

Da Bretton Woods I a «Bretton Woods II»

DALLA FIRMA DEL 1944...

Gold standard. «Molti dei cambiamenti politici nel corso del secolo sono stati causati da perturbazioni, poco capite, nel sistema monetario internazionale», diceva Robert Mundell nel discorso di accettazione del Nobel, nel dicembre 1999 a Stoccolma. Gli accordi anglo-americani di Bretton Woods cercavano di rimediare i danni creati con l'abbandono nel 1914 del gold standard e varavano un sistema misto oro-dollaro.

Bretton Woods I, inaugurato nel 1944, entrò in piena funzione solo nella seconda metà degli anni 50 con il pieno ritorno europeo alla convertibilità: centro gli Usa, periferia l'Europa, legava le monete unite al dollaro con cambio fisso e il dollaro all'oro ed era non un gold standard ma un

sistema misto dollaro-oro. L'unico modo per la periferia di ottenere dollari, moneta internazionale assoluta all'epoca ancor più di oggi, era attraverso un deficit della bilancia dei pagamenti Usa. Ma l'accumulo di riserve in dollari preoccupò col tempo banche e governi, timorosi sulle prospettive di tenuta della valuta Usa.

Negli anni 60, la politica americana diventò incompatibile con la stabilità del dollaro (Grande Società, guerra in Vietnam) e il sistema nel 1971-1973 naufragò. Lasciando in eredità, come sempre quando finisce l'ancoraggio metallico — osservava Mundell — un'inflazione durata dieci anni negli Usa, la più grossa di tutti i tempi prima guerra mondiale esclusa, e 20 anni nel caso italiano.



Il segretario Usa al Tesoro, Henry Morgenthau, a Bretton Woods

... AGLI ANNI NOVANTA

Bretton Woods 2. Battezzato così da alcuni economisti e soprattutto da Dooley, Folkerts-Landau e Garber nel 2003, è il sistema informale creato nel circuito Stati Uniti-Asia negli anni 90 dalle economie di quell'area decise a crescere (o a continuare la crescita, nel caso giapponese) garantendosi una competitività monetaria rispetto al dollaro, sia con parità di fatto fissa (Cina), sia con interventi sui mercati.

La massiccia accumulazione di riserve in dollari da parte delle banche centrali asiatiche risale tuttavia agli ultimissimi anni ed è stata, a partire dal 2002, la risposta del «sistema» all'indebolimento del dollaro, per assicurare la competitività: acquistare dollari perché il valore della

moneta Usa non scenda troppo. Nel 2003 le banche centrali hanno finanziato acquistando poco meno di 500 miliardi di dollari il 90% del deficit americano delle partite correnti pari a 530 miliardi e i dati 2004 indicheranno probabilmente un aumento di altri 465 miliardi di riserve in dollari, quasi tutti in Asia, Giappone, Cina e altri paesi dell'area.

Se la previsione di Roubini e Setser è corretta, le banche centrali avranno coperto in questo modo il 70% del deficit americano. Per continuare a garantire questa politica di sostegno le banche asiatiche dovrebbero continuare a mantenere tutte le riserve in dollari e agire come un cartello, cosa che non è.

SCENARI MONETARI

Nei prossimi giorni sarà discusso in America uno studio di Jeffrey Frankel e Menzie Chinn: il peso internazionale della moneta europea è destinato a maturare se l'area Uem si allarga o se continua la debolezza del biglietto verde

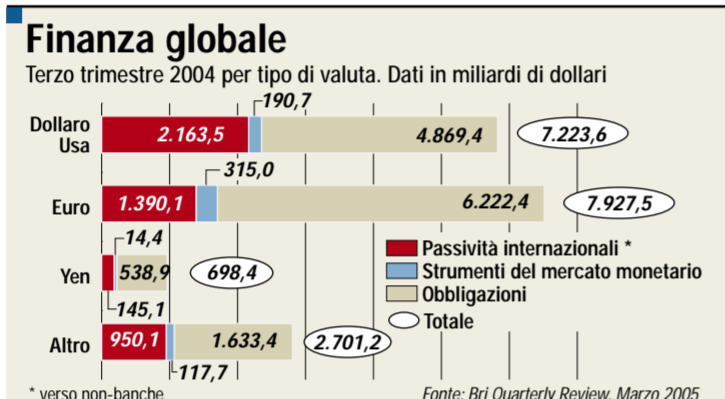
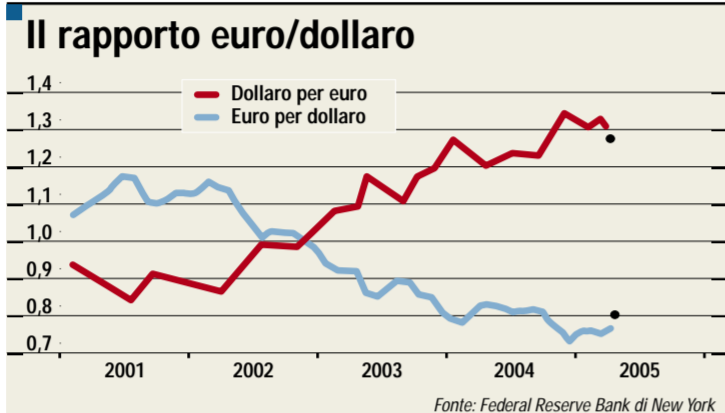
Quando il dollaro farà posto all'euro

DI MARIO MARGIOCCO
L'ombra della vecchia sterlina e del suo lento declino aleggia sul dollaro, nonostante la ripresina degli ultimi mesi e la possibilità che la vittoria del «no» al referendum francese di domenica penalizzi per qualche tempo l'euro.

Barry Eichengreen della University of California, Berkeley, chiudendo il 10 aprile a Leicester (Gran Bretagna) il convegno annuale della Economic history society, ha parlato su «Sterling past, dollar's future? Historical perspectives on the dollar's international currency role». Non è un'eclissi come quella della moneta britannica, poiché Londra subì contemporaneamente a metà Novecento un forte indebolimento politico militare strategico e finanziario e quindi anche monetario impensabili per gli Stati Uniti. Ma un arretramento. Lasciando assai più spazio al "new boy on the block", l'euro, parziale alternativa a un dollaro troppo manipolato per essere quella sicura riserva di ricchezza che è stato dal 1914 al '71 senza soluzione di continuità, e anche dopo.

Successo monetario, l'euro è comunque una realtà e la competizione con il dollaro, sostengono sempre più economisti, è nell'ordine naturale degli equilibri monetari; nonostante sia una valuta "federale" di Paesi che stentano a mantenere i conti in ordine, Italia per prima, quindi indebolito sul piano fiscale, e privo di una vera sponda politica.

L'analisi più completa, e più allarmante per il dollaro (e anche in senso opposto per l'area euro, date le ripercussioni negative di una moneta forte sull'export) è quella che Jeffrey Frankel di Harvard e Menzie Chinn della University of Wisconsin presentano fra alcuni giorni a un convegno dell'americano Nber (National Bureau of Economic Research). Con «Will the euro eventually surpass the dollar as leading international reserve currency?». Frankel e Chinn arrivano con varie estrapolazioni e simulazioni a stabilire una data per la piena ascesa dell'euro a uno status pari o superiore a quello del dollaro, e la fissano attorno al 2020. A due condizioni: se altri Paesi Ue entrano nell'euro, e in particolare la Gran Bretagna con la piazza londinese, evento quest'ultimo tutto da verificare; oppure, anche senza molti nuovi ingressi, se continuerà il recente trend di deprezzamento del dollaro che potrebbe portare quale ne sia la causa al punto di



erosione del valore di cambio della moneta. Altro scenario fra i vari indicati, una continuazione più o meno del trend 2001-2004, con il dollaro a un meno 3,6% annuo di deprezzamento e l'euro a un 4,6% di apprezzamento: in questo caso anche senza l'ingresso della sterlina nella Uem il sorpasso sul dollaro nel ruolo internazionale sarebbe, dicono Frankel e Chinn, inevitabile fra poco più di dieci anni.

Molto quindi ruota attorno a Londra, e qui la partita euro-dollaro assume anche toni di politica atlantica ed europea. E soprattutto attorno alla politica monetaria che Washington potrà e vorrà fare. L'attuale insistenza americana perché la Cina rivaluti equivale a una linea di indebolimento del dollaro e dovrebbe quando attuata mettere in crisi il cosiddetto sistema di Bretton Woods II (si veda la scheda in testa di pagina), poiché banche centrali asiatiche e privati pieni di dollari, già in allarme, potrebbero correre a diversificare, soprattutto se la caduta sarà rapida. Che il calo del dollaro debba essere ancora notevole (si vedano le schede a destra sulle varie teorie di sostenibilità dei conti Usa) è secondo molti inevitabile.

Già tre volte, quattro compreso il periodo '71-73 di abbandono di Bretton Woods I, l'America ha aiutato il proprio riequilibrio svalutando il dollaro dopo averne fornito

Previsto per il prossimo decennio il pieno ruolo come valuta di riserva a fianco del pilastro Usa



Jeffrey Frankel. Economista di Harvard traccia gli scenari valutari con Menzie Chinn della U. of Wisconsin

a piene mani al mondo, cofinanziando così la Grande Società di Johnson, la guerra in Vietnam, il rilancio reaganiano, l'ultima spallata della Guerra Fredda e altro ancora. E il signoraggio di chi controlla la moneta internazionale, e non c'è dubbio che l'Europa farebbe lo stesso se l'euro dovesse permetterglielo.

C'è chi prevede, con la forse già avviata fine di Bretton Woods II, inflazione e disordine. Non la esclude Edwin M. Truman, già

stretto collaboratore di Volcker alla Fed, nell'ultimo numero (marzo-aprile) del Bollettino della Fed di St. Louis, osservando che la politica monetaria di Greenspan è stata, se valutata sui tassi reali a breve, non dissimile da quella dell'inflazionista Arthur Burns, spinto da Nixon. «Non credo in una nuova ondata inflazionistica che seguirà la fine di Bretton Woods II — dice però al Sole-24 Ore Barry Eichengreen — Questo porterà recessione negli Usa ma non infla-

zione cronica. L'impegno per la stabilità dei prezzi nei Paesi industriali avanzati è profondo e durevole». Neppure Chinn crede a una nuova ondata inflazionistica, ma si augura che la fine di Bretton Woods II avvenga presto, con un notevole indebolimento del dollaro che aiuti il riequilibrio dei conti Usa: «Se tutto avviene in tempi relativamente brevi, il processo può essere piuttosto fluido e senza gravi danni. Più passa il tempo, peggio sarà».

Solo il Nobel Robert Mundell, C. Fred Bergsten dell'Institute of International Economics, con prudenza l'ex presidente della Federal Reserve Paul Volcker e pochi altri credevano oltre Atlantico fino a qualche tempo fa all'opportunità e alla possibilità di una valuta comune europea in grado di dividere con il dollaro il ruolo di moneta internazionale. Bergsten, parlando ad aprile a Francoforte in un simposio di salute per Tommaso Padoa-Schioppa, ricordava che l'inerzia è forte per le monete; la sterlina ha continuato a restare la moneta internazionale numero uno sia pure a fatica fino al 1944 anche se l'economia americana aveva superato quella britannica come Pil nel 1879 e anche se gli Usa erano dal 1914 creditore netto. Ma, ricordava Bergsten, errori o insufficienze di politica monetaria possono «aprire la porta» a un'altra moneta. Chi ora esiste, ed è l'euro. O gli Stati Uniti mettono la casa in ordine concludeva Bergsten (debito federale, indebitamento complessivo e conti con l'estero, si veda Alessandro Merli sul Sole-24 Ore dell'11 maggio 2005 e Luca Paolazzi sul numero del 12 maggio), o «apriranno la strada all'euro per raggiungere una posizione di assoluto rilievo nella finanza mondiale».

TESI DIVERSE

Il caposcuola dei dubbiosi sulla tenuta del dollaro, ed erede di una tradizione che può risalire al belga Robert Triffin (1960) se non oltre, è Robert Mundell, Nobel '99. Ha fiducia nell'euro più che altro per sfiducia nel dollaro. Semplificando, sono tre le scuole sulla sostenibilità degli equilibri americani e quindi sulla tenuta della moneta Usa.

Ottimisti. Portabandiera Michael P. Dooley, David Folkerts-Landau e Peter Garber (prima uscita come «An essay on the revived Bretton Woods system», Nber 2003), un consulente e due economisti di Deutsche Bank Ag. Partono dall'esistenza di una Bretton Woods II informale (si veda la scheda in alto). Il sistema può continuare fino a quando esistono forze da assorbire: siccome la Cina ha ancora circa 200 milioni di contadini sotto-occupati, siccome portarli all'industria richiederà 10-20 anni, Bretton Woods II durerà e così il predominio del dollaro. Garber parla ora di 8 anni. Michael Moussa, già dell'Fmi, azzarda 4 anni.

Pessimisti. Bretton Woods II resisterà al massimo due anni per Nouriel Roubini (nella foto in alto) della New York University e Brad Setser di Oxford (con due diversi studi, il più recente



è «Will the Bretton Woods 2 regime unravel soon? The risk of a hard landing in 2005-2006», Nber 2005). Poiché gli squilibri dei conti Usa impongono una svalutazione del 10-20%, le banche asiatiche limiteranno le perdite vendendo dollari. Revisioni degli ultimi giorni fatte da Maurice Obstfeld e Kenneth Rogoff vedono un deprezzamento ponderato del 20% e per possibile uno fino al 40%.

La terza analisi. Il riaggiustamento non dovrebbe precipitare, sostiene Barry Eichengreen («Global imbalances and the lessons of Bretton Woods», Nber 2004), ribadita dallo stesso Eichengreen (nella foto a sinistra) al Sole-24 Ore, sostanzialmente perché i meccanismi monetari e soprattutto gli errori di quando fu abbandonato il Bretton Woods I sono ben presenti a tutte le autorità monetarie.

Marco e yen non furono rivali così seri

DI JEFFREY FRANKEL E MENZIE CHINN*
«Potrebbe il dollaro perdere il suo stato di moneta internazionale di riserva senza rivali? Potrebbe «fare la fine della sterlina, del fiorino del ducato e del solidus bizantino»? Alcuni autori (la citazione è dallo storico dell'economia Charles P. Kindleberger, ndr) lo sostenevano già dieci anni fa. L'uso internazionale dello yen e del marco era cresciuto rapidamente negli anni 70 e 80, riducendo la quota del dollaro. All'inizio degli anni 90 c'era chi suggeriva che queste due monete avrebbero potuto eventualmente prendere il posto della valuta americana come monete leader internazionali.

All'inizio del millennio tutto questo sembrava molto, troppo anticipato. Nel frattempo infatti Germania e Giappone stavano vivendo un decennio di crescita economica particolarmente bassa, lo yen si era indebolito e il marco era addirittura scomparso. I timori per lo status del dollaro come mone-

ta internazionale erano stati prematuri, come avrebbe dovuto essere ovvio fin dall'inizio. Anzi, il ruolo internazionale del dollaro, misurato come quota in dollari delle riserve delle banche centrali, aveva finito di diminuire nel 1990 e aveva ripreso a crescere all'inizio del decennio. In più, la dollarizzazione, cioè la parità fissa con il dollaro, stava crescendo in America Latina e altrove.

Questi sviluppi erano offuscati dalle fluttuazioni monetarie, in particolare la continuazione della tendenza del dollaro a deprezzarsi emersa nel 1985 e praticamente durata fino al 1995. Forse molte persone hanno qualche difficoltà a distinguere il calo di status di una moneta quale valuta internazionale di riserva dal fatto che la stessa moneta possa essere in calo sul mercato dei cambi. Sembra quindi che la

permanenza del dollaro nello status privilegiato di moneta internazionale leader emerga ogni volta che vengono affrontati alcuni anni di indebolimento del cambio (fine anni 70, primi anni 90). Il dollaro ha subito un nuovo deprezzamento nel 2002-2004. Sulla base di questo solo fatto si poteva prevedere che economisti internazionali avrebbero di nuovo sollevato interrogativi sul peso delle varie valute. E proprio nei primi mesi del 2005 la stampa finanziaria è stata ricca di notizie su banche centrali intente a diversificare dal dollaro.

Questa volta la storia però potrebbe essere diversa. E la differenza consiste nel fatto che oggi esiste, come plausibile rivale, l'euro. Nonostante il percorso accidentato dell'integrazione monetaria europea e i dubbi di molti economisti americani, l'Uem diventava una realtà nel

Per la prima volta da 60 anni una sfida credibile

1999, e quattro anni più tardi l'euro debuttava fisicamente sui mercati. La nuova moneta superava i test fondamentali in modo relativamente indolore, e oggi 12 Paesi usano l'euro (e solo l'euro), con la nuova moneta entrata anche nell'uso internazionale.

Nei primissimi anni di vita l'euro non è stato trattato con grandissimo rispetto, a causa soprattutto della sostanziale debolezza di cambio nei confronti del dollaro. E certamente chiunque aveva previsto che dal gennaio 1999 vi sarebbe stata un'uscita mondiale dalle riserve in dollari e un passaggio alla nuova valuta è rimasto, inizialmente, deluso. Ma successivamente la forte debolezza del cambio dollaro-euro è stata del tutto rovesciata con un forte apprezzamento nel 2002-2004.

E il dato di fatto è che ora esiste un potenziale serio rivale del dollaro, mentre dieci anni fa non ve ne era nessuno».

* Anticipazione dello studio «Will the euro eventually surpass the dollar as leading international reserve currency?», firmato assieme a Menzie Chinn

uno spettacolo lungo ventitré giorni

15 maggio 7 giugno

Firenze e la sua Provincia

Il Genio Fiorentino: uno spettacolo lungo ventitré giorni. Mostre, concerti, convegni, appuntamenti con il gusto. Ristoranti, voli, alberghi: tante combinazioni invitanti. Firenze, il genio continua.

informazioni: 055 2760061/2/3
www.geniofiorentino.it

