

**IL SISTEMA MONETARIO
INTERNAZIONALE:
DALL'APPROCCIO
EGEMONE A QUELLO
MULTIVALUTARIO**

**a cura di
Olga Marzovilla
Gian Cesare Romagnoli**

FrancoAngeli

Informazioni per il lettore

Questo file PDF è una versione gratuita di sole 20 pagine ed è leggibile con



La versione completa dell'e-book (a pagamento) è leggibile con Adobe Digital Editions. Per tutte le informazioni sulle condizioni dei nostri e-book (con quali dispositivi leggerli e quali funzioni sono consentite) consulta [cliccando qui](#) le nostre F.A.Q.



Informazioni per il lettore

Questo file PDF è una versione gratuita di sole 20 pagine ed è leggibile con



La versione completa dell'e-book (a pagamento) è leggibile con Adobe Digital Editions. Per tutte le informazioni sulle condizioni dei nostri e-book (con quali dispositivi leggerli e quali funzioni sono consentite) consulta [cliccando qui](#) le nostre F.A.Q.



**IL SISTEMA MONETARIO
INTERNAZIONALE:
DALL'APPROCCIO
EGEMONE A QUELLO
MULTIVALUTARIO**

**a cura di
Olga Marzovilla
Gian Cesare Romagnoli**

FrancoAngeli

La pubblicazione di questo volume è stata finanziata dall'Istituto S. Pio V.

Copyright © 2016 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sul diritto d'autore. L'Utente nel momento in cui effettua il download dell'opera accetta tutte le condizioni della licenza d'uso dell'opera previste e comunicate sul sito www.francoangeli.it.

Indice

| | | |
|--|------|----|
| Introduzione , di <i>Gian Cesare Romagnoli</i> | pag. | 9 |
| 1. L'evoluzione del sistema monetario internazionale: da un regime egemonico a un "non sistema" , di <i>Olga Marzovilla</i> | » | 15 |
| 1. Introduzione | » | 15 |
| 2. La fine del sistema di Bretton Woods | » | 17 |
| 3. Il regime di Bretton Woods II | » | 24 |
| 4. I limiti di BW II | » | 27 |
| 4.1. Le differenze tra Bretton Woods I e Bretton Woods II | » | 27 |
| 4.2. I costi del regime BW II | » | 31 |
| 4.3. I rischi connessi all'accumulazione di attività finanziarie in dollari | » | 35 |
| 4.4. Le ragioni del perdurare del regime BW II | » | 38 |
| 5. La fine del regime di BW II e l'esigenza di un nuovo ordine monetario internazionale | » | 41 |
| 5.1. I nuovi attori del sistema monetario internazionale | » | 44 |
| 6. Considerazioni conclusive: il ruolo della cooperazione | » | 52 |
| Opere citate | » | 55 |
| 2. Il sistema economico e monetario internazionale: il caso della Cina , di <i>Gian Cesare Romagnoli</i> | » | 59 |
| 1. Introduzione | » | 59 |
| Parte prima | » | 62 |
| 2. L'approccio egemone: le <i>dominant monies</i> | » | 62 |
| 2.1. Caratteristiche e vantaggi del paese che emette valuta di riserva internazionale | » | 62 |
| 2.2. Dalla sterlina al dollaro | » | 65 |

| | | |
|--|------|-----|
| 2.3. Le motivazioni geopolitiche della valuta dominante | pag. | 67 |
| 3. Il dollaro | » | 71 |
| 3.1. Dalla crisi di Bretton Woods alla nascita dell'euro | » | 71 |
| 3.2. Lo <i>status</i> del dollaro | » | 76 |
| 3.3. I tentativi di de-dollarizzazione | » | 78 |
| 3.4. Squilibri correnti | » | 83 |
| 3.5. Politiche di aggiustamento o <i>benign neglect</i> ? | » | 86 |
| 3.6. Le responsabilità della FED | » | 91 |
| 4. Euro, yen e sterlina | » | 93 |
| 4.1. Il ruolo dell'euro prima della crisi | » | 93 |
| 4.2. La crisi di secondo livello | » | 96 |
| 4.3. Lo <i>status</i> attuale dell'euro | » | 100 |
| 4.4. Lo yen | » | 105 |
| 4.5. La sterlina | » | 107 |
| Parte seconda | » | 109 |
| 5. La Cina: una nuova protagonista dell'economia mondiale | » | 109 |
| 5.1. Il miracolo economico cinese | » | 109 |
| 5.2. La crescita futura | » | 114 |
| 5.3. Gli investimenti esteri | » | 119 |
| 5.4. La finanza e il ruolo dei <i>sovereign wealth funds</i> | » | 123 |
| 5.5. Un nuovo modello di sviluppo e il rallentamento della crescita cinese | » | 126 |
| 5.6. Gli effetti della crisi cinese sull'economia reale mondiale | » | 130 |
| 6. La strategia cinese: il renminbi, nuova moneta internazionale | » | 134 |
| 6.1. Lo scoppio della bolla finanziaria cinese e le manovre per contrastarla | » | 134 |
| 6.2. I deprezzamenti del renminbi | » | 136 |
| 6.3. Il renminbi nel <i>basket</i> dei DSP | » | 138 |
| 6.4. Le sfide mondiali cinesi | » | 144 |
| 6.5. La risposta americana: il TPP e il TTIP | » | 150 |
| 6.6. Il ruolo degli altri BRICS | » | 156 |
| Parte terza | » | 163 |
| 7. Bretton Woods II e i suoi rischi | » | 163 |
| 7.1. Le tesi dell'insostenibilità dell'attuale s.m.i. | » | 163 |
| 7.2. Le debolezze di Bretton Woods II | » | 171 |
| 7.3. Le tensioni geopolitiche e valutarie attuali | » | 173 |
| 7.4. Una nuova guerra delle valute | » | 178 |
| 8. Le ipotesi di riforma del sistema monetario internazionale nel contesto della stagnazione secolare | » | 185 |
| 8.1. Le alternative di riforma | » | 185 |

| | |
|---|----------|
| 8.2. Un vero sistema multivalutario | pag. 189 |
| 8.3. Nuovi DSP come moneta di riserva mondiale | » 190 |
| 8.4. Dal piano Keynes alla <i>New International Clearing Union</i> | » 195 |
| 8.5. La “stagnazione secolare” | » 197 |
| 8.6. Le misure adottate per contrastarla | » 204 |
| 9. Conclusioni | » 211 |
| Opere citate | » 216 |
| | |
| 3. L'euro e il dollaro nel mercato valutario internazionale, | |
| di <i>Marco Mele</i> | » 225 |
| 1. Introduzione | » 225 |
| 2. <i>Review</i> della letteratura | » 226 |
| 3. Il dollaro nel mercato dei cambi | » 228 |
| 3.1. Le dinamiche di breve periodo nel periodo 2007-2013 | » 229 |
| 3.2. Le dinamiche di lungo periodo | » 232 |
| 4. L'euro nel mercato valutario | » 234 |
| 4.1. L'euro nel periodo di crisi | » 237 |
| 4.2. Gli effetti della volatilità sul tasso di cambio dell'euro: analisi empirica | » 242 |
| 5. Conclusioni | » 244 |
| Opere citate | » 245 |
| | |
| 4. Il ruolo dell'oro nel sistema monetario internazionale, di | |
| <i>Olga Marzovilla</i> | » 249 |
| 1. Introduzione | » 249 |
| 2. Dal <i>gold standard</i> al processo di demonetizzazione dell'oro | » 250 |
| 2.1. Vizi e virtù del <i>gold standard</i> | » 251 |
| 2.2. La fine del <i>gold standard</i> | » 256 |
| 2.3. L'oro nel sistema monetario di Bretton Woods | » 258 |
| 3. Le ragioni per tenere oro nelle riserve ufficiali | » 262 |
| 3.1. La sicurezza | » 263 |
| 3.2. La diversificazione | » 266 |
| 3.3. La liquidità | » 267 |
| 3.4. La stabilità | » 269 |
| 3.5. La fiducia | » 272 |
| 4. Le riserve ufficiali e l'Accordo delle Banche Centrali sull'Oro | » 273 |
| 5. L'impatto della gestione delle riserve auree sul mercato dei derivati | » 275 |
| 5.1. La politica dei prestiti in oro delle banche centrali | » 276 |

| | |
|--|----------|
| 6. La nuova svolta nella politica delle banche centrali: da venditrici ad acquirenti | pag. 279 |
| 7. Conclusioni | » 287 |
| Opere citate | » 288 |
| 5. I rating sui debiti sovrani e le crisi finanziarie internazio- nali , di <i>Cosimo Magazzino</i> | » 291 |
| 1. Introduzione | » 291 |
| 2. Le “tre sorelle” | » 297 |
| 3. I conflitti di interesse e le proposte di riforma delle CRA | » 301 |
| 4. La letteratura | » 302 |
| 5. I dati | » 306 |
| 6. La metodologia econometrica | » 307 |
| 7. I risultati | » 310 |
| 8. Conclusioni | » 314 |
| Appendice statistica | » 315 |
| Opere citate | » 318 |
| Considerazioni conclusive , di <i>Olga Marzovilla</i> | » 323 |

Introduzione

di Gian Cesare Romagnoli*

Per la prima parte del secondo dopoguerra, gli Stati Uniti d'America hanno regolato un governo mondiale, ristretto ai paesi dell'OCSE e organizzato attraverso gli strumenti prefigurati da Franklin Delano Roosevelt: un potere militare dislocato strategicamente in ogni angolo del pianeta e rafforzato da alleanze militari regionali nelle zone più prossime alle principali minacce; un sistema monetario internazionale (s.m.i.) basato sul dollaro e una rete di trattati, organizzazioni e alleanze legate alle istituzioni di Bretton Woods, alle Nazioni Unite e agli stessi Stati Uniti. È solo nel corso degli anni '70 che questa egemonia, già messa in discussione a livello commerciale dalla Comunità Europea, a partire dal Kennedy Round del GATT, ha dovuto poi confrontarsi sul piano monetario con la proposta del Piano Werner. Il fallimento del Piano, seguito dalle crisi petrolifere, ha spinto gli Stati Uniti a trovare nel petrolio il sostituto dell'oro abbandonato dal dollaro con il crollo di Bretton Woods. Il crollo del muro di Berlino e l'implosione dell'Unione Sovietica all'inizio degli anni '90 hanno introdotto un nuovo periodo decennale caratterizzato dall'unilateralismo statunitense anche sul *côté* monetario internazionale. Ma, dopo il 2000, questo è iniziato a declinare, prima lentamente e poi precipitosamente lasciando spazio all'espansione della nuova moneta unica europea e alla crisi finanziaria internazionale del 2007-2009. Il mantenimento dello *status quo*, da parte degli Stati Uniti, aveva intanto portato a una serie di guerre guerreggiate soprattutto nel Medio-Oriente.

Nel 1971, a causa dell'intrinseca fragilità del s.m.i. e della negativa condizione in cui versava la bilancia dei pagamenti statunitense, era stata sospesa la convertibilità del dollaro in oro ponendo così fine al periodo del *gold exchange standard*. Ad esso si sostituì, di fatto, un sistema monetario internazionale del tipo *dollar standard*, basato virtualmente sul dollaro, ma privo di qualsiasi rapporto con l'oro: un sistema, cioè, a dollaro convertibile. Tuttavia, il passaggio a tassi di cambio fluttuanti, più o meno pilotati, avrebbe potuto generare una sorta di caos nel

* Università Roma Tre: giancesare.romagnoli@uniroma3.it

commercio e nei pagamenti internazionali, situazione che fu evitata unicamente grazie alla presenza del dollaro come elemento dominante nel s.m.i. La valuta statunitense, in virtù della posizione egemonica di cui continuava a godere anche dopo la crisi e il crollo di Bretton Woods, riuscì a dare coerenza al meccanismo dei pagamenti internazionali. Di fatto, fino a quando i diversi paesi fossero stati disposti a utilizzare il dollaro come valuta internazionale, essi avrebbero contato su una unità di conto accettata a livello internazionale che, oltre a questa funzione, ha ricoperto in maniera continuativa nel tempo tutte le funzioni che una moneta può assolvere a livello mondiale, sia ufficiali che private.

Ciononostante, la posizione egemonica degli Stati Uniti nell'economia mondiale è stata recentemente messa a dura prova. La polarizzazione del dibattito (non solo nella sua dimensione economica) oscilla intorno a due posizioni: alcuni sono certi che, dopo la crisi degli anni '70, ci troviamo di fronte ad una ricomposizione dell'egemonia nordamericana sul piano militare, economico politico e sociale, altri invece aderiscono alla tesi che vede l'indebolimento degli Stati Uniti sullo scenario mondiale.

Attualmente, al centro del dibattito c'è il tema delle relazioni monetarie e finanziarie internazionali. Al declino del dollaro ha fatto da contraltare l'affermazione di nuove valute nel s.m.i. – dapprima l'euro e poi il renminbi cinese accompagnato, fino al *tapering* statunitense del 2014, dalle valute degli altri BRICS –, come riflesso dell'ascesa di nuovi potenti attori nel panorama economico e monetario internazionale. Tuttavia, in considerazione della crisi di secondo livello che ha investito l'Eurozona, della stagnazione giapponese nonostante la Abenomics, e di quella recente dei BRICS e di altri paesi emergenti, ad eccezione di Cina e India, l'attenzione principale si è concentrata sulla Cina. Questa economia continentale, che ha sperimentato per trenta anni tassi di crescita eccezionali del PIL e degli investimenti esteri finanziati dalle riserve in dollari accumulate durante decenni di surplus corrente della bilancia dei pagamenti, ha recentemente cambiato modello di sviluppo: da quello *export led* a quello trainato dalla domanda interna di consumi.

Nell'ultimo decennio l'economia mondiale e il s.m.i hanno visto profondi cambiamenti: Bretton Woods II tra Stati Uniti, BRICS e paesi produttori di petrolio che ha favorito la crescita degli squilibri globali, il *saving glut* crescente (dovuto sia alla transizione demografica nei paesi emergenti e dei paesi in via di sviluppo (PVS) sia alla loro esigenza di un sistema assicurativo collettivo contro le crisi della bilancia dei pagamenti) visto come leva per la crescita di questi paesi e degli investimenti esteri statunitensi, la crisi finanziaria internazionale che ha prospettato prima un crollo del dollaro e poi un suo rafforzamento, il *quantitative easing* (QE) della Banca Centrale Europea (BCE). Questi eventi stanno riscrivendo gli equilibri del s.m.i., che vede contrapporre al dollaro il renminbi cinese oltre all'euro. Tale mutamento rappresenta il risultato del rallentamento ormai decennale delle economie del Nord a fronte di una crescita delle economie del Sud favo-

rita dal miracolo economico cinese, oggi in decelerazione. Ciò è avvenuto mentre motivi geopolitici hanno portato al crollo del prezzo del petrolio e delle altre materie prime che coinvolge, oltre ai paesi produttori di petrolio la maggior parte dei paesi emergenti e dei PVS. Solo l'India ha accelerato la sua crescita. Lo spostamento dell'asse d'influenza sulla crescita del PIL mondiale ha naturalmente coinvolto inizialmente anche le valute dei paesi interessati e pone ora il problema del passaggio da uno schema che vede il pianeta guidato da un'unica superpotenza, e quindi dalla sua valuta, a un altro basato su più attori globali. In particolare, i cambi flessibili hanno cambiato la missione del Fondo Monetario Internazionale (FMI) di cui si chiede una revisione delle quote.

Le questioni che emergono sono diverse. Il dollaro statunitense riuscirà a mantenere la sua posizione dominante nel s.m.i.? Gli economisti dovrebbero impegnarsi a suggerire vie per correggere gli squilibri globali o invece sarebbe meglio che studiassero i modi per correggere le distorsioni provocate da questi squilibri? Una riforma del s.m.i. e del FMI può riequilibrare i processi decisionali mondiali? In questo caso quale delle riforme possibili può trovare l'accettazione di tutti i maggiori attori globali?

Questa ricerca analizza l'evoluzione e i mutamenti del s.m.i. nel passaggio dall'egemonia del *dollar standard* all'adozione possibile di un approccio multivalutario. Essa è articolata in cinque parti e i saggi che la compongono ripercorrono le tappe fondamentali della evoluzione del s.m.i. e alcuni problemi ad essa connessi. Dopo questa breve introduzione, la prima parte della ricerca analizza l'evoluzione del s.m.i. e le opportunità del passaggio da un sistema prettamente egemone a uno basato su più divise. La seconda esamina il sistema economico e monetario internazionale, con particolare riguardo alla Cina. La terza analizza l'evoluzione del cambio di dollaro ed euro. La quarta sottolinea il peso che l'oro continua ad avere nel s.m.i. La parte finale analizza la tematica dei *rating* sovrani in relazione alla crisi economico-finanziaria e a quella di secondo livello ancora in atto. Una sintesi dei principali risultati della ricerca chiude il volume.

In particolare, Olga Marzovilla si sofferma sull'evoluzione e sulle caratteristiche del regime monetario internazionale che è andato affermandosi dalla fine del sistema di Bretton Woods, definito molto spesso *non sistema*, ma che configurerebbe un nuovo ordine monetario, il cosiddetto Bretton Woods II, per certi aspetti simile al precedente, ma con la differenza che il posto periferico occupato dall'Europa e dal Giappone nell'originale sistema sarebbe passato a diversi paesi emergenti e, in particolare, a quelli asiatici. Alla visione ottimistica che il nuovo ordine possa durare ancora a lungo, data la reciproca convenienza che ne traggono le economie coinvolte, questo saggio ne contrappone una meno ottimistica sulla base dell'esame dei costi derivanti dal sistema Bretton Woods II per i paesi emergenti dell'area del dollaro e dei profondi mutamenti che hanno interessato la scena economica internazionale. Questi eventi spingono verso un mondo multipolare e multivalutario dove l'ordine monetario non può prescin-

dere da una reale cooperazione e da una profonda riforma delle istituzioni e delle organizzazioni internazionali. In un contesto caratterizzato da differenze e contrasti negli interessi nazionali il s.m.i. è costantemente esposto al rischio di instabilità e di crisi. Ciò rende necessaria una cooperazione fondata su obiettivi prioritari, principi organizzativi, politiche e regole condivise. In realtà, oggi esistono due importanti premesse per addivenire a una cooperazione costruttiva: la diffusa consapevolezza dei costi del protezionismo e dell'autarchia e l'esistenza di una serie di istituzioni e accordi internazionali che si sono costituiti nel corso del tempo a dimostrazione dell'esistenza di una volontà a cooperare.

La ricerca di Gian Cesare Romagnoli guarda al sistema economico e finanziario internazionale e analizza le motivazioni che sono alla base delle pressioni economiche e geopolitiche per il cambiamento del s.m.i., dove la dominanza del dollaro mostra che la forza militare dà origine a una moneta egemone cui si accompagna la internazionalizzazione e la crescita del suo uso. Per questo nessuno è immune da ripercussioni, quando la politica monetaria statunitense cambia di segno. Il saggio volge poi l'attenzione alla Cina, un'economia continentale che ha sperimentato per trenta anni tassi di crescita eccezionali del prodotto interno lordo (PIL) e degli investimenti esteri finanziati dalle riserve in dollari accumulate durante decenni di surplus corrente della bilancia dei pagamenti, ma che ha recentemente cambiato modello di sviluppo: da quello *export led* a quello trainato dalla domanda interna di consumi. Questo passaggio, che ha dato luogo al rallentamento della crescita economica cinese ha avuto effetti negativi sull'economia mondiale, sia con riguardo ai paesi emergenti che a quelli avanzati. Inoltre esso ha suggerito diverse letture in cui campeggiano le ambizioni economiche e geopolitiche della Cina, a partire dal riconoscimento dello *status* di moneta internazionale al renminbi. Ora, mentre l'ascesa della Cina continua sotto il segno della crisi economica e finanziaria, anche l'Occidente è costretto a riflettere sulle carenze intrinseche al proprio sistema e rinasce la possibilità di una risposta identitaria cinese al modello occidentale. Sembra profilarsi, così, l'utilità di una regionalizzazione politica planetaria che negozi economicamente su un mercato mondiale unico senza distruggere i grandi poli culturali dell'umanità. Al di là della necessità di evitare una guerra in Asia nei prossimi anni, il cambiamento del clima dell'economia mondiale non potrà essere affrontato e gestito senza una stretta collaborazione sino-americana. Per queste ragioni, la riflessione sulla riforma necessaria del s.m.i. non ha potuto prescindere dall'analisi geopolitica. L'affermazione di un nuovo s.m.i. sarà un processo difficile, accidentato e probabilmente non pacifico. È difficile immaginare una potenza egemone che rinunci al suo ruolo senza opporre resistenza soprattutto nel contesto di una stagnazione secolare. Per queste ragioni, le aree che oggi hanno come riferimento, oltre al dollaro e all'euro, anche il renminbi, potrebbero optare per un nuovo s.m.i. più efficiente e soprattutto meno ingiusto che interrompa la guerra delle monete.

Marco Mele analizza le principali determinanti dell'andamento del dollaro e dell'euro nel mercato valutario internazionale al fine di verificare se realmente le

politiche messe in atto dalle rispettive banche centrali siano state mosse dalla necessità di influenzare la stabilità nei mercati finanziari e aumentare la competitività delle loro economie a danno di altre, oppure, se le variazioni dei tassi di cambio dell'euro e del dollaro abbiano rappresentato solamente un risultato attribuibile ai normali fondamentali economici. Per quanto concerne il dollaro, lo studio effettuato sull'indice di tale valuta nei mercati finanziari e sul tasso di cambio reale effettivo mostra che l'andamento dello stesso si è mosso in modo inatteso rispetto a quello prevedibile secondo la logica economica. Di fronte all'acuirsi della crisi, benché le politiche monetarie messe in atto dagli Stati Uniti, quali la riduzione dei tassi della *Federal Reserve* (FED) e le manovre di *quantitative easing*, avrebbero dovuto generare un tendenziale deprezzamento del dollaro, la moneta statunitense ha registrato, dalla metà del 2008, un apprezzamento del suo tasso di cambio effettivo rispetto alle valute sia dei paesi sviluppati che di quelli in via di sviluppo. Tale fenomeno troverebbe risposta nell'ipotesi secondo la quale il dollaro ha svolto la funzione di "*safe haven*". L'analisi della moneta unica europea, invece, evidenzia come, rispetto alla valuta statunitense, le variazioni nei mercati dei cambi siano state determinate dall'eccessiva volatilità registrata durante la crisi dei debiti sovrani. Nonostante le differenze osservate nelle principali determinanti delle dinamiche dell'euro e del dollaro, in entrambi i casi Mele conclude che esse non sono state influenzate dalla finalità di aumentare la competitività delle rispettive economie a danno di altre. In altri termini, esse non sarebbero state il riflesso di politiche del tipo *beggar thy neighbour*. L'analisi non sembra dare peso a due aspetti: i comportamenti delle banche centrali dei BRICS che hanno scelto di sostenere il dollaro dopo lo scoppio della crisi per evitare le ingenti perdite in conto capitale associate a un possibile crollo della moneta statunitense; la sopravvalutazione dell'euro, nonostante la crisi di secondo livello, fino al QE della BCE.

Nella terza parte si studia il ruolo dell'oro nel s.m.i. dal *gold standard* ad oggi. Marzovilla osserva che nonostante l'accelerazione impressa al processo di demonetizzazione dell'oro nella seconda metà degli anni '70, il metallo, benché non abbia costituito più l'unità di conto del sistema monetario e sia venuta meno la convertibilità aurea, conserva pienamente – in un mondo più incerto, caratterizzato dalla presenza di più attori che rivendicano la loro sovranità – il suo importante ruolo di strumento di detenzione delle riserve ufficiali mondiali delle quali rappresenta la seconda componente. La vera svolta nell'accumulazione delle riserve auree si è avuta a partire dal 2008 quando, sotto gli effetti delle crisi dilagante a livello internazionale, le banche centrali sono diventate, da venditrici nette, acquirenti nette di oro, riscoprendo le virtù del metallo di attività di ultima istanza: stabilità, liquidità, sicurezza. Ciò spiega perché la sua rilevanza sia cresciuta nel corso degli ultimi quindici anni, parallelamente alle grandi trasformazioni che hanno accompagnato l'evoluzione del sistema economico internazionale. Esse sottintendono una scena mondiale sempre meno asimmetrica e hanno avuto un ruolo determinante nell'avviare un processo diversificazione delle riserve valuta-

rie oltre ad aprire la prospettiva di un mondo multivalutario in un futuro non lontano. Anche se il prezzo dell'oro tende ad essere volatile nel breve periodo, in una prospettiva di lungo periodo e in momenti di grande tensione il metallo si conferma un'attività strategica. In questo gioco, tuttavia, le banche centrali sono risultate la parte perdente. Infatti, i vantaggi dei modesti saggi d'interesse ottenuti sui prestiti in oro concessi sono stati nettamente superati dai costi connessi alla riduzione del prezzo del metallo e alla maggiore opacità del mercato che hanno offuscato le virtù dell'oro. In realtà, in una situazione di fluttuazione generalizzata, le riserve servono a mantenere la stabilità e la credibilità dei sistemi finanziari nazionali e l'oro assicura queste esigenze: esso è liquido e indistruttibile, non si basa su rapporti di debito-credito e non costituisce passività di alcuno stato sovrano, non esponendo, così, a rischi di *default* e di carattere geopolitico; la sua correlazione negativa con i tassi di cambio delle principali valute contribuisce ad assicurare la stabilità del valore delle riserve; la sua correlazione negativa con le attività finanziarie in momenti di grave tensione favorisce la stabilità dei portafogli.

L'ultima parte di questa ricerca è dedicata al ruolo dei *rating* sui debiti sovrani nelle crisi finanziarie internazionali. Giunti alla ribalta popolare a seguito della crisi dei mutui *subprime* – segnatamente, a causa dell'inattendibilità dei giudizi espressi sugli istituti di credito poi falliti –, questi intermediari dell'informazione sono stati criticati per il fatto di essere enti privati senza alcun controllo pubblicistico e spesso in regime di conflitto d'interesse con i soggetti sottoposti al loro controllo. In questo modo essi producono effetti che probabilmente vanno oltre l'originaria intenzione dei regolatori, giungendo sino a creare singolari forme di autorità, in cui coesistono natura e scopi privati e funzioni di rilevanza pubblica. Nell'analisi empirica, Cosimo Magazzino utilizza il modello BMA (*Bayesian Model Averaging*). La variabile dipendente è la valutazione dell'agenzia dei *rating* sui debiti sovrani da parte di Standard&Poor's (S&P). I paesi inclusi nell'analisi sono stati divisi in cinque regioni: Europa, America Centro-Meridionale, Asia, Africa, Nord-America e Oceania. Lo stesso insieme di variabili macroeconomiche sono state esaminate, di volta in volta, per ognuno di questi gruppi. I risultati indicano che la S&P utilizza variabili diverse al variare della regione di appartenenza dei paesi. Questo metodo discutibile ha implicazioni importanti per l'analisi dei *rating*, perché la letteratura empirica esistente presuppone l'assenza di queste differenze. L'autore conclude che vi è un ampio consenso sul fatto che le agenzie di *rating* abbiano contribuito alla crisi finanziaria, iniziata negli Stati Uniti nell'estate del 2007 con problemi di mercato dei mutui *subprime*, che poi ha assunto dimensioni globali. Le agenzie hanno sottovalutato il rischio associato a prodotti di credito strutturato e non hanno modificato i loro *rating* abbastanza rapidamente rispetto al deteriorarsi delle condizioni di mercato. Pertanto esse sono state accusate sia di errori metodologici che di conflitti di interessi irrisolti, con la conseguenza che la fiducia degli operatori nell'affidabilità dei *rating* è stata gravemente scossa, anche se la loro attività è proseguita senza interruzioni. La riforma del s.m.i. dovrebbe affrontare anche questo problema.

1. L'evoluzione del sistema monetario internazionale: da un regime egemonico a un "non sistema"

*di Olga Marzovilla**

1. Introduzione

L'esplosione della crisi finanziaria statunitense alla fine del 2007, il dilagare e il prolungarsi dei suoi effetti nel resto del mondo, la rapida crescita di molti paesi emergenti, hanno influenzato pesantemente le relazioni economiche internazionali, accrescendo l'esigenza di porre le basi per un nuovo ordine nel sistema monetario mondiale. In questo contesto, sono state avanzate diverse proposte di dar vita ad una nuova Bretton Wood. Le più autorevoli sono state quelle del Presidente francese Nicolas Sarkozy e del primo ministro britannico Gordon Brown, discusse nel summit del G20 di Washington del 2008. Da allora il dibattito sulle possibilità di pervenire ad un nuovo ordine monetario internazionale continua ad essere un tema di accesi dibattiti, senza approdare a risultati concreti.

Ma è possibile ristabilire una BW come quella del 1944? La risposta è negativa se per sistema di Bretton Woods s'intende l'ordine monetario emerso nel secondo dopoguerra e caratterizzato da alcuni tratti salienti: la convertibilità del dollaro in oro; il dollaro come unità di conto del sistema, con le valute dei paesi aderenti all'accordo convertibili in dollari; un regime di tassi di cambi sostanzialmente fissi e ancorati al dollaro ad una parità dichiarata; il ruolo fondamentale del Fondo Monetario Internazionale di assicurare ai paesi aderenti la liquidità necessaria per il rispetto dell'accordo di cambio.

In sintesi, un ordine fortemente asimmetrico e incentrato sulla leadership, non solo sostanziale, ma anche formale degli USA e della loro valuta.

In realtà, oggi l'economia mondiale è profondamente diversa e meno

* UNINT, Roma: olga.marzovilla@unint.eu

asimmetrica rispetto a quella del periodo postbellico e la situazione attuale rende irrealistica la possibilità di tornare a un ordine monetario come quello di Bretton Woods. Di fatto, l'ascesa del dollaro al ruolo di indiscussa moneta chiave del sistema monetario è stata il riflesso della dicotomia esistente tra la potenza economica e politica degli USA e la debolezza delle economie europee, uscite profondamente sconvolte dal conflitto. Come moneta emessa dalla più forte e stabile economia mondiale, liberamente convertibile e meno esposta a svalutazioni e a controlli del cambio rispetto ad altre valute, il dollaro ha finito con l'imporsi come moneta internazionale a livello di transazioni private e di transazioni ufficiali. Citando Kindleberger (1974): *“I governi propongono, il mercato dispone... Le pressioni reali sono più forti delle teorie degli economisti e delle ideologie dei governanti”*. L'evoluzione del sistema monetario internazionale è stata la manifestazione concreta che alla fine i comportamenti dei mercati prevalgono sulle decisioni dei governanti.

Oggi la situazione dei mercati rende irrealistica la possibilità di un ritorno all'originale Bretton Woods:

1. la convertibilità del dollaro in oro da parte degli USA è resa improponibile dal forte divario esistente tra le riserve in dollari detenute dal resto del mondo e quelle auree statunitensi. Un divario, peraltro, che aveva già reso sostanzialmente impossibile la convertibilità aurea della moneta statunitense con il procedere degli anni '60 del secolo scorso;
2. un mondo meno asimmetrico e in cui tutte le principali valute sono pienamente convertibili rende di fatto impossibile il ruolo del dollaro di unità di conto del sistema;
3. in un mondo meno asimmetrico è improponibile per i paesi avanzati il ritorno a un regime di tassi di cambio sostanzialmente fissi e ancorati al dollaro. Ciò, infatti, implicherebbe la rinuncia alla loro sovranità monetaria e il condizionamento della circolazione monetaria alle scelte di politica economica statunitense;
4. in un mondo caratterizzato dalla fine del regime dei tassi di cambio fissi nei paesi avanzati, dalla libertà di circolazione dei capitali e dalla presenza di mercati finanziari sempre più ampi e differenziati, anche il ruolo del Fondo Monetario Internazionale si connota diversamente rispetto a quello originario. Infatti, venendo meno il vincolo del rispetto dell'accordo di cambio e con la possibilità di ricorrere ai mercati finanziari per la risoluzione dei problemi di liquidità, la sua funzione principale è diventata quella esercitare una *“firm surveillance”* al fine di assicurare una corretta dinamica del mercato valutario. Inoltre, con il ripetersi delle crisi finanziarie ad essa si è aggiunta quella di gestore delle crisi.

Partendo da queste premesse il presente lavoro si sofferma sull'evoluzione e le caratteristiche delle regime monetario internazionale che è andato affermandosi dalla fine del sistema di Bretton Woods, definito molto spesso *non sistema*, ma che nel pensiero di Dooley, Garber e Folkerts-Landau (DGF) configurerebbe un nuovo ordine monetario, il cosiddetto Bretton Woods II, simile al precedente, ma con la differenza che il posto periferico occupato dall'Europa e dal Giappone nell'originale sistema sarebbe passato a diversi paesi emergenti e, in particolare, a quelli asiatici.

Alla ottimistica visione di DGF che il nuovo ordine possa durare a lungo data la reciproca convenienza che ne traggono le economie coinvolte, il presente saggio ne contrappone una meno ottimistica sulla base dell'esame dei costi derivanti dal sistema BW II per i paesi emergenti dell'area del dollaro e dei profondi mutamenti che hanno interessato la scena economica internazionale e spingono verso un mondo multipolare e multivalutario dove l'ordine monetario non può prescindere da una reale cooperazione e da una profonda riforma delle istituzioni e delle organizzazioni internazionali.

2. La fine del sistema di Bretton Woods

Come è noto nel corso degli anni '70 sono caduti tutti i pilastri su cui si era fondato il sistema monetario internazionale creato a Bretton Woods. Un ruolo determinante nel crollo del sistema è stato indubbiamente svolto dal passaggio degli Stati Uniti da una politica economica attenta alle sorti del resto del mondo ad una caratterizzata dalla superiorità accordata al perseguimento degli obiettivi interni sul vincolo esterno.

La nuova linea di politica economica, più comunemente nota in Europa come politica di *benign neglect*, segnò, di fatto, il passaggio da una creazione *demand determined* di liquidità internazionale in dollari ad una *supply determined* che alimentava le critiche sugli indebiti vantaggi che il sistema di Bretton Woods conferiva agli USA.

In realtà, la politica monetaria fortemente espansiva condotta dagli Stati Uniti agli inizi del 1970, per fronteggiare una situazione recessiva in gran parte imputabile alla politica di austerità monetaria e di bilancio perseguita nel 1969, ebbe l'effetto di determinare una contrazione dei saggi d'interesse statunitensi, un deflusso netto di capitali a breve verso l'estero e un afflusso di dollari senza precedenti nelle riserve ufficiali di paesi quali la Germania, il Giappone e il Regno Unito. Questi, costretti dal sistema di tassi di cambio vigente ad assorbire l'ondata di dollari, furono esposti a pressioni inflazionistiche che alimentarono l'aspettativa di una rivalutazione e il gioco della speculazione.

Così, ai movimenti di capitale indotti dal differenziale dei saggi d'interesse si aggiunsero quelli speculativi (Marzovilla, 2009).

In questo nuovo contesto, caratterizzato da un'espansione della liquidità internazionale sempre più in funzione delle decisioni di politica economica statunitense, i paesi europei cominciarono a giudicare eccessiva l'accumulazione di riserve in dollari e maturarono le condizioni per il crollo del sistema creato a Bretton Woods.

Nel maggio del 1971 la Germania decise di disattendere all'accordo di cambio e di adottare un regime di cambi flessibili: iniziativa, questa, già, peraltro, assunta per il dollaro canadese. Ciò suscitò i timori del governo USA di essere alla vigilia di massicce richieste di conversione di dollari in oro e contribuì alla decisione del 15 agosto di sospendere la convertibilità della sua valuta in oro.

La fine della convertibilità fu l'inizio del rapido e progressivo smantellamento del regime monetario di Bretton Woods, le cui tappe possono sintetizzarsi nelle seguenti:

- nel 1972 iniziò il graduale processo di erosione del ruolo della valuta americana di unità di conto con la decisione del FMI di esprimere le parità anche in Diritti Speciali di Prelievo creati nel 1969.
- nel marzo 1973, a Parigi, i paesi aderenti alla CEE abolirono l'obbligo delle Banche Centrali di intervenire per mantenere i margini di fluttuazione del dollaro.
- nel 1976 con la conferenza di Kingston l'oro fu demonetizzato. In particolare, vennero aboliti il prezzo ufficiale dell'oro, la sua funzione di denominatore comune delle parità, l'obbligo dei paesi di effettuare pagamenti in oro al FMI. Con la stessa conferenza si sancì anche la fine definitiva del sistema dei tassi di cambio regolati, consentendo ai paesi membri di adottare il regime desiderato a condizione di evitare la manipolazione dei cambi al fine di ottenere indebiti vantaggi competitivi. Conseguentemente, si modificò sostanzialmente anche il ruolo del Fondo Monetario Internazionale, la cui funzione principale divenne quella di esercitare una ferma sorveglianza al fine di evitare la manipolazione dei mercati valutari.

Di fatto, la conferenza di Kingston ha segnato la svolta da un sistema monetario a un "*non sistema*", definito normalmente *dollar standard* perché l'unico pilastro sopravvissuto del vecchio regime rimaneva il ruolo del dollaro come moneta internazionale, benché non fosse più convertibile in oro e non fosse legata alle altre valute da tassi di cambio sostanzialmente fissi.

Con riferimento al sistema dei cambi il *non sistema* affermatosi dopo il 1976 ha visto il mondo dividersi in due blocchi:

- il mondo industrializzato che ha optato per i cambi flessibili, per riacquistare la sua sovranità monetaria;
- quello sottosviluppato che ha scelto un regime di tassi di cambio fissi, generalmente ancorati al dollaro, per dare credibilità e fiducia alle sue scelte di politica monetaria strettamente condizionate da quelle USA.

È seguito un periodo di grande disordine monetario che ha interessato sia i paesi industrializzati, sia quelli sottosviluppati, ponendo in dubbio i benefici dei cambi fissi e dei cambi flessibili.

In realtà, i paesi avanzati hanno dovuto prendere atto che neanche i cambi flessibili hanno costituito un'adeguata barriera contro le influenze monetarie del paese centro. Infatti, l'indirizzo fortemente espansivo impresso dagli USA alla circolazione monetaria dal 1976 determinò un deprezzamento del dollaro e una rivalutazione delle monete degli altri paesi alla quale sono stati attribuiti effetti deflazionistici. Ugualmente, la politica di rigore monetario intrapresa dagli USA dal 1980 ha posto il resto del mondo di fronte alla difficile alternativa se: a) garantire la stabilità dei cambi, seguendo la tendenza all'aumento dei tassi d'interesse statunitensi; b) stabilizzare i tassi d'interesse, lasciando deprezzare le proprie valute e accettandone le conseguenze inflazionistiche.

Di fatto, nel *non sistema*, generalmente definito *dollar standard*, la valuta statunitense ha continuato a svolgere un indiscusso ruolo centrale dal momento che, nonostante il ridursi delle asimmetrie, sino all'inizio del nuovo millennio non ha avuto reali concorrenti come moneta internazionale. L'esperienza ha dimostrato che anche con la fine dell'obbligo delle parità regolate, le banche centrali – ivi comprese quelle dei paesi aderenti al sistema monetario europeo, e *in primis* quella tedesca – hanno continuato ad intervenire in dollari nei mercati valutari per prevenire ampie variazioni dei tassi di cambio ed, evitando nel contempo, indesiderate variazioni della circolazione monetaria interna.

Anche i paesi in via di sviluppo ed emergenti, dopo il crollo di Bretton Woods, hanno sperimentato i limiti dei sistemi con tassi di cambio fissi e controllati. Infatti, l'aggancio delle loro valute al dollaro ha avuto un ruolo determinante nell'esperienza delle crisi debitorie degli anni '80 e di quelle valutarie e finanziarie degli anni '90. Ciò ha contribuito ad alimentare la convinzione che, in presenza di una maggiore libertà dei movimenti di capitale, per difendersi dalle crisi sia importante disporre di riserve valutarie per fronteggiare gli attacchi della speculazione ed evitare il ricorso agli aiuti del Fondo Monetario Internazionale, condizionati all'attuazione di programmi di aggiustamento strutturale, che spesso si sono rivelati controproducenti, come ha dimostrato l'esperienza della crisi latino americana degli anni '80 (Devlin, 1989; ECLAC, 1996; French-Davis, Muñoz, Palma, 1998; Brad, Cavenagh, 2003).