della lotta all'inflazione che ne scaturì dai primi anni Ottanta è del tutto nuovo in termini di innovazione finanziaria. Come recentemente rilevato da Adam Tooze¹⁹, la scelta di Volcker, inaugurando una stagione caratterizzata dalla creazione e dallo sviluppo di nuovi strumenti finanziari e di nuove istituzioni di intermediazione bancaria, colpì decisamente i tradizionali mezzi di finanziamento dell'economia reale, dallo *stock market* al *bond market*, e le istituzioni bancarie che ne erano state protagoniste, le banche commerciali in primis.

Dal punto di vista della politica monetaria, i processi di securitizzazione e l'ascesa di banche di investimento e *money market mutual funds* che si manifesteranno a partire da allora costituiranno la strategia adottata dal 1980 al 2008 per mantenere e a un tempo proteggere il sistema di scambi e pagamenti globali – tenendolo il più possibile legato alla divisa verde – dalle spinte inflattive e di rottura della stabilità dei cambi internazionali. Lo attestano le tendenze, presenti dagli anni Novanta, sia a finanziare attraverso tali mercati le grandi banche commerciali e d'affari europee, sia l'interventismo internazionale della Fed, la quale, dopo il fallimento di Lehman Brothers nel 2008-2009, assicurerà, in primo luogo attraverso operazioni di *swap* valutario con le banche centrali europee e britannica, un sostegno massiccio ai partner finanziari di un sistema monetario privo di accordi ma di fatto centrato ancora sul dollaro quale valuta di riserva. Un'azione condotta attraverso i processi di securitizzazione finanziati, come documenta Tooze, attraverso i *money market mutual funds* e gli attori istituzionali.

Se la ristrutturazione dell'egemonia del dollaro in assenza di un *gold dollar standard* – quale fu il contesto monetario internazionale dopo le decisioni dell'Amministrazione Nixon nei primi anni Settanta – passa necessariamente per la cruna d'ago dell'innovazione finanziaria, è bene menzionare quanto gli USA cerchino di attuarla acquisendo al nuovo sistema monetario *de facto* l'integrazione della Cina e di altre economie emergenti nel sistema di scambi e pagamenti globali, a partire dall'accesso di Pechino al WTO alla fine del secolo scorso.

¹⁹ A. TOOZE, *Crashed*, Penguin, New York 2018 (ed. it., *Lo schianto*, Mondadori, Milano 2020).

Si discute molto oggi, anche sul piano scientifico, circa l'ascesa della valuta cinese nel sistema di pagamenti internazionali e nelle *exchange market operations*²⁰. Se, come recentemente ribadito, la quota che ciascuna moneta detiene sul totale di *exchange market trading* resta uno dei mezzi per misurare l'influenza monetaria di una divisa su scala globale²¹, ai nostri giorni la Cina, nelle relazioni monetarie internazionali, sembra ripercorrere le orme del Giappone tra gli anni Sessanta e Settanta. Come nel caso del Giappone, la Cina vanta un'economia in crescita maggiore rispetto agli Stati Uniti, e, come in quegli anni il Giappone, punta ad una crescita *export-led* basata su un deprezzamento della propria valuta nei cambi, il che spiega perché oggi il renminbi fatichi ad imporsi, analogamente allo yen all'epoca, quale divisa per prezzare le merci scambiate nei mercati globali, e non riesca a diventare valuta di riserva internazionale o ad imporsi nelle transazioni finanziarie globali. Si tratta di obiettivi non certo impossibili per la moneta cinese a condizione che, sulla scia dell'esperienza USA nel secondo dopoguerra in Europa e Giappone, aumenti i propri investimenti internazionali e le proprie attività creditizie su scala globale, requisito essenziale per ogni valuta che voglia imporsi come moneta di riserva e punto di riferimento per gli scambi internazionali.

In attesa della piena maturazione della valuta cinese quale effettiva alternativa al dollaro nel contesto monetario internazionale odierno, è molto più probabile che all'attuale scenario manifatturiero e creditizio multipolare possa corrispondere nel medio termine un *multicurrency reserve system*, nel quale dollaro, renminbi, yen ed euro condividano la responsabilità di tassi di cambio il più possibile stabili e di un sistema di scambi e pagamenti globali al riparo da shock endogeni e esogeni, come quelli registrati nel 2008 e nel 2020.

SIMONE SELVA

Università di Napoli "L'Orientale"

²⁰ Cfr. ad esempio *The Great Wall of Money. Power and Politics in China's International Monetary Relations*, a cura di E. Helleiner e J. Kirschner, Cornell University Press, Ithaca (NY) 2014; H.-K. CHEY, *The International Political Economy of the Renminbi*, Routledge, London 2021.

²¹ B. EICHENGREEN, A. MEHL, L. CHIŨ, *How Global Currencies Work: Past, Present, and Future*, Princeton University Press, Princeton (NJ) 2018.