

## ***Economia delle Reti***

prof. Gianpaolo Caselli ([caselli.gianpaolo@unimore.it](mailto:caselli.gianpaolo@unimore.it))

---

Barry Eichengreen

“La globalizzazione del capitale. Storie del sistema monetario internazionale”  
(1998, ed. Baldini & Castoldi)

### **Capitolo 1 – Introduzione**

Il sistema monetario internazionale è il collante che tiene unite le singole economie nazionali: il suo compito è dare stabilità e ordine al mercato valutario, favorire la soluzione dei problemi legati alla bilancia dei pagamenti e permettere agli Stati in grave crisi di accedere al credito internazionale.

La storia del sistema monetario internazionale coincide con la storia del mercato internazionale dei capitali, che può essere schematizzata in quattro fasi (a ciascuna delle quali corrisponde un capitolo del presente scritto):

1. il periodo precedente alla prima guerra mondiale;
2. l'intervallo intercorso tra le due guerre mondiali;
3. i venticinque anni che seguirono la Seconda guerra mondiale;
4. il periodo compreso dagli anni '70 ad oggi.

La più accreditata interpretazione che si dà del passaggio dal sistema dei tassi di cambio fissi al sistema dei cambi variabili evidenzia il ruolo attivo svolto degli scambi di capitale. Il loro aumento in termini di volumi, non adeguatamente controbilanciato dalle riserve internazionali ufficiali, portava a frequenti svalutazioni monetarie, che andavano a minare la credibilità dei singoli stati, spingendoli così ad intraprendere la strada di un regime dei tassi di cambio variabili.

In realtà, nel periodo precedente alla prima guerra mondiale, l'alta mobilità internazionale di capitale non escludeva i tassi di cambio fissi nell'ambito del regime aureo classico. La spiegazione del passaggio da un sistema all'altro deve essere quindi indagata prendendo in considerazione anche altre variabili.

La tesi sostenuta nel volume è che l'elemento decisivo a favore del sistema dei cambi fissi sia stata la possibilità che avevano i governi di perseguire la stabilità dei cambi a scapito di altri obiettivi.

Nel XIX° secolo, né i lavoratori (che subivano in prima persona gli effetti delle politiche di stabilizzazione monetarie operate dai governi), né tantomeno le associazioni sindacali, avevano la possibilità di opporsi alle mosse decise dalla banca centrale. Lo scenario mutò nel secolo successivo, quando il suffragio universale maschile, unitamente allo sviluppo delle forze sindacali e delle sinistre, fece sì che i governi non avessero più una risposta scontata di fronte al dilemma della scelta tra stabilità monetaria e piena occupazione. E' a questo punto che vennero introdotte le

restrizioni agli scambi di capitali: senza bisogno di ricorrere a soluzioni estreme, i governi potevano così assicurarsi che il sistema dei cambi fissi potesse reggere abbastanza agevolmente di fronte alle pressioni del mercato.

Con il passare del tempo, però, divenne sempre più difficile esercitare il controllo sui movimenti di capitale e mantenere di conseguenza il sistema dei cambi fissi. Come reazione, alcune nazioni scelsero di aderire ad un sistema di tassi di cambio fluttuanti, mentre altre cercarono di stabilizzare i propri tassi di cambio mediante unioni monetarie.

La tesi qui sostenuta può essere vista come un'elaborazione di quella discussa nel 1944 da Polanyi, secondo cui fu la politicizzazione delle relazioni economiche occorsa nel XIX° secolo a contribuire alla caduta del sistema monetario di allora.

L'evoluzione del sistema monetario internazionale non è indagabile a livello di azioni dei singoli in un ambito collettivo. Nel sistema vige infatti una forte interdipendenza, originata dalla “rete di convenzioni” che caratterizza l'assetto monetario internazionale. Questa produce effetti sia di tipo sinergico, sia di tipo “path-dependent”: la direzione presa in un determinato momento dipende cioè dalle scelte compiute precedentemente da altri, ossia dalla storia. Ne è un esempio tipico l'adozione (“casuale”) del regime aureo in Gran Bretagna durante il XVIII secolo, imitato nel giro di neppure due secoli da tutto il resto del mondo.

Modificare questa rete di convenzioni che costituisce l'assetto monetario internazionale è un compito arduo, dato il gran numero di partecipanti che porta ad elevatissimi costi di organizzazione. Questo spiega come la storia sia caratterizzata, salvo pochissime eccezioni (quali lo SME elaborato dall'ex CEE) dall'impossibilità di stipulare accordi monetari a livello internazionale.

Si deduce da tutto quanto detto che lo sviluppo del sistema monetario internazionale è fondamentalmente un processo storico, che deve essere pertanto indagato in quanto tale.

## **Capitolo 2 – Il regime aureo**

Nonostante ciò che si potrebbe essere portati a pensare, è molto raro che le disposizioni di politica monetaria vengano stabilite mediante accordi internazionali sulla falsariga di quelli di Bretton Woods. Le misure, infatti, nascono generalmente dalle spontanee scelte dei governi: fu così, ad esempio, che nacque il regime aureo.

Tutto ebbe inizio nel 1717, quando Isaac Newton, allora sovrintendente alla zecca inglese, fissò un prezzo troppo basso per l'argento nei confronti dell'oro, con la conseguenza che tutte le monete d'argento sparirono velocemente dalla circolazione. Tutti i paesi che volevano intrattenere rapporti commerciali con l'Inghilterra, infatti, trovarono nella moneta d'oro lo strumento più vantaggioso. La nascita e lo sviluppo del sistema furono poi pesantemente condizionati dal particolare clima culturale dell'epoca, che permetteva ai governi di perseguire misure di stabilità dei cambi a discapito di qualunque altra azione di natura socio-economica.

Allo scoppio della prima guerra mondiale il regime aureo si trovò però in ginocchio, dopo che il meccanismo delle riserve bancarie proporzionali ne aveva messo alla luce tutti i limiti.

### *Preistoria*

L'uso di monete di metallo prezioso come mezzo di scambio è un fenomeno antichissimo. L'argento, in particolare, è stato il metallo dominante nel corso di tutto il Medioevo e dell'era

moderna. Esso tuttavia non fu l'unico metallo presente sulla scena, come testimonia l'esperienza del governo svedese che, nel 1625, per sfruttare i suoi enormi giacimenti decise di introdurre un sistema monetario basato su rame, il cui valore fu fissato ad 1/100 nei confronti di quello dell'argento. L'oro, invece, iniziò a diffondersi in Europa Occidentale solo nel tredicesimo secolo, quando i mercanti italiani lo trovarono adatto alle grandi transazioni commerciali.

I pagamenti internazionali avvenivano dunque in questa convivenza di monete d'oro, d'argento e di rame: di volta in volta si sceglieva il tipo di moneta in uso nel paese creditore. Ha senso quindi, sostenere che il regime aureo sia nato solo nel 1870? Più corretto dire che dopo il 1870 il regime aureo diventò la base del sistema monetario internazionale, quando cioè le nazioni iniziarono a basarsi sull'oro per le loro riserve monetarie e si stabilì, di conseguenza, un sistema di tassi di cambio fissi basato sul sistema aureo.

### *I dilemmi del bimetallismo*

Nel corso del 1800, in molti paesi vigeva il cosiddetto “regime bimetallico”: circolavano e venivano coniate monete d'oro e d'argento (solo in Gran Bretagna, sin dall'inizio del secolo, era in vigore il regime esclusivamente aureo). Un esempio di legge monetaria è quella francese del 1803: che stabiliva un rapporto tra i due metalli di 15 e mezzo ad 1. Mantenere in circolazione entrambi i tipi di moneta non era facile. Soprattutto se il rapporto oro-argento imposto dallo stato si discostava dal prezzo di mercato: in questo caso, infatti, potevano verificarsi problemi di tipo speculativo.

E' qui che nasce la famosa legge di Gresham, secondo la quale la moneta cattiva elimina dalla circolazione quella buona. Se ad esempio il prezzo di mercato dell'oro fosse diminuito, gli speculatori avrebbero importato oro ed esportato argento fino a farlo scomparire dalla circolazione. Soltanto quando il prezzo di mercato ed il cambio ufficiale erano molto vicini tra loro si potevano avere in circolazione entrambi i tipi di monete. Molto vicini non significa identici: i governi adottavano infatti dei disincentivi alla speculazione quali il brassage (sostanzialmente un'imposta sul conio) che si andavano ad aggiungere a quelli “fisici” già esistenti (costo del trasporto, lunghi tempi richiesti per completare le transazioni, ecc...).

Caratteristica del regime bimetallico era la regolarità dei flussi monetari: di fronte ad un deprezzamento dell'argento, ad esempio, gli stati esportavano argento ed importavano oro; a livello internazionale la quantità di argento diminuiva e questo faceva nuovamente aumentare il suo prezzo. Questo favoriva gli speculatori, certi di ottenere certi margini di profitto. Il sistema, tuttavia, manteneva la sua capacità di stabilizzarsi solo se le fluttuazioni non erano molto rilevanti: fluttuazioni di ampia portata avrebbero infatti potuto annullare completamente le riserve statali del metallo in ribasso. L'Inghilterra fu la prima a trovarsi in questa situazione, già alla fine del XVII° secolo: in una situazione in cui il prezzo dell'oro era molto alto, iniziarono ad affluire dal Brasile galeoni pieni di oro da coniare. Nonostante si fosse abbassato a più riprese il prezzo dell'oro, questo non impedì l'esaurimento delle riserve argentee, già nel 1774. Fu poi nel 1821 che venne ufficialmente abolito il corso legale dell'argento. Più tormentate le vicende di Francia e Stati Uniti, dove la predominanza dell'uno o dell'altro metallo si alternarono a più riprese.

### *Il fascino del bimetallismo*

Visti tutti gli inconvenienti che il regime bimetallico portava con sé, viene da chiedersi come abbia fatto questo sistema a trascinarsi fino alla seconda metà del diciannovesimo secolo. Una spiegazione sta nell'eccessiva preziosità dell'oro che lo rendeva inadatto alle transazioni quotidiane e che, quindi, necessitava di un'altra moneta che lo affiancasse: argento o monete deboli (monete il cui valore nominale fosse superiore rispetto al valore intrinseco). La circolazione di monete deboli creava però il problema della falsificazione, decisamente facile da attuare, vista la relativa arretratezza degli

strumenti di conio dell'epoca. Tale problema venne risolto a partire dal 1820 con l'avvento delle macchine a vapore, in grado di stampare monete perfettamente uguali tra loro.

Queste ragioni posso spiegare il persistere del bimetallismo prima del 1920, ma non sono sufficienti per comprendere il ritardo con cui avvenne il passaggio al regime aureo. Da una parte vi può essere una spiegazione tecnica, ossia che ci volle tempo per prendere confidenza, un po' ovunque, con la macchina a vapore. Dall'altro lato vi possono essere problemi politici: sostenere l'argento implicava sostenerne i gruppi industriali che ne gestivano l'estrazione e, al tempo stesso, mantenere più moneta possibile in circolazione favoriva i titolari di debiti espressi in valore nominale, quali erano solitamente le classi agrarie. La vera ragione del ritardo con cui si impose il regime aureo va cercata nella rete di convenzioni discussa nell'introduzione, che di fatto impediva ad un singolo paese di cambiare il proprio regime monetario senza trovarsi di fronte a problemi di vario genere legati al commercio internazionale. Solo la frattura causata dalla rivoluzione industriale e la rivalità internazionale (sfociata nella guerra franco-prussiana) riuscirono a rompere la rete di convenzioni che teneva in vita il regime bimetallico.

### *L'avvento del regime aureo*

Negli ultimi trent'anni del 1800 le tensioni all'interno del sistema bimetallico aumentarono: sembrò che l'Occidente si stesse dividendo in aree oro, aree argento ed aree oro/regime bimetallico, mentre in Europa continentale aumentavano le difficoltà legate al regime bimetallico. Con l'intensificazione degli scambi commerciali internazionali aumentò in molti paesi la circolazione di monete estere d'argento, quasi sempre moneta debole.

L'interdipendenza tra le valute dei vari paesi europei fu evidente quando l'Italia, nel 1862, varò l'emissione di monete d'argento con titolo 0,835. La Francia, le cui monete avevano titolo 0,9, fu presto sommersa dall'argento italiano e vide scomparire la propria valuta. Quando la Svizzera ridusse il titolo delle proprie monete a 0,8, fu poi la sua valuta ad invadere l'Europa. La risposta fu il primo di molti convegni monetari internazionali, dal quale nacque l'Unione Monetaria Latina: un accordo tra paesi che stabilirono di unificare il titolo delle monete d'argento a 0,835, ma al quale non presero parte Gran Bretagna e Stati Uniti.

Su questa fragile struttura si abbattono gli sconvolgimenti della guerra franco-prussiana, che costrinse Francia, Russia, Italia ed Impero Austro-Ungarico a sospendere la convertibilità delle proprie valute. Al termine delle ostilità, fu la Germania a dare il segnale di rottura. Siccome l'argento non l'aiutava nelle transizioni commerciali con l'Est europeo, decise di utilizzare l'equivalente in oro dei 5 miliardi di franchi versateli nel 1871 dalla Francia come riparazioni, come base per una nuova moneta: il marco. Alla scelta della Germania, che iniziò a vendere argento sui mercati, si affianca la scoperta di nuovi importanti giacimenti in Nevada nel 1850: il notevole abbassamento del prezzo dell'argento costrinse le altre nazioni a scegliere tra l'inflazione o l'abbandono del bimetallismo.

L'ingresso della Germania nel regime aureo stimolò il cambiamento monetario in tutti i suoi partners commerciali. Danimarca, Olanda, Norvegia, Svezia e paesi dell'Unione Monetaria Latina passarono immediatamente all'oro. Altri paesi non lo fecero esplicitamente, ma entro la fine del secolo fissarono le loro valute a quelle dei paesi in regime aureo. Conseguenza del passaggio fu però una tremenda deflazione: con una minor quantità di moneta in circolazione, il livello generale dei prezzi subì ovunque un vero e proprio tracollo. Lo scoppio di notevoli tensioni popolari, negli USA ed in altri paesi fecero emergere palesemente il malcontento generale, ma ormai non era più possibile tornare indietro: la rete di convenzioni internazionale comportava switching costs enormi per un singolo paese che avesse deciso un ritorno al regime bimetallico. Il tentativo americano di organizzare un convegno tra i paesi per il ritorno al bimetallismo si rivelò un fallimento.

## *Riflessi d'oro*

All'inizio del XX° secolo, il sistema monetario internazionale era ormai definitivamente basato sull'oro, ma le nazioni avevano sistemi monetari interni tra loro differenti. Solo Inghilterra, Francia, Germania e Stati Uniti avevano adottato un regime aureo “puro” (circolazione preponderante di monete d'oro e riserve auree come base per banconote e monete deboli). Anche in questi paesi si doveva però scendere a qualche compromesso, quali limitare a discrezione la convertibilità delle banconote o utilizzare i “dispositivi aurei” (incentivi per l'ingresso di oro nel paese e disincentivi per la loro fuoriuscita). Inoltre la posizione degli Stati Uniti era ambigua, essendo costretti da una legge interna ad acquistare mensilmente una certa quantità di argento e coniare l'equivalente in banconote convertibili. In altri paesi vigeva il regime aureo, nel senso che la valuta in circolazione (banconote, monete e d'argento e monete deboli) era convertibile in oro presso le banche centrali, che detenevano riserve del prezioso metallo.

Divergenze vi erano relativamente al ruolo delle banche centrali, che erano istituti privati, ma dovevano garantire un servizio pubblico. Anche la composizione delle riserve internazionali fu a lungo oggetto di discussione: molti paesi conservavano infatti nelle proprie riserve valuta estera (o titoli) convertibile in oro, il che si rivelava un ottimo investimento, in quanto fruttavano interessi. La quota consentita di riserve in valuta estera variava da paese a paese: alcuni scelsero il “sistema fiduciario”, con il quale la banca centrale poteva emettere un certo ammontare di valuta nazionale senza disporre dell'equivalente riserva d'oro, ma garantendo l'emissione con buoni del Tesoro. Altri Paesi si orientarono verso il “sistema proporzionale”, secondo il quale l'ammontare delle riserve non può mai scendere sotto una certa percentuale del valore della valuta in circolazione, mentre altri ancora si collocarono a metà strada tra i due sistemi. La variabilità del rapporto tra quantità di divisa nazionale e riserve auree era però necessaria: non essendoci un limite massimo alle riserve, le banche potevano usarle per acquistare buoni del Tesoro, aumentando così la circolazione, senza che a ciò corrispondesse un aumento delle riserve auree. Logica conseguenza fu che le banche centrali, convertendo la valuta in oro, non avrebbero avuto come risposta un'equivalente diminuzione della quantità di monete in circolazione.

### *Il meccanismo del regime aureo*

La teoria del flusso dell'oro e dei prezzi di David Hume è la più limpida esposizione delle leggi che regolavano il meccanismo del regime aureo. Prendendo in considerazione un mercato dove circolano solo monete d'oro e dove le banche hanno un ruolo marginale, si ha una correlazione tra il livello dei prezzi e la quantità di moneta in circolazione. Infatti, se un paese ha un disavanzo commerciale, deve esportare oro per saldare il debito, diminuendo la quantità di moneta in circolazione e facendo così abbassare il livello dei prezzi. Nel paese esportatore, al contrario, il nuovo oro viene coniato in monete, facendone aumentare la quantità in circolazione e facendo crescere il livello generale dei prezzi. Il paese importatore migliora così la propria competitività e si trasforma in paese esportatore, dando via ad un ciclo inverso che porta al riequilibrarsi della situazione iniziale.

La teoria di Hume non aveva però previsto l'evoluzione del mercato finanziario: i finanziamenti internazionali muovevano quantità di denaro molto più consistenti di quanto non facessero i crediti commerciali e soltanto una piccola parte degli scambi commerciali era pagata con l'invio di oro. Il modello fu rielaborato solo alla fine della Prima guerra mondiale, nella relazione del Comitato Cunliffe. La versione Cunliffe non prevedeva più gli spostamenti di oro tra paesi, ma l'intermediazione delle banconote: il flusso d'oro si sarebbe dunque avuto tra banche centrali. In realtà, questi grandi spostamenti fisici di oro non esistevano più. Lo stato che si trovava in disavanzo (e che quindi perdeva oro), per rendere più veloce il ritorno all'equilibrio monetario poteva ridurre la quantità di moneta cartacea in circolazione. Questa riduzione avrebbe avuto lo

stesso effetto di un'uscita di oro: tendenza al ribasso del livello interno dei prezzi e maggiore competitività dei beni nazionali. Lo strumento attraverso cui le banche e gli altri intermediari finanziari, chiamati “istituti di sconto”, potevano controllare la quantità di moneta in circolazione era il tasso di sconto. Infatti, se la banca centrale, per evitare una fuoriuscita d'oro, avesse aumentato il tasso di sconto, sarebbero diminuiti i crediti fruttiferi in valuta interna e quindi la liquidità sul mercato: la quantità di moneta sarebbe dunque variata senza trasferimenti d'oro.

L'instabilità del regime aureo, nel periodo compreso tra le due guerre mondiali, fu attribuita da vari studi alla violazione delle “regole del gioco”, il modo in cui Keynes definì le abituali manovre di sconto da parte delle banche. In realtà, analisi più recenti mostrano come si fosse sottovalutata l'importanza della redditività: le banche centrali, che come si è già detto erano istituti privati, non avevano problemi nell'abbassare il tasso di sconto, ma erano più restie ad aumentarlo, siccome ciò avrebbe significato una perdita di competitività nei confronti degli altri istituti creditizi. Stessa cosa dicasi del tasso di interesse, il cui innalzamento avrebbe frenato una fuoriuscita d'oro: le banche centrali evitavano quanto possibile di innalzarlo per non correre il rischio che il conseguente deperimento dell'economia costringesse il governo a non poter onorare i debiti contratti.

### *Il sistema aureo come fenomeno storico*

Il fondamento del regime aureo prebellico deve essere cercato nell'impegno assunto dai governi a mantenere la convertibilità aurea delle divise: nei paesi al centro del sistema, le autorità politiche avrebbero infatti adottato ogni mezzo per difendere le riserve auree della banca centrale e mantenere la convertibilità delle valute. Nel XIX° secolo il proposito di mantenere la convertibilità in oro delle divise era favorita dal fatto che i lavoratori, sui quali ricadevano gli effetti negativi delle politiche di stabilità monetaria, non erano nella posizione di poter influenzare in alcun modo il governo. Prezzi e salari flessibili facevano sì che gli squilibri della bilancia dei pagamenti potessero essere eliminati con un calo di prezzi e costi, invece che con un aumento della disoccupazione. I governi erano quindi del tutto insensibili alle fluttuazioni del mercato del lavoro e niente poteva loro impedire di anteporre la stabilità monetaria a tutto il resto.

Prima del 1914, la svalutazione era un evento pressoché impossibile da realizzarsi: se anche il tasso di cambio fosse sceso al punto superiore dell'oro (il livello al quale diventa conveniente convertire in oro la valuta nazionale, esportare l'oro e riconvertirlo in valuta estera) e le riserve auree fossero diminuite, gli investitori stranieri avrebbero portato dall'estero i capitali necessari alla ristabilizzazione del tasso di cambio. Le “regole del gioco” erano seguite rigorosamente: le banche centrali potevano intervenire in ritardo, ma questo non avrebbe comunque minato la fiducia degli investitori fuori dai confini, forti della convinzione che le autorità avrebbero fatto tutto il possibile per mantenere la convertibilità.

### *Solidarietà internazionale*

L'aumento del tasso di sconto da parte di una banca centrale avrebbe attirato capitali e riserve auree dai paesi esteri, provocandone però l'indebolimento delle rispettive bilance dei pagamenti. Le altre banche avrebbero così dovuto rispondere con un analogo aumento del proprio tasso di sconto. Stessa cosa dicasi per una riduzione unilaterale del tasso di sconto, che si sarebbe presto tramutata in una riduzione generale. Per evitare questi inconvenienti, nacque ben presto la convenzione di “seguire il leader”, ruolo ricoperto sin dal 1870 dalla Banca d'Inghilterra. Non sempre però questo procedimento era sufficiente: in caso di tensioni finanziarie poteva accadere che alcune banche centrali dovessero innalzare il tasso ufficiale di sconto per attirare oro e capitali dall'estero, senza che le banche centrali dei paesi stranieri reagissero. Il più significativo esempio di questa “solidarietà tra banche” si ebbe nel 1890, quando un'insolvenza bancaria (la “crisi Baring”) mise a rischio la convertibilità della sterlina, che venne salvata dal sostegno delle banche centrali degli altri

paesi europei. La cooperazione tra banche non era il presupposto delle operazioni ordinarie, ma era fondamentale nei momenti di crisi.

### *Il sistema aureo e il “finanziatore di ultima istanza”*

Con l'avvento della politica bancaria delle riserve proporzionali, si concretizzò il pericolo che il ritiro improvviso dei depositi bancari potesse portare al fallimento una banca fondamentalmente solvibile, ma temporaneamente senza liquidità. Una fuga di depositi avrebbe inoltre potuto creare sfiducia nel mercato ed estendersi ad altre istituzioni divenendo così una vera minaccia per l'intero sistema finanziario.

Un po' ovunque si accese il dibattito sul ruolo del “finanziatore di ultima istanza”. La Banca d'Inghilterra si rese conto che assumere questo ruolo avrebbe significato accollarsi grandi responsabilità, soprattutto nel suo ruolo di alfiere del regime aureo mondiale. Se infatti, per dare sostegno ad una banca in crisi, la Banca d'Inghilterra avesse fornito liquidità, avrebbe violato le regole del regime aureo (diminuzione delle riserve replicata con un aumento del credito sul mercato). Se solo si fosse diffuso sul mercato il sospetto che la Banca d'Inghilterra sarebbe stata disposta a sospendere la convertibilità e svalutare il tasso di cambio, ciò avrebbe provocato una corsa alla conversione dei depositi bancari dagli esiti disastrosi. Quanto più velocemente si fosse immessa liquidità nel mercato, tanto più questa ne sarebbe uscita, rendendo non solo difficile, ma perfino controproducente, l'intervento del finanziatore di ultima istanza.

Fu intorno agli anni '20 del XX° secolo che molte delle banche centrali e dei governi cominciarono ad assumersi la responsabilità del loro sistema bancario. Una delle misure più adottate fu la “regola di Bagehot”, che consisteva nell'effettuare molte operazioni di sconto in risposta ad una “secca interna” (conversione in oro di depositi e contante) ed aumentare i tassi di interesse in risposta ad una “secca esterna” (per limitare le conseguenze della bilancia dei pagamenti). Un altro strumento furono le “clausole di recesso”: in caso di grave crisi, la banca centrale aveva la facoltà di abbassare il livello delle sue riserve al di sotto del minimo previsto. Altre clausole di recesso riguardavano invece la possibilità di sospendere temporaneamente la convertibilità monetaria (senza mettere in dubbio la credibilità delle autorità monetarie) o quella di sostenere le banche in difficoltà da parte un pool di altri istituti bancari, previa sospensione di ogni operazione ed iniezione di liquidità nelle casse delle banche coinvolte nell'operazione di salvataggio.

### *L'instabilità della periferia*

La stabilità del sistema era basata sulla presenza dell'Inghilterra, che poteva assicurare la solidarietà delle banche estere al momento opportuno. Se in Europa era chiaro a tutti che una crisi sarebbe dilagata rapidamente tra Stati vicini, i paesi della periferia non erano visti come un potenziale pericolo. Le banche centrali europee, di conseguenza, erano meno propense a garantire il sostegno ad altri paesi, come quelli dell'America Latina. Privi di proprie banche centrali (almeno fino al 1920), i sistemi bancari dei paesi periferici erano fragili e privi di un'istituzione che potesse svolgere il ruolo di finanziatore di ultima istanza. Inoltre non esisteva un mercato finanziario che potesse assorbire titoli di stato o operazioni di sterilizzazione, i produttori di beni primari subivano gli sbalzi del mercato, ed altri, specializzati nella produzione ed esportazione di una ristretta gamma di prodotti, erano esposti alle improvvise fluttuazioni dei termini di scambio. Le nazioni periferiche subivano infine gli effetti destabilizzanti provocati dai flussi internazionali di capitale. In Gran Bretagna e negli altri principali Stati europei, l'aumento del credito concesso all'estero stimolava gli scambi commerciali: esportando beni capitali nei paesi ai quali si concedeva credito era possibile permettere di mantenere in equilibrio la bilancia dei pagamenti. Quando però sorse il dubbio che le entrate derivanti dalle esportazioni di beni potessero essere insufficienti a onorare i debiti assunti, i flussi di capitale furono interrotti ed immediatamente le esportazioni diminuirono, facendo sì che le

quote di capitale e quelle di interessi passivi dei debiti iniziassero ad alimentarsi a vicenda.

Se nel 1900 fu possibile stabilizzare la posizione del dollaro soltanto grazie ad una serie di difficoltose misure che si rivelarono di successo, in altri paesi fu più difficile evitare la svalutazione delle divise. Argentina, Brasile, Cile, Italia e Portogallo furono costrette più di una volta a svalutare e a sospendere la convertibilità delle proprie valute. L'incapacità di difendere le divise fu imputata all'influenza dei gruppi politici avvantaggiati dal deprezzamento della valuta e dall'inflazione, quali agricoltori, esportatori (questi due gruppi spesso coincidevano) e stakeholders dell'industria estrattiva. Tuttavia si può dire che in generale, nella maggior parte del mondo economico di allora, il regime aureo ebbe vita difficile per la mancanza di quei fattori politici e sociali che nelle principali nazioni europee ne avevano invece reso possibile l'affermazione.

### *La stabilità del sistema*

Il regime aureo si espanse dall'Europa occidentale al resto del mondo alla fine del XIX° secolo: le sue caratteristiche, tassi di cambio stabili ed aggiustamenti monetari meccanici, erano un'eccezione piuttosto che la regola. Tale sistema monetario si fondava (ed allo stesso tempo alimentava) un semplice sistema commerciale: i paesi che concedevano credito all'estero ne accettavano le importazioni, consentendo ai paesi di debitori di onorare i loro debiti. Questo consentiva alla bilance dei pagamenti di tutti i paesi di mantenersi in equilibrio. Da un punto di vista politico, le autorità potevano concentrarsi sul mantenimento della convertibilità aurea delle proprie valute e le reazioni del mercato erano prevedibili: gli investitori acquistavano una divisa quando questa si indeboliva, certi che le autorità monetarie avrebbero adottato misure per riportarla in equilibrio. Misure che risultavano quasi superflue, visto il comportamento del mercato.

Il periodo compreso tra il 1871 ed il 1913 fu un'eccezionale momento di pace per l'Europa; questo stato di cose non sarebbe però durato a lungo. Verso la fine del secolo, la supremazia economica della Gran Bretagna iniziò ad essere minacciata dalla crescita delle altre nazioni: i finanziamenti all'estero non erano più bilanciati dalle esportazioni di beni capitali o dall'aumento dei depositi presso le banche di Londra. Quando i giacimenti scoperti negli anni Novanta si esaurirono, tornò ad affacciarsi il timore che le riserve auree mondiali non sarebbero state sufficienti a sostenere l'espansione economica. Preoccupazione rafforzata dalla notevole crescita economica degli Stati Uniti, dotati di un sistema bancario ancora poco sviluppato e dove gli investitori, preoccupati per la solvibilità delle loro banche, si rivolgevano a spesso a Canada e Gran Bretagna per ottenere oro, indebolendone così i sistemi finanziari. Neppure gli avvenimenti politici erano favorevoli: l'estensione del diritto di voto e la nascita dei partiti politici di sinistra cominciarono a distogliere le banche dal loro obiettivo primario: la convertibilità in oro delle valute. Infine, le tensioni militari tra Francia, Germania e Gran Bretagna, relative alla spartizione dell'Africa, minarono la solidarietà sulla quale si era basata la cooperazione finanziaria.

## **Capitolo 3 – Instabilità tra le due guerre**

La sterlina, che era stata il cardine delle politiche monetarie, aveva perduto nel panorama economico mondiale la posizione privilegiata del passato. Con la guerra essa aveva dovuto liquidare gran parte delle sua attività estere ed aveva così perso la sua predominanza commerciale: la complementarità tra investimenti all'estero ed esportazioni di capitali inglesi non era più perfetta come lo era stata prima del 1913. Grandi paesi come la Germania, da finanziatori si erano ritrovati debitori internazionali ed il loro equilibrio verso l'esterno dipendeva dai crediti concessi dagli Stati Uniti. Il rafforzamento del sindacalismo aveva portato ad una maggior burocratizzazione del mercato del lavoro, ovvero ad una minor flessibilità ed al conseguente appiattimento della curva di offerta globale. Nessuno dei fattori che avevano favorito il regime aureo prebellico poteva essere

considerato ancora certo. Il regime aureo tra le due guerre aveva quindi pochi aspetti in comune col suo predecessore e non poteva avvalersi degli stessi strumenti del passato. Le tensioni sul mercato dei capitali, che un tempo si muovevano in modo tale da riportare il sistema in equilibrio, ora espatriavano e trasformavano un momento di incertezza in una grave crisi economica e politica. La Grande Depressione del 1929 seguì questo percorso e, tra le sue vittime, vi fu il regime aureo stesso.

### *Cronologia*

Con lo scoppio della Prima guerra mondiale, i governi non potevano più concentrarsi sul problema di mantenere la convertibilità delle proprie valute. I paesi belligeranti, per finanziare il conflitto, ricorsero all'imposizione di nuove tasse, nonché all'emissione di titoli di stato e di divisa a corso forzoso (cioè non garantita da riserve), la cui quantità variò in ogni nazione, causando grandi turbamenti nei tassi di cambio. Di tutte le valute più importanti, soltanto il dollaro restò convertibile in oro e, anche se le restrizioni valutarie adottate in quel periodo furono abolite dopo poco tempo, ci vollero anni per ritornare alla piena convertibilità.

Nel primo dopoguerra si assistette ad un regime di tassi di cambio variabili quasi perfetto, essendo pressoché nulli gli interventi delle banche centrali sul mercato delle divise estere. Tra i primi paesi a ripristinare la convertibilità delle proprie valute ed a stabilizzare il tasso di cambio vi furono quelli colpiti dall'iperinflazione: Germania, Austria, Ungheria e Polonia. Vennero anche create nuove divise, la cui circolazione era regolata dalle leggi del regime aureo e le cui riserve furono costituite con finanziamenti concessi dalla Lega delle Nazioni. Nei paesi colpiti da un'inflazione meno devastante, si tornò ai cambi fissi ed alla convertibilità senza la necessità di una riforma valutaria del tipo adottato in Germania. Contrastare con troppa forza gli effetti dell'inflazione poteva sconvolgere l'economia: i paesi come la Francia, le cui divise avevano perso molto valore rispetto al livello prebellico, decisero quindi di fissare i cambi sui valori di mercato. Infine, nei paesi dove l'inflazione fu contenuta in tempo, si riuscì a ristabilire il prezzo dell'oro e del tasso di cambio nei confronti del dollaro ai livelli prebellici.

Considerando il ritorno ai cambi fissi avvenuto in Francia nel 1926 come momento di rinascita del regime aureo e la svalutazione della sterlina decretata nel 1931 come sua conclusione, si deduce che il regime aureo tra le due guerre durò meno di cinque anni e che, anche durante la sua vita, non ebbe un grande successo. Il meccanismo degli aggiustamenti non funzionava più: i paesi in disavanzo nella bilancia dei pagamenti perdevano riserve e valuta estera; quelli con valuta forte risultavano costantemente in avanzo. La Grande Depressione fece vacillare il sistema aureo alla periferia: a fine 1929, per questi paesi crollarono le esportazioni ed i finanziamenti dall'estero; le riserve diminuirono e si dovette così ridurre la quantità di moneta in circolazione, con conseguente fenomeno deflattivo. La risposta politica di questi governi fu la sospensione della convertibilità in oro delle proprie divise. Durante l'estate 1931 la crisi arrivò nel cuore dell'Europa: Austria e Germania sono costrette a sospendere la convertibilità ed imporre un controllo sui tassi di cambio. La crisi bancaria in Europa centrale mise sotto tremenda pressione le riserve della Banca d'Inghilterra, che fu a sua volta costretta a sospendere la convertibilità della sterlina, imitata in poche settimane dai suoi più importanti partners commerciali.

Nel 1932 il sistema monetario internazionale si era fratturato in tre parti: i paesi ancora in regime aureo (guidati dagli Stati Uniti), l'area della sterlina (Gran Bretagna e paesi legati alla moneta inglese) e le nazioni dell'Europa centro-orientale (guidati dalla Germania), dove i cambi erano tenuti sotto controllo governativo. Neppure il sistema tripolare, però, garantiva stabilità: i tassi di cambio fissi e le svalutazioni in atto nell'area della sterlina peggioravano le posizioni debitorie dei paesi rimasti all'interno del regime aureo, che pur di difendere le proprie riserve erano costretti ad adottare misure monetarie e fiscali restrittive, che deprimevano l'economia. Quando il mondo politico iniziò a spingere per politiche espansive, si assistette ad una violenta fuga di capitali, per il timore di una imminente svalutazione. Alla fine, tutti i paesi del blocco aureo furono costretti a sospendere la

convertibilità ed a svalutare le loro divise. Con l'elezione di Roosevelt alle presidenziali americane del 1932 si iniziò un processo di graduale svalutazione del dollaro, che nel giro di nove mesi perse il 40% del suo valore rispetto alle valute dei paesi in regime aureo. La svalutazione diede i suoi frutti e consentì la ripresa economica degli USA, ma incentivò la propensione a svalutare nei restanti paesi del blocco aureo: Cecoslovacchia, Belgio, Svizzera ed Olanda non persero l'occasione per deprezzare le proprie monete.

In questo processo caotico, il regime aureo aveva causato ancora la fluttuazione dei tassi di cambio. Ma questa volta, contrariamente a quanto accadute durante il periodo di libertà dei cambi della prima metà degli anni Venti, i governi intervennero: furono creati gli "Istituti per la Parificazione dei Tassi di Cambio" i quali, in genere, seguivano le tendenze del mercato, quindi compravano una divisa quando questa diminuiva e la vendevano quando invece aumentava; per favorire l'industria del proprio paese arrivarono anche a vendere la valuta nazionale per diminuirne il tasso di cambio e dare ai produttori un vantaggio in termini di competitività.

### *I cambi variabili: la controversa vicenda del franco*

L'economia monetaria fu profondamente segnata dalle vicende degli anni '20, quando in concomitanza al regime dei tassi di cambio variabili si assistette ad un'enorme instabilità politica. Durante gli anni Trenta si decise di regolare le oscillazioni dei tassi di cambio, con la precisa intenzione di non rivivere gli accadimenti del decennio precedente e, questo ricordo, influenzò anche le scelte successive alla Seconda guerra mondiale.

Uno studio di Nurkse pubblicato nello stesso anno del convegno di Bretton Woods ed avente come oggetto le vicissitudini del franco francese, puntò l'indice contro i cambi variabili, sostenendo che le speculazioni che ne derivavano costituivano la primaria fonte di instabilità del sistema. La replica di Friedman fu invece accusare l'instabilità dei provvedimenti fiscali e monetari adottati dal governo francese. Esaminando gli avvenimenti, non è possibile sostenere l'una o l'altra tesi. Quello che è però possibile notare è che nessuno dei cronisti del tempo si rese conto che le particolari condizioni politiche che avevano creato le premesse d'instabilità monetaria nel periodo dei tassi di cambio variabili costituivano un pericolo anche in un sistema di tassi fissi tipico del regime aureo. Il ritorno al regime aureo non avrebbe potuto eliminare da solo le cause politiche che avevano favorito le operazioni speculative: i tassi di cambio fissi non sarebbero stati la soluzione al problema dell'imposizione fiscale, sempre più sentito dalla fine della guerra.

### *La ricostruzione del regime aureo*

Le vicende della prima metà degli anni '20 consolidarono il proposito di reinstaurare il regime aureo prebellico, sia per eliminare le occasioni di guadagno per gli speculatori, sia per imporre disciplina ai governi.

Il ritorno della sterlina al regime aureo con lo stesso valore prebellico fece sì che anche il cambio con il dollaro tornasse ad essere quello di 4,86 dollari dell'epoca. Occorreva dunque ridurre i prezzi per compensare l'aumento che aveva nel frattempo caratterizzato il livello dei prezzi statunitense. Il governo inglese varò una serie di dure politiche deflazionistiche che diede immediatamente i suoi frutti; nel 1920, però, a causa di una perdita di riserve, anche la Federal Reserve americana fu costretta ad imboccare la strada della deflazione. La Banca d'Inghilterra dovette così fare ricorso a misure restrittive ancora più forti per difendere la sterlina nel cambio col dollaro. Nel 1922 la discesa dei prezzi USA si arrestò e, grazie anche all'aiuto della banca centrale americana (che nel 1924 tagliò il tasso di sconto per ripristinare le riserve inglesi), la sterlina poté essere dichiarata nuovamente convertibile ad inizio 1925. L'equilibrio dei prezzi, però, non era ancora stato raggiunto e così la supervalutazione della sterlina frenò la domanda di beni inglesi, facendone piombare

l'economia in una profonda recessione. Nonostante Keynes individuò il problema, quantificando in circa il 15% la sopravvalutazione della divisa inglese nei confronti del dollaro, egli non riuscì a convincere Churchill a procedere a una svalutazione. Poco per volta anche gli altri paesi tornarono al regime aureo (sulla scia dell'Inghilterra, Australia, Nuova Zelanda, Ungheria e Danzica furono i primi a convertirsi), alcuni dei quali scelsero un livello di parità aurea inferiore a quello del periodo prebellico. Nel 1927 la sua ricostruzione poteva definirsi praticamente completata.

### *Il nuovo regime aureo*

Durante la Seconda guerra mondiale le monete d'oro non erano sparite completamente dalla circolazione, ma solo negli Stati Uniti rappresentavano una percentuale significativa della valuta circolante. Per ricostituire le proprie riserve, i governi del dopoguerra adottarono vari stratagemmi, quali vietare la convertibilità aurea dei piccoli importi ed affiancare alle riserve auree quelle in valuta estera. Il timore era quello di una carestia mondiale di oro: la scarsità di mezzi finanziari avrebbe infatti potuto frenare la crescita economica. La mancanza di coordinamento espose però a forti rischi di carattere speculativo quei paesi desiderosi di aumentare le proprie riserve in valuta estera. La conferenza di Genova del 1922 fu organizzata proprio a questo scopo: il documento che ne uscì invitava le nazioni partecipanti a sottoscrivere un accordo internazionale che prevedesse la possibilità di costituire senza limitazioni riserve bancarie in divisa estera, nonché a mantenere costante la parità tra le valute ed evitare le fluttuazioni del potere d'acquisto dell'oro. Gli accordi presi furono fortemente influenzati dai membri inglesi del comitato, abituati ad un dialogo con le banche centrali dei propri dominions. L'ostracismo statunitense riuscì però a far saltare l'incontro che avrebbe dovuto tradurre nella pratica queste disposizioni: sia la cooperazione che il ricorso alle riserve in divisa estera furono eventi occasionali.

### *I problemi del nuovo regime aureo*

Durante la seconda metà degli anni Venti, le divise tornarono ad essere convertibili in oro al prezzo fisso stabilito dai governi e vennero abolite le più severe restrizioni alle transizioni internazionali di capitali e di oro. Così come accaduto prima della guerra, l'associazione di questi due fattori portò ad una stabilizzazione dei tassi di cambio ed all'abbandono degli spostamenti materiali di oro come mezzo di pagamento. La maggior liquidità richiesta da un'economia in espansione, come lo era quella del periodo 1924-29, non era sostenuta da un aumento internazionale delle riserve, che in proporzione, anzi, diminuirono.

Quasi tutto l'aumento monetario verificatosi nella seconda metà degli anni '20 si concentrò in Francia ed in Germania. In Francia il fenomeno è attribuibile alla forte sottovalutazione del franco, che la banca centrale francese faticava a modificare. Per legge, essa non poteva infatti concedere finanziamenti al governo oppure aumentare la componente di credito interno della base monetaria, così come era fortemente limitata nelle operazioni di mercato aperto. Per fermare il flusso d'oro in entrata aumentando il credito interno, la Banca di Francia avrebbe potuto abbassare il tasso di sconto oppure vendere franchi sul mercato valutario internazionale. La ristrettezza del mercato cambiario di Parigi non avrebbe però permesso manovre efficaci sul tasso di sconto e gli investitori francesi non avevano confidenza con le valute estere. L'altro paese in cui si verificò un grande accumulo di riserve auree fu la Germania: il mercato tedesco, grazie agli elevati tassi di interesse, attirava la maggior parte degli investimenti esteri effettuati dagli Stati Uniti. In aggiunta a questo, i finanziamenti in sterline ottenuti dal governo tedesco attraverso il piano Dawes diventarono un importante fonte di surplus, complice il riapprezzamento della moneta inglese. Nel 1926 la Reichsbank iniziò una "corsa all'oro", iniziando a convertire in oro le proprie riserve valutarie in divisa estera. Le altre nazioni furono costrette ad alzare i tassi d'interesse ad a diminuire la concessione di credito per difendere le sempre più esigue riserve auree. Gli USA, dal canto loro, fecero poco per far uscire oro dal loro paese, a parte la manovra sul tasso di sconto del 1927, ad hoc

per aiutare una Gran Bretagna alle prese con una crisi dei pagamenti. I dirigenti della Federal Reserve, preoccupati dal boom borsistico di Wall Street del 1927, che distoglieva risorse da impieghi maggiormente produttivi, nel 1928 aumentarono di due punti e mezzo il tasso ufficiale di sconto. Manovra successiva fu quella di alzare i tassi d'interesse per ricostituire le riserve, che erano in leggera flessione. Le conseguenze si sentirono sia all'interno del paese che fuori: la diminuzione della valuta rallentò la crescita dell'economia a stelle e strisce, i tassi di interesse evitarono una fuga di capitali dagli Stati Uniti, ma il mancato flusso d'oro all'esterno acuì la tensione negli altri Paesi, che reagirono con un aumento del loro tasso di sconto.

### *Il sistema dei pagamenti internazionali*

Il nuovo regime aureo non stava funzionando nel modo previsto: la bilancia dei pagamenti di alcuni paesi risultava sempre essere in avanzo, mentre quella di altri paesi registrava un costante disavanzo. Il meccanismo degli aggiustamenti dei conti monetari, in buona sostanza, non funzionava più.

Durante la guerra, USA e Giappone si sostituirono ai paesi europei sui mercati che questi avevano abbandonato, facendo così diminuire la competitività dell'industria del vecchio continente. Gli Stati Uniti, al termine del conflitto, si ritrovarono ad essere creditori di tutto il mondo: le riparazioni pagate dalla Germania agli altri paesi europei finivano nelle casse americane come pagamento dei debiti contratti in precedenza. Una volta entrati negli Stati Uniti, invece che rientrare in Europa secondo i meccanismi di aggiustamento, lo facevano sotto forma di nuovi finanziamenti. Gli alti tassi di rendimento europei incentivavano ancora di più l'esportazione di capitali dall'America. Governi ed industrie estere iniziarono ad emettere titoli in dollari, che venivano quotati sulla borsa di Wall Street. L'aumento del tasso di sconto del 1928 da parte della Federal Reserve mise in pericolo la solvibilità delle nazioni indebitate. L'interruzione del flusso di capitali fece infatti crollare la domanda interna in Europa. Ne conseguì una diminuzione dei prezzi, che però non riuscì ad innescare i meccanismi di aggiustamento anche per via della Grande Depressione del 1929, che assestò un altro duro colpo alle esportazioni europee. Possibili soluzioni per arginare l'impatto del fenomeno sarebbero potuti essere una moratoria dei debiti di guerra tedeschi (che avrebbe migliorato la bilancia dei pagamenti europea e diminuito la dipendenza dal capitale americano) o un'altra riduzione dei prezzi (ma esisteva un limite sotto al quale la discesa dei prezzi avrebbe innescato la spirale della deflazione, con effetti disastrosi sulle classi sociali che maggiormente si appoggiavano ai debiti espressi in valore nominale).

### *Risposte alla Grande Depressione*

Nei paesi della periferia il dilemma era se utilizzare le poche entrate per pagare gli interessi sui debiti contratti con l'estero o per difendere la convertibilità delle proprie valute. La risposta era quasi scontata: tra il 1929 ed il 1930 moltissimi paesi (tra cui Argentina, Australia, Brasile e Canada) sospesero la convertibilità e lasciarono che le loro valute si deprezzassero. La novità consisteva nel fatto che, per la prima volta, la convertibilità fu sospesa a causa di una crisi globale.

Il comitato Macmillan (istituito per studiare le relazioni tra finanza ed industria) nel 1931 ammonì che i paesi creditori, per non sconvolgere la situazione economica dei paesi debitori, sarebbero dovuti essere pronti a trasformare i loro saldi positivi in un nuovo credito, anziché accumularlo sotto forma d'oro. L'enorme crollo della produzione industriale legato alla Depressione, non poteva essere arginato con le misure tradizionali, quali la concessione di credito e la diminuzione dei tassi d'interesse, poiché esse erano incompatibili con la convertibilità aurea delle valute. Nel nuovo assetto politico, però, non era più certo che la debolezza di una valuta sarebbe stata soltanto una condizione temporanea. Prevedere il comportamento delle autorità monetaria, di fronte alla scelta tra difendere il regime aureo o diminuire la disoccupazione, non era possibile. Il timore per la

stabilità dei tassi di cambio si estese alle due divise più importanti, dollaro e sterlina; quando, nonostante le rassicurazioni di facciata, si capì che era impossibile mantenere indenne la moneta inglese, le banche centrali di tutto il mondo corsero a convertire in oro i propri depositi. La liquidazione delle valute estere causò la riduzione del valore globale delle riserve: le banche centrali furono così costrette ad aumentare il tasso di sconto, pur di garantire la convertibilità.

Si pensava che la quantità di operazioni speculative attorno alla divisa di un paese dipendeva da una questione “fiduciaria”: se un paese fosse riuscito a convincere gli operatori del fatto che non avrebbe svalutato, allora non sarebbe stato colpito dalle speculazioni. In realtà, gli operatori del mercato diedero maggiore fiducia a quei paesi che non erano tornati ai valori prebellici dell'oro nel confronto della valuta (e non il contrario, come avevano pensato a loro tempo Stati Uniti e Gran Bretagna).

### *La gestione della crisi bancaria*

La caduta dei prezzi dovuta alla Grande Depressione rendeva difficile onorare i debiti contratti. Le banche centrali non potevano intervenire nel sistema come finanziatori di ultima istanza, in quanto con un'immissione di liquidità avrebbero violato le regole del regime aureo. Più velocemente le banche avessero immesso liquidità, più rapidamente questa ne sarebbe uscita sotto forma di fuga di capitali, poiché gli investitori avrebbero temuto per un'imminente svalutazione della moneta. Quando l'intero sistema fu in crisi, non fu più possibile organizzare un'azione collettiva di sostegno. La temporanea sospensione della disponibilità dei depositi bancari fu decisa da Roosevelt solo nel 1933. Negli anni '30 non si verificarono però le temporanee sospensioni del regime aureo che nel secolo precedente permisero di allentare le tensioni del sistema. L'applicazione della “clausole di recesso” era subordinata all'opinione che il governo non si trovasse in crisi a causa di proprie manovre: certezza che negli anni '30 non vi era. Svalutazione della moneta e sospensione della convertibilità, al contrario, potevano essere la prova di errori commessi dal governo. Le banche centrali furono così costrette a difendere strenuamente la parità della divisa ed il regime aureo si rivelò un grande ostacolo agli interventi in difesa del sistema bancario. Il problema sarebbe potuto essere risolto con il ricorso alla cooperazione internazionale, se le altre nazioni avessero di volta in volta aiutato quelle che immettevano liquidità sul mercato finanziario. La divergenza di vedute (l'Inghilterra, ad esempio, attribuiva la crisi ad una limitata concessione di credito da parte delle banche centrali, mentre la Francia riteneva che l'origine della turbolenza fosse stata l'eccessiva espansione monetaria) impedì che la strada della cooperazione potesse essere percorsa.

### *La disintegrazione del regime aureo*

In questo contesto si può quindi comprendere il crollo del regime aureo. Il primo stato europeo in cui si verificò una crisi delle banche e della bilancia dei pagamenti fu l'Austria ed il simbolo fu la crisi del Credit Anstalt, le cui passività superavano quelle del bilancio nazionale. Nel 1931 i dirigenti dell'istituto di credito ammisero che i crediti inesigibili avevano azzerato il capitale sociale e, nonostante l'immediato impegno del governo a fornire un sostanzioso aiuto, i creditori non si tranquillizzarono. La contemporanea scoperta di un'ipotesi di accordo doganale tra Austria e Germania irritò Francia ed Inghilterra, rendendole meno disponibili ad un aiuto sulla questione del Credit Anstalt. La banca centrale austriaca cercò di fare da sola: nel 1931 aumentò del 25% la quantità di banconote in circolazione, nonostante le sue riserve stessero diminuendo. La reazione dei risparmiatori è scontata: per paura di una svalutazione provvedettero a liquidare i propri depositi bancari. A questo punto diventò necessario un finanziamento dall'estero: la Bank of International Settlements (BIS) lo concesse soltanto dopo lunghe trattative, quando ormai aveva perso la sua efficacia. Costretta a scegliere tra la salvaguardia del proprio sistema bancario e quella del regime aureo, l'Austria scelse la prima, attivando la funzione di controllo sui cambi per evitare lo spettro dell'iperinflazione.

La crisi passò rapidamente in Ungheria ed in Germania. Il paese magiaro, finanziariamente molto legato all'Austria, ne subì i contraccolpi: con la crisi del Credit Anstalt anche a Budapest gli investitori stranieri corsero a ritirare i propri depositi. Come reazione fu decisa una sospensione dell'attività bancaria, della convertibilità aurea e della possibilità di esportare divisa estera. Appena la crisi austriaca fu manifesta, anche la Germania ne venne investita: sia i depositanti nazionali, sia quelli esteri ritirarono i propri depositi dalle banche tedesche. La Reichsbank replicò immettendo liquidità nel sistema, ma nel giro di un mese le sue riserve sprofondarono al minimo legale del 40%. Anche la Germania cercò un finanziamento dall'estero, ma non riuscì a trovarlo. La banca centrale limitò la concessione di credito alle banche per difendere le riserve e cercare di mantenersi in regime aureo, ma il risultato fu, come prevedibile, una crisi. Nel luglio 1931 il governo è costretto a sospendere le attività bancarie ed imporre il controllo sui tassi di cambio. La Germania, prima potenza industriale europea, era uscita dal circolo del regime aureo.

### *La crisi della sterlina*

Le banche inglesi avevano legami meno stretti con l'industria rispetto ad Austria e Germania, quindi subivano in maniera minore gli effetti della caduta della produzione industriale. A partire dal 1925, anno in cui fu ristabilita

(...)

### *La fluttuazione manovrata*

Il ritorno ai tassi di cambio variabili fece sì che i cambi riprendessero a fluttuare: grazie all'intervento degli Istituti per la Parificazione dei Tassi di Cambio, spesso le variazioni erano comunque molto inferiori rispetto a quelle verificatesi durante la prima metà degli anni '20. I paesi che avevano rotto i legami con il regime aureo poterono intraprendere politiche economiche di qualsiasi genere. La Gran Bretagna, ad esempio, tagliò il tasso di sconto e lasciò deprezzare la sterlina; la riduzione del tasso di sconto ridusse anche i tassi d'interesse del mercato, rilanciando l'economia.

Un accordo internazionale avrebbe permesso di abbassare i tassi d'interesse ed aumentare la valuta a disposizione dei paesi senza destabilizzare i cambi, ma il mancato raggiungimento di un'intesa (dovuto in particolar modo ai francesi, che non volevano un'espansione monetaria) fece sì che le misure reflazionistiche degli anni '30 condussero ad un inevitabile deprezzamento delle valute. Il deprezzamento valutario indirizzava la domanda di un paese verso la produzione interna e favoriva l'esportazione, accrescendo la competitività di una nazione, comportando però il deterioramento della competitività delle altre. Si trattava delle cosiddette "svalutazioni a rubamazzo".

Deprezzamento e ripresa economica ebbero un legame temporale piuttosto evidente. Una maggior quantità di valuta in circolazione non rendeva più necessario il ricorso a tagli della spesa pubblica o aumenti dell'imposizione fiscale per difendere il tasso di cambio. La fluttuazione manovrata, tuttavia, non fu presa in considerazione quando, dopo la seconda guerra mondiale, occorreva ricostruire il sistema monetario. Essa, infatti, venne vista come la causa scatenante del protezionismo che aveva colpito i paesi europei, Francia e Belgio in primis. Nel 1936, ultimo anno di importanti svalutazioni, con l'Accordo tripartito, Francia, Stati Uniti e Gran Bretagna si accordarono per porre fine alla svalutazioni e catena ed eliminare i limiti agli scambi commerciali.

### *Conclusioni*

Lo sviluppo del sistema monetario internazionale in vigore tra le due guerre mondiali evidenzia tre aspetti economici e politici correlati tra loro:

1. sopravvenuta incompatibilità tra i diversi obiettivi di politica economica: impossibile perseguire esclusivamente la stabilità del tasso di cambio e della convertibilità aurea a scapito delle politiche interne;
2. doppia natura dei flussi internazionali di capitali: quando i mercati avevano fiducia nelle politiche monetarie di un paese, i flussi di capitale entravano in quel paese ed agevolavano le banche centrali nel proteggere la valuta; quando i mercati non trovarono più certezze, i flussi di capitale divennero incerti e potenzialmente destabilizzanti;
3. perdita della leadership economica della Gran Bretagna a favore degli Stati Uniti: le relazioni con l'estero degli USA non erano però così ben rodute e coordinate da costituire un sistema internazionale efficace quanto lo era quello precedente.

Quando per la seconda volta fu necessario ricostruire il sistema monetario internazionale si cercò di immaginare una struttura che tenesse in debito conto questi nuovi aspetti. La soluzione del problema, però, non fu affatto semplice.