

# **Cinquant'anni dopo Bretton Woods: dollaro e sistema monetario internazionale tra storia e presente**

*Simone Selva\**

*Fifty years after Bretton Woods: The U.S. dollar and the international monetary system between past and present*

On the occasion of the 50<sup>th</sup> anniversary of the suspension of the convertibility of dollars into gold by the U.S. government, which led to the demise of the Bretton Woods international monetary system (1944), this article offers a contribution to understanding the key features of Bretton Woods. It analyses the mid-term developments that triggered its crisis in the early Seventies, and why nowadays the U.S. currency still serves as the pillar of world trade and payments, and is the most important reserve currency and means of payment. Today these questions are all the more worth addressing as the U.S. economy share in total world trade is on a downward trend and new currencies (Euro, Renminbi) are coming to centre stage in world economic affairs. The author traces the main features of the international monetary system born out of the end of 19<sup>th</sup> century Gold Standard, and laid out at Bretton Woods; the various reasons behind the origins of its collapse during the 1960s; a reflection on the central role of the U.S. dollar in world trade and payments throughout the last fifty years against the framework of the rampant ascendancy of new global financial players.

Key words: Gold standard, International monetary system, Monetary policy, US dollar, Eurodollar market, Global finance

Parole chiave: Gold standard, Sistema monetario internazionale, Politica monetaria, Dollaro, Eurodollari, Finanza globale

Il 15 agosto 1971 il presidente americano Nixon annunciava al mondo la storica decisione di sospendere la convertibilità del dollaro in oro cui sarebbe seguito, due anni dopo, lo sganciamento definitivo della divisa verde dalla parità metallica decisa alla Conferenza monetaria di Bretton Woods del 1944. Uno dei primi effetti di tale decisione fu l'avvio di una svalutazione del dollaro che inaugurò un'epoca di fluttuazione monetaria che avrebbe segnato,

\* Disus, largo San Giovanni Maggiore 30, 80134 Napoli; sselva@unior.it

«Passato e presente», XXXIX (2021), 114, ISSN 1120-0650, ISSN e 1972-5493, DOI 10.3280/PASS2021-114005

Copyright © FrancoAngeli

N.B: Copia ad uso personale. È vietata la riproduzione (totale o parziale) dell'opera con qualsiasi mezzo effettuata e la sua messa a disposizione di terzi, sia in forma gratuita sia a pagamento.

nonostante i tentativi di consolidamento di accordi monetari tra i paesi europei, tutti gli anni '70. Nei decenni successivi, nonostante il sistema di cambi fissi di Bretton Woods non fosse sostituito da altri accordi monetari globali, il dollaro continuò a fungere da divisa di riserva per le banche centrali di tutto il mondo e da principale mezzo di pagamento per le transazioni commerciali e finanziarie internazionali, restando di fatto la valuta di riferimento. Ciò avvenne nonostante che in quel decennio si consolidasse il superamento di quell'assetto delle relazioni internazionali che, dal 1944, lo aveva consacrato quale perno del sistema di scambi e pagamenti e della globalizzazione economica dei *Trenta gloriosi* del lungo secondo dopoguerra.

A cinquant'anni dalla storica decisione della Casa Bianca conviene riflettere su cosa sia stato il sistema di Bretton Woods, quali dinamiche di medio periodo nel corso della sua storia ventennale lo abbiano portato nei primi anni '70 a deflagrare e perché, dopo mezzo secolo, il dollaro mantenga la sua posizione egemone nei rapporti tra le valute e le economie su scala globale. E ciò nonostante si sia nel frattempo registrato il ridimensionamento dell'economia statunitense quale catalizzatrice di scambi commerciali e investimenti globali e l'affermarsi di nuove monete – in primo luogo l'euro e il renminbi – e nuovi poli della manifattura globale, quali l'economia cinese, che possono mettere la valuta di Pechino nelle condizioni potenziali di fungere da riserva e principale mezzo di pagamento su scala globale. Cercherò di tratteggiare la fisionomia del sistema nato a Bretton Woods sulle ceneri del dissolvimento, tra i due conflitti mondiali, del sistema monetario che lo aveva preceduto, il *gold standard* sorto nell'800; esaminerò poi le ragioni del dissolvimento del sistema del 1944, tentando infine di comprendere la persistente centralità della dollaro nel cinquantennio successivo al 1971, e – in chiosa – di ipotizzare gli scenari monetari internazionali prossimi venturi.

Tra i due conflitti mondiali era fallito in modo inappellabile il tentativo, posto in essere nei primi anni '20, di riesumare il *gold standard* ottocentesco quale accordo quadro tra le monete occidentali. Il *classical gold standard*, basato sulla convertibilità della sterlina britannica in oro e su una dichiarazione di parità da parte di tutte le divise che ne facevano parte (in primo luogo quelle aderenti all'impero commerciale britannico), nonché sulla possibilità di finanziare da parte degli stessi paesi le bilance dei pagamenti e le transazioni internazionali usando l'oro stesso come mezzo di pagamento, aveva senza dubbio agito da motore dell'intensificazione degli scambi e dei pagamenti che avevano animato il primo grande ciclo di globalizzazione storica tra l'ultimo quarto dell'800 e lo scoppio del primo conflitto mondiale. Basato su una parità fissa di ciascuna moneta rispetto a oro e argento, dunque non alterabile dalle autorità monetarie dei paesi che ne facevano parte per sostenere le importazioni o le esportazioni (attraverso apprezzamenti o svalutazioni della propria moneta), il *gold standard* fu a lungo nel corso dell'800 un sistema

bimetallico per divenire poi monometallico e fondarsi unicamente sulla parità aurea.

La parità fissa rispetto all'oro consentì alle economie dotate di maggiore competitività sui mercati esteri di intrattenere un sistema di scambi e pagamenti florido e stabile nel tempo, che ne favorì l'integrazione economica internazionale, ponendole in taluni casi in posizione di ascesa sullo scacchiere commerciale internazionale. In particolare, gli Stati Uniti, che insieme alla Germania si sostituirono in quei decenni alla Gran Bretagna quanto a capacità di accentrare innovazione tecnologica, beneficiarono di tali rigidità del *gold standard*, diventando i motori dello sviluppo industriale e degli investimenti internazionali. Tuttavia, molte economie del globo in posizione subalterna rispetto all'innovazione di processo soffrirono nel non poter svalutare le proprie divise per sostenere l'export o di non poterle apprezzare per acquisire materie prime e lavorati sui mercati esteri, evitando così di importare inflazione, dimostrandosi pertanto incapaci di garantire la convertibilità delle proprie valute in oro.

Se tale impatto asimmetrico su scala globale ne determinò la fine alle soglie del primo conflitto mondiale, la mobilitazione bellica – che fece divenire gli Usa il primo creditore internazionale e il motore degli scambi internazionali – innescò una dinamica inflattiva, drammaticamente deflagrata nell'inflazione internazionale del primo dopoguerra, che pose alla comunità internazionale il problema di tutelare la ricostruzione economica dalle spinte alla crescita dei prezzi. Il tentativo di temperare ricostruzione postbellica e stabilità interna delle economie uscite dal conflitto, protagoniste della diatriba sorta attorno alle riparazioni belliche tedesche nei confronti di Francia e Regno Unito e dei debiti di guerra di queste due nazioni verso gli Usa, portò a inaugurare due piani di aiuto agli europei da parte del sistema bancario e industriale anglo-americano. Tale intervento fu pensato anche per creare in Europa le condizioni macroeconomiche per metter nuovamente in piedi un regime monetario di cambi fissi, che reintrodusse le condizioni di parità necessarie a garantire stabilità di scambi e prosperità interna alle nazioni occidentali<sup>1</sup>. Fu così che, nella prima metà degli anni '20, quando ancora le economie europee erano ben lungi dall'aver riorganizzato i propri sistemi economici e la propria competitività, la reintroduzione, seppur su basi lievemente corrette, del *gold standard* fece precipitare nuovamente le deboli economie europee nell'abisso della recessione e dell'inflazione, preparando il terreno economico per l'ascesa dei fascismi nel Vecchio continente, dunque dei nazionalismi economici e della rottura del sistema di scambi e pagamenti globali sorta attorno alla sterlina nell'800<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> R. Boyce, *The Great Interwar Crisis*, Palgrave Macmillan, London 2009.

<sup>2</sup> J. Frieden, *Global Capitalism. Its Fall and Rise in the Twentieth Century and its Stumbles in the Twenty-first*, W.W. Norton, New York 2020.

Le élite politiche americane, lontane dalle cronache economiche internazionali sin da quando, dopo la Conferenza di Versailles, l'uscita di scena del presidente Wilson aveva lasciato il passo all'isolazionismo di Washington, dopo lo scoppio della seconda guerra mondiale (ma ben prima dell'intervento americano in guerra) presero coscienza dell'esigenza di porre le basi per un dopoguerra in cui la ricostruzione della prosperità dei paesi distrutti dal conflitto si sarebbe coniugata con la costruzione di un'economia internazionale aperta e fondata sul libero scambio e sulla libera circolazione di merci e capitali. Nell'ambito del dibattito tra britannici e statunitensi – sin da quando avevano discusso gli aiuti dei secondi allo sforzo bellico dei primi –, sicuramente il primo obiettivo della strategia statunitense, volta a coniugare crescita economica interna e integrazione dei mercati nazionali, divenne quello di disinnescare a ogni costo la strada del protezionismo commerciale e dei controlli valutari quale chiave per la ricostruzione postbellica, evitando così il ripetersi dei drammi dei due decenni precedenti. Tuttavia, nell'ottica di Washington la ricostruzione della prosperità nazionale sullo sfondo di un'economia mondiale aperta aveva anche il duplice obiettivo di creare mercati di sbocco alle eccedenze del sistema manifatturiero statunitense e di porre il dollaro, la valuta in quel momento più forte, quale base per le transazioni commerciali e finanziarie globali.

Obiettivo condiviso della Conferenza monetaria di Bretton Woods del 1944 fu dunque la costruzione di un sistema di parità nei cambi tra le monete che consentisse scambi e prezzi stabili. A tale equilibrio avrebbe dovuto corrispondere un sostanziale equilibrio nella bilancia dei pagamenti dei paesi aderenti al nuovo sistema. Ciò significava abbandonare il *gold standard* o qualunque altro sistema a base metallica, in quanto il sistema dismesso negli anni '30 aveva consentito di usare il metallo per le transazioni, inducendo congiunture talvolta deflative, talaltra inflative. D'altro canto, per garantire un sistema di scambi con prezzi e volume di transazione stabili in un quadro di parità fissa tra le monete, gli accordi presi a Bretton Woods scoraggiarono i movimenti di capitali a breve termine, quelli più suscettibili all'inflazione e quindi più propensi ad alterare la stabilità di prezzi e valute.

Il sistema venne dunque fondato sul dollaro, rispetto al quale le monete aderenti al sistema dichiararono una parità fissa. Il dollaro, a sua volta, fu fissato secondo una parità aurea equivalente a 35 dollari per oncia. Restava la possibilità di convertire le riserve metalliche in valuta. Oltre a una parità dichiarata da parte delle monete aderenti al sistema rispetto al dollaro, e non più all'oro, la seconda grande differenza tra il nuovo sistema e quello precedente consisteva nel fatto che il *gold standard* prevedeva una parità rigidamente fissa, con i ricordati squilibri nei prezzi e nei pagamenti internazionali, mentre il nuovo sistema prevedeva una banda di oscillazione nella parità dichiarata da ciascuna moneta al fine di consentire lievi apprezzamenti o deprezzamenti a ciascun paese, per aggiustare eventuali squilibri nelle bilance dei pagamenti.

Per evitare deficit nella bilancia dei pagamenti più consistenti, fu istituito il Fondo monetario internazionale (Fmi), incaricato quindi di ripianarli e rimettere in condizioni di solvenza i paesi aderenti. Ciò avrebbe consentito continuità al sistema di scambi e pagamenti in regime di sostanziale stabilità di prezzi e costi. Per mettere in piedi tale nuovo sistema monetario due erano le condizioni ineludibili: l'export statunitense avrebbe dovuto avere libero accesso ai mercati mondiali, e i paesi aderenti avrebbero dovuto avere la possibilità di convertire in dollaro altre valute estere detenute in riserva, per avere la liquidità necessaria a connettere le proprie economie a quella statunitense. Gli Usa ne erano consapevoli fin dal secondo conflitto mondiale, e orientarono a tal fine la politica di assistenza economica ai paesi belligeranti europei e, nel dopoguerra, di ricostruzione del Vecchio continente e del Giappone. Sin dal conflitto, avevano posto sul tavolo delle trattative per la concessione degli aiuti a Londra la rimozione delle misure protezionistiche a difesa dei mercati dell'impero commerciale inglese, per aprire nuovi sbocchi per le merci e gli investimenti americani. Parimenti, la funzione inizialmente ascrivita alla Banca mondiale era quella di sostenere, grazie alle garanzie che poteva offrire ai mercati finanziari in quanto ente pubblico sovranazionale, l'emissione di titoli di debito per finanziare la ricostruzione dei paesi devastati dal conflitto, senza la cui ripresa non vi era possibilità alcuna di costruire un sistema di scambi e pagamenti imperniato su valuta, merci e capitali americani.

Per fare ciò, come noto, la ricostruzione dei paesi sconfitti e la messa in opera di un sistema di cambi fissi ma aggiustabili quale Bretton Woods non sarebbero bastate senza la capacità di pagamento da parte dei paesi europei. Giacché la divisa di riferimento per gli approvvigionamenti internazionali era già quella del paese perno del sistema manifatturiero e massimo esportatore, il Piano Marshall servì a colmare quel *dollar gap* necessario a mettere europei e giapponesi nelle condizioni di acquistare prodotti e servizi statunitensi. Iniziava così quel finanziamento americano del sistema di scambi e pagamenti globali che, incastonato nelle regole monetarie di Bretton Woods, avrebbe consentito agli Usa di promuovere e guidare, non senza difficoltà, la costruzione di un'economia mondiale aperta fondata sul dollaro come divisa di riserva e principale mezzo di pagamento; il che condusse a un'indubbia crescita della prosperità e dell'interscambio tra le economie, prima sul terreno commerciale e quindi, dagli anni '60, sul piano finanziario. La condizione di partenza con cui gli Usa guidarono tale percorso di integrazione economica internazionale era propizia, potendo vantare un surplus commerciale e di bilancia dei pagamenti. Pertanto, Washington poté permettersi di inondare Europa e Giappone di dollari nella cornice di cambi fissi delle valute e di parità aurea del dollaro: la conferma del funzionamento di questo sistema furono negli anni '50 l'ottima crescita, i prezzi stabili e il contenimento dell'inflazione nell'area monetaria e commerciale di Bretton Woods.

Nei due decenni successivi, riflettendo su questo periodo di successo, gli scienziati sociali sostennero che l'alto tasso di sviluppo di Europa e Giappone riflettesse gli alti flussi transnazionali di merci e, dagli anni '60, di capitali: dunque la combinazione tra tassi di cambio fissi e apertura ai mercati internazionali avrebbe costituito la chiave di volta di tali sviluppi macroeconomici nazionali<sup>3</sup>.

Un osservatore della transizione dalla sterlina al dollaro come Richard Gardner sottolineò quanto la cooperazione monetaria dei decenni di Bretton Woods avesse non solo sconfitto tutto quell'insieme di politiche economiche estere delle nazioni volte a danneggiare i rispettivi partner economici traendone beneficio, quali ad esempio le svalutazioni competitive, ma anche consentito di raggiungere traguardi di sviluppo industriale impensabili senza il contemporaneo smantellamento del protezionismo e le garanzie offerte agli scambi commerciali dai cambi fissi. In tal senso andava letta la moltiplicazione della produzione e del commercio mondiali, passati dalla fine della guerra al cinquantesimo anniversario di Bretton Woods rispettivamente da 300 a trentamila miliardi l'anno e da 3 mila a 30 mila miliardi l'anno<sup>4</sup>.

Tuttavia proprio quando, nella seconda metà degli anni '50, si raggiunse la piena convertibilità delle valute aderenti al sistema, gli Usa accusarono un doppio colpo, destinato a segnare una svolta nello stato di salute di Bretton Woods. A fine decennio, infatti, l'economia statunitense conobbe una doppia recessione che contrasse il gettito fiscale, riducendo i margini d'azione di Washington come creditore internazionale. Peraltro, se nel quadro di solidità dell'equilibrio estero gli Usa avevano potuto, all'inizio del decennio, riassorbire la crescita della spesa pubblica e di quella internazionale legata all'impegno nella guerra di Corea, ciò non valse a cavallo del nuovo decennio. La continua crescita della spesa estera connessa alle politiche di assistenza economica postbellica prima e agli aiuti allo sviluppo si sommarono al persistente impegno militare americano all'estero. Attuato attraverso la presenza di contingenti militari americani nel globo, esso si articolava in primo luogo nel contributo di Washington ai bilanci e alle missioni Nato e alla presenza militare Usa in Germania. Tale esborso di dollari all'estero costituiva una doppia minaccia per il dollaro e per le regole di Bretton Woods: in primo luogo comportava una crescita della quota di dollari sul totale dell'offerta di liquidità globale, ponendo le basi per un deprezzamento della divisa verde, e mettendo quindi sotto pressione la parità aurea. Inoltre, creava una potente arma monetaria nelle mani di quei paesi che avessero desiderato compiere attacchi speculativi

<sup>3</sup> C. Kindleberger, *International Capital Movements*, Cambridge UP, Cambridge-New York 1987 e R. Cooper, *The Economics of Interdependence*, Columbia UP, New York 1980.

<sup>4</sup> R. Gardner, *The Bretton Woods-GATT System after Fifty Years*, in O. Kirshner (ed.), *The Bretton Woods-GATT System*, Routledge, New York 1996 e R. Gardner, *Sterling-dollar Diplomacy*, Oxford UP, New York 1956.

contro il dollaro, facendo acquisti di oro negli Usa. È quanto accadde durante gli anni '60 soprattutto da parte della Francia, sempre nostalgica del sistema metallico, e si tradusse in una corsa a erodere le riserve auree americane.

Lo *standard account* descritto dalla letteratura circa le origini della crisi di Bretton Woods ha sempre insistito sul nesso tra politiche di sicurezza globali di Washington e l'avvio di una crisi nella bilancia dei pagamenti destinata a tradursi in un'inarrestabile rottura della parità aurea e della capacità degli Usa di finanziare scambi e pagamenti globali<sup>5</sup>. Lo straordinario impegno di spesa pubblica di Washington connesso alla guerra in Vietnam, con cui si inondò ulteriormente di dollari l'economia globale, costituirebbe il punto di non ritorno che aprì la strada alla sospensione della convertibilità del 1971. In realtà il nesso tra politiche di sicurezza globali di Washington e crollo del sistema monetario costituisce solo uno dei fattori di crisi che portano la Casa Bianca alle drammatiche decisioni del 1971 e 1973. Peraltro, sin dai primi anni '60 la stessa politica militare estera Usa era stata individuata come possibile soluzione al peggioramento della crisi nella bilancia dei pagamenti e quindi alla stabilità della parità aurea.

Fu l'amministrazione Kennedy a rimodulare in funzione dello stato di salute del dollaro le politiche militari estere, prevedendo una riduzione della spesa estera e un aumento delle esportazioni di beni e servizi bellici ai paesi alleati: per ridurre l'immissione di dollari nel sistema economico internazionale e per accrescere le riserve americane di altre valute o metalli attraverso le esportazioni militari. La strategia di Kennedy si scontrò a metà decennio con gli effetti macroeconomici della fine del lungo ciclo di crescita postbellico dell'Occidente: dal 1963 cominciò infatti a profilarsi una saturazione della domanda globale di beni che colpì l'economia americana, fornitore per eccellenza di manufatti e servizi. Tale raffreddamento del ciclo economico spinse il presidente americano Johnson a varare misure di spesa pubblica legate al vasto programma di riforme della società statunitense noto come *Great Society* sul piano interno e a sospingere la nazione sul terreno di impegni di spesa internazionali di cui il Vietnam era il capitolo più importante. Ciò vanificò gli sforzi di contenimento del deficit della bilancia dei pagamenti di Kennedy, favorì l'indebolimento del dollaro e gli attacchi speculativi contro di esso su scala internazionale. Infine, l'aumento della spesa pubblica sospinse l'inflazione e il deflusso di capitali dagli Usa<sup>6</sup>.

<sup>5</sup> F. Gavin, *Gold, Dollars, and Power: the Politics of International Monetary Relations 1958-1971*, University of North Carolina Press, Chapel Hill-London 2004 e H. Zimmermann, *Money and Security*, Cambridge UP, Cambridge-New York 2002.

<sup>6</sup> Per gli effetti inflattivi globali cfr. M. Bordo-A. Orphanides (eds.), *The Great Inflation. The Rebirth of Modern Central Banking*, University of Chicago Press, Chicago-London 2013, in part. l'introduzione e il saggio di M. Bordo-B. Eichengreen, *Bretton Woods and the Great Inflation*, pp. 449-98.

Se la scelta di Johnson è comprensibile all'interno della logica di Bretton Woods, la cui vocazione a costruire un mondo teso alla prosperità poneva occupazione e spesa pubblica quali obiettivi rispetto ai quali si potevano forzare le maglie della stabilità dei cambi, le ragioni profonde della crisi di Bretton Woods e della decisione di Nixon vanno ricondotte anche a una pluralità di fattori che si sommarono alle politiche di sicurezza e alle strategie di stabilizzazione del ciclo economico di Washington. In primo luogo, sin dai primi anni '60 era chiaro a Washington che l'emergere di mercati non regolati costituiti da *assets* finanziari in dollari era fortemente attrattivo per le banche americane. In particolare, la presenza sin dal decennio precedente sulla piazza londinese di dollari in grado di sottrarsi alla legislazione finanziaria nazionale in materia di tetti ai tassi applicabili ai contraenti i prestiti e di requisiti di riserva per svolgere l'attività creditizia – i cosiddetti eurodollari – aveva costituito fin da subito un elemento di forte attrazione per i capitali statunitensi. Essendo privi di vincoli, gli eurodollari potevano garantire condizioni più vantaggiose ai clienti di chi li possedeva, investitori o intermediari finanziari che fossero. Tale attrattività per le banche americane, confermata dalle leggi approvate a Washington al fine di scoraggiare il deflusso di capitali americani verso la piazza londinese, sarà destinata dalla seconda metà del decennio ad aumentare in ragione della crescente speculazione e inaffidabilità del dollaro agli occhi degli investitori americani.

Tale mercato parallelo contribuì al deflusso di dollari dagli Usa e alla destabilizzazione già in atto della parità aurea e del sistema di cambi fissi. Inoltre, giocarono un fattore decisivo nel determinare la fine di Bretton Woods gli sviluppi di fine decennio in materia di relazioni energetiche globali e la svalutazione della sterlina del 1967. Se la seconda portò a un aumento delle transazioni commerciali internazionali denominate in dollari, il progressivo aumento dei prezzi del greggio e la crescita delle *royalties* pagate dalle aziende petrolifere americane ai paesi dell'Opec, soprattutto dalla crisi di Suez del 1967 in avanti, contribuirono ad aumentare la quota di dollari sul totale di transazioni globali e quindi a porre sotto pressione la parità aurea del dollaro su cui il sistema di cambi fissi, e con esso la stabilità di prezzi, scambi e pagamenti, si basava<sup>7</sup>. A nulla valsero le varie iniziative assunte nel corso degli anni '60 per sterilizzare tale tendenza, tra cui l'impegno formale di alcuni paesi – in primo luogo la Germania – a non utilizzare la propria liquidità in dollari sui mercati internazionali, o i tentativi di coordinamento monetario quali il *Gold Pool*, accordo tra le Banche centrali per regolare vendite e acquisti di oro, o infine il varo di valute alternative al dollaro quali i diritti speciali di prelievo (Sdr), la moneta del FMI pensata per alleviare la pressione sul dollaro<sup>8</sup>.

<sup>7</sup> Cfr. S. Selva, *Before the Neoliberal Turn*, Palgrave Macmillan, London 2017.

<sup>8</sup> Cfr. M. Bordo-E. Monnet-A. Naef, *The Gold Pool (1961-1968) and the Fall of the Bretton Woods System: Lessons for Central Bank Cooperation*, «The Journal of Economic His-

Di fronte agli effetti molteplici della spesa pubblica americana e del deflusso di dollari in termini di inflazione internazionale e manomissione della parità aurea e con essa della stabilità complessiva del sistema di scambi e pagamenti globali, Nixon, posto di fronte all'alternativa tra continuare a sostenere tale progetto commerciale globale sotteso a Bretton Woods al prezzo di continui attacchi contro le riserve auree americane e la divisa verde e il sostegno dell'economia interna, decise la strada del consolidamento economico e di consenso interni, sospendendo la convertibilità aurea e avviando quindi la svalutazione del dollaro.

Dopo il 1973, pur in assenza di regole del gioco monetario fondate su cambi fissi, il dollaro è rimasto lo strumento fiduciario degli scambi internazionali e divisa di riferimento per le riserve dei paesi: si tratta del *fiduciary dollar standard*<sup>9</sup>. Nonostante le ripetute minacce, dagli anni '70 al 2009, di molti paesi – soprattutto i produttori di petrolio – di denominare i propri *assets* internazionali in altre valute, il dollaro ha continuato a essere la principale moneta estera in riserva per tutte le banche centrali, nonché la valuta nella quale sono stati prezzati commercio estero e titoli di debito pubblici e privati emessi dai principali paesi. Centrale è rimasto, per tutti i paesi che emettevano debito e facevano transazioni internazionali, il mantenimento o l'aumento delle proprie riserve in dollari e la definizione del cambio della propria moneta in primo luogo rispetto al dollaro<sup>10</sup>.

Nel corso degli anni '70 tale centralità fu determinata da fattori contingenti: per un verso gli investimenti dei paesi produttori di petrolio, arricchitisi grazie alle due crisi energetiche, nei mercati dell'eurodollaro e nel debito pubblico di Washington, a loro volta finanziatori del commercio internazionale e di investimenti transnazionali; per l'altro, i processi di *deregulation* finanziari, già avviati a metà decennio, portarono a una concentrazione del capitale finanziario e a un abbassamento della competitività nei mercati finanziari che favorì le grandi banche commerciali e di investimenti che trattavano prevalentemente *asset* in dollari e che costituiranno la cassa creditizia dei paesi in via di sviluppo e il principale creditore durante la crisi del debito degli anni '80. Inoltre, l'impatto recessivo su scala globale della stretta creditizia avviatasi nel 1980 negli Usa indurrà una crisi dei tradizionali strumenti di finanziamento di imprese e multinazionali quali il mercato azionario o quello obbligazionario, che apriranno la strada alla nascita di prodotti derivati – come le *securities* immobiliari, ampiamente finanziate da grandi collettori finanziari internazionali detentori di *assets* in dollari. Ciò porterà alla nascita di strumenti finanziari quali i derivati e alla centralità di nuovi attori finan-

tory», 79 (2019), n. 4, pp. 1027-59 e C. Wilkie, *Special Drawing Rights (SDRs)*, Oxford UP, Oxford-New York 2012.

<sup>9</sup> J. Ocampo, *Resetting the International Monetary (Non) System*, Oxford UP, Oxford-New York 2017, cap. 2.

<sup>10</sup> B. Eichengreen, *Exorbitant Privilege*, Oxford UP, Oxford-New York 2011.

ziari quali le banche di investimento e altri investitori istituzionali operanti in dollari, in grado di divenire cassa creditizia per le banche europee e giapponesi operanti sul mercato immobiliare americano<sup>11</sup>. Inoltre, il nuovo ruolo dagli anni '80 in poi delle istituzioni di Bretton Woods, Fmi e Banca mondiale, si sommerà a tali dinamiche contribuendo a restituire centralità alla divisa verde: da sempre controllate sul piano finanziario e politico da Washington, la condizionalità che nei successivi decenni ne guiderà le politiche di aiuto ai paesi in difficoltà, vincolandoli a rigide politiche di bilancio e stabilità monetaria interne, manterrà il dollaro al centro delle politiche globali di stabilizzazione finanziaria.

A tutto ciò si aggiungeranno fattori non congiunturali ma strutturali, posti in essere con le dinamiche di squilibrio di Bretton Woods di cui si è detto. In prima istanza, il deflusso di capitali in dollari che si consuma nel regime di cambi fissi e il ruolo di creditore internazionale che gli Usa consolidano in virtù dell'assetto stesso di Bretton Woods aumenteranno le riserve in dollari delle altre banche centrali e di tutti i grandi investitori internazionali, mentre peraltro gli Usa saranno ormai il più grande mercato dei capitali mondiale. Queste due condizioni spiegano perché a cinquant'anni dalla fine di Bretton Woods il dollaro, e con esso il sistema bancario americano, continui a essere la valuta di riferimento per i grandi prestiti bancari internazionali, ma anche la moneta di riserva per eccellenza, il mezzo di pagamento tuttora preferito per le transazioni commerciali globali e per denominare i titoli di debito emessi da parte dei paesi. Non si sottrassero a questo schema i paesi dell'America Latina: tra gli anni '60 e '80 emisero titoli di debito in dollari contraendo debiti, in primo luogo, con le banche statunitensi, per poi rinegoziarli dopo la crisi dei primi anni '80<sup>12</sup>. Parimenti, nel corso degli anni '90 le economie emergenti asiatiche fecero il proprio ingresso nel consesso economico internazionale, rapportandosi alla divisa verde: è il caso delle economie che definirono una parità con il dollaro tale da consentir loro di fare investimenti negli Usa, prima di vivere esse stesse le crisi finanziarie di fine secolo, e della Cina. In quest'ultimo caso la volontà dell'amministrazione Clinton di portare il paese dentro il Wto, coniugata con una svalutazione del renminbi rispetto al dollaro, consentì a Pechino di acquisire, attraverso un forte aumento delle esportazioni verso il mercato americano, ingenti riserve in dollari, poi utilizzate per investimenti esteri e nel debito pubblico americano. Una dinamica che da un lato aumentò la dipendenza di Washington dal finanziatore cinese del proprio debito pubblico, dall'altro rese la Cina protagonista del consolidamento della divisa Usa quale principale divisa di riserva su scala globale

<sup>11</sup> A. Tooze, *Lo schianto: 2008-2018*, Mondadori, Milano 2020 (ed. or. New York 2019).

<sup>12</sup> Cfr. la fitta documentazione nei fondi del Ministero del Tesoro Usa (National Archive and Records Administration, Record Group 56, College Park, Maryland) e soprattutto dell'archivio della Federal Reserve Bank newyorkese (Federal Reserve Bank of New York Historical Archive, NYC).

e per emettere debito pubblico, nonché quale mezzo per prezzare le merci e saldare le transazioni commerciali globali.

La crisi del 2008 ha quindi rafforzato tale ruolo del dollaro nella misura in cui per un verso il crollo finanziario ha visto nel dollaro e nei titoli del debito pubblico statunitense beni rifugio per gli investitori in fuga dal mercato dei derivati immobiliari; per l'altro, essa ha dato centralità alla Federal Reserve e alla valuta Usa, visto che l'impatto della crisi finanziaria sulle banche europee coinvolte nel finanziamento della bolla immobiliare statunitense di inizio secolo è stato fronteggiato dalla Fed tramite l'immissione di liquidità in dollari nell'economia europea e britannica attraverso la Bank of England e la Banca centrale europea (Bce). Ciò è stato attuato attraverso operazioni di swap valutario, ovvero la cessione di prestiti in dollari alle banche Centrali del Vecchio continente, poi utilizzati per finanziare le economie europee, in cambio di una garanzia agli Usa da parte delle autorità monetarie britanniche e europee nelle loro rispettive valute. Infine, la radicale differenza statutaria tra la Fed e la Bce (Banca centrale in grado di proporsi quale alternativa al dollaro, come dimostrano i prestiti a stati ed economie nell'ultimo decennio) ha consentito alla Fed di inondare la stessa economia reale assai più di quanto non abbia fatto l'euro. Agendo secondo il doppio mandato – tenere sotto controllo l'inflazione e al contempo porsi obiettivi di sostegno dell'occupazione –, laddove la Bce risponde solo al primo di questi due obiettivi, la Fed è stata in grado, nel 2008-12 e poi nel 2020, di comperare direttamente titoli delle *corporations* operanti negli Usa e di sostenere l'economia internazionale, continuando in tal modo ad alimentare anche il ruolo di moneta di riferimento per il credito internazionale.

Indubbiamente la scelta della Bce di superare le rigidità del proprio mandato statutario, volto unicamente al controllo dei prezzi, e di farsi creditore internazionale, nonché l'ascesa industriale della Cina, lasciano presagire per il futuro un sistema monetario internazionale costituito da una molteplicità di valute in grado di fungere tutte sia come principale moneta estera di riserva per le banche centrali di tutto il mondo sia come unità valutaria per il commercio internazionale e per la denominazione dei debiti pubblici nazionali. Tuttavia, affinché tale *multi-currency reserve system* divenga realmente tale, la Cina deve rinunciare alle politiche industriali *export-led* basate sulla svalutazione del cambio della propria moneta su cui ha sinora fondato la propria ascesa a colosso manifatturiero, virando verso un apprezzamento del cambio e una liberalizzazione del proprio mercato dei capitali per attrarre investitori esteri; dal canto suo, l'Unione europea dovrebbe essere in grado, mantenendo politiche di bassa inflazione e ottimo valore per il cambio dell'euro, di divenire un reale mercato unico bancario, aumentando i propri investimenti esteri. Nell'attesa che queste monete in ascesa compiano questi passi decisivi per contendere l'egemonia del dollaro, a cinquant'anni dalla fine di Bretton Woods la divisa verde mantiene, in assenza di un sistema dalle regole ben definite quale quello del 1944, la sua centralità.