

1984

Le Politiche Monetarie E Il Contesto Finanziario Internazionale

Hyman P. Minsky Ph.D.

Follow this and additional works at: https://digitalcommons.bard.edu/hm_archive

 Part of the [Macroeconomics Commons](#)

Recommended Citation

Minsky, Hyman P. Ph.D., "Le Politiche Monetarie E Il Contesto Finanziario Internazionale" (1984). *Hyman P. Minsky Archive*. 228.

https://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/228

This Open Access is brought to you for free and open access by the Levy Economics Institute of Bard College at Bard Digital Commons. It has been accepted for inclusion in Hyman P. Minsky Archive by an authorized administrator of Bard Digital Commons. For more information, please contact digitalcommons@bard.edu.

- Krugman P., L. Taylor [1978], « Contractionary Effects of Devaluation », *Journal of International Economics*, vol. 8, ago., pp. 445-46.
- Lewis W.A. [1977], *The Less Developed Countries and Stable Exchange Rates*, in *The International Monetary System in Operation*, Macmillan.
- Malinvaud E. [1977], *The Theory of Unemployment Reconsidered*, Blackwell, London.
- Marston R.C. [1982], « Wages, Relative Prices and the Choice Between Fixed and Flexible Exchange Rates », *Canadian Journal of Economics*, vol. 15, feb., pp. 87-103.
- Muellbauer J., R. Portes [1979], *Macroeconomics When Markets Do Not Clear*, in W.H. Branson, *Macroeconomic Theory and Policy*, 2^a ed., New York.
- Obstfeld M. [1982], « Can We Sterilize? Theory and Evidence », *National Bureau of Economic Research, Working Paper*, n. 833, gen.
- Sachs J.D. [1980], « Wages, Flexible Exchange Rates, and Macroeconomic Policy », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 94, giu., pp. 731-47.
- Sachs J.D., [1981], « The Current Account and Macroeconomic Adjustment in the 1970s », *Brookings Papers on Economic Activity*, n. 1, pp. 201-68.
- Taylor, J.P. [1979], « Staggered Wage Setting in a Macro Model », *American Economic Review*, vol. 69, mag., pp. 108-18.

LE POLITICHE MONETARIE E IL CONTESTO FINANZIARIO INTERNAZIONALE

di Hyman P. Minsky *

Quando consideriamo i problemi di finanza internazionale e le diverse politiche volte a dirigere e a controllare i sistemi economici, appare chiaro che « più le cose cambiano più restano le stesse » per quanto riguarda le cause fondamentali dei fenomeni. In tutti i periodi di turbolenza affiorano i tentativi di interpretare ciò che avviene come un fatto unico, senza precedenti storici, e di utilizzare questa pretesa unicità per sostenere nuovi approcci alla politica economica. Ma le pretese di unicità molto spesso sono infondate. Tali pretese inoltre possono agire da barriere ad una reale comprensione dei fatti e possono portare alla scelta di sotterfugi inefficaci e perfino perversi, quanto ai loro effetti.

L'attuale sistema monetario e finanziario internazionale non è molto diverso dalla struttura delle relazioni monetarie e finanziarie internazionali del periodo precedente la prima guerra mondiale. Le posizioni assunte e le operazioni compiute recentemente dal Federal Reserve, per esempio dalla metà degli anni '70, sono analoghe alle operazioni della Banca d'Inghilterra negli anni che precedono la prima guerra mondiale¹. Quello attuale è un sistema di tassi di cambio fluttuanti che ha nel Federal Reserve la sua organizzazione operativa principale. Circa settant'anni fa esisteva un sistema di *gold standard* con riserve limitate che aveva nella Banca d'Inghilterra il suo operatore chiave.

* Ringrazio C.P. Kindleberger e D. Felix per i loro utili commenti.

1. L'esposizione che segue fa ampio ricorso ai concetti sviluppati da R.J. Sayers, in *Bank of England Operations 1890-1914*, (P.S. King and Sons, London, 1936).

La ragione dell'analogia sta nel fatto che nel periodo antecedente la prima guerra mondiale la Banca d'Inghilterra era l'operatore fondamentale di un sistema caratterizzato da un'estesa struttura di indebitamenti denominati in sterline o nel loro equivalente. Oggi il Federal Reserve è l'agente fondamentale di un sistema caratterizzato da una vasta struttura di debiti denominati in dollari, sebbene operi in un regime di cambi flessibili nel quale l'oro non gioca nessun ruolo manifesto.

A causa della vasta rete di legami finanziari tra i sistemi economici, come dimostra il massiccio indebitamento internazionale oggi prevalentemente denominato in dollari, cambiamenti significativi delle politiche e delle operazioni del Federal Reserve sono connessi all'esigenza di conservare l'operatività della struttura degli impegni finanziari internazionali. In maniera analoga, significativi cambiamenti delle operazioni della Banca d'Inghilterra nel periodo immediatamente precedente la prima guerra mondiale, rappresentavano una reazione a quanto avveniva sui mercati finanziari internazionali².

L'esperienza recente mostra chiaramente l'importanza delle relazioni finanziarie internazionali nella determinazione di « grandi » svolte della politica monetaria. Nel 1979 il Federal Reserve si è spostato su una strategia monetarista anche perché la struttura del debito denominato in dollari era sotto pressione, dato che gli investitori stranieri e americani abbandonavano il dollaro, e si è allontanata dal « monetarismo » alla metà del 1982 anche in risposta alla grande corsa al dollaro che è culminata nelle crisi finanziarie del Messico e della Penn Central. Una politica della Fed. orientata all'offerta di moneta è stata la reazione alla pressione ribassista sul dollaro, così come la linea accomodante è stata la risposta all'apprezzamento della valuta Usa sui mercati valutari internazionali. Attualmente esiste una fascia flessibile di oscillazione del dollaro; l'ampiezza della fascia è determinata dall'entità degli spostamenti dei capitali in favore e a sfavore del dollaro. Per il Federal Reserve, l'autonomia di fissare come obiettivi l'offerta di moneta interna, tassi d'interesse o perfino variabili « economiche » come i prezzi o l'occupazione, è limitata perché il Federal Reserve ha una sovrachiantante responsabilità nel mantenere condizioni ordinate per l'attività creditizia e di soffocare crisi finanziarie incipienti e focolai di panico.

Per comprendere l'attuale sistema finanziario internazionale e gli

2. Cfr. Charles P. Kindleberger, J.-P. Laffargue (eds.), *Financial Crises: Theory, History and Policy*, Cambridge U.P., Cambridge, 1982.

effetti, a volte particolarmente perversi, degli interventi di politica monetaria, è necessario cominciare dalla situazione iniziale di tutti i giorni: una struttura di legami finanziari internazionali ereditati dal giorno precedente che prende la forma di debiti, prevalentemente verso banche le quali, a loro volta, hanno dei « depositanti »³.

Questo è un differente approccio allo studio delle relazioni finanziarie internazionali: l'approccio più comune parte dal saldo delle importazioni e delle esportazioni. La dinamica della struttura finanziaria internazionale comporta flussi di pagamenti nella valuta di denominazione del debito da parte dei debitori alle banche e dalle banche ai « depositanti ».

Il normale funzionamento di tale struttura richiede inoltre che esista un flusso di crediti dai depositanti alle « banche » e dalle banche ai « prenditori a prestito ».

Questi debiti internazionali nella stragrande maggioranza sono oggi denominati in dollari anche se i debitori, le banche che svolgono l'intermediazione e i titolari dei depositi bancari non necessariamente sono di origine statunitense. La residenza non statunitense dei principali attori della scena finanziaria internazionale è un dato essenziale dell'attuale situazione. Mentre la responsabilità di mantenere funzionante la struttura finanziaria internazionale ricade in gran parte sugli Stati Uniti, i primi a trarne beneficio sono banche « offshore », imprese e « famiglie ». Una simile concentrazione di responsabilità (e di costi), e una simile dispersione di benefici può creare ostacoli politici al corretto funzionamento della struttura finanziaria attuale. Nell'esposizione che segue verranno definite alcune basilari caratteristiche delle banche e del sistema creditizio, particolarmente importanti per comprendere la situazione attuale.

Le banche possono tenere la contabilità in qualunque unità di conto, dollari, marchi, sigarette o pellicce. Una banca avversa al rischio, specialmente in un regime di cambi fluttuanti (non di *gold standard*), cercherà di mantenere un bilancio equilibrato: ai depositi in dollari faranno riscontro attività in dollari ecc.

Una « posizione aperta » si ha viceversa quando attività e passività (depositi) sono denominati in valute differenti.

Un regime di cambi fissi — un *gold standard* — può essere interpretato come un mezzo per limitare le perdite e i guadagni potenziali derivanti dalle posizioni aperte.

3. H.P. Minsky, *Financial Interrelations, the Balance of Payments and the Dollar Crisis*, in J.D. Aronson (ed.), *Debt and the Less Developed Countries*, Westview Press, Boulder, 1979.

Così come la natura aborre il vuoto così il banchiere aborre le posizioni aperte. Tuttavia una contabilità chiusa sarà una « contabilità del banchiere » in quanto tipicamente le passività avranno scadenza più breve delle attività. Una contabilità del banchiere non prevede scadenze uguali per attività e passività. Ogni banca che tiene una contabilità in dollari ha un problema di *rollover*⁴: le passività in scadenza sono normalmente pagate con i fondi ricavati dall'emissione di nuove passività. Durante i periodi di grande instabilità, come fu ad esempio la tarda estate del 1979 quando i possessori di depositi bancari cercavano di cambiare la valuta di denominazione delle loro attività, nella contabilità di una banca possono apparire posizioni aperte. I depositi vengono distribuiti tra diverse valute per favorire i depositanti anche se le attività restano nella loro valuta iniziale. Tali posizioni restano soltanto finché le attività vengono a scadenza⁵.

Lo sportello di riscontro della banca centrale è il rifugio per le banche strette da un problema di rinnovo del debito. L'accesso al Federal Reserve è tuttavia limitato alle banche-membro o alle banche riconosciute negli Usa. Una banca tedesca o svizzera che incappi in un problema di rinnovo della sua posizione debitoria in dollari non ha accesso diretto al Federal Reserve; ha accesso alla sua banca centrale.

I dollari per far fronte ai ritiri dovranno essere reperiti o attraverso risorse proprie della banca in questione (obbligazioni negoziabili in dollari sulla piazza di New York) o attraverso la banca centrale nazionale. La disponibilità di dollari presso una banca centrale dipende dai saldi in dollari delle banche centrali e dagli accordi in vigore per le « operazioni *swap* » con il Federal Reserve. In ogni caso il Federal Reserve è responsabile della risoluzione di ogni problema di rinnovo del debito o di fuga di depositi, mantenendo condizioni ordinate sui mercati monetari quando le attività finanziarie sono liquidate e fornendo dollari alle banche nazionali o alle banche centrali attraverso il riscontro, le operazioni *swap* o con accordi analoghi. La denominazione in dollari dei debiti implica che sia il pagamento degli interessi che quello del capitale debbono essere effettuati in dollari. I debitori privati interni o le « economie nazionali » possono ottenere dollari per far fronte a tali impegni di pagamento in seguito a:

1. un saldo commerciale in avanzo (profitti);

4. Verso la fine dell'estate del 1979 alcune banche hanno coperto con titoli le nuove posizioni aperte in franchi svizzeri, emettendo obbligazioni a lungo termine denominate in franchi svizzeri.

5. Il film *Rollover* dimostrava grande ignoranza del mondo del credito.

2. prestiti;
3. vendita di attività finanziarie;
4. possesso di dollari.

La quarta voce — dollari — può essere eliminata immediatamente. La liquidità di cassa è un fondo cuscinetto che può fronteggiare gli effetti di brevi e temporanee cadute del *cash flow*.

Ma in economie caratterizzate da estesi mercati finanziari monetari, si può economizzare la liquidità di cassa attraverso l'acquisto di attività finanziarie a brevissima scadenza facilmente negoziabili. Per questo ci occuperemo principalmente di situazioni caratterizzate da una riserva di liquidità in dollari molto esigua. Gli attuali sistemi di cambi flessibili in presenza di mercati monetari ben sviluppati sono contraddistinti da scarse riserve di liquidità di cassa. Le strade concretamente praticate dai debitori per ottenere i fondi necessari a saldare i loro debiti sono dunque la vendita di attività finanziarie, l'accensione di prestiti e la realizzazione di un surplus commerciale (di profitti).

Le attività finanziarie si possono classificare in base alla valuta di denominazione e ai termini di scadenza (pronta negoziabilità). Per ogni « economia nazionale » con debiti in dollari, le attività da poter utilizzare per raccogliere i fondi necessari a saldare tali debiti possono essere riassunte nella seguente tabella a doppia entrata:

Durata grado di liquidità	Denominazione	
	Dollari	Valuta nazionale o altra
Titolo a breve termine, negoziabile		
Titolo a lungo termine o non negoziabile		

La proprietà di strumenti finanziari in dollari negoziabili a breve termine da parte delle autorità monetarie e delle banche « internazionali » svolge un ruolo chiave per la determinazione dei « confini » della fascia entro la quale il Federal Reserve deve operare. Se la quantità di titoli a breve posseduti cresce più rapidamente della necessità di attività finanziarie in dollari espressa dalle istituzioni creditizie *offshore*, allora negli Stati Uniti si determineranno « bassi » tassi d'interesse e una pressione alla vendita di attività in dollari per acquistare attività denominate in altre valute: il dollaro tenderà a deprezzarsi e tale deprezzamento potrà far scattare una fuga dal dollaro. Se, come è avvenuto nel 1979, tale sfavorevole « posizione sull'estero » è accom-

pagnata da inflazione interna nel contesto di « bassi » tassi d'interesse, si può scatenare da parte dei possessori interni di attività finanziarie una corsa ai beni rifugio, all'oro e all'indebitamento.

Sfortunatamente, nel recente passato le vendite di attività finanziarie hanno inasprito piuttosto che migliorato i problemi di pagamenti internazionali. Le difficoltà nei pagamenti internazionali hanno generato non soltanto il timore di variazioni dei tassi di cambio ma anche di instabilità sociale e politica.

Ciò implica che i detentori di attività denominate in valute nazionali sentano l'esigenza di un rifugio sicuro. La pressione al ribasso delle valute nazionali sui mercati dei cambi può pertanto provocare un incremento perverso della domanda di dollari, aumentando perciò le difficoltà iniziali. Giacché le attività denominate in dollari detenute all'estero sono una quantità limitata, deficit della bilancia corrente e una eventuale corsa al dollaro consumeranno rapidamente qualunque iniziale riserva di liquidità di cassa o di titoli negoziabili.

I prestiti a condizioni di mercato dipendono dalle aspettative sui redditi futuri di chi concede e di chi riceve il prestito. Nel finanziamento internazionale, i prestiti correnti riflettono le aspettative sull'andamento futuro dei surplus commerciali. L'esistenza di un massiccio volume di debiti denominati in dollari da parte del resto del mondo significa che il resto del mondo deve guadagnare attraverso il saldo commerciale e quello di parte corrente una massa di dollari sufficiente a pagare l'interesse sui suoi debiti; se non subito, per lo meno in un prevedibile futuro.

Possiamo schematizzare la bilancia dei pagamenti di un paese in una serie di componenti. Collocheremo l'interesse e i dividendi sulla prima fila. Il motivo di tale classificazione è che si considera questo ammontare — cioè gli impegni finanziari in conto debiti — come se fosse rappresentato dalle spese generali o dai costi fissi che le unità produttive devono sostenere prima di poter registrare dei profitti. Naturalmente i pagamenti per interessi sui debiti sono stabiliti contrattualmente mentre i dividendi sono funzione dei guadagni.

Se un'economia nazionale deve sostenere un'ingente spesa per questi redditi da capitale quando la situazione economica è florida, allora, nel caso in cui i pagamenti siano costituiti prevalentemente da dividendi, questi diminuiranno durante la depressione, mentre i pagamenti per interessi fissati contrattualmente non si ridurranno. Nella situazione attuale gli investimenti diretti all'estero e l'abilità delle aziende di nascondere i profitti — e anche i movimenti di capitale — attraverso prezzi di trasferimento, rendono problematica la conoscenza dell'effettiva entità dei redditi da capitale e degli investimenti effettuati.

Cionondimeno, considerare gli interessi e i dividendi maturati in un anno come funzione della struttura delle passività finanziarie è concettualmente corretto. Ai giorni nostri l'esplosione dell'indebitamento internazionale denominato in dollari, specialmente di quello dei paesi più arretrati e di quelli in via di sviluppo, ha portato in primo piano gli impegni di pagamento per interessi.

Occorre tuttavia sottolineare che l'onere del debitore in valuta nazionale di un indebitamento denominato in dollari cresce con il deprezzamento della valuta nazionale mentre questo effetto del deprezzamento non si verifica per i dividendi. Se il debito è denominato in dollari il possessore del titolo di debito non deve sopportare nessuno dei costi di un deprezzamento della valuta di un paese, mentre nel caso dei dividendi la svalutazione trasforma un ammontare fisso in valuta nazionale in un ammontare inferiore in dollari. Il rialzo del dollaro nei confronti delle altre valute dopo la metà del 1982, ha causato una riduzione dei profitti denominati in dollari per molte imprese multinazionali.

La bilancia merci e servizi è collocata sulla seconda fila. Normalmente, per far fronte agli impegni di pagamento un debitore deve disporre di un surplus. La terza fila è costituita dai movimenti di capitale a lungo termine e la quarta dai movimenti compensativi che possono essere crediti bancari, attività del mercato monetario oppure « oro ». È evidente che i movimenti di capitale a lungo e anche a breve termine consentono di soddisfare gli impegni di pagamento per interessi (e dividendi) attraverso un minore surplus della bilancia corrente di merci e servizi. A metà dell'83 è stata esercitata una pressione su varie banche commerciali affinché mantenessero e accrescessero i loro crediti al Brasile e ad altri paesi per alleggerire il carico dei pagamenti per interessi che erano in scadenza⁶.

Negli anni del *gold standard* immediatamente precedenti la prima guerra mondiale, la Gran Bretagna disponeva di un'enorme quantità di azioni e obbligazioni *offshore*; di conseguenza l'Inghilterra otteneva ogni anno un ampio reddito netto in conto interessi e dividendi. Il saldo merci e servizi era in deficit; questo deficit era minore del surplus del conto interessi e dividendi cosicché l'Inghilterra registrava ogni anno un saldo attivo nella somma dei « flussi di reddito da capitale e del conto merci e servizi ».

6. « Le banche centrali chiedono più mutui privati per il Terzo Mondo », titolo del *The New York Times* del 14 giugno 1983.

Schema di bilancia dei pagamenti: prima della I guerra mondiale

	Gran Bretagna	Resto del mondo
I. Interessi e Dividendi	+	-
II. Merci e Servizi	-	+
I + II	+	-
III. Investimenti a lunga	-	+
I + II + III	-	+
IV. Movimenti di capitale a breve, Oro	+	-
I + II + III + IV	0	0

+ = surplus, - = deficit

In un anno-tipo gli investimenti inglesi a lunga scadenza erano tanto ingenti che la somma delle prime tre file risultava negativa. La bilancia dei pagamenti veniva normalmente equilibrata attraverso « importazioni » di capitale a breve termine o movimenti di oro in uscita. I movimenti di oro o di capitali a breve avevano l'effetto di aumentare le attività liquide di proprietà dei paesi che adottavano lo *sterling-standard* o il *gold standard*. Tali attività liquide servivano come base di « riserva » per le banche centrali e per le banche commerciali (si ricordi che prima della I guerra mondiale non tutti i paesi disponevano di una banca centrale. L'atto di costituzione del Federal Reserve fu approvato nel 1913). Dal momento che il possesso di attività fruttifere sul mercato monetario di Londra era più redditizio che detenere infruttifere riserve d'oro per delle banche il cui obiettivo era massimizzare il profitto (e anche per le banche centrali) l'oro avrebbe lasciato la Banca d'Inghilterra soltanto se l'accumulazione di saldi in sterline fosse divenuta eccessivamente elevata o se fosse cresciuta troppo in fretta. Di fatto usare l'oro per comprare franchi o altri strumenti finanziari era un modo per speculare contro la sterlina ⁷.

Nella fase matura del *gold standard*, cioè nei 25 anni che precedono la seconda guerra mondiale, la Banca d'Inghilterra detene una quantità molto piccola di riserve auree rispetto all'ammontare degli scambi commerciali e dell'indebitamento che venivano denominati in sterline. Inoltre la Gran Bretagna era il centro mondiale delle « nuove

7. J.M. Keynes, « Great Britain Foreign Investments », *New Quarterly*, feb. 1910; vol. XV: *Activities 1906-1914 India and Cambridge; Collected Writings*, MacMillan and St. Martin Press for the Royal Society, Cambridge, 1971, pp. 44-59.

emissioni » cosicché gli investimenti a lungo termine (fila III) costituivano una voce negativa molto rilevante nella sua bilancia dei pagamenti.

Ogniquale volta la voce compensativa « indebitamento a breve » diveniva eccessivamente ingente, dalle casse della Banca d'Inghilterra usciva l'oro. Tale deflusso di riserve minacciava l'operosità del *gold standard* della Banca d'Inghilterra. Quest'ultima reagiva all'uscita di oro aumentando il tasso bancario. Un tasso bancario più elevato comporta un innalzamento dei tassi d'interesse a breve; ciò a sua volta provoca più alti tassi d'interesse sui prestiti a lungo termine e una diminuzione dell'ammontare dei flussi registrati come investimenti a lungo termine (come si è visto nel 1982, alti tassi d'interesse possono deprimere fino alla chiusura il mercato delle obbligazioni a lungo termine). Questa riduzione implicava che la somma delle prime tre file per l'Inghilterra divenisse positiva, o comunque, meno negativa. Per equilibrare la bilancia dei pagamenti occorre che l'indebitamento a breve o i movimenti dell'oro divenissero negativi; così l'oro riaffluiva in Gran Bretagna. La bilancia dei pagamenti tornava in equilibrio non a causa di variazioni delle esportazioni o delle importazioni ma a causa di variazioni nel flusso dei fondi per investimenti a lungo termine.

Il flusso dei fondi per investimenti a lungo termine dipende dal reddito futuro atteso del debitore. Nel caso di una gestione sana degli affari e della finanza, i prestiti a lungo termine affluiranno verso un dato paese in ragione delle aspettative di profittabilità dei progetti d'investimento espressa nella valuta del paese debitore e del saldo commerciale complessivo del paese in questione che determina la capacità della valuta del debitore di trasformarsi nella valuta di denominazione del debito.

Nel caso di un sistema aureo o a cambio aureo la trasformazione dei guadagni in valuta locale nella valuta di indebitamento veniva considerata sicura. Nel sistema di cambi flessibili un eccesso di domanda della valuta di denominazione del debito conduce ad un aumento del prezzo della valuta di denominazione. Tale apprezzamento accresce l'onere del debito in valuta nazionale. Un simile movimento dei tassi di cambio aumenta i rischi sia di chi concede sia di chi ottiene il prestito ed è un ostacolo ad ulteriori prestiti. La riduzione dei prestiti accresce ulteriormente l'eccesso di domanda della valuta di denominazione del debito e l'iniziale svalutazione del tasso di cambio si aggrava. La svalutazione continuerà finché non si verifica o una caduta del reddito nazionale sufficiente a ridurre le importazioni, o un cambiamento dei prezzi relativi che accresca l'export e

riduca l'import oppure « interventi » esterni che comportino l'erogazione di mutui a condizioni non di mercato.

In un *gold standard* « fragile » il flusso di riserve auree verso il paese centro stimolerà un'espansione del credito interno. In un regime a *sterling-standard*, il flusso dei depositi dall'estero verso l'interno tenderà a far diminuire i tassi d'interesse in sterline. Ciò comporterà un'espansione del credito interno e un miglioramento delle condizioni dei prestiti. In entrambi i casi il regime di cambi fissi impone un allentamento delle redini monetarie al paese che rivaluta e una stretta al paese che svaluta, sebbene la necessità di tali comportamenti non sia così ferrea nel caso di uno *sterling* (o *dollar*) *standard* come nel caso del *gold standard*. Subito dopo la II guerra mondiale (tra la metà degli anni '40 e la metà degli anni '50) l'indebitamento del terzo mondo era a livelli minimi, a causa del boom delle esportazioni di materie prime in tempo di guerra. Nel periodo immediatamente successivo alla guerra, i pagamenti per trasferimenti dominavano le bilance valutarie perché i paesi avanzati avevano bisogno di importare per le esigenze di ripresa e di ricostruzione.

La bilancia dei pagamenti dell'immediato dopoguerra era fondamentalmente dominata da un surplus del saldo merci degli Stati Uniti e da investimenti a lungo termine e trasferimenti così ingenti da creare la necessità di un import di voci compensative da parte degli Stati Uniti. Questa « importazione di capitale » a breve prese la forma di saldi bancari e di obbligazioni del tesoro in possesso di stranieri.

Bilancia dei pagamenti - Immediato dopoguerra

	Usa	Resto del mondo
I. Interessi e Dividendi	0	0
II. Merci e Servizi	+	-
I + II	+	-
III.A Investimenti a lungo termine	-	+
III.B Trasferimenti unilaterali	-	+
I + II + IIIA + IIIB	-	+
IV. Movimenti di capitale a breve	+	-
I + II + IIIA + IIIB + IV	0	0

Queste passività statunitensi costituivano le riserve dei sistemi bancari degli altri paesi. Data l'esigenza di liquidità e di riserve denominate in dollari, il risultato fu di migliorare la posizione in attività liquide delle banche centrali e commerciali del resto del mondo. Si

ebbe così un sistema che consentì reciproci vantaggi: il surplus commerciale aiutava a sostenere i profitti e l'occupazione negli Stati Uniti; i movimenti di capitale a lungo termine finanziavano l'espansione economica e la ripresa nel resto del mondo; infine i movimenti di capitale a breve o compensativi miglioravano la liquidità e servivano come base per l'espansione del credito in molti sistemi bancari.

Tuttavia, poiché i movimenti di capitale a lungo termine degli Stati Uniti eccedevano i movimenti di capitale a breve verso gli Stati Uniti si verificò un'accumulazione netta di debiti nei confronti degli Stati Uniti. Di conseguenza la voce interessi e dividendi, pari a zero nella tabella sopra riportata, divenne positiva per gli Stati Uniti. Un reddito da interessi positivo unitamente a un saldo positivo del conto merci e servizi richiede per pareggiare la bilancia dei pagamenti una combinazione di maggiori investimenti a lungo termine, maggiori trasferimenti unilaterali e una minor entrata di attività a breve; in ciascun caso la voce interessi e dividendi continuerà a crescere. La « soluzione » per gli Stati Uniti è quella di far divenire negativo il saldo merci e servizi (vale a dire imitare la Gran Bretagna del periodo precedente la I guerra mondiale) ma ciò implica profitti più bassi e un'accresciuta difficoltà nel raggiungere la piena occupazione negli Usa. Dal punto di vista di questi ultimi il problema è se la struttura della bilancia dei pagamenti necessaria per la stabilità finanziaria internazionale implichi o meno al loro interno una compressione dei profitti e un contesto finanziario sfavorevole per l'occupazione e per la crescita.

Bilancia dei pagamenti - Schema attuale

	Usa	Resto del mondo
I. Interessi e Dividendi	+	-
II. Merci e Servizi	-	+
I + II	-	+
III.A Investimenti a lungo termine	-	+
III.B Trasferimenti unilaterali	-	+
I + II + IIIA + IIIB	-	+
IV. Movimenti di capitale a breve	+	-
I + II + IIIA + IIIB + IV	0	0

Viviamo attualmente in un mondo caratterizzato da un enorme indebitamento estero dei paesi sviluppati e in via di sviluppo. Questo debito è in massima parte denominato in dollari. Alla fine del

1983 questo debito — sia quello corrente che quello in sofferenza — potrà raggiungere e superare i 700 miliardi di dollari. Ciò significa che i pagamenti per interessi da parte del resto del mondo, registrati nella prima fila, oscilleranno tra i 50 e i 100 miliardi di dollari, a seconda del livello dei tassi d'interesse.

Questo enorme ammontare di debito non è prevalentemente debito diretto in base al quale i cittadini e istituzioni non bancarie dei paesi creditori posseggono obbligazioni di amministrazioni pubbliche, di imprese private o pubbliche dei paesi debitori.

Si verifica al contrario che le banche interpongano la loro garanzia tra i debitori che debbono loro il denaro, e i creditori verso i quali le stesse banche sono in debito. Le banche che compiono l'intermediazione non sono necessariamente residenti negli Stati Uniti, i debitori sono ovviamente « stranieri » e i creditori delle banche, i depositanti, non sono necessariamente operatori statunitensi, il cui principale problema è il reddito e la spesa in dollari.

Nella situazione attuale questo possesso *offshore* di depositi denominati in dollari conferisce una particolare dimensione di instabilità alla struttura finanziaria internazionale, dal momento che i proprietari dei depositi non hanno alcuna particolare esigenza di detenere dollari in quantità indefinita come avverrebbe invece ad un depositante residente negli Usa⁸. In tal modo una significativa percentuale delle centinaia di miliardi di dollari di depositi bancari che finanziano i prestiti esteri in dollari concessi dalle banche, potrebbe essere denominata in dollari così come in franchi svizzeri o in marchi tedeschi.

Qualunque spostamento dei possessori di depositi denominati in dollari verso depositi denominati in altre valute creerà una pressione al ribasso sulla valuta americana. Mentre il dollaro si deprezza e gli strumenti di investimento liquido alternativi si rivalutano, un movimento in uscita dal dollaro può rapidamente trasformarsi in una vera e propria fuga. Un sistema finanziario nel quale esiste un forte ammontare di debito internazionale e numerose valute potenziali di denominazione del debito è di per sé instabile, a meno che non vengano accordi istituzionali tali da limitare i vantaggi ad investire in una valuta piuttosto che in un'altra, in modo che piccole variazioni dei tassi d'interesse producano rilevanti effetti. E questo è quanto si ottiene attraverso i cambi fissi, o con il *gold standard*.

Le banche centrali intervengono per prevenire le emorragie valu-

8. Un residente negli Stati Uniti che fosse proprietario di attività finanziarie denominate in valuta diversa dal dollaro ed avesse impegni di pagamento e spese correnti in dollari avrebbe una posizione aperta.

tarie. Prima di tutto un deprezzamento del dollaro accentuerà l'inflazione in America e le banche che hanno attività in dollari potrebbero assumere delle posizioni aperte dal momento che « finanziano » le loro attività in dollari con debiti denominati in altre valute. Nel caso di una posizione aperta un deprezzamento del dollaro influenza negativamente l'utile netto delle banche che l'hanno adottata: il Federal Reserve deve intervenire per contenere e invertire questa fuga dal dollaro.

Nel 1979 si verificò proprio una fuga dalla valuta americana; ma la fuga non fu soltanto dal dollaro verso altre valute all'interno della struttura finanziaria internazionale. Si verificò anche una « fuga » verso l'oro, i beni rifugio e la proprietà immobiliare come « speculazione », cioè come attività acquisita per realizzare guadagni in conto capitale, all'interno degli Stati Uniti. Tali fughe furono causate dall'inflazione americana e dal precedente eccessivo accumulo da parte di istituzioni straniere, di attività finanziarie a breve in dollari.

Per contrastare il deflusso di dollari il Federal Reserve è dovuto intervenire ad un tempo per aumentare la redditività delle attività in dollari e per varare una strategia anti-inflazionistica in grado di risultare credibile sui mercati finanziari. Per molti anni « il controllo dell'offerta di moneta », cioè il monetarismo, era stato sollecitato da economisti eminenti come una cura pressoché indolore per ogni malattia economica e soprattutto come un modo per stroncare l'inflazione⁹.

L'adozione del linguaggio e delle procedure monetariste da parte del Federal Reserve ha comportato una stretta del credito ed un innalzamento dei tassi di interesse verso nuove vette. I tassi d'interesse elevati e crescenti hanno frantumato il mercato dei capitali a lungo termine sia interno che internazionale cosicché sono cresciute le esportazioni di capitale a breve sotto forma di prestiti bancari.

Certo c'è voluto molto di più di un « tasso sui depositi al 6% » per le banche internazionali ma, proprio come indica la famosa frase di Bagehot « un tasso bancario del 6% attirerà l'oro dalla luna », i tassi d'interesse praticati nel '79, nell'80 e nell'81 hanno ricollocato il dollaro nella posizione di pressoché esclusiva valuta di denominazione del debito internazionale; la rivalutazione e gli elevati tassi d'interesse del dollaro hanno indotto i depositanti delle banche internazionali a preferire depositi in dollari. Il sistema a più valute di riserva che stava emergendo negli anni '70 è stato bloccato.

9. La letteratura economica sul monetarismo è sterminata.

Il « pretesto » per la politica di alti tassi d'interesse degli anni della presidenza Reagan e del governatorato di Volker fu che il controllo dell'offerta di moneta e gli alti tassi d'interesse che l'accompagnarono erano realmente volti al controllo dell'inflazione interna. Ma uno degli effetti degli elevati tassi d'interesse sul dollaro è la « moltiplicazione » degli oneri per interessi in dollari sui debiti internazionali. Gli alti tassi d'interesse che rendono appetibili le attività in dollari sommati alla rapida crescita dei pagamenti per interessi denominati in dollari hanno comportato l'affermarsi di un eccesso di domanda di dollari; la valuta americana ha continuato a rivalutarsi. Di fronte ad una domanda inelastica di importazioni di molti beni manufatti, i cui prezzi erano denominati in dollari, nonché ad una domanda di importazioni di materie prime e petrolio anch'essa inelastica, la crescita dei tassi d'interesse sul dollaro ha fatto sì che da parte di molti paesi l'interesse sui mutui venisse « capitalizzato »; invece di pagare gli interessi con i dollari ricavati dalle esportazioni, l'onere veniva finanziato contraendo nuovi debiti con le banche e con le istituzioni internazionali. Quando maturava la scadenza degli interessi, questi venivano « capitalizzati » sotto forma di debiti a breve.

Se il debito internazionale è denominato in dollari, allora la componente della domanda totale di dollari sui mercati valutari dovuta ai pagamenti per interessi ha « un'inclinazione positiva » rispetto al tasso d'interesse. Se i pagamenti dovuti all'indebitamento internazionale denominato in dollari sono ingenti rispetto al saldo della bilancia dei pagamenti corrente, allora la quota non destinata agli investimenti, non compensativa, della domanda di dollari sui mercati valutari, avrà una pendenza positiva rispetto ai tassi d'interesse e al tasso di cambio.

Ciò implica una svalutazione delle altre valute rispetto al dollaro e tale svalutazione continuerà e si rafforzerà quanto più a lungo gli alti tassi d'interesse domineranno la scena.

Quando cresce questo squilibrio dei pagamenti si può verificare una « corsa verso il dollaro ». Ciò comporterà ribassi sul mercato azionario o obbligazionario, dal momento che gli operatori interni preferiranno detenere attività monetarie, a causa degli elevati tassi d'interesse, e provocherà svalutazioni sempre più ampie e frequenti delle altre valute. Poiché l'equivalente in valuta nazionale di un debito denominato in dollari cresce ad ogni svalutazione della moneta del paese debitore, l'onere dell'indebitamento diviene intollerabile. L'emergere del disordine sui mercati finanziari costringe il Federal Reserve sia a intervenire come prestatore di ultima istanza sia a passare da una politica di controllo dell'offerta di moneta a una di controllo dei tassi d'interesse.

Esiste perciò un corridoio « di stabilità », che è determinato dai tassi d'interesse, dai movimenti di cambio e dall'accumulazione di saldi monetari in dollari, oltre i confini del quale avvengono le fughe da e verso il dollaro. Il Federal Reserve deve attuare una politica monetaria tale da evitare e un'eccessiva accumulazione di saldi in dollari, come quella della fine degli anni '70, che provocherebbe una fuga dal dollaro, e un eccessivo onere dei pagamenti per interessi su debiti denominati in dollari, come quello del 1982, che potrebbe provocare una corsa al dollaro.

Come si è detto sopra, un aspetto « peculiare » della situazione attuale è che una vasta porzione degli interessi e degli altri redditi derivanti dal debito denominato in dollari non costituisce reddito di operatori statunitensi. Ne danno prova la vasta accumulazione di attività « bancabili » o negoziabili sul mercato monetario denominate in dollari da parte di paesi petroliferi scarsamente popolati e la vasta attività in dollari di banche non statunitensi.

Se assumiamo che il reddito in dollari che ripaga il debito debba essere il risultato di un saldo commerciale in dollari, allora, data la natura dei proprietari « offshore » di attività in dollari, il deficit della bilancia corrente statunitense dovrà superare largamente l'ammontare del reddito statunitense proveniente da interessi e dividendi sugli investimenti all'estero, in modo tale che gli altri detentori di attività in dollari possano ottenere il loro reddito in valuta americana.

Ma un deficit statunitense di parte corrente che sia tanto ampio da fornire dollari per gli interessi maturati su un debito in essere di 700 miliardi di dollari provocherà gravi problemi occupazionali e una compressione della redditività complessiva dell'industria americana. Si creeranno pressioni protezionistiche sulla politica americana per cercare di contenere il *gap* del saldo merci — che è correttamente interpretato come un ostacolo al benessere nazionale. Ipotizziamo che tale pressione si traduca in contingenti e tariffe, che tendono a diminuire il deficit dei pagamenti correnti rispetto ad uno specifico gruppo di merci. Se la manovra riesce, comporterà una ancora maggiore scarsità di dollari necessari a far fronte agli impegni di pagamento, cosicché le valute del resto del mondo si deprezeranno ulteriormente nei confronti del dollaro. Tale ulteriore deprezzamento aprirà nuovi spazi alle importazioni nel mercato americano. Se questa è la situazione attuale, il grande volume dei debiti in essere denominati in dollari indica che è altamente probabile il perdurare di una tendenza al rafforzamento del dollaro nel lungo periodo: la rivalutazione tendenziale della valuta statunitense sembra nell'ordine delle cose.

Ciò naturalmente implica che in linea di tendenza l'onere dell'in-

debitamento denominato in dollari espresso nelle varie valute nazionali crescerà anche se la posizione competitiva dell'industria americana andrà deteriorandosi. Per il miglioramento dell'economia mondiale è necessario che il fabbisogno di dollari degli stati indebitati non conduca a una compressione dei profitti e a una riduzione dell'occupazione negli Stati Uniti.

Nell'epoca di maggiore prosperità dell'*International Gold Standard* il compito di garantire redditi ai paesi più poveri per onorare il debito denominato in sterline o in altre valute a cambio aureo era distribuito tra le partite correnti inglesi e quelle degli altri paesi del *gold standard* e i movimenti di capitale a lungo termine verso questi paesi. Se i dollari vengono forniti attraverso l'investimento a lungo termine, allora la pressione sulle partite correnti e sui cambi può alleggerirsi. Gli investimenti a lungo termine, tuttavia, implicano una necessità crescente da parte dei paesi debitori di realizzare saldi commerciali positivi; in ultima analisi si riproporrebbe il problema per gli Stati Uniti di conservare la piena occupazione di fronte all'esigenza di un loro ampio deficit commerciale.

C'è una quota del deficit del saldo commerciale degli Stati Uniti che verrà pienamente compensata dai guadagni sulle attività in dollari. Gli Stati Uniti dovrebbero e potrebbero gestire programmi per l'occupazione interna e per investimenti di pubblica utilità tali da portare il reddito americano al livello che consente l'equilibrio delle prime due file del nostro schema. Quando i ricavi dei paesi esteri in conto commerciale saranno giunti al livello in cui la quota dei pagamenti per i debiti in dollari può essere pienamente coperta, la profittabilità in dollari degli investimenti a lungo termine all'estero crescerà, cosicché le prospettive per gli investimenti a lungo termine miglioreranno. Ma se le file uno e due evidenziate nelle tabelle si compensano tra loro, allora l'aumento degli investimenti a lungo termine condurrà ad una crescita delle attività a breve di proprietà di non residenti.

Data la situazione esistente tale surplus verrà in primo luogo utilizzato per ridurre l'indebitamento a breve in dollari.

Con il consolidamento del debito a breve in debito a lungo termine e un deficit commerciale statunitense sufficientemente ampio per soddisfare i contratti esistenti, le variabili-chiave per la stabilità del sistema fondato sul dollaro sono la crescita della proprietà estera di attività bancarie a breve sul mercato monetario in dollari e il livello dei tassi d'interesse sul dollaro relativamente al tasso di inflazione Usa. Il fattore determinante della politica del Federal Reserve è costituito in queste circostanze dal volume di attività a breve in dollari dete-

nute dalle banche private e dalle banche centrali straniere oltre che dal corso dei tassi di cambio. Un livello e un saggio di crescita eccessivamente elevati delle attività estere in dollari, tali da causare una svalutazione del dollaro, richiede un irrigidimento delle condizioni di credito negli Stati Uniti per evitare una fuga del dollaro. Analogamente, un livello e un saggio di crescita delle attività estere in dollari tanto bassi da determinare una rivalutazione del dollaro, comporta un allentamento delle condizioni creditizie per evitare una corsa al dollaro.

Le interrelazioni finanziarie tra le nazioni hanno ripristinato una sorta di camicia di forza. Questa volta non è il *gold standard*, tuttavia a vincolare il Federal Reserve. Ora c'è la camicia di forza della stabilità finanziaria che limita la libertà d'azione del Federal Reserve. Sebbene sia possibile immaginare un modello di flussi finanziari internazionali tale da rendere compatibile la stabilità con una tendenza al pieno impiego non inflazionistica negli Stati Uniti, è molto probabile che le prospettive di raggiungere un simile modello siano una pia illusione. È anche vero tuttavia che il protezionismo praticato dagli Stati Uniti attraverso il contingentamento e le tariffe tenderà a peggiorare la situazione, non a migliorarla. È altrettanto vero che gli Stati Uniti debbono essere in grado di promuovere e sostenere la tendenza al pieno impiego senza produrre inflazione. Ciò può richiedere vincoli istituzionali allo sfruttamento del potere di mercato da parte di imprese e sindacati; ma nell'attuale clima politico ed economico tali vincoli vengono rifiutati dalle forze politiche.

La soluzione del Fmi comporta una combinazione di « vincoli per il debitore » e di « rifinanziamento agevolato ». Ai paesi debitori viene imposto da parte del Fmi di ridurre le loro importazioni mediante una contrazione del reddito che determina una diminuzione dei flussi di profitto e, di conseguenza, del flusso di fondi in valuta locale che costituiscono la base per onorare il debito estero denominato in dollari. Inoltre, si suppone che la diminuzione delle importazioni migliori il saldo commerciale (seconda fila) del paese debitore, ma, come si è visto sopra, tale miglioramento comporterà effetti negativi sul reddito e sull'occupazione statunitense.

In alternativa l'indebitamento può essere eliminato, in parte, trasferendo il debito dai portafogli delle banche private ad un'« organizzazione internazionale » che rifinanzierà poi il debito a tassi agevolati. Tuttavia, i fondi per il rifinanziamento dovranno essere reperiti da qualche parte. Si tratterà infatti o di pagare tassi di mercato per ottenere i fondi o di impiegare le attività delle banche centrali. Se vengono pagati tassi di mercato per le passività mentre le attività sono remunerate a tassi inferiori a quelli di mercato, allora diviene

necessaria un'integrazione. Se i fondi dell'organismo finanziario internazionale provengono dalle banche centrali, allora la « base di riserva » del sistema monetario fornita dalle banche centrali partecipanti aumenta.

Se riteniamo che la questione centrale sia la compatibilità della struttura del debito internazionale con il raggiungimento degli obiettivi di occupazione e crescita economica da parte degli Stati Uniti, allora per qualunque modello di spesa pubblica e di deficit potenziale esiste un disavanzo massimo possibile della bilancia commerciale. Tale massimo definisce il limite dei pagamenti per interessi in dollari che i debitori internazionali possono sostenere. Dato il totale dei pagamenti per interessi, per qualunque livello o gamma di tassi attesi esisterà un livello o struttura dell'indebitamento internazionale denominato in dollari che è possibile onorare.

Può essere necessario ridurre l'indebitamento denominato in dollari — o il tasso d'interesse sul debito — per rimuovere l'ostacolo alla piena occupazione determinato dall'esigenza di controbilanciare il deficit commerciale. Le varie proposte di internazionalizzazione sono coerenti con questa visione del problema.

Si deve riconoscere che qualunque proposta comporta effetti collaterali sulla struttura patrimoniale dalle banche, sulle integrazioni da corrispondere alle organizzazioni di rifinanziamento internazionale o sulla perdita di controllo della base monetaria da parte delle banche centrali.

Il mondo non si trova in un vicolo cieco, ma le dimensioni del problema sono definite dall'esigenza di conservare una situazione vicina al pieno impiego anche quando i profitti delle imprese americane vengono ridotti dalla necessità di un ampio deficit commerciale. Ma non c'è soluzione al di fuori di un ampio deficit commerciale degli Stati Uniti. Ciò comporta che una maggiore quota della spesa americana finalizzata al sostegno di redditi e profitti debba provenire dal deficit federale piuttosto che dall'investimento autofinanziato dalle imprese. C'è da sperare che la spesa originata al di fuori del mercato accresca il reddito reale e la produttività, ma questa rischia di essere una pia illusione nel clima politico ed economico dominante.

(traduzione a cura di Rossella Bocciarelli)

COME PORRE FINE ALL'« INFESSIONE » MONDIALE: PALLIATIVI O RIFORME STRUTTURALI?

di Robert Triffin

Non credo più al motto *bis repetita placent*. Anzi mi irritano le ripetute implacabili denunce dei difetti più gravi nelle analisi e nelle strategie politiche, prime responsabili per la cosiddetta « stagflazione » in cui è precipitato il nostro mondo da più di un decennio.

Eppure, che altro posso dire? Dovrò accettare, come Jean Monnet, di essere considerato eccessivamente pessimista da alcuni e ingenuamente ottimista da altri, ma mi batterò *con ostinazione* per riforme strutturali dello scandaloso sistema monetario internazionale invece di palliativi di breve periodo che non avranno domani effetti migliori di quelli di ieri.

Nella prima parte di questo saggio riassumerò i difetti maggiori delle diagnosi prevalenti e delle prescrizioni inefficaci che ne derivano. Questa parte può essere saltata dai lettori già consapevoli di quegli errori nelle analisi e nelle scelte politiche.

Nella seconda parte si tratteranno le linee essenziali e si documenteranno i trends più importanti nell'evoluzione del sistema monetario mondiale con le sue disastrose conseguenze su inflazione, tassi di cambio, tassi di interesse e rapporti economici e politici internazionali.

1. Difetti prevalenti nelle analisi e nelle politiche adottate

1.1. Lo stesso termine *stagflation* suggerisce che l'*inflazione* mondiale abbia fatto seguito (e sia stata causata da?) a una *stagnazione* economica mondiale. La verità è nell'esatto contrario: l'*inflazione* mondiale precede la *stagnazione* mondiale (o piuttosto la *recessione*) e ne