

Alfonso Iozzo
Antonio Mosconi

La fondazione di un sistema finanziario globale cooperativo.
Una nuova Bretton Woods per affrontare la crisi del ruolo internazionale del dollaro.

La crisi del ruolo internazionale del dollaro è progressiva ed irreversibile. Sul piano strettamente finanziario essa si manifesta col livello insostenibile del debito estero americano, col suo appesantimento anno dopo anno per effetto del deficit delle partite correnti, a sua volta crescente e quasi insensibile alle svalutazioni del dollaro fin qui decretate dai mercati finanziari. Sul piano politico essa si manifesta con l'incapacità degli Stati Uniti di fornire quei beni pubblici mondiali che costituiscono la contropartita dell'egemonia.

La globalizzazione dell'economia mondiale, resa possibile dal modo di produzione scientifico e dalla fine della guerra fredda, richiede la fornitura sulla stessa scala di beni pubblici (come la sicurezza, la legalità, l'equità, la sostenibilità ambientale) che non possono più essere forniti da una potenza egemone ed in assenza dei quali il mercato è incapace di autogoverno. Gli Stati Uniti, dopo la fine della guerra fredda, hanno tentato di assicurare unilateralmente il governo dell'economia mondiale, fondandolo su Wall Street e sul Pentagono, dimenticando così l'esperienza storica di insostenibilità degli imperi al crescere dei costi della difesa in rapporto ai vantaggi del dominio. Questo tentativo è fallito. Se esso fosse riuscito la sovrastruttura politica corrispondente al modo di produzione scientifico sarebbe stata quella imperiale. Ma non è questo il caso. Si sviluppa, al contrario, in tutto il mondo, la richiesta di una gestione multilaterale, condivisa e democratica dell'economia globalizzata. Una richiesta che deve essere soddisfatta con urgenza se si vogliono arrestare le forze di disgregazione che minacciano di riportare indietro la storia: al protezionismo, ai macro e micro nazionalismi ed alla guerra.

La crisi era inscritta nel codice genetico del sistema monetario internazionale creato dalla Conferenza di Bretton: avendo al suo centro il dollaro (cioè la moneta di uno dei partecipanti al gioco e non una moneta neutrale) il sistema avrebbe determinato situazioni di scarsa liquidità internazionale (*dollar shortage*) in caso di bilancia dei pagamenti americana attiva e d'inflazione mondiale (*dollar inflation*) nel caso opposto, secondo il famoso "dilemma di Triffin". Nei primi anni del dopoguerra si verificò la scarsità di dollari, in seguito l'inflazione. Il mondo è diventato multipolare con l'emergere della forza economica dell'Europa e del Giappone prima, dei paesi emergenti poi, della Cina oggi e dell'India prossimamente. La centralità del dollaro è venuta meno con la creazione dell'euro e col disancoramento dello *yuan* e di altre valute, come il *peso* argentino, dalla valuta americana. Se si vuole evitare un rovinoso crollo del dollaro ed assicurare la stabilità dei cambi come fondamento della globalizzazione e dello sviluppo, è necessario ripartire da Bretton Woods, correggerne i vizi, mettere al centro del sistema un paniere mondiale ed affidarne la gestione ad istituzioni veramente multilaterali.

Bretton Woods.

Keynes, all'inizio del 1942, quando le sorti della guerra già volgevano a favore degli Alleati, propose la costruzione di un'unione valutaria internazionale basata su una moneta, il *bancor*, avente un contenuto fisso, ma non immutabile, in termini di oro e accettata da tutti i membri a saldo dei debiti internazionali, allo scopo di stimolare l'espansione del commercio e lo sviluppo economico mondiale. La proposta, che aveva lo scopo di internazionalizzare la creazione di liquidità per non lasciarla interamente nelle mani degli Stati Uniti, fu fatta propria dal governo inglese nel 1943 ed ispirò la Conferenza di Bretton Woods del 1944, nel corso della quale prevalse tuttavia il piano predisposto da White, consigliere del ministro del tesoro americano. Gli Accordi di Bretton Woods, ratificati a Washington nel 1945, impedirono di internazionalizzare la creazione di liquidità. Essi, in sostanza, individuarono i principi regolatori del nuovo assetto nelle parità fisse tra monete,

modificabili solo di comune accordo di fronte a squilibri fondamentali, e nella multilateralizzazione dei saldi valutari. La libertà dei singoli Stati di sostenere la domanda interna attraverso vari strumenti, fra i quali l'estensione del *welfare state*, venne posta al riparo dal rischio di "fuga dei capitali" attraverso un complesso e rigoroso sistema di controlli burocratici dei movimenti di capitale "speculativi" (in pratica tutti, tranne gli investimenti diretti all'estero). La creazione di liquidità internazionale venne affidata, di fatto, agli Stati Uniti, i soli a detenere consistenti riserve auree dopo la guerra, sulla base d'una promessa di convertibilità del dollaro in oro al prezzo immutabile di 35 dollari per oncia di oro fino (*gold exchange standard*). Vennero infine istituiti il Fondo Monetario Internazionale e la Banca Internazionale per la Ricostruzione e lo Sviluppo (la Banca mondiale), le funzioni dei quali non rispecchiavano quelle previste per le istituzioni proposte da Keynes: il Fondo di stabilizzazione delle Nazioni Unite e la Banca per la Ricostruzione e lo Sviluppo, nonostante il maquillage terminologico utilizzato per nascondere il rigetto del disegno keynesiano. Il sistema, inoltre, includeva soltanto le valute convertibili, emesse da pochi Paesi avanzati dell'Occidente. Esso non comprendeva i Paesi del blocco sovietico, né il resto del mondo. Fu, comunque, per l'ultima volta, un sistema monetario internazionale fondato, almeno formalmente, da una conferenza internazionale, ovvero su basi multilaterali, ed assicurò con successo la fase della ricostruzione e dello sviluppo post-bellico. Il sistema attuale risulta, invece, da successive decisioni unilaterali.

La crisi di Bretton Woods.

L'assetto di Bretton Woods, dopo aver garantito gli anni d'oro della prosperità post-bellica, almeno per i Paesi che ne facevano parte, entrò progressivamente in crisi negli anni Sessanta, quando l'eccessiva creazione di dollari, conseguente anche al finanziamento della guerra in Viet Nam, rese incredibile la promessa di convertibilità del dollaro in oro. Nel 1968, mentre giungeva a compimento l'unione doganale europea e si decideva di avviare la politica agricola comune, fu istituito il doppio mercato dell'oro, cioè gli Stati Uniti limitarono la convertibilità del dollaro a 35 dollari l'oncia alle sole banche centrali detentrici di riserve ufficiali in dollari. Lo stesso anno Triffin evidenziò come un Paese non possa creare liquidità internazionale se non accumulando debiti verso l'estero per sostenere un deficit della propria bilancia dei pagamenti, destinato all'acquisizione di beni, di servizi e d'investimenti all'estero nonché al sostegno militare dei possedimenti ed al mantenimento delle influenze/complicità nei Paesi liberati/occupati. Egli denunciò questo sistema come lo "scandalo monetario internazionale"¹. Nel 1971 gli Stati Uniti dichiararono l'inconvertibilità del dollaro, ufficializzando così il passaggio dal regime di *gold exchange standard* a quello di *dollar standard*. Il deficit della bilancia dei pagamenti americana era allora determinato dai movimenti di capitale, cioè da investimenti degli Stati Uniti nel resto del Mondo. Solo a partire dal 1982 il deficit americano cambiò natura: la bilancia di parte corrente divenne passiva e il deficit venne finanziato attirando il risparmio del resto del Mondo non più per essere reinvestito all'estero ma per finanziare la domanda interna. Da quasi un quarto di secolo questa è la situazione strutturale degli Stati Uniti, col risultato di una crescita spaventosa del loro indebitamento con l'estero.

L'Unione economica e monetaria europea.

L'inizio della fase estrema di dollarizzazione dell'economia mondiale e l'avvio del primo tentativo, quello europeo, di sottrarsi ad un simile destino, furono contestuali. Nel 1969, all'Aja, il vertice dei capi di stato e di governo della Cee decise di avviare l'unione economica e monetaria europea, che si sarebbe realizzata completamente, dopo un lungo e travagliato percorso, con l'entrata in circolazione dell'euro il 1° gennaio del 2002².

¹ Robert Triffin, *Our International Monetary System: Yesterday, Today and Tomorrow*, New York 1968 (Random House).

² Per una storia del percorso che dal Piano Werner condusse alla creazione dell'euro segnaliamo due opere per tutte:

Ai fini dell'argomentazione qui svolta è rilevante ricordare come la creazione dell'euro sia stata preceduta da una fase di ancoramento delle monete europee ad un paniere dalle stesse costituito, mentre in precedenza ciascuna valuta era ancorata al dollaro, col risultato che la volatilità dei cambi fra le monete europee (*cross-rates*) poteva risultare superiore a quella riscontrabile fra ciascuna di esse e il dollaro. L'Unione economica e monetaria, preceduta e preparata dal Sistema monetario europeo, ha preservato *l'acquis communautaire*, che sarebbe stato distrutto in regime di cambi di ciascuna valuta europea liberamente fluttuanti rispetto al dollaro; ha affiancato al Parlamento una seconda istituzione federale, la Bce, nella costituzione materiale dell'Europa; ha modificato le aspettative di molti Paesi non membri dell'Uem, che già costituiscono una vasta area dell'euro, e di altri Paesi che guardano ad essa con speranza; ha consentito di avviare un programma di diversificazione delle riserve ufficiali e dei mezzi di pagamento da parte di Paesi come la Russia, la Cina, i Paesi arabi produttori di petrolio; ha fornito l'esempio per altre integrazioni regionali. Il valore delle emissioni di obbligazioni internazionali denominate in euro ha già superato quello dei *bonds* in dollari. Per contro, coerentemente col fatto che l'Unione europea non ha ancora realizzato una comune politica estera e di sicurezza, la determinazione del valore esterno dell'euro è stata di fatto abbandonata ai mercati finanziari, pur essendo previsto dal Trattato di Maastricht che la politica del cambio sia competenza dei Ministri dell'economia e delle finanze (Ecofin, dunque, e non Bce). Poiché il grado di apertura degli scambi³ della zona euro non supera il 15% e questa percentuale si riduce quanto più si allarga l'area dei paesi che accettano l'euro, anche in pagamento di forniture di petrolio, gas e materie prime, il problema potrebbe sembrare di scarsa rilevanza. Un problema sorge, invece, perché il processo di globalizzazione, finora non governato, ha fatto lievitare il volume delle transazioni finanziarie internazionali fino a rappresentare oltre sessanta volte quello delle esportazioni mondiali ed i rapporti di cambio fra le monete risultano conseguentemente determinati dalle aspettative dei mercati finanziari piuttosto che dai fondamentali delle diverse economie. Tali aspettative sono distorte dagli Stati Uniti al fine di consentire loro di finanziare l'enorme deficit della bilancia dei pagamenti attirando il risparmio che si forma negli altri Paesi.

Il disancoramento dello *yuan* dal dollaro.

La decisione delle Autorità cinesi di disancorare lo *yuan* dal dollaro, al quale era legato da un rapporto di cambio fisso, per riferirne invece il valore ad un paniere di valute, non si limita, come pretendono alcune interpretazioni riduttive, a consentire una modesta rivalutazione dello *yuan*. All'annuncio della decisione alcune banche americane ed alcuni economisti ipotizzarono che il peso del dollaro nel paniere sarebbe rimasto superiore al 50%. Ma ben presto le Autorità cinesi hanno reso nota la sua composizione (fra le monete più pesanti: dollaro, euro, *yen* e *won* coreano; tra quelle meno importanti: sterlina, dollaro australiano, dollaro canadese, dollaro di Singapore, rublo russo, *ringgit* malese e *bath* thailandese). Sebbene il peso di ciascuna valuta nella composizione del paniere non sia stato comunicato, il governatore della Banca del popolo ha spiegato che essa dipende dall'interscambio commerciale. Gli analisti di JP Morgan ne hanno tratto la conclusione che i pesi dovrebbero essere: 23% per lo *yen*, 21% per il dollaro, 15% per l'euro, 8% per il *won*⁴; un terzo circa del paniere sarebbe ripartito fra le altre valute. Una conferma dovrebbe aversi da una graduale riduzione del peso del dollaro nella composizione delle riserve valutarie cinesi, dalla prosecuzione di un movimento di rivalutazione dello *yuan* nei confronti del dollaro ed in prospettiva dal raggiungimento della convertibilità dello *yuan*. La nuova politica del cambio adottata dalla Cina, come già la creazione dell'euro, riflette la crisi del ruolo internazionale del dollaro.

Tommaso Padoa-Schioppa, *La lunga via per l'euro*, Bologna 2004 (il Mulino)

Matt Marshall, *The Bank*, London 1999 (Random House).

3 Il grado di apertura degli scambi risulta dal rapporto fra la somma delle importazioni e delle esportazioni di beni e servizi dell'area considerata all'esterno della stessa (in questo caso i dodici Paesi aderenti all'Uem) ed il suo pil.

4 Riccardo Sorrentino, *Avanza la liberalizzazione dello yuan*, *Il Sole-24 Ore* dell'11 agosto 2005.

Per una nuova Bretton Woods.

La graduale affermazione di panieri, come l'*ecu*, antesignano dell'euro; l'ancoraggio a panieri da parte di valute fondamentali per la stabilità mondiale, come lo *yuan*; il parallelo fallimento di altri tentativi di ancoraggio alla sola valuta della potenza egemone; tutti questi fenomeni indicano la strada già imboccata, quella della multilateralizzazione, per adeguare il sistema monetario internazionale ad un'economia in corso di globalizzazione, multipolare ed interdipendente.

Il filo conduttore intellettuale per una "nuova Bretton Woods" è quello che unisce il *bancor* di Keynes, gli *special drawing rights* di Triffin/Ossola, l'unificazione monetaria europea e la critica serrata di Stiglitz⁵ delle catastrofi provocate dalla rigida applicazione del *Consensus* di Washington in situazioni come quelle del Sud-est asiatico, della Russia, dell'Argentina (dove la dollarizzazione del *peso* è finita con un grave *default* del Paese e danni ai risparmiatori di tutto il mondo). Occorre però tenere anche conto del fatto che siamo di fronte, per molti versi, ad una situazione inedita, sia per il peso straordinario dei problemi causati dalla gestione unilaterale dell'economia globale, sia per la complessità e l'intreccio delle sfide per un futuro pacifico e sostenibile. Una "nuova Bretton Woods" dovrebbe pertanto proporsi di risolvere insieme i due ordini di problemi: 1°) consolidare/smaltire/utilizzare l'immenso debito estero degli Stati Uniti e di altri Paesi debitori ed introdurre una disciplina che impedisca il ripetersi di squilibri fondamentali, permanenti e cumulativi come quello costituito dal deficit annuale della bilancia americana di parte corrente, finanziato col risparmio del resto del mondo; 2°) garantire il finanziamento della fornitura dei beni pubblici necessari al funzionamento di un'economia globalizzata, per riportare sotto controllo la "società globale del rischio"⁶. Perciò, nell'utilizzare idee, concetti, architetture e strumenti dei quali è ricco il filone di pensiero Keynes-Triffin-Stiglitz, e nel riferirci all'esperienza europea che si dispiega dal 1969 fino alla creazione dell'euro ed al suo funzionamento stabile e prezioso, dovremo avere in mente una visione globale, sistemica e non solo meccanica, ecologica e non solo economica, assicurativa e non solo bancaria.

Questa volta il problema non può essere risolto col passaggio del testimone da una potenza egemone ad un'altra. Si tratta di sostituire un sistema ordinato ad un ordine disordinato, un sistema multilaterale (un sistema di sistemi) ad un ordine unilaterale, un sistema cooperativo ad un ordine egemonico, un sistema globale ad un ordine circoscritto, un sistema equo ad un ordine iniquo.

Un paniere monetario mondiale.

Occorre ora muovere verso uno *standard* monetario mondiale: non un *gold standard* né un *gold-exchange standard*, non un *dollar standard* e neanche un *euro standard*, ma semplicemente un *world standard*. L'obiettivo è la creazione di una moneta mondiale, ma si può iniziare con un'unità di conto riferita ad un paniere di monete, una *world currency unit (wcu)*⁷. Il peso delle diverse monete nel paniere dovrebbe essere stabilito negli Accordi in funzione d'una valutazione di ciascuna basata su fondamentali economici che includano anche valori oggi non conteggiati come economici, quali lo sviluppo umano, la sostenibilità ecologica, la concentrazione/diffusione dei patrimoni e dei redditi, la composizione demografica della popolazione e le sue tendenze. Poiché la misura di questi valori è oggi ancora rozza e può dar adito a discussioni, si dovrebbe prevedere una procedura di revisione degli Accordi per la modifica dei pesi. In futuro, quando si disporrà di misurazioni affidabili e condivise, le revisioni potrebbero diventare automatiche. La *wcu* non ha bisogno di ancoraggi. Essa esprime un potenziale produttivo socialmente ed ecologicamente

5 Joseph E. Stiglitz, *Globalization and Its Discontents*, 2002. Tr. It.: *La globalizzazione e i suoi oppositori*, Torino 2002 (Einaudi).

6 Ulrich Beck, *La società cosmopolita. Prospettive dell'epoca postnazionale*, Bologna 2003 (il Mulino). Secondo Beck entriamo in un mondo di rischio incontrollabile (una contraddizione in termini), costituito dalle incertezze e dai pericoli innaturali, creati dall'uomo. La prospettiva che noi adottiamo sconta la possibilità (il dovere) di un controllo dei rischi globali.

7 Si può ipotizzare un'evoluzione dagli *Sdrs* alla *Wcu* simile a quella avvenuta dall'unità di conto europea all'*ecu*.

compatibile ed una promessa di pagamento in termini di beni e servizi che costituiscono la ricchezza mondiale ridefinita come sopra indicato.

Tutte le monete dovrebbero avere la possibilità di aderire al sistema. Fra le monete aderenti alcune già rappresentano sistemi monetari regionali ed anche aree più vaste (dollaro, euro, yen, yuan, rublo) altre devono essere incoraggiate a formare raggruppamenti regionali, all'interno dei quali regolare la maggior parte delle transazioni e delle questioni. In ogni caso il valore di ogni moneta, che sia già essa espressione di un sistema oppure semplice valuta nazionale, verrebbe definito in termini di *wcu* negli Accordi iniziali. I mercati disporrebbero così di un potente indicatore per definire i rapporti di cambio delle diverse monete fra di loro col risultato probabile d'una sostanziale riduzione della volatilità nel mercato delle valute.

Il funzionamento del *clearing* multilaterale, la concessione di scoperti nei conti numerari in relazione a squilibri temporanei (esclusi cioè i sostegni di lungo periodo destinati ai paesi poveri e ad altri progetti, affidati alla Banca mondiale), la sterilizzazione di attacchi speculativi ad una moneta, ecc. dovrebbero essere regolati dagli Accordi ed utilizzare strumenti già ben collaudati quali le *clearing unions*, i diritti speciali di prelievo, i fondi di cooperazione e di stabilizzazione monetaria, adattati però ai nuovi obiettivi di sviluppo armonico e resi coerenti coi pesi riconosciuti ad ogni economia/sistema.

Consolidamento del debito estero americano e diritto di signoraggio mondiale.

Ogni Banca centrale aderente al sistema, detentrica di riserve ufficiali denominate in valute emesse da altre Banche centrali, dovrebbe poterne chiedere la conversione totale o parziale in *wcu*. Al momento dell'assegnazione di *wcu* si dovrebbe prelevare un aggio la cui aliquota sarebbe stabilita negli Accordi e potrebbe essere modificata con revisione degli stessi. Sarebbe un vero e proprio diritto di signoraggio mondiale, trasparente tanto nel prelievo quanto nelle destinazioni del gettito: per dotare l'Onu di risorse proprie, per finanziare il funzionamento del sistema, per capitalizzare le istituzioni correlate, come la Banca mondiale, le quali potrebbero poi ricorrere al mercato, entro *leverage-ratios* prefissati, per moltiplicare i mezzi finanziari necessari al conseguimento dei fini loro assegnati. Si può osservare che, a differenza della Tobin Tax, questo aggio si applicherebbe solo a transazioni che avvengono tra Banche centrali, senza "disturbare" il mercato dei capitali. Esso consisterebbe di fatto in un premio d'assicurazione, costerebbe al mondo assai meno del diritto di signoraggio di cui oggi godono gli Stati Uniti e consentirebbe di finanziare un sistema assai più efficace ed efficiente di fornitura di beni pubblici e di gestione dei rischi a livello globale.

La riforma delle Istituzioni economiche mondiali.

Si verrebbe così a configurare una vera e propria Organizzazione mondiale dei sistemi monetari (*World Monetary Systems' Organization*) operante come sistema di sistemi per le monete regionali e come sistema di supplenza per le monete non ancora partecipanti a sistemi regionali.

La sovrintendenza della nuova Organizzazione dovrebbe essere affidata al Fondo Monetario Internazionale, da riconoscere quale vero e proprio Consiglio dei ministri dell'economia dell'Onu (paragonabile all'Ecofin per l'Ue), come già proposto da Jacques Delors. La gestione della nuova Organizzazione dovrebbe essere invece affidata alla Banca dei regolamenti internazionali (anche per quanto riguarda la riscossione dell'aggio di conversione che la Bri verserà poi al Fmi per la ripartizione fra i destinatari finali).

Naturalmente il Fmi dovrebbe essere riformato per rappresentare quanto più democraticamente possibile le grandi aree monetarie regionali. Esso dovrebbe essere governato, secondo un intento cooperativo, da maggioranze qualificate risultanti dal peso dei partecipanti e dovrebbe presentare relazioni annuali all'Assemblea generale dell'Onu, nel contesto di un più generale rafforzamento democratico delle stesse Nazioni Unite⁸.

⁸ Fra i numerosi progetti di riforma delle Nazioni Unite noi ci riferiamo a quello federalista proposto da Lucio Levi in

L'architettura istituzionale dovrebbe essere completata con la riforma di un'altra istituzione già esistente, la Banca mondiale, e con la creazione di due nuovi organismi: un Istituto per la gestione del rischio ed una Commissione di controllo. La Banca Mondiale avrebbe come collocazione istituzionale quella di Agenzia specializzata del Fmi (e per suo tramite dell'Onu) per il finanziamento di progetti diretti a favorire la sicurezza, lo sviluppo umano e la sostenibilità ambientale e sociale dell'economia globalizzata. La Banca diventerebbe così il principale sostegno finanziario per lo sviluppo umano e potrebbe meritare il cambiamento della propria denominazione in *Human Development Bank*. Il Fmi dovrebbe inoltre istituire una nuova Agenzia (*World Risk Management Institute*) per la valutazione e la gestione dei rischi globali⁹, come quelli economici, le crisi finanziarie e le minacce fisiche e sociali globali, che i singoli Stati pretendono inutilmente di affrontare con logiche sovraniste. Per il controllo dei mercati e dei loro controllori, infine, dovrebbe essere istituita una *Authority* mondiale (*World Financial Control Commission*).

Crisi dello Stato e governo del mondo, Torino 2005 (G. Giappichelli Editore), Cap. 9 – *L'unificazione del mondo come progetto e come processo*, pp.295-335.

⁹ Per la descrizione di possibili approcci innovativi alla gestione di questi rischi, affidata ai mercati finanziari col sostegno degli stati nazionali, si veda Robert J. Shiller, *The New Financial Order*, Princeton, New Jersey, 2003. Tr. It.: *Il nuovo ordine finanziario. Il rischio nel XXI secolo*, Milano 2003 (Il Sole 24 Ore - Economia e Management). La prospettiva che noi adottiamo si basa invece sulla convinzione che un approccio ai rischi globali richieda la creazione di un istituto di livello corrispondente per indirizzare i mercati.

Scenario convenzionale, competitivo, senza riforma monetaria internazionale cooperativa

Dati.

1. Pil USA 11,3 trilioni di \$.
2. Deficit partite correnti 760 miliardi di \$ (di cui trade 550).
3. Non US holdings of dollar assets 9,3 trilioni di \$ (Area euro 3, Asia 2,4, Oil 0,3, Altri 3,6).
4. US net foreign liabilities 2,8 trilioni di \$ (25% del pil, erano meno del 3% del pil nel 1990).

Ipotesi generale sull'aggiustamento e le sue conseguenze.

5. Il debito estero degli Stati Uniti non è sostenibile (crescita molto più rapida di quella del pil).
6. Non può continuare così.
7. Per stabilizzare il debito al livello attuale bisognerebbe azzerare il deficit annuale trade.
8. Per ottenere questo risultato è necessaria una svalutazione del \$ del 20-40%.
9. Più si ritarda l'aggiustamento maggiore è la svalutazione necessaria. Due fattori contribuiscono a ritardare l'aggiustamento: 1) i bassi tassi d'interesse rendono il debito più sopportabile; 2) i Paesi ad alto risparmio richiedono ancora attività finanziarie denominate in \$ (rappresentano il 15% dei portafogli extra-Usa ed il 40% dei portafogli globali).
10. Cina, Giappone ed oil exporters sono oggi i maggiori esportatori vs/ gli USA.
11. L'Ue ha un pil di 9 trilioni di dollari e detiene attività finanziarie in \$ per 3 trilioni di \$. Una svalutazione del \$ del 30% provocherebbe: 1) una riduzione delle esportazioni pari al 2% del pil dell'Ue-15 e la perdita di 3 milioni di posti di lavoro (tasso di disoccupazione dal 7,5% al 9%); 2) una perdita del 30% sulle attività finanziarie in dollari, pari al 10% del pil europeo, e la caduta delle borse; 3) come risultato della perdita di esportazioni e dell'effetto ricchezza, una grave recessione.
12. A livello mondiale una svalutazione del dollaro del 30% provocherebbe effetti paragonabili a quelli previsti per l'Europa.

Quando si farà l'aggiustamento? E chi lo pagherà?

- Necessità e tempi dell'aggiustamento dipendono dalle cause dello squilibrio. Ci sono due teorie.
 - 1) *Capital flows view*. La responsabilità del deficit delle partite correnti USA è dell'alto tasso di risparmio (bassi consumi ed investimenti interni) in Asia e, in minor misura, in Europa. Il flusso di capitali è destinato a bilanciarsi tranquillamente nel tempo e con esso il deficit delle partite correnti USA. Nessuna ragione di preoccuparsi.
 - 2) *Trade flows view*. L'alto sviluppo americano rispetto al resto del mondo e la sopravvalutazione del dollaro (resa possibile dalla continua domanda di assets in \$) determinano un eccesso di importazioni rispetto alle esportazioni. Non c'è ragione perché il Resto del mondo debba finanziare a lungo il deficit. L'aggiustamento può essere rapido e profondo.
- La Cina e l'Europa dovrebbero sopportare la maggior parte dell'aggiustamento. Oggi l'Europa ha un surplus annuale di circa 100 bn/\$ vs/ gli USA e un deficit di quasi 90 vs/ la Cina. La Cina ha un surplus di circa 160 milioni di \$ vs/ gli USA. (Ma quanto pesa l'intra-company delle transazionali Usa delocalizzate?). Più l'Asia resta ancorata al dollaro più l'Ue deve sopportare una perdita di esportazioni in caso di svalutazione del \$ per il riaggiustamento. Più l'Asia rivaluta, al contrario, maggiore è il peso dell'aggiustamento per l'Asia e minore per l'Ue. Un boom degli investimenti o una caduta del risparmio in Asia riduce la domanda asiatica di US assets; così un aumento del risparmio USA riduce la necessità USA di indebitarsi con l'estero. Rivalutazioni asiatiche nei confronti del \$ hanno scarsi effetti sull'Ue. L'ancoramento dello yuan ad un paniere anziché al dollaro sposta sull'Ue una parte dell'aggiustamento tanto maggiore quanto più grande è il peso dell'euro nel paniere stesso.

Lo scenario convenzionale evoca politiche di cambio competitive.

- 13.** Lo sganciamento dello yuan dal \$ ha due effetti rilevanti per l'Ue. Il primo riguarda il livello del cambio: più lo yuan si rivaluta verso il \$ più l'aggiustamento pesa sulla Cina. Il secondo riguarda il regime dei cambi: più l'euro pesa nel paniere cui è ancorato lo yuan, più la Cina tende a diventare compratore netto di euro assets con conseguente rivalutazione dell'euro e deficit delle partite correnti europee nei confronti cinesi. In questa visione, competitiva e bilaterale, cioè mercantilista, l'Ue avrebbe interesse alla rivalutazione dello yuan vs/ \$, ma non a che l'euro pesi di più nel paniere al quale lo yuan è ancorato. Ma il solo modo di pesare di meno è ridurre l'interscambio con la Cina, poiché la Banca del popolo ha dichiarato che i pesi sono proporzionali all'interscambio con le diverse aree monetarie (pesi attuali: yen 23%, \$ 21%, euro 15%, won 8%, altre 36%). Nello scenario cooperativo (paniere mondiale) questo interesse insano a ridurre gli scambi verrebbe meno.
- 14.** Un aumento del peso dell'euro nel paniere al quale è ancorato lo yuan produrrebbe inoltre l'effetto di trasformare l'euro in una moneta di riserva internazionale e di renderlo più volatile. Effetto indesiderato, ma ineliminabile se non attraverso la chiusura (ipotesi regressiva, in contrasto con la necessità di diversificare i portafogli per la gestione del rischio) oppure la gestione monetaria internazionale cooperativa (paniere mondiale, ipotesi progressiva e coerente con l'obiettivo di governare la globalizzazione economica).

La visione tradizionale considera necessario prepararsi alla recessione che sarà provocata dall'aggiustamento. Per poter reflazionare quando sarà necessario bisogna avere oggi bilanci pubblici sani; per poter spostare occupazione dai settori aperti alla concorrenza internazionale a quelli meno esposti bisogna liberalizzare i mercati (dei servizi, del lavoro, ecc.); per reggere il colpo bisogna essere più competitivi. Sono tutte politiche buone di per sé, indipendentemente dal fine per il quale vengono proposte, ma possono essere perseguite con maggiore riguardo per la coesione sociale. Nella visione cooperativa il calo della domanda USA viene compensato dall'aumento della domanda dei Paesi in via di sviluppo e dei Paesi più poveri (che aspetta solo di potersi trasformare in domanda effettiva); il calo della domanda derivante dai bisogni tradizionali viene compensato dall'aumento delle risorse destinate a soddisfare i nuovi bisogni (nuove energie, sviluppo sostenibile, qualità della vita, sviluppo umano, equità distributiva). Il riaggiustamento attraverso politiche cooperative raccoglie i frutti della globalizzazione. Il riaggiustamento attraverso politiche competitive minaccia di avvitarsi in una spirale già vista di politiche volte a danneggiare il proprio vicino, fino alla guerra.