

# Duello monetario sui pregi e i difetti dei tassi di cambio fissi, del *gold standard* e di una valuta mondiale\*

Milton Friedman - Robert A. Mundell

University of Chicago

Columbia University

## 1. - Tassi di cambio: fissi o flessibili?

*Terry Corcoran*: la creazione dell'euro, tra gli altri sviluppi, ha concentrato in misura crescente l'attenzione sulla questione dei tassi di cambio fissi come alternativa ai tassi di cambio flessibili.[...] Un orientamento mondiale verso i tassi di cambio fissi, comprese le aree valutarie, sarebbe una buona idea o no?

MILTON FRIEDMAN: la discussione su questa questione impone la sostituzione della dicotomia "fissi o flessibili" con una tricotomia: 1) tassi fissati irrevocabilmente o unificati (per esempio, tra i membri dell'euro, Panama, il *currency board* dell'Argentina); 2) fissati (ma aggiustabili) da una banca centrale nazionale (per esempio, Bretton Woods, attualmente la Cina); 3) flessibili (per esempio, USA, Canada, Regno Unito, Giappone, Unione Monetaria Europea).

Ormai, sono in molti a sostenere che un orientamento, verso regimi di tassi aggiustabili a livello mondiale, sarebbe una cattiva

---

\* Cod. JEL: F33.

va idea. Tutte le crisi valutarie sono sempre state associate a regimi di tassi fissi aggiustabili. Questo è vero in particolare per le recenti crisi del Messico e dell'Asia Orientale e, prima ancora, per le crisi del mercato comune del 1992 e del 1993. Dal lato opposto, nessun paese dotato di un sistema a tassi di cambio flessibili ha mai registrato una crisi valutaria, pur esistendo la possibilità di crisi interne, come è accaduto in Giappone.

Le ragioni che fanno dei tassi di cambio fissi aggiustabili una bomba ad orologeria sono ben note. Una banca centrale che controlla una valuta che va incontro a pressioni al ribasso non è costretta a modificare la politica monetaria interna. Può attingere alle riserve di valuta estera o prendere a prestito valuta estera per soddisfare l'eccesso di domanda di valuta estera. Tuttavia, il ricorso a questo strumento è limitato dalle disponibilità di riserve di valuta estera e dalla capacità di indebitamento. Non è mai facile sapere se un *deficit* ha natura transitoria e se sarà presto invertito o se dovrebbe essere considerato come precursore di ulteriori *deficit*. C'è sempre la tentazione di sperare per il meglio, ed evitare qualsivoglia iniziativa che deprimerebbe l'economia nazionale. Una simile politica potrebbe attenuare problemi minori e temporanei, ma consente l'accumularsi dei problemi minori di natura non transitoria. Quando questo accade, i piccoli aggiustamenti dei tassi di cambio che avrebbero risolto il problema iniziale non saranno più sufficienti. Sarà a quel punto necessario un cambiamento radicale. Inoltre, la direzione del cambiamento è chiara ed evidente, e offre il destro ad una scommessa pressoché sicura agli speculatori valutarie, che svolgono l'utile funzione di costringere la banca centrale ad accettare l'inevitabile nel breve termine piuttosto che nel lungo termine.

Un tasso irrevocabilmente fisso è una cosa molto diversa. Da tempo sono convinto che per un paese di piccole dimensioni, e cito da una mia conferenza che tenni nel 1972: «la migliore politica economica sarebbe quella di astenersi dal signoraggio, e unificare la propria valuta con quella di un paese sviluppato di grandi dimensioni e relativamente stabile, con il quale si intrattengano rapporti economici stretti, e di non imporre alcuna barriera al movimento di moneta o a prezzi, salari e tassi di interesse. Una simile politica richiede l'assenza della banca cen-

trale<sup>1</sup>». Panama ha esemplificato questa politica, che da allora è stata denominata “dollarizzazione”. Il *currency board* è una versione leggermente meno rigida di un tasso fissato irrevocabilmente rispetto alla dollarizzazione. Potrebbe rivelarsi uno sviluppo positivo, un ulteriore movimento in questa direzione, che potrebbe creare forse un certo numero di aree valutarie composte da un paese principale e da un numero di paesi molto più piccoli caratterizzati da stretti legami economici con il paese principale.

La vera novità assoluta è rappresentata dall'euro, una banca centrale transnazionale che emette una valuta comune per i suoi paesi membri. Non ci sono precedenti storici per un simile accordo. Questa scelta impone a ciascun paese di rinunciare ai poteri relativi alle proprie politiche monetarie interne e di delegarli a una entità non soggetta al loro controllo politico. Un sistema simile presenta vantaggi e svantaggi economici, ma ritengo che il suo vero tallone di Achille si rivelerà quello politico; un sistema nel quale i confini politici e valutarî non sono sovrapposti è destinato a rivelarsi instabile. Comunque, l'euro non verrà imitato fino a quando non avrà dimostrato la sua validità.

ROBERT MUNDELL: prima di tutto, lasciate che vi dica che sono onorato di discutere queste problematiche con Milton Friedman, un grande economista dal quale ho imparato molte cose negli ultimi decenni. Nonostante le concrete differenze tra le nostre posizioni sulle soluzioni alternative per giungere alla stabilità monetaria, sicuramente è possibile ridurre una parte importante di tali differenze a problemi di natura linguistica.

Posso illustrare questa affermazione riferendomi all'uso dell'espressione tassi di cambio “fissi”. Io uso l'espressione “tassi di cambio fissi” per riferirmi a un processo nell'ambito del quale la banca centrale fissa il prezzo della valuta estera (o dell'oro, ma questo non ha importanza nel contesto attuale) e consente all'offerta di moneta di muoversi in una direzione che mantenga in equilibrio la bilancia dei pagamenti. Dietro questa espressione troviamo un ampio spettro di possibilità interpretative:

---

<sup>1</sup> v. FRIEDMAN M., *Money and Economic Development*, Praeger, 1973, p. 59.

1) *un'area a valuta comune*. Questa è l'apoteosi dei tassi di cambio fissi. Il dollaro della Columbia Britannica, il dollaro Canadese, il dollaro dell'Ontario e il dollaro del Quebec sono la medesima valuta. La compensazione tra regioni, province e comuni è automatica. In presenza di un eccesso di offerta di moneta in una provincia, abbinata a un corrispondente eccesso di domanda di beni, la moneta in eccesso abbandonerà quella provincia (un *deficit* della bilancia dei pagamenti) e questo completerà il processo di aggiustamento. Il medesimo processo di aggiustamento si verifica tra New York e la California o tra i diversi distretti della Federal Reserve. Questo sistema corrisponde alla categoria dei tassi "unificati" definita da Friedman;

2) *un'area "dollarizzata"*, un buon esempio è rappresentato da Panama. Quando, nel 1904, una penisola della Repubblica di Colombia si separò da essa per diventare Panama la nuova Repubblica firmò un trattato con gli Stati Uniti impegnandosi a non creare una moneta cartacea. La valuta panamense, il balboa, è una moneta equivalente al dollaro USA, ma la maggior parte delle transazioni viene svolta in dollari cartacei USA, il tasso del balboa è fissato irrevocabilmente al dollaro. Con questo sistema, Panama ha ottenuto la valuta più stabile dell'America Latina, godendo di fatto per tutto il ventesimo secolo, del medesimo tasso di inflazione degli USA. Altri esempi comprendono San Marino, che utilizza la lira italiana, Monaco, che utilizza il franco francese, e Andorra, che utilizza sia il franco francese sia la peseta spagnola.

Sistemi analoghi esistono nelle piccole repubbliche nate dal Sudafrica, che usano la valuta sudafricana, il rand. Anche questi sistemi corrispondono alla categoria dei "tassi unificati" di Friedman. Esempi recenti comprendono il Montenegro (che usava il marco tedesco, destinato a diventare euro) e l'Ecuador (che usa il dollaro);

3) *un'unione monetaria*. Il Belgio e il Lussemburgo hanno avuto un'unione monetaria fin dal periodo compreso tra le due guerre. I franchi Lussemburghesi circolano fianco a fianco con i franchi belgi, ma la politica monetaria viene condotta dal *partner* dominante, il Belgio. Il ruolo del Lussemburgo è completamente pas-

sivo; non avendo una valuta da manipolare, il Lussemburgo registra i livelli più bassi del debito pubblico dell'Unione Europea, pari quasi a zero. Un esempio analogo è rappresentato dalla sterlina scozzese, che per secoli, dopo il *Treaty of Union* ha circolato a fianco della sterlina britannica. Questo sistema corrisponde alla definizione di "tasso fissato irrevocabilmente" di Friedman;

4) *un sistema basato su un currency board*. Nell'ambito di questa soluzione, un paese è dotato di una valuta propria, ma è completamente sostenuto da una valuta estera, alla quale è rigidamente legata. L'offerta di moneta si muove esattamente come accadrebbe se il paese utilizzasse la valuta estera in relazione alla quale gode di un regime di cambio fisso. Questo sistema rientra nella categoria che Friedman definisce come "tassi fissati irrevocabilmente".

La maggior parte dei sistemi *currency board* del mondo reale differiscono per alcuni aspetti gli uni dagli altri, e forse non soddisfano esattamente tutti i requisiti. Il sistema di Hong Kong rappresenta un buon esempio (almeno fino al 1997, quando il governo istituì la Hong Kong Monetary Authority e minacciò l'introduzione della discrezionalità nella politica monetaria). L'Argentina è dotata fin dal 1991 di un sistema parzialmente basato su un *currency board*. L'Estonia (dal 1992), la Lituania (dal 1994), la Bulgaria (dal 1997) e la Bosnia e l'Erzegovina (dal 1997) rappresentano altri esempi.

Una interessante variante del *currency board* è fornita dall'esempio dei 13 paesi dell'area del "Franco CFA" nell'Africa occidentale ed equatoriale, ex colonie francesi. I paesi erano dotati di sistemi *currency board*, i cui tassi di cambio in relazione al franco francese venivano sottoscritti o garantiti dal Tesoro francese. Il sistema fu parzialmente modificato con una ampia svalutazione nel 1994, ma ora i paesi godono, attraverso il franco francese, di tassi di cambio fissi rispetto all'euro;

5) *tassi fissi*. Si tratta di una forma meno rigida di sistema di tassi di cambio fissi, nell'ambito della quale l'autorità monetaria esercita un certo potere discrezionale in relazione all'uso di operazioni monetarie interne ma, ciononostante, consente il funzionamento di un meccanismo di aggiustamento. Un *deficit* della bilancia dei pagamenti impone le vendite di riserve di valuta este-

ra per impedire la svalutazione della moneta, e questa vendita riduce automaticamente la base monetaria del sistema finanziario, innescando una riduzione della spesa che allontanerà la domanda dalle importazioni e dai beni esportabili, e correggerà il *deficit*. Un processo analogo si verifica, nella direzione opposta, per l'eliminazione di un *surplus*.

Esempi recenti di questo genere di sistemi di tassi di cambio fissi comprendono l'Austria e i paesi del Benelux che, durante la maggior parte degli anni '80 e '90, hanno mantenuto le proprie valute credibilmente fissate rispetto al marco tedesco. Prima del 1971, nell'ambito degli accordi di Bretton Woods, i paesi principali, con l'unica eccezione del Canada, hanno seguito questo sistema. La Germania, il Giappone, l'Italia e il Messico, per esempio, sono riusciti a mantenere i tassi di cambio fissi in equilibrio durante la maggior parte del periodo compreso tra il 1950 e il 1970. Il sistema *gold standard*, che era il più diffuso prima della Prima Guerra Mondiale era proprio un sistema di questo tipo, caratterizzato da significativi livelli di discrezionalità dal lato delle banche centrali, ma non sufficienti a minare la fiducia nelle parità;

6) *tassi di cambio fissi ma aggiustabili*. La distinzione tra tassi fissi e tassi fissi ma aggiustabili che appare più utile, fa riferimento al meccanismo di aggiustamento. In un sistema a tassi fissi si consente il funzionamento del meccanismo di aggiustamento, e il mercato è conscio di ciò. Invece, in un regime di "tassi fissi ma aggiustabili", la banca centrale fissa il tasso di cambio ma non attribuisce alcuna priorità al mantenimento in equilibrio della bilancia dei pagamenti. Le autorità responsabili delle politiche non si impegnano a mantenere la parità, e questo espone la valuta alla speculazione.

Alcuni paesi dotati di tassi fissi ma aggiustabili attuano operazioni di sterilizzazione. La Banca d'Inghilterra, per esempio, acquista automaticamente titoli di Stato in tutte le occasioni in cui vende valuta estera, per evitare che quest'ultima transazione possa ridurre le riserve del sistema bancario e, al contrario, vende titoli di Stato quando acquista valuta estera. Questa pratica poteva avere senso all'inizio, nel 1931, quando il regno Unito abbandonò il *gold standard* e istituì il proprio fondo di equalizzazione valu-

tario per gestire i suoi nuovi accordi a tassi fluttuanti, ma la Banca d'Inghilterra mantenne in vigore il sistema anche dopo il ritorno del Regno Unito ad un sistema a tassi fissi o, più esattamente, a tassi fissi ma aggiustabili. Di conseguenza, il Regno Unito dovette affrontare periodiche crisi della bilancia dei pagamenti durante quasi tutto il dopoguerra.

Non includo i tassi "tassi fissi ma aggiustabili" nella categoria dei tassi fissi. Ma quando gli economisti attaccano i tassi fissi, concentrano quasi sempre la loro attenzione sui "tassi fissi ma aggiustabili." Non ho mai sostenuto e non sosterrò mai un sistema generalmente basato sui "tassi fissi ma aggiustabili" che finiscono sempre con il collassare. Le autorità monetarie potranno, a titolo di espediente temporaneo, trovare utili i tassi fissi ma aggiustabili come arma tattica durante qualche fase del ciclo economico, ma questo non può e non deve essere elevato alla dignità di un sistema di carattere generale.

Quali sono le divergenze tra Friedman e me a questo proposito? Posso accettare senza esitazioni le sue definizioni di "tasso fisso unificato" o "tasso fissato irrevocabilmente" per le prime quattro soluzioni appena descritte, e tra noi non vi sono disaccordi significativi sui "tassi fissi ma aggiustabili", eccetto forse che vedo la loro utilità come espedienti temporanei. Ma potrebbe esservi una divergenza reale tra noi in relazione alla quinta categoria, che definirò semplicemente come quella dei "tassi fissi" senza escludere da questa i tassi unificati o fissati irrevocabilmente. Senza dubbio i paesi di grandi dimensioni possono dotarsi di un sistema di tassi fissi irrevocabili senza istituire un *currency board* o un'unione monetaria, e gli accordi di Bretton Woods hanno dimostrato, come già fece il *gold standard* nel passato, e come ha fatto l'esperienza dell'Austria e dell'Olanda nel meccanismo dei tassi di cambio del Sistema Monetario Europeo.

Nel mondo vi sono circa 178 valute. Un gran numero di queste valute minori ha registrato andamenti fluttuanti e instabili. La maggior parte dei paesi più piccoli dotati di legami economici con le aree del dollaro o dell'euro si troverebbero meglio se fissassero le proprie valute con un sistema a tassi fissi unificati in relazione all'una o all'altra area. Ma vi sono numerosi paesi che po-

trebbero anch'essi trarre beneficio dalla stabilità che i tassi fissi sono in grado di fornire senza arrivare fino alla scelta della dollarizzazione o della "eurizzazione" o dell'adozione di un *currency board*. Ci sono altri sistemi per costruire la credibilità piuttosto che l'impiego dei *currency board*.

MILTON FRIEDMAN: apprezzo molto le gentili osservazioni di Bob Mundell. Siamo amici da più di tre decenni, durante i quali ho tratto grande giovamento dai suoi scritti e da numerose discussioni, e trovo molto fruttuosa anche questa discussione.

Bob ed io siamo completamente d'accordo sulle teorie in materia di commercio e finanza internazionale, come risulta evidente dalla mia completa approvazione della sua tassonomia relativa alle varie soluzioni in materia valutaria. Entrambi condividiamo e sosteniamo con energia l'opinione secondo la quale le politiche in materia di commercio e finanza dovrebbero porsi come obiettivo i massimi livelli possibili di libero commercio di beni e servizi e di libero movimento dei capitali. Inoltre concordiamo sul fatto che il mantenimento di un livello relativamente stabile dei prezzi dei prodotti finiti e dei servizi di norma tenderà a promuovere tale obiettivo.

Tenuto conto della mia risposta alla prima domanda, attribuirò alla definizione di tassi "fissi" il significato di "tassi fissati irrevocabilmente" o unificati. I fattori economici che il paese A dovrebbe considerare al momento di decidere se unificare la sua valuta con quella del paese B sono:

1) *quanto è intenso il commercio tra A e B?* Più intensi saranno i rapporti commerciali, maggiori saranno i benefici tratti dalla valuta unificata sotto forma di riduzioni dei costi di transazione, e minori saranno i costi derivanti dai mancati adeguamenti alle variazioni monetarie nel paese B.

Tuttavia, questa questione non è semplice come potrebbe apparire. L'adozione di una valuta unificata potrebbe avere un effetto significativo sui volumi dei commerci tra A e B;

2) *quanto sono flessibili i salari e i prezzi nel paese A?*

3) *qual è il grado di mobilità dei lavoratori all'interno del paese A e tra A e B?*



4) *qual è il grado di mobilità del capitale all'interno del paese A e tra A e B?* Maggiore la flessibilità di salari e prezzi e maggiore sarà la mobilità dei lavoratori e del capitale, e più facile sarà per il paese A adattarsi ai fattori che in presenza di tassi flessibili condurrebbero a variazioni del tasso di cambio, abitualmente definite come *shock* asincroni, che influiscono su A e B in maniera diversa;

5) *una domanda inevitabilmente politica: Quanto è valida la politica monetaria nel paese A? E nel paese B? E quali probabilità vi sono che si riveli valida in futuro?* Nella pratica, questa è spesso la domanda più importante. L'esperienza ci suggerisce come in un piccolo paese in via di sviluppo è probabile che una politica monetaria interna indipendente si riveli elevatamente instabile, con occasionali episodi di elevata inflazione. Ci sono tutte le ragioni per ritenere che la politica monetaria degli USA, o della Germania, ora anche dell'euro, o del Regno Unito, per quanto imperfetta dal punto di vista del paese più grande, garantirebbe una stabilità molto superiore rispetto a quella che il paese più piccolo potrebbe generare da solo. Questo è stato probabilmente il fattore principale che ha spinto i paesi a prendere in considerazione o ad adottare un *currency board* o la dollarizzazione;

6) *un'altra domanda inevitabilmente politica: qual è il rapporto politico tra A e B?* Per citare due esempi: 1) Hong Kong, dove i punti 1, 2, 3 e 4 sono tutti favorevoli a una valuta unificata con il dollaro USA. Il punto 5 non lo è, considerato che Hong Kong sarebbe stato possibile ritenerla dotata di una politica monetaria analoga a quella degli USA, le cui politiche monetarie passate, per usare un eufemismo, lasciano molto a desiderare. Nella pratica, il *currency board* di Hong Kong ha avuto un grande successo, nonostante il severo attacco durante la crisi dell'Asia orientale; 2) Argentina, dove il punto 5 era evidentemente la ragione principale per l'adozione di un *currency board* che collegasse la valuta Argentina al dollaro USA. I punti 2, 3 e 4 risultano molto meno favorevoli di quanto riscontrato a Hong Kong. La flessibilità e la mobilità limitate potrebbero assoggettare il *currency board* argentino a *tests* ripetuti. L'incertezza risultante e il suo effetto sui tassi di interesse hanno spinto l'Argentina a valutare la sostituzione del *currency board* con la dollarizzazione.

ROBERT MUNDELL: parlare di scelta tra tassi di cambio fissi e flessibili è contraddittorio. Le alternative non sono comparabili. Un sistema caratterizzato da tassi di cambio fissi è una regola monetaria. Un tasso di cambio flessibile equivale all'assenza di quella regola monetaria specifica ed è compatibile con la stabilità dei prezzi o con qualunque altra cosa, compresa l'iperinflazione. La scelta reale è quella tra una normativa monetaria che preveda un tasso di cambio fisso e le scelte monetarie alternative come le politiche di *inflation targeting* o *monetary targeting* (politiche finalizzate a obiettivi di inflazione o monetari).

La scelta tra le tre regole monetarie dipende da numerosi fattori, compresi il tasso effettivo e il tasso desiderato di inflazione. Ipotizzando che un paese desideri la stabilità monetaria, ma che si trovi in condizioni di elevata inflazione, il paese dovrà di norma adottare una politica monetaria specifica perché l'elevato tasso di inflazione sarà quasi certamente dovuto alla crescita eccessiva della base di riserva dell'offerta di moneta (di solito, *deficit* pubblici che devono essere finanziati attraverso le banche centrali).

A tassi di inflazione più bassi, per esempio al di sotto del 15-20% annuo, è consigliabile passare all'*inflation targeting*, una soluzione che, a tassi di inflazione più bassi, si rivela migliore per garantire "regolazioni di precisione" (il cosiddetto *fine tuning*) essendo meno sensibile alle variazioni del moltiplicatore della moneta e della velocità di circolazione della moneta espressa in termini di reddito, anche se la sua attuazione dipende dalle previsioni del tasso di inflazione, per tenere conto degli sfasamenti monetari.

A tassi di inflazione inferiori, per esempio il 5%, un tasso di cambio fisso può rappresentare la migliore politica monetaria (ma, naturalmente, non per tutti i paesi). L'equilibrio in un regime di tassi di cambio fissi vuol dire che l'offerta di moneta del paese è guidata dalla sua bilancia dei pagamenti. In caso di un *surplus* della bilancia, l'offerta di moneta si espande e questo aumenta la spesa per beni e titoli, e questo corregge il *surplus*. Quando la bilancia dei pagamenti è in *deficit*, l'offerta di moneta si contrae e questo riduce la spesa per i beni e servizi e corregge il *deficit*. Il paese otterrà quindi il tasso di inflazione dell'area valutaria alla quale si unisce. È così che l'Austria e i paesi del Benelux hanno mante-

nuto il proprio equilibrio nell'area del marco tedesco negli anni '80 e '90, è così che funziona la politica monetaria nell'area dell'euro.

Al momento attuale, una politica monetaria basata sui tassi di cambio fissi non risulta adeguata per tutti i paesi. I paesi di grandi dimensioni non possono agganciare le proprie valute a paesi di piccole dimensioni. Gli Stati Uniti, attualmente la più grande area valutaria del mondo, non hanno alcuna alternativa praticabile rispetto all'*inflation targeting*. Ma un tasso di cambio fisso con il dollaro rappresenta un'alternativa praticabile per paesi come il Canada o il Messico e altri paesi dell'America Latina, e un tasso di cambio fisso con l'euro rappresenta un'alternativa praticabile per numerosi paesi nell'Europa centrale e orientale e in Africa.

Un sistema basato su un *currency board* rappresenta una fattispecie particolare di sistema a tassi di cambio fissi efficace. Con un sistema *currency board* puro, un paese fissa la propria valuta rispetto a una valuta estera, e gli acquisti e le vendite della valuta estera si riflettono automaticamente nelle variazioni della base monetaria.

Pertanto, la scelta del sistema dipende dal tasso di inflazione corrente, dalla posizione di un paese (si trova in prossimità di un vicino stabile e di grandi dimensioni?) e dalla sua disponibilità a condividere il tasso di inflazione di tale area.

## **2. - Il dollaro canadese: fisso o flessibile?**

ROBERT MUNDELL: risponderai diversamente alla domanda «Quali sono le principali considerazioni economiche al momento di scegliere se un paese debba dotarsi di tassi di cambio fissi o flessibili?».

Alcuni paesi non hanno scelta. Gli Stati Uniti non possono fissare il dollaro! Rispetto a cosa potrebbero fissarlo? I grandi paesi non possono fissare la propria valuta in relazione a paesi di piccole dimensioni e immaginare che questo possa garantire loro stabilità.

Altri paesi, più piccoli, hanno una scelta. Il Canada ha un PIL pari a circa 1/12 di quello degli Stati Uniti, notevolmente in-

feriore al PIL della sola California. Se la California fosse un paese separato, occuperebbe il posto del Canada nel G7. Ma se la California fosse un paese indipendente, la migliore soluzione per questo Stato sarebbe l'impiego del dollaro USA o, qualora la California volesse dotarsi di una valuta propria per soddisfare le sue ambizioni di autonomia, la scelta migliore sarebbe quella di ancorare il dollaro californiano al dollaro USA. I paesi dotati di un sistema valutario unificato hanno rapporti commerciali molto più elevati tra loro, e sono capaci di sfruttare al meglio i benefici commerciali, godendo quindi di un tenore di vita più elevato.

Se il Canada avesse la medesima valuta degli Stati Uniti e una vera area di libero scambio, i canadesi godrebbero di un tenore di vita più alto, come quello medio registrato negli USA.

Tuttavia, due paesi possono avere una valuta comune o mantenere tassi di cambio fissi, solo se saranno disposti ad accettare un tasso di inflazione comune. Se le preferenze in materia di inflazione differiscono tra loro, i paesi dovranno dotarsi di valute separate e di tassi di cambio flessibili.

Fermi restando gli altri fattori, compresi i tassi di inflazione, le grandi aree valutarie sono più stabili e più resistenti agli *shock* rispetto alle aree valutarie più piccole. Nell'ambito di una unione monetaria o di un sistema a tassi di cambio fissi tra un paese di grandi dimensioni e un paese più piccolo, la maggior parte dei benefici ricade sul paese più piccolo.

Se, per esempio, il Canada e gli Stati Uniti istituissero tassi di cambio fissi tra i rispettivi dollari, i canadesi avrebbero molto più da guadagnare da questo accordo rispetto agli americani perché parteciperebbero in un'area valutaria di dimensioni globali. Inoltre, i canadesi avrebbero un potere di acquisto stabile su un paniere di beni e titoli continentale invece del paniere canadese, di dimensioni molto più ridotte.

Un'altra considerazione a sostegno dei tassi fissi è rappresentata dalla qualità della politica monetaria. Gli Stati Uniti hanno registrato alti e bassi nelle loro politiche monetarie, che però sono sempre state nel complesso superiori rispetto a quelle dei loro vicini di casa nordamericani. Questa maggiore stabilità si riflette nei tassi di cambio. In Messico, il peso è stato scambiato a

8 cent di dollaro per oltre 22 anni, tra il 1954 e il 1976. Dopo che il Messico ebbe abbandonato il suo sistema a tassi di cambio fissi nel 1976, il paese perse la sua stabilità monetaria, e registrò crisi di indebitamento e valutarie, dalle quali ancora oggi non si è ripreso.

Il Canada negli anni '50 ebbe una pessima esperienza con i tassi di cambio fluttuanti e, lungi dal riuscire a isolarsi dal ciclo economico degli USA, il paese lo duplicò con recessioni nel 1954 e nel 1957, seguite poi da una fase di stagnazione. Il governo decise quindi di smuovere il dollaro canadese e immediatamente si trovò invischiato nella crisi valutaria del 1962, dopo la quale il dollaro canadese fu mantenuto fisso a 92,5 cents di dollaro USA. Tuttavia, nel 1970, il Canada tornò a un regime fluttuante e negli anni '70' il dollaro giunse addirittura a un cambio di 1,07 contro il dollaro USA. Ma alla fine degli anni '70' l'inflazione risultò troppo elevata, così come alla fine degli anni '80, la deflazione fu troppo forte e il risultato finale è che ora il dollaro canadese vale appena due terzi del dollaro USA. Nel lungo termine, gli Stati Uniti hanno avuto una politica monetaria più stabile rispetto al Canada.

Non ho obiezioni importanti riguardo ai fattori che Friedman include nel suo elenco. I paesi che hanno una integrazione più elevata saranno facilitati negli aggiustamenti. Ma il criterio decisivo per una area valutaria funzionante è l'accordo tra i paesi membri riguardo all'obiettivo di inflazione e il fatto che siano disponibili ad accettare le soluzioni per il fissaggio dei tassi di cambio e a decidere la politica monetaria capace di garantire il raggiungimento del comune obiettivo di inflazione.

MILTON FRIEDMAN: il punto sul quale Bob e io a volte ci troviamo in disaccordo riguarda il modo migliore per raggiungere l'obiettivo che perseguiamo entrambi. Questo disaccordo evidenzia giudizi divergenti riguardo a: *a)* l'importanza pratica degli *shock* che agiscono sui diversi paesi in misura diversa; *b)* l'efficienza dei meccanismi presenti, oltre ai tassi di cambio, per reagire a tali *shock*; *c)* forse la rilevanza di questi meccanismi; e *d)* le conseguenze politiche di un'area monetaria i cui confini non coincidano perfettamente a quelli di una entità politica.

I commenti di Bob sull'esperienza del Canada con i tassi di cambio fluttuanti a partire dal 1970 rappresentano un esempio eccellente riguardo ai punti *a)*, *b)* e *c)*. Bob scrive: «Nel 1970, tuttavia, il Canada tornò ai tassi di cambio fluttuanti e la valuta canadese giunse addirittura a un cambio di 1,07 contro il dollaro USA. Ma alla fine degli anni '70 l'inflazione fu troppo elevata, così come la deflazione fu troppo forte alla fine degli anni '80, e il risultato finale è che ora il dollaro canadese vale appena due terzi del dollaro USA.»

Nell'arco dei 30 anni tra il 1970 e il 2000, l'inflazione canadese è stata in media dello 0,5% annuo più elevata rispetto all'inflazione registrata negli USA. Negli ultimi 30 anni questo giustifica più della metà del calo del dollaro canadese rispetto al dollaro USA. Il punto importante in questa sede sta nella spiegazione della rimanente metà del declino del dollaro canadese.

Questo è un riflesso delle forze diverse che agiscono sull'economia canadese e su quella statunitense. Se il dollaro canadese fosse stato rigidamente agganciato al dollaro USA, quelle differenze avrebbero imposto al Canada misure deflative rispetto agli Stati Uniti, con conseguenze negative per il Canada che avrebbero frenato, per usare un eufemismo, i rapporti commerciali tra i due paesi, e avrebbero sottoposto il Canada a forti pressioni per misure deflative o per la fluttuazione dei tassi. Il Canada ha ottenuto risultati migliori con un tasso flessibile durante quei 30 anni rispetto a quelli che avrebbe ottenuto con un tasso fisso.

Non condivido con il commento di Bob secondo il quale «Nel lungo termine, gli Stati Uniti avrebbero avuto una politica monetaria più stabile rispetto al Canada». Credo che sia vero il contrario, certamente negli anni '30, ma anche a partire dal 1970.

ROBERT MUNDELL: per "politica monetaria migliore" intendo minore inflazione, e proprio i dati presentati da Milton, secondo i quali l'inflazione canadese si sarebbe attestata su un tasso annuo medio superiore dello 0,5% rispetto al dato degli Stati Uniti conferma quanto affermato.

Ma la situazione è molto peggiorata per il Canada perché, alla fine degli anni '70, quando gli Stati Uniti stavano entrando in un periodo inflazionistico di tre anni consecutivi caratterizzato da

tassi a due cifre (1979-1981), il Canada stava consentendo alla propria moneta di svalutarsi, e poi, quando gli USA, a seguito della Reaganomics, riportarono il proprio tasso di inflazione al 4% all'inizio del 1987, la Banca del Canada annunciò una politica finalizzata all'azzeramento dell'inflazione, e questa politica fu accettata, o quantomeno tollerata dal governo canadese. Ma la Banca del Canada non aveva alcuna idea di cosa avrebbe comportato nel paese una situazione di equilibrio con inflazione pari a zero mentre negli USA registravano un tasso di inflazione pari al 4%, e anche se lo sospettavano, i loro rappresentanti non ne misero mai al corrente né i mercati né il governo. Ipotizzando tassi di crescita uguali nel Canada e negli USA, un differenziale di inflazione del 4% avrebbe significato che i livelli delle retribuzioni canadesi avrebbero dovuto aumentare di quattro punti percentuali in meno rispetto a quelli statunitensi, e anche che le obbligazioni canadesi avrebbero dovuto rendere quattro punti percentuali in meno rispetto ai titoli USA, nonostante il fatto che nell'arco dell'intera storia canadese, i rendimenti canadesi abbiano sempre dovuto essere più elevati, e non più bassi, rispetto a quelli statunitensi. Nel 1990 il dollaro canadese balzò da circa 73 cent di dollaro USA a oltre 91 cent, solo per iniziare la sua lunga discesa, durante gli anni '90, per raggiungere (fino ad oggi) un minimo di 62 cent di dollaro USA. L'epilogo è che il Partito Conservatore, al governo durante questo grande fallimento che quasi divise il Canada, fu sconfitto alla grande alle elezioni successive. Da quando all'inizio degli anni '30, la Federal Reserve si lasciò trascinare nella Grande Depressione mai una banca centrale aveva arrecato danni così gravi al suo paese!

In questo caso furono commessi due errori. Uno riguardò la logica di scegliere un obiettivo di inflazione zero mentre il grande vicino del Canada registrava un'inflazione del 4% e poi le aspettative. I canadesi e gli americani seguono frequentemente i medesimi programmi televisivi e le previsioni canadesi e americane si confondono tra loro. Dato che non vi fu un dialogo serio tra la Banca del Canada e il governo canadese circa le implicazioni delle politiche seguite dalla banca centrale, le aspettative non furono rettificade adeguatamente e l'economia canadese registrò una

brusca battuta d'arresto, con tassi di interesse più elevati, e non più bassi, e con un tasso di disoccupazione molto più elevato (a due cifre), in un momento in cui la disoccupazione statunitense stava scendendo al di sotto del 5%. La maggior parte del pubblico canadese non comprese mai questo episodio della sua storia, e la maggior parte della colpa fu fatta ricadere, ingiustamente, sull'Area di Libero Scambio di recente creazione.

Negli ultimi tre decenni il Canada ha avuto una politica monetaria peggiore di quella degli Stati Uniti, perché: 1) come sostiene anche Milton, il suo tasso di inflazione medio era più elevato; 2) la politica monetaria canadese era più inflazionistica di quella degli USA quando quest'ultima era già troppo inflazionistica; e 3) la politica monetaria canadese era più disinflazionistica di quella degli USA proprio quando gli USA avevano avvicinato il proprio tasso di inflazione al tasso di consenso. Solo negli ultimi anni potremmo sostenere che la politica canadese sia stata all'altezza di quella americana o superiore.

Se negli anni '70 il Canada avesse fissato il proprio dollaro alla pari con il dollaro USA, avrebbe registrato livelli di inflazione inferiori a quelli degli anni '70 e una disoccupazione molto inferiore rispetto a quella che caratterizzò il paese negli anni '80, e avrebbe comunque avuto un Partito Conservatore vitale!

MILTON FRIEDMAN: confesso che Bob ha dimostrato in modo efficace come io abbia dato troppo credito al Canada quando ho messo in relazione le sue politiche monetarie successive al 1970 con le politiche seguite negli anni '30, quando il paese aveva evidentemente una politica monetaria migliore di quella statunitense.

Combinando la descrizione della politica monetaria canadese fatta da Bob con le mie conoscenze riguardo alla politica monetaria USA, notiamo come entrambi i paesi abbiano avuto politiche monetarie carenti dal 1970 alla fine degli anni '80, ed entrambi abbiano avuto politiche molto migliori successivamente. La mia argomentazione principale, tuttavia, resta valida. La storia della politica monetaria statunitense a partire dall'istituzione della Fed è caratterizzata più da periodi di politiche carenti che non da periodi di politiche valide. Se fossi un canadese, non considererei questi dati storici come una base adeguata per vincola-



re il paese alla politica monetaria statunitense, e cioè alla dollarizzazione senza uscite di sicurezza.

Parte delle difficoltà in questo e in altri casi sono legate al significato che si attribuisce alla stabilità dei prezzi.

I prezzi che hanno importanza per il Canada non sono necessariamente gli stessi che hanno importanza per gli Stati Uniti, data la diversa composizione in termini di consumi e di produzione. La politica monetaria desiderabile si pone come obiettivo la stabilità dei diversi indici dei prezzi.

ROBERT MUNDELL: non sono d'accordo. Immaginiamo per un istante che il Canada e gli Stati Uniti si fossero dotati di una valuta comune. I due paesi avrebbero comunque un *mix* produttivo piuttosto diverso, ma un *mix* di consumi piuttosto simile. Perché i canadesi non dovrebbero desiderare la stabilità dei prezzi in relazione a un paniere nordamericano piuttosto che solo in relazione al paniere di prodotti provenienti dalla Columbia Britannica, dall'Alberta, dal Saskatchewan, *etc.*? Un timore molto importante è rappresentato dal valore degli investimenti per la previdenza sociale e in questo caso, credo che sia auspicabile un paniere il più ampio possibile. Oppure, supponiamo che la Columbia Britannica avesse una valuta separata. Perché i cittadini della Columbia Britannica dovrebbero desiderare la stabilità dei loro redditi in relazione a un paniere ridotto di prodotti della Columbia Britannica, piuttosto che in relazione a un paniere nazionale o, meglio, a un paniere continentale?

MILTON FRIEDMAN: non esiste una risposta semplice per la definizione del livello dei prezzi che sarebbe auspicabile stabilizzare. Si tratta di una questione che è stata dibattuta per molti decenni. Dovrebbe forse trattarsi del livello dei prezzi dei beni e servizi che rappresentano i consumi medi? O di quelli dei beni e servizi prodotti dall'economia? O dei fattori di produzione utilizzati dall'economia? O dei soli servizi lavorativi? In ciascun caso, vi sono vantaggi e svantaggi. Qualunque indice venga scelto, dovrebbe essere adeguato all'entità economica e politica responsabile della stabilizzazione.

Bob espone una tesi facilmente controvertibile quando chiede «Perché i canadesi non dovrebbero desiderare la stabilità dei prez-

zi in relazione a un paniere nordamericano piuttosto che solo in relazione al paniere di prodotti provenienti dalla Columbia Britannica, dall'Alberta, dal Saskatchewan, *etc.*?» In questo caso Bob sta confrontando un indice dei prezzi al consumo con un indice dei prezzi alla produzione. Se l'indice che deve essere stabilizzato è il livello dei prezzi al consumo, questo comprenderà beni importati dall'estero, con un peso ponderale basato sulla loro importanza nell'ambito dei consumi locali. Tale peso non corrisponderà al peso di tali beni all'interno dell'indice USA. Inoltre, il prezzo potrebbe non essere lo stesso, a causa dei costi di trasporto, delle tariffe locali o per altre ragioni. Comunque, il peso ponderale locale e il prezzo locale sono i fattori rilevanti per il consumatore locale. Analogamente, si dovrebbe effettuare un confronto tra un indice dei prezzi alla produzione per il Canada e un indice dei prezzi alla produzione per gli Stati Uniti, non tra un indice dei prezzi al consumo e un indice dei prezzi alla produzione.

### **3. - La rivoluzione dell'euro**

ROBERT MUNDELL: l'avvento dell'euro ha dimostrato una volta per tutte quanto grande possa essere il successo di una zona a tassi di cambio fissi adeguatamente progettata. Dopo che le 11 valute sono state agganciate all'euro e tra di loro, ancor prima che l'euro venisse emesso come valuta cartacea o come moneta metallica, i movimenti speculativi di capitali tra la lira e il marco, tra il franco e la peseta, e tra tutte le altre valute, già appartenevano definitivamente al passato. Questo ha posto fine all'incertezza sui tassi di cambio e ai movimenti di capitali destabilizzanti. Gli 11 paesi della zona dell'euro stanno oggi godendo di una politica monetaria migliore di quanto sia mai accaduto in precedenza. Pertanto, la creazione della zona dell'euro suggerisce un approccio possibile alla formazione di altre aree valutarie quando i potenziali membri riescono ad accordarsi su un tasso di inflazione comune e una politica monetaria coordinata.

Tuttavia, è importante distinguere subito tra una unione monetaria a valuta unica che prevede che ciascun paese rinunci alla

propria valuta e una unione monetaria a valuta multipla, nell'ambito della quale gli Stati nazionali mantengono la propria valuta. La prima tipologia, che rappresenta l'obiettivo dei paesi della zona dell'euro, prevede uno spostamento verso l'integrazione politica che va molto al di là del secondo approccio.

MILTON FRIEDMAN: la mia divergenza con Bob, che riflette ciò che in precedenza ho specificato al punto *d*), è evidenziata dal mio pessimismo e dal suo ottimismo in relazione all'euro. Siamo d'accordo sul fatto che non vi siano precedenti storici per quanto riguarda l'euro. Dovremmo essere d'accordo anche sul fatto che il raggiungimento di questo obiettivo è stato trainato da considerazioni di natura politica, e non economica, dalla convinzione che avrebbe contribuito a una maggiore integrazione politica, i tanto decantati Stati Uniti d'Europa, che a sua volta avrebbe reso impossibili le guerre che hanno sconvolto così a fondo l'Europa. Se dovesse essere ottenuta, ciò che storicamente è sempre stata la norma, e cioè che l'integrazione politica creerebbe una perfetta unione tra aree monetarie ed aree politiche.

Ma l'euro contribuirà all'unità politica? A mio parere, solo se darà un contributo economico positivo; altrimenti, è più probabile che accentui i contrasti politici piuttosto che l'unità politica. E su questo punto, la divergenza tra me e Bob si fa più accentuata. L'Irlanda, al momento, necessita di una politica monetaria molto diversa rispetto a quella che serve, per esempio, alla Spagna o al Portogallo. Un tasso di cambio flessibile consentirebbe a ciascuno di questi paesi ad avere una propria politica monetaria adeguata alle rispettive esigenze. Con una valuta unificata, questo non sarà possibile. I meccanismi di aggiustamento alternativi sono rappresentati dalle variazioni dei prezzi, dei salari, dei movimenti di persone e dei capitali interni. Questi sono severamente limitati dalle differenze culturali e da complesse forme di regolamentazione, che cambiano da un paese a un altro. Se la flessibilità residua è sufficiente, o se l'esistenza dell'euro determinerà un significativo aumento della flessibilità, l'euro prospererà. Diversamente, come temo sia probabile, nel tempo, a mano a mano che i membri dell'euro registreranno un flusso di *shock* asincroni, emergeranno delle difficoltà economiche. I diversi governi saran-

no soggetti a pressioni politiche radicalmente diverse, destinate a creare conflitti politici ai quali la Banca Centrale Europea non può sfuggire.

ROBERT MUNDELL: gli aspetti politici dell'euro è che esso agirà come un catalizzatore che innescherà una maggiore integrazione politica nell'Europa che, dopo due secoli di rivalità franco-germanica che ha periodicamente travolto il mondo intero, è cosa altamente auspicabile. La maggiore integrazione politica, inoltre, rafforzerebbe la voce dell'Europa sullo scenario politico mondiale e consentirebbe di conseguenza all'Europa di condividere una parte del ruolo di *leadership* degli Stati Uniti, e degli oneri che ne conseguono. Esistono pochissimi rischi, se non addirittura nessuno, associati a una posizione di maggiore potere dell'Europa negli affari mondiali.

Concordo con Milton quando sostiene che i vantaggi politici si riveleranno fruttuosi solo se l'euro si rivelerà anche un successo economico. Ma in termini strettamente economici, ritengo che le ragioni dell'euro siano schiaccianti. Gli 11 paesi dell'area dell'euro ora hanno un mercato dei capitali comune, in luogo di 11 mercati distinti.

Il fissaggio dei tassi di cambio ha completamente eliminato all'interno dell'area dell'euro i movimenti di capitali speculativi e la ragion d'essere dei fondi speculativi in quel settore. Nessuno si sognerebbe di imporre una "Tobin tax" sulle transazioni valutarie all'interno dell'area dell'euro. La strada dei tassi di cambio fissi per il raggiungimento dell'integrazione valutaria è stata un successo di proporzioni straordinarie.

Inoltre, ciascun paese nell'area dell'euro oggi possiede una politica monetaria migliore di quanto non avvenisse nel passato. In primo luogo, le dimensioni dell'area dell'euro sono molto più grandi di quelle di qualsivoglia delle aree valutarie nazionali, e questo garantisce a ciascun paese un maggiore isolamento da eventuali *shock*. I benefici, da questo punto di vista, variano in proporzione inversa rispetto alle dimensioni dei singoli paesi. Le valute dei paesi di piccole dimensioni possono infatti essere annientate da eventuali attacchi speculativi. In termini proporzionali, la Germania potrebbe ottenere benefici inferiori rispetto ai paesi di più

piccole dimensioni, ma oggi i tedeschi hanno, o avranno, quando la transizione sarà completata, una valuta che ha dimensioni di tre volte superiori a quelle dell'area del marco.

La divergenza principale tra Milton e me riguarda la qualità della politica monetaria. Tutti i paesi in Europa godono oggi di una politica monetaria migliore di quanto registrato in passato. Questo è, a mio parere, ovvio per paesi come l'Italia, la Spagna e il Portogallo, che prima che venisse formata l'area dell'euro, avevano tassi di interesse di parecchi punti superiori rispetto a quelli tedeschi. La convergenza dei tassi di interesse ha garantito grandi benefici ai mercati dei capitali e alla riduzione del costo del servizio del debito pubblico.

MILTON FRIEDMAN: due osservazioni conclusive. In primo luogo, dato che l'area dell'euro è stata istituita, spero di sbagliarmi e spero che Bob abbia ragione nel sostenere che questo spingerà i membri a introdurre sufficienti livelli di libertà per i prezzi e i salari interni e a incoraggiare una mobilità sufficiente dimostrando così l'infondatezza dei miei timori. Il successo di questa operazione è nell'interesse dell'Europa e dell'America. In secondo luogo, i tassi flessibili non sono una garanzia di una politica monetaria interna sensata. Un paese può avere una politica monetaria interna di bassa qualità sia con tassi fissi che con tassi flessibili. Quello che garantiscono i tassi flessibili è di rendere possibile per un paese avere una buona politica monetaria interna, indipendentemente dalle politiche seguite dagli altri paesi.

ROBERT MUNDELL: concordo con entrambe le ultime osservazioni di Milton, anche se ne trarrei conclusioni leggermente diverse. Siamo entrambi d'accordo sull'importanza della flessibilità dei prezzi. Le variazioni dei tassi di cambio non potranno mai sostituire il gran numero di variazioni dei singoli prezzi che devono essere effettuate in un mercato efficiente. Ma ciononostante, la possibilità di variazioni dei tassi di cambio ha distolto l'attenzione dei *policy maker* dalla questione enormemente più importante della flessibilità su tutti i singoli mercati. La flessibilità dei prezzi individuali sarà incentivata dall'area dell'euro e infatti, eliminando la possibilità di variazioni dei tassi di cambio, i *policy*

*maker* sceglieranno sempre più spesso la deregolamentazione e la riduzione dei controlli.

Condivido che un paese si troverà meglio con una politica monetaria nazionale se è probabile che questa politica si riveli migliore di quelle del resto del mondo, come potrebbe accadere se il resto del mondo fosse instabile. In mancanza di una unione monetaria con le aree dell'euro e dello yen, gli Stati Uniti non hanno alcuna reale alternativa all'*inflation targeting* e a un tasso di cambio flessibile.

Ma a parte gli Stati Uniti, la maggior parte, se non la totalità dei paesi trarrebbero benefici dal fatto di essere membri di una area valutaria più grande, per ragioni legate alle economie di scala, per garantirsi un ammortizzatore contro gli *shock* e una migliore politica monetaria. La maggior parte delle circa 175 valute del mondo dovrebbe essere classificata tra le valute ad alto rischio, le cosiddette *junk currencies*, che sono fonte di instabilità piuttosto che ancora capaci di garantire stabilità. L'Europa è stata il pioniere nel processo di formazione di una area valutaria di più grandi dimensioni, e si tratta di un esempio che sarà sempre più spesso imitato nel resto del mondo. È addirittura possibile che il processo possa condurre alla riforma del sistema monetario internazionale, un risultato che porterebbe con sé la promessa dell'ottimizzazione dell'efficienza del commercio mondiale e del relativo meccanismo di pagamento mondiale.

#### **4. - I tassi fissi hanno danneggiato l'economia irlandese?**

*Terry Corcoran:* vorremmo valutare un interrogativo posto da Robert Mundell: «L'Irlanda ha bisogno di una politica monetaria separata? Perché l'Irlanda dovrebbe trovarsi meglio come membro della zona dell'euro considerando gli ostacoli alla mobilità del lavoro, agli ostacoli linguistici e agli altri ostacoli politici che limitano gli aggiustamenti economici ai quali ha fatto cenno il Prof. Friedman?»

ROBERT MUNDELL: senza dubbio, esiste una diffusa convinzione secondo la quale ciascun paese avrebbe bisogno di una politi-

ca monetaria diversa e che una politica monetaria valida per tutti non risulterebbe efficiente. Supponiamo che un paese, per esempio l'Irlanda, cresca più rapidamente di un altro paese. Questo vuol dire che l'Irlanda dovrebbe avere un tasso di interesse più alto per prevenire l'inflazione? Le cose non stanno affatto così.

Supponiamo per un istante di spostare l'esempio fatto al caso della California, all'interno dell'area valutaria statunitense e che la California cresca più rapidamente degli altri Stati mentre la Federal Reserve segue una politica monetaria finalizzata a mantenere la stabilità dei prezzi (tasso di inflazione da zero al 2%) all'interno di tutti gli Stati Uniti. Una crescita più rapida in California significa semplicemente che una quantità maggiore della nuova moneta creata dalla Fed si dirigerà verso quello Stato specifico, piuttosto che verso gli Stati a crescita più lenta. I tassi di interesse in California dovrebbero restare esattamente al medesimo livello registrato nel resto dell'unione monetaria statunitense.

Questo vuol dire che il livello dei prezzi della California deve variare in modo diverso rispetto ai livelli dei prezzi registrati negli altri Stati? Se tutti gli Stati misurassero l'inflazione mediante un indice dei prezzi riferito a un paniere di beni comune, nel lungo termine i tassi di inflazione dovrebbero essere uguali. Ma la più rapida crescita in California potrebbe far rialzare i prezzi di alcuni fattori specifici della California, come il lavoro, e questo potrebbe spingere l'indice dei prezzi della California a crescere più rapidamente che altrove. In California i salari monetari potrebbero crescere più velocemente che altrove e questo potrebbe tradursi in un aumento dei saggi dei salari reali espressi in relazione al paniere comune statunitense. Ma perché i lavoratori californiani non dovrebbero partecipare alla crescita e perché questo dovrebbe essere considerato come inflazione?

Il caso dell'Irlanda non è sostanzialmente diverso. Con una crescita più rapida in Irlanda rispetto al resto dell'area dell'euro, i livelli salariali crescono più rapidamente che altrove e i prezzi dei beni non commerciabili potrebbero crescere in relazione ai beni del resto dell'area dell'euro. Queste variazioni dei prezzi relativi sono frequentemente necessarie, ma non dovrebbero mai essere confuse con l'inflazione, che è un fenomeno monetario.

Di fatto, una crescita più elevata in un'area valutaria comune, non porta sempre ad aumenti più rapidi del livello dei prezzi. L'effetto sul livello dei prezzi dipende dal settore dove si verifica la crescita della produttività, che crea la necessità di variazioni dei prezzi relativi. Se la crescita della produttività viene registrata internazionalmente prevalentemente nei settori dei beni commerciabili, i prezzi di questi beni dovranno scendere in relazione ai prezzi dei beni non commerciabili, e con i tassi di cambio fissi, i prezzi dei beni non commerciabili dovranno salire. Se, d'altro canto, la crescita della produttività ha luogo nel settore dei beni non commerciabili, i prezzi di tali prodotti dovranno scendere.

È vero che una politica monetaria indipendente con un tasso di cambio flessibile potrebbe condurre a un apprezzamento della sterlina irlandese nel primo caso, e a una svalutazione della valuta nel secondo caso, e che queste variazioni dei tassi di cambio alleggerirebbero le pressioni sui prezzi. Ma questa alternativa presenta gravi limiti:

1) il tasso di cambio reale dell'Irlanda durante il periodo di crescita elevata, potrebbe dover essere rivalutato o svalutato in misura pari, supponiamo, al 4% annuo tuttavia il tasso di cambio flessibile genererebbe una rivalutazione volatile e irregolare. La volatilità potrebbe spingere la sterlina irlandese a fluttuare di svariati punti percentuali verso l'alto e il basso in misura superiore al necessario, e questa volatilità improduttiva condurrebbe a *iper*-reazioni (*overshooting* [NDT]), che introdurrebbero sviluppi inflazionistici nuovi e spuri. I fattori legati alle aspettative condurrebbero a *iper*-reazioni dei tassi di interesse e a prezzi falsati;

2) i modelli economici, come il modello a due settori applicato in questo caso, forniscono un quadro distorto ed eccessivamente semplicistico del mondo reale. In luogo dei beni commerciabili e non commerciabili, vi sono decine di tipologie di beni, ciascuna delle quali è caratterizzata da esperienze diverse in materia di produttività. Durante la crescita, alcuni settori crescono rapidamente, altri più lentamente e alcuni potrebbero addirittura registrare una contrazione, a causa della perdita dei vantaggi comparativi. Le decine di necessari aggiustamenti dei prezzi specifici per ciascun settore non possono essere ottenuti mediante la sin-



gola variabile del tasso di cambio. Con la sterlina irlandese legata all'euro, l'Irlanda può importare nel paese i rapporti di scarsità della vasta area dell'euro, senza filtrare tali rapporti attraverso un tasso di cambio fluttuante e volatile;

3) l'inflazione effettivamente più elevata registrata da un paese in rapida crescita all'interno dell'area dell'euro è mitigata dal fatto che le tensioni inflazionistiche in quel paese saranno registrate nel tasso di inflazione dell'area dell'euro nel suo complesso, e pertanto, fermi restando gli altri fattori, condurranno a una politica monetaria più rigida nell'intera area. (Questa argomentazione acquista un peso maggiore all'aumentare del peso dei beni del paese in crescita all'interno degli indici dei prezzi dell'area dell'euro, e pertanto non avrebbe grande importanza nel caso di un paese come l'Irlanda a basso peso relativo);

4) i paesi dell'area dell'euro devono accettare i differenziali di inflazione nella misura in cui gli indici dei prezzi al consumo sui quali essi si basano si riferiscono a panieri di beni e servizi diversi. Allo stesso modo, gli Stati di New York, Louisiana e California possono avere tassi di inflazione diversi. Ma ciò che conta ai fini delle politiche è la misura comune dell'inflazione dell'area dell'euro, il cosiddetto Indice Armonizzato dei Prezzi al Consumo (HICP), calcolato da Eurostat, l'ufficio statistico della Commissione Europea, che cerca di effettuare la misurazione in relazione a un paniere di beni comune. L'indice HICP per l'Irlanda evidenzierà una inflazione minore rispetto all'indice nazionale dei prezzi al consumo irlandese, soprattutto a causa della rapida crescita dei salari irlandesi;

5) l'aumento del tasso di inflazione in Irlanda è addebitabile interamente e forse non solo prevalentemente al differenziale in termini di crescita della produttività. La caduta dell'euro del 25-30% ha una gran parte della colpa; infatti l'Irlanda, trovandosi al margine nordoccidentale dell'Europa, è caratterizzata da un effetto di trasmissione molto più ampio attraverso il quale l'euro svalutato influenza i prezzi irlandesi con anticipo e in misura maggiore rispetto a quanto accade negli altri paesi membri dell'area dell'euro;

6) non è affatto chiaro che i lavoratori e i proprietari di immobili irlandesi preferirebbero registrare i loro più elevati reddi-

ti reali sotto forma di una rivalutazione della sterlina irlandese piuttosto che sotto forma di un aumento dei prezzi denominati in sterline irlandesi ed euro. Io ritengo che i lavoratori irlandesi apprezzino i rapidi aumenti dei salari e dei valori dei beni immobili e che le principali lamentele in relazione al processo provengano dagli euroscettici!;

7) rinunciando al suo collegamento all'euro, l'Irlanda perderebbe il suo collegamento diretto al mercato dei capitali dell'area dell'euro, ora molto vasto;

8) gli investimenti esteri eviterebbero l'Irlanda, perché il paese non avrebbe più la medesima valuta utilizzata nel Continente. Gli utili dei produttori potrebbero essere spazzati via da improvvise e imprevedibili variazioni dei tassi di cambio. L'esempio relativo al Regno Unito mostra che durante lo scorso anno la volatile sterlina ha indotto molte case automobilistiche giapponesi a chiudere le proprie attività nel Regno Unito;

9) l'Irlanda, un piccolo paese, tenderà a scoprire che l'onere reale della sua tassazione oscillerebbe verso l'alto e verso il basso con un tasso di cambio volatile;

10) l'Irlanda, che per centinaia di anni è stata una colonia stagnante con un reddito *pro-capite* inferiore alla metà di quello del Regno Unito, oggi ha un reddito ampiamente superiore a quello britannico, e questo grande successo è stato dovuto principalmente a: a) l'ingresso nell'Unione Europea; b) le basse aliquote fiscali che attraggono gli investimenti esteri; e c) la certezza riguardo alla politica monetaria del paese e al tasso di cambio con gli altri membri dell'UME.

Una crescita più rapida in un paese non è un buon argomento a favore di una politica monetaria indipendente né, in pratica, lo è l'argomentazione riferita agli *shock* asimmetrici. *Shocks* specifici e crescita individuale sono inevitabili in un mondo caratterizzato da cambiamenti, tuttavia quasi mai il tasso di cambio rappresenta la migliore forma di aggiustamento. Il tasso di cambio è una variabile monetaria che può modificare il livello dei prezzi o il tasso di inflazione ma non può controbilanciare gli effetti degli *shock* dovuti alle variazioni delle ragioni di scambio, a disastri come i terremoti, o a grandi spostamenti di popolazioni.

MILTON FRIEDMAN: i prezzi al consumo in Irlanda stanno attualmente aumentando a un tasso compreso tra il 15% e il 20% annuo, un ritmo più veloce rispetto agli altri paesi membri dell'euro perché la rapida crescita dell'Irlanda sta generando un *surplus* della bilancia dei pagamenti che va ad aggiungersi alla sua offerta di moneta. Le retribuzioni devono crescere a quella velocità semplicemente per tenere il passo con l'inflazione. La loro crescita è più rapida perché stanno aumentando anche le retribuzioni in termini reali. L'aumento delle retribuzioni nominali per compensare l'inflazione è un segnale confuso che crea aspettative fuorvianti sia in coloro che percepiscono le retribuzioni sia nei datori di lavoro. Gli adeguamenti all'attuale rapido aumento della produttività e l'inevitabile stabilizzazione successiva sarebbero più semplici se i prezzi al consumo fossero più stabili e la sterlina irlandese si apprezzasse rispetto alle altre valute. Questo è ciò che potrebbe accadere ora se l'Irlanda avesse una sua valuta e una sua politica monetaria.

Per formulare questa argomentazione in modo radicalmente diverso, la partecipazione dell'Irlanda all'euro costringe il paese a utilizzare parte dei suoi scarsi capitali interni (la contropartita per il *surplus* della sua bilancia dei pagamenti) per acquistare ulteriori euro. Gli ulteriori euro che finanziano il più elevato livello dei prezzi al consumo non svolgono alcuna funzione produttiva. Al contrario, sono semplicemente dei segnali di disturbo irrilevanti. Se l'Irlanda avesse una sua politica monetaria, i capitali utilizzati per acquistare ulteriori euro sarebbero disponibili per gli investimenti interni.

E circa la tesi di Bob secondo la quale paesi come Italia, Spagna e Portogallo dovrebbero trarre benefici dalla convergenza dei tassi di interesse? È proprio così, almeno inizialmente. Ma tutto ha un prezzo. I capitali aggiuntivi che affluiscono in quei paesi provengono da un bacino di capitali comune, e questo significa che altri paesi dovranno pagare un tasso di interesse leggermente più elevato. Inoltre, i tassi di interesse che convergono sono i tassi a rischio zero. I diversi paesi pagheranno ancora tassi diversi, a seconda della rispettiva qualità del credito. I membri dell'euro hanno accettato restrizioni alla propria politica fiscale, ma

resta da vedere se queste restrizioni saranno rispettate e, se non dovessero essere rispettate, se la comunità monetaria sarà in grado di farle rispettare. Queste verifiche devono ancora essere effettuate.

## 5. - Perché Bretton Woods fallì

*Terry Corcoran:* il sistema di tassi di cambio fissi di Bretton Woods, creato nel 1944, fu progettato per garantire la stabilità ai mercati valutari. Le principali valute erano agganciate al dollaro USA, e questo significava che altri paesi di fatto adottavano i tassi di inflazione statunitensi. Il sistema collassò all'inizio degli anni '70. Voi avete idee diverse riguardo ai successi e ai fallimenti del sistema.

MILTON FRIEDMAN: un altro esempio di una analoga differenza di giudizio si riferisce all'osservazione di Bob: «Ritengo che i paesi di grandi dimensioni possano dotarsi di un sistema di tassi fissi senza istituire un *currency board* o un'unione monetaria, e ritengo che gli accordi di Bretton Woods lo abbiano provato». Tutt'altro. Nell'ambito degli accordi di Bretton Woods vi furono ripetute rivalutazioni e svalutazioni, e numerose gravi crisi internazionali che coinvolsero "paesi di più grandi dimensioni". Se gli accordi di Bretton Woods avessero funzionato bene come Bob suggerisce, non sarebbero mai crollati come accadde all'inizio degli anni '70.

ROBERT MUNDELL: concordo sul fatto che gli accordi di Bretton Woods fossero imperfetti, prevalentemente perché i paesi non seguivano le norme per adeguarsi. I paesi più importanti, dotati di grandi riserve di valuta, come il Regno Unito e gli Stati Uniti, hanno automaticamente sterilizzato le perdite di riserve, trasferendo l'onere dell'aggiustamento su altri paesi. Ma cosa non andava nell'esperienza di paesi di grandi dimensioni come Germania e Giappone, con tassi di cambio fissi abbinati a una politica monetaria che manteneva in equilibrio le rispettive bilance dei pagamenti? Nell'arco di questo periodo, che comprendeva la improvvisa crescita economica giapponese, tra il 1955 e gli anni '70,

il Giappone registrò il più lungo periodo di crescita a due cifre nella storia del suo paese, e anche nella storia di qualsivoglia altro paese.

La Germania ebbe il suo miracolo "Erhard". I paesi più piccoli come l'Italia, l'Austria e il Messico, che ebbero tassi di cambio fissi che rimasero in vigore per oltre venti anni, beneficiarono di una crescita rapida, di elevati livelli di occupazione e della medesima stabilità dei prezzi degli Stati Uniti. Il periodo compreso tra il 1950 e il 1970 fu un grande periodo nella storia della maggior parte dell'Europa occidentale e del Giappone. Gli Stati Uniti, appesantiti da aliquote fiscali elevatissime ereditate dalla guerra, furono meno fortunati, ma ciononostante, il periodo tra il 1950 e il 1973 si rivelò migliore del decennio che lo seguì, nonostante le guerre di Corea e del Vietnam.

Alcuni paesi invece si trovarono in guai seri. I paesi che non rispettarono le norme di un sistema a tassi di cambio fissi ebbero dei problemi. Il Regno Unito violò le norme con la sua sterilizzazione automatica di qualsivoglia variazione delle riserve e con i suoi *flirt* discontinui con le politiche keynesiane. Decine di paesi in via di sviluppo ebbero dei problemi perché tentarono di utilizzare la tassa da inflazione come strumento per finanziare lo sviluppo economico. I paesi che violano le leggi economiche previste per la stabilità incontrano dei problemi, e così avvenne. La Francia ebbe grandi problemi negli anni '50, ma dopo il 1958 rimise nuovamente in funzione il suo meccanismo della bilancia dei pagamenti sotto l'influenza di Jacques Rueff, il consigliere economico del Generale de Gaulle.

Gli Accordi di Bretton Woods, effettivamente, fallirono. Ma perché? Le ragioni principali furono due. Una fu che il prezzo dell'oro, fissato dal Presidente Roosevelt a \$35 l'oncia nel 1934, ormai obsoleto, dopo le inflazioni della Seconda Guerra Mondiale, della Guerra di Corea e della Guerra del Vietnam. Tutti gli altri prezzi erano più che raddoppiati, e l'oro era ormai sottovalutato, e si creava così una speculazione a suo favore che spinse a massicci prelievi da parte delle banche centrali estere. Per ragioni politiche (i due principali produttori erano il Sud Africa, con la sua nefasta politica di *apartheid*, e l'Unione Sovietica, il nemico del-

l'Occidente nella Guerra Fredda) e per il fatto che la credibilità statunitense era in gioco, gli Stati Uniti rifiutarono la soluzione di Bretton Woods prevista negli *Articles of Agreement* del FMI, e cioè una riduzione universale del valore nominale delle valute, aumentando il prezzo dell'oro. Così, dopo aver perso più della metà delle sue riserve auree del dopoguerra, quando paesi importanti chiesero la conversione del dollaro in oro, gli Stati Uniti rifiutarono, e la "finestra aurea" fu chiusa.

La chiusura della "finestra aurea" non doveva necessariamente distruggere il sistema. Gli altri paesi avrebbero potuto continuare ad agganciare le proprie valute al dollaro. Ma vi era una differenza sostanziale tra gli Stati Uniti e l'Europa riguardo al tasso di inflazione comune. In parte per agevolare il finanziamento della guerra del Vietnam, gli Stati Uniti desideravano, e imposero al resto del mondo, un tasso di inflazione più elevato di quello che sarebbe stato ottimale per l'Europa. Fu una scelta dura per l'Europa: La Comunità Economica, fin dal *Summit* dell'Aia, nel 1969, aveva già intrapreso la strada verso l'unione monetaria. Il passaggio ai tassi di cambio flessibili avrebbe sacrificato la preziosa convergenza reciproca tra i paesi ottenuta attorno al cambio fisso del dollaro. Ma, alla fine, i vari paesi scelsero i tassi fluttuanti, in parte perché pensarono, (erroneamente), che così avrebbero dato una buona lezione agli Stati Uniti.

Il collasso degli accordi di Bretton Woods fu pertanto causato da: 1) la sottovalutazione dell'ancoraggio aureo; e 2) la differenza tra gli obiettivi inflazionistici degli Stati Uniti e dell'Europa. Ma il collasso non era assolutamente inevitabile. Se gli Stati Uniti avessero seguito una politica più rigida, non consentendo al proprio tasso di inflazione di aumentare alla fine degli anni '60 e all'inizio degli anni '70, o se l'Europa fosse stata disponibile ad accettare un tasso di inflazione leggermente più elevato (ma comunque di molto inferiore a quello registrato in Europa dopo la scelta dei tassi fluttuanti), il sistema avrebbe potuto essere mantenuto in vita.

Dietro a tutto questo c'era una sommessa e costante disputa tra l'Europa e gli Stati Uniti, basata sul risentimento france-

se contro il sistema asimmetrico del dollaro e la Guerra del Vietnam, la tassa da inflazione implicita nel mantenimento di riserve di dollari in eccesso e una lotta di potere nell'ambito della quale l'Europa stava tentando di liberarsi dal suo *status* "semicoloniale" in relazione agli Stati Uniti.

MILTON FRIEDMAN: rispondendo alla mia breve osservazione su Bretton Woods, Bob Mundell ha ammesso che alcuni paesi si sono trovati nei guai e che gli accordi di Bretton Woods effettivamente giunsero a un collasso. Tuttavia, Bob concludendo ha osservato che: «Se gli Stati Uniti avessero seguito una politica più rigida, non consentendo alla fine degli anni '60 e all'inizio degli anni '70 al proprio tasso di inflazione di aumentare, o se l'Europa fosse stata disponibile ad accettare un tasso di inflazione leggermente più elevato (ma comunque di molto inferiore a quello registrato in Europa dopo la scelta dei tassi fluttuanti), il sistema avrebbe potuto essere mantenuto in vita».

La sua osservazione mi ricorda la famosa risposta di Gottfried Haberler a una simile dichiarazione ipotetica: «Se mia zia avesse le ruote, sarebbe un autobus». Qualunque politica che venga proposta, o qualunque politica passata, deve essere giudicata in termini di come effettivamente opererà, non per come opererebbe in condizioni ideali. L'eccellente analisi fatta da Bob in relazione al collasso degli Accordi di Bretton Woods dimostra come i fattori che condussero al fallimento del sistema non furono rappresentanti da difetti accidentali delle politiche seguite dai vari paesi, ma da importanti fattori politici ed economici.

Cosa ancora più importante, i paesi agirono in quel modo, un modo che si rivelò fatale per Bretton Woods, in parte a causa degli incentivi che gli stessi accordi di Bretton Woods avevano istituito. Per esempio, prendiamo le parole di Bob: «Alcuni paesi si trovarono nei guai. I paesi che non rispettarono le norme di un sistema a tassi di cambio fissi ebbero dei problemi. Il Regno Unito violò le norme con la sua sterilizzazione automatica di qualsivoglia variazione delle riserve e con i suoi *flirt* discontinui con le politiche keynesiane. Decine di paesi in via di sviluppo ebbero dei problemi perché tentarono di utilizzare

la tassa da inflazione come strumento per finanziare lo sviluppo economico.» Senza dubbio, ma questi paesi furono indotti a comportarsi in quel modo perché nell'ambito di un sistema a tassi di cambio fissi, un paese che si espanda in modo eccessivo può trarre beneficio dall'imposizione di costi agli altri membri del sistema.

Il beneficio iniziale per un paese, in via di sviluppo o sviluppato, derivante dall'espansione della sua offerta di moneta, sarà maggiore se gli altri paesi del sistema, almeno per un periodo, accetteranno la sua valuta a un tasso invariato. Rinviare il giorno della resa dei conti è un forte incentivo per un politico in difficoltà. Bretton Woods portava in sé il seme della propria distruzione.

Da tempo sostengo che uno dei vantaggi principali dei tassi di cambio flessibili sta nel fatto che essi consentono a un paese di godere appieno dei benefici e dei costi delle sue politiche monetarie. Un errore di politica monetaria non avrà effetti diretti sui *partner* commerciali del paese anche se, naturalmente, avrà effetti indiretti sugli stessi con la riduzione delle attrattive esercitate dal primo paese come *partner* commerciale o come destinazione per gli investimenti. Questa caratteristica è importante sotto il profilo economico, ma è anche importante politicamente, in quanto riduce le occasioni di possibili conflitti.

Il mio disaccordo con Bob riguardo all'euro è uguale a quello per Bretton Woods. L'euro abbraccia 11 paesi politicamente indipendenti, diversi per cultura, risorse economiche e sviluppo, e soggetti a influssi divergenti. Tra questi paesi inevitabilmente si svilupperanno differenze riguardo alle politiche monetarie, fiscali e alle altre politiche. I tassi di cambio flessibili offrivano un modo per adeguarsi a tali differenze attraverso il mercato e senza conflitti politici. L'euro elimina questa possibilità. Bob confida nel fatto che presto si svilupperanno altri meccanismi di aggiustamento, una maggiore flessibilità dei prezzi interni, forme di regolamentazione e altri meccanismi analoghi. Spero che abbia ragione, ma temo che non sarà così. Se dovesse emergere che ha torto, l'euro genererà maggiori conflitti politici, e non l'unità politica.



## 6. - Il *gold standard*

*Terry Corcoran*: più volte, voi avete entrambi espresso pareri sull'oro (o un altro bene che agisse come merce di riferimento) come *standard* valutario nazionale o globale. Quali sono i vostri pareri oggi?

ROBERT MUNDELL: il *gold standard* ed il regime argenteo del passato erano strumenti mediante i quali i paesi potevano condividere una valuta comune (o la copertura metallica di una valuta) senza una integrazione politica. Gli *standard* aurei, il regime argenteo e bimetallico hanno garantito al mondo una sorta di unità monetaria nonostante gli imperi europei fossero frequentemente in contrasto tra loro. E questo mantenne l'inflazione entro certi limiti, completamente in contrasto con le inflazioni delle valute cartacee del ventesimo secolo.

Nel decennio successivo al 1870, l'argento fu gradualmente escluso dal sistema e l'oro divenne il metallo monetario dominante (e non per ragioni molto valide!). Cosa uccise il *gold standard*? Charles Rist, l'economista e banchiere centrale francese, una volta disse che «fu la democrazia a uccidere il *gold standard*». Rist con questo voleva dire che la democrazia conduceva a aspettative drasticamente gonfiate rispetto a ciò che lo Stato avrebbe potuto fare per il popolo, e spinse i governi ad aumentare le spese e i *deficit* di bilancio che spesso dovevano essere finanziati mediante creazione di moneta. Questa considerazione era piuttosto fondata, ma credo non evidenzi un altro importante problema.

L'altro problema era rappresentato dalle variazioni nell'assetto generale dei poteri dei paesi. Il *gold standard* era un sistema monetario decentrato che poteva funzionare fintantoché non fosse stato controllato da una unica potenza. Ma con la creazione, nel 1913, della Federal Reserve una banca centrale per l'economia che già prima della Prima Guerra Mondiale aveva dimensioni parecchie volte superiori a quelle di qualsivoglia altra economia, il futuro del *gold standard* iniziò a essere dipendente dalle politiche del Sistema della Federal Reserve. Gli Stati Uniti uccisero il *gold standard*. Ho scritto questo con mag-

giore dettaglio nel discorso pronunciato per il mio Premio Nobel pubblicato su *American Economic Review* nel mese di giugno del 2002<sup>2</sup>.

Come è possibile utilizzare l'oro nel sistema attuale? Se fosse stabile o se potesse essere reso stabile rispetto alle materie prime, tornerebbe a essere una eccellente unità di conto universale e uno strumento di pagamento per l'economia mondiale. Ma sono scettico riguardo al fatto che i governi possano essere intenzionati a ripristinare il *gold standard*, e penso che distruggerebbero comunque il sistema anche se fosse ripristinato. Pertanto, come alternativa preferirei che diventasse una unità di conto non governativa e uno strumento di pagamento per le transazioni ordinarie e su Internet. Così, agirebbe come strumento di controllo contro i governi inflazionistici.

MILTON FRIEDMAN: le mie opinioni restano quelle che espressi nel 1962 in *Capitalism and Freedom* (p. 42): «la mia conclusione è che uno *standard* automatico basato su una materia prima (*commodity*) non è una soluzione né fattibile né auspicabile al problema dell'istituzione di accordi monetari per una società libera. Non è auspicabile perché comporterebbe elevati costi sotto forma di risorse utilizzate per produrre il bene di riferimento del sistema monetario. Non è fattibile perché non esistono la mitologia e le convinzioni necessari per renderlo efficace».

Nel diciannovesimo secolo, quando il *gold standard* o i regimi argentei o bimetallici erano comuni, i governi spendevano circa il 10% del reddito nazionale ed esercitavano scarsi controlli sull'economia. Il pubblico diede per scontato che l'oro o l'argento fossero la moneta "reale" ed era disposta ad accettare i costi dell'aggiustamento ai flussi di oro in entrata o in uscita. Il *gold standard* generò una relativa stabilità dei prezzi di lungo termine, l'altra faccia della medaglia era però quella di una forte instabilità nel breve termine.

Qualunque sia il verdetto per il *gold standard* durante tale periodo, la situazione oggi è molto diversa. I governi stanno spendendo il 40% o più del reddito nazionale e intervengono diffusa-

---

<sup>2</sup> Disponibile all'indirizzo: <http://www.columbia.edu/~ram15/nobelLecture.html>

mente nell'economia. L'opinione comune ora dà per scontato che una banca centrale, e non una determinata quantità d'oro, sia responsabile della quantità di moneta. Nessun paese di grandi dimensioni tollererebbe la disciplina di un vero ed efficace *gold standard*.

Per quanto riguarda gli Stati Uniti, da tempo credo che le politiche pubbliche di stoccaggio di grano e oro siano ugualmente illogiche, e che il governo dovrebbe abbandonare queste politiche per questi due beni e anche per altre materie prime. Per quanto riguarda l'oro, ho proposto che il governo si impegni a vendere all'asta un quinto delle sue riserve nell'arco dei prossimi cinque anni.

## **7. - Una valuta mondiale?**

*Terry Corcoran*: siete molto vicini, ma... Le differenze centrali, sembrerebbero essere più politiche che economiche. Ipotizzando una qualche forma di stabilità dei prezzi, la questione è stabilire se un paese segua politiche specifiche o meno, riguardo ai mercati dei capitali, al lavoro, alla tassazione e ai regimi di regolamentazione, che gli consentano di adattarsi a cambiamenti e *shock* economici. Secondo Mundell, in buona sostanza, i paesi devono riuscire a intravedere, e alla fine sarà così, i benefici derivanti dall'adozione di una riforma interna delle politiche basata sui principi di mercato nell'ambito di un regime di cambi fissi. Secondo Friedman, per profonde ragioni politiche interne, non si può sperare che i singoli paesi aderiscano a politiche di mercato interne adeguate, e pertanto hanno bisogno dei tassi di cambio flessibili per assorbire gli *shock* derivanti dai cambiamenti economici.

Nella visione di Mundell, quindi, l'obiettivo logico sarebbe quello di una economia globale con un'unica valuta mondiale. Nella visione di Friedman, l'obiettivo logico sarebbe quello di un sistema valutario globale basato su valute nazionali concorrenti tra loro.

Ma le motivazioni sono più politiche che economiche. Siete d'accordo? E come credete che si evolverà questa questione, politicamente ed economicamente nel giro di 20 anni?

MILTON FRIEDMAN: non ritengo che le divergenze tra Bob e me siano principalmente politiche. Tra noi vi sono differenze riguardo agli effetti politici dell'euro, ma questa non è la principale fonte del nostro disaccordo riguardo alla scelta tra tassi irrevocabilmente fissi e tassi flessibili a livello mondiale.

I tassi irrevocabilmente fissi riducono i costi di transazione commerciali e finanziari mondiali e quindi agevolano il commercio e gli investimenti internazionali. Tuttavia un paese che entra in un sistema di tassi unificati deve sostenere un costo economico. Il costo è quello legato all'abbandono di uno strumento, il tasso di cambio flessibile, capace di adeguarsi in base alle forze esterne che agiscono su di esso in modo diverso rispetto all'altro paese o agli altri paesi con cui condivide la valuta. L'adeguamento a tali forze esterne con un tasso unificato richiede adeguamenti di numerosi prezzi e salari individuali che potrebbero essere evitati se potesse essere modificato il tasso di cambio. Come scrissi quasi 50 anni or sono (1953), «Se i prezzi interni fossero flessibili quanto i tassi di cambio, dal punto di vista economico non farebbe grande differenza se gli aggiustamenti fossero innescati da variazioni dei tassi di interesse o da variazioni equivalenti dei prezzi interni. Ma evidentemente tale condizione non è soddisfatta. Il tasso di cambio è potenzialmente flessibile in assenza di iniziative amministrative finalizzate a congelarlo. Almeno nel mondo moderno, i prezzi interni sono altamente rigidi [e, è bene ricordare, oggi lo sono ancora di più di quando lo scrissi]. ...La rigidità dei prezzi ... implica una distorsione degli aggiustamenti in risposta a variazioni delle condizioni esterne. Gli aggiustamenti assumono prevalentemente la forma di variazioni dei prezzi in alcuni settori, e prevalentemente quella di variazioni della produzione in altri settori ...

«L'argomentazione a sostegno dei tassi di cambio flessibili è, strano a dirsi, pressappoco identica a quella valida per l'ora legale. Non è forse assurdo spostare le lancette dell'orologio in estate quando lo stesso risultato si potrebbe ottenere convincendo ciascun individuo a modificare le sue abitudini? Basterebbe solo che tutti decidessero di recarsi in ufficio un'ora prima, di pranzare

un'ora prima, eccetera. Ma, naturalmente, è molto più semplice spostare le lancette dell'orologio che guida i comportamenti di tutti piuttosto che convincere ciascun individuo a modificare i suoi comportamenti in relazione all'orologio, anche se tutti desiderano farlo. La situazione sui mercati valutari è esattamente identica. È molto più semplice consentire a un prezzo di variare, e cioè il prezzo della valuta estera, piuttosto che fare affidamento su variazioni della moltitudine di prezzi che, insieme, costituiscono la struttura dei prezzi interni». Bob ed io siamo d'accordo, credo, su questa astratta valutazione dei costi e dei benefici dei tassi unificati. Dove non ci troviamo d'accordo è sulla magnitudine effettiva dei costi e dei benefici.

Ho il sospetto che le divergenze principali tra noi riguardino più i costi che i benefici. L'affermazione: «Ipotizzando una forma di stabilità dei prezzi» nasconde una questione fondamentale. La approssimativa stabilità dei prezzi nell'area dell'euro nel suo complesso ha innescato un'inflazione dei prezzi al consumo in Irlanda compresa tra il 15 e il 20%. La stabilità dei prezzi in Irlanda avrebbe richiesto una rivalutazione del 15-20% della sterlina irlandese contro l'euro. Il sistema dei tassi unificati, invece, ha innescato diffusi adeguamenti dei prezzi nominali, in aggiunta agli adeguamenti dei prezzi relativi innescati dal rapido sviluppo dell'Irlanda. Tali adeguamenti dei prezzi nominali, in alcuni casi, hanno avuto luogo sollecitamente, sono risultati eccessivi in altri, troppo ritardati in altri casi ancora e così via, in una varietà infinita di fattispecie specifiche. Il risultato consiste in inutili distorsioni delle magnitudini fisiche.

La storia dimostra come "una forma di stabilità dei prezzi" non possa essere data per scontata. I periodi che possono essere così descritti, anche per le principali nazioni del mondo, sono pochi e molto distanti tra loro.

Ora ci troviamo in un buon momento, ma è durato non molto più di un decennio, ed è giunto solo dopo l'adozione dei tassi flessibili da parte dei principali paesi. In quale modo un paese che unifica la propria valuta con quella di un altro paese può ottenere qualsivoglia garanzia di stabilità dei prezzi nel paese al quale si "aggancia", per non parlare della stabilità dei prezzi interni?

Per esempio, nel giugno del 1979 il Cile ancorò la propria valuta al dollaro USA, con tutte le intenzioni di mantenere tassi unificati. Durante i tre anni precedenti, il Cile era riuscito a ridurre nettamente l'inflazione. Collegandosi al dollaro USA, il paese sperava di consolidare i benefici già realizzati e di facilitare ulteriori riduzioni. Sfortunatamente per il Cile, non molto tempo dopo che il paese ebbe fissato il tasso di cambio, gli Stati Uniti adottarono una politica monetaria severamente restrittiva, per ridurre l'inflazione degli anni '70. L'inflazione statunitense raggiunse il suo picco nel 1980, per poi decelerare bruscamente. La variazione delle politiche fu accompagnata da una grande rivalutazione del dollaro USA. Il risultato per il Cile fu disastroso. Il Cile precipitò in una notevole recessione, dalla quale emerse solo dopo aver reso fluttuante il peso nell'agosto del 1982. Il Cile pagò un grande tributo per aver sostituito la politica monetaria statunitense alla propria.

Infine, io credo che da oggi nel giro di 20 anni, come anche attualmente, vi saranno una varietà di valute indipendenti nel mondo, collegate da tassi di cambio flessibili. Il loro numero dipenderà probabilmente dal successo che avrà l'euro. Ma potrà anche dipendere da una importante *wild card* che non abbiamo preso assolutamente in considerazione: Internet e l'emergere di una o più varietà di monete elettroniche, *Emoney*.

ROBERT MUNDELL: sarebbe difficile riassumere in poche parole le differenze tra me e Milton in relazione ai tassi di cambio fissi e flessibili. Ma sarebbe troppo facile dire che si tratta di differenze politiche. Io vedo delle divergenze tra noi che riguardano: 1) il meccanismo e la facilità di aggiustamento tra regioni dotate di valuta comune, o tra paesi dotati di tassi di cambio fissi (unificati); 2) l'efficacia del tasso di cambio come cuscinetto contro gli *shock* interni o esterni; e 3) la rilevanza e importanza della configurazione dei paesi nel mondo.

Piuttosto che concentrare l'attenzione interamente sulle differenze tra me e Milton, vorrei enfatizzare, nel breve spazio disponibile, alcuni aspetti di carattere generale:

1) il tasso di cambio non rappresenta un ammortizzatore efficace contro gli *shock* reali. Per esempio, una variazione delle ra-

gioni di scambio (per es. un aumento del prezzo del petrolio), la perdita di mercati di esportazione o un cambiamento tecnologico non possono essere compensati da variazioni del tasso di cambio. Nel migliore dei casi, un tasso di cambio flessibile può isolare un paese dall'inflazione o dalla deflazione estera;

2) la flessibilità dei tassi di cambio non può sostituire la flessibilità dei prezzi. I mercati efficienti richiedono migliaia di prezzi flessibili e il tasso di cambio rappresenta un solo prezzo. Inoltre, il tasso di cambio non è di alcun aiuto per le singole regioni all'interno di un singolo paese;

3) l'analogia con l'ora legale è una mezza verità facilmente seducente. Se i salari e i prezzi si disallineano, si sostiene, è più facile accettare il fatto compiuto e ripristinare la competitività internazionale modificando il tasso di cambio piuttosto che ridurre salari e prezzi, così come è più facile introdurre l'ora legale piuttosto che convincere i singoli a modificare le rispettive abitudini anticipando tutto di un'ora. Ma l'analogia presenta un vizio fatale. La variazione del tasso di cambio introdurrà aspettative di cambiamenti futuri e innescherà ulteriori movimenti dei salari e dei prezzi che spingeranno il paese giù lungo lo scivoloso pendio dell'inflazione. L'universo fisico è molto diverso: spostare indietro le lancette degli orologi non modifica la posizione del sole;

4) la svalutazione non è un buono strumento per aumentare l'occupazione. L'argomento si affida all'illusione monetaria, e spinge il paese lungo la strada scivolosa che conduce all'instabilità monetaria. La svalutazione innalza il livello dei prezzi e riduce i salari reali, aumentando potenzialmente la domanda di lavoro. Ma se i sindacati richiederanno una compensazione per gli aumenti dei prezzi, cosa che faranno se non soggetti all'illusione monetaria, o applicheranno un adeguamento automatico del costo della vita, o se hanno previsto la svalutazione e aumentato i salari in anticipo, i saggi salariali reali resterebbero invariati e la politica fallirebbe. Anche nel migliore dei casi, l'aggiustamento funziona tramite l'aumento dei prezzi, minando la stabilità monetaria;

5) le aree valutarie (zone caratterizzate da tassi di cambio fissi o valute comuni) si traducono in tassi di inflazione comuni definiti in termini di un paniere comune di beni, modificati solo in

misura ridotta in relazione alle variazioni dei prezzi dei beni nazionali quando un'area cresce a ritmi diversi rispetto ad altre aree. L'area valutaria statunitense registra in tutte le parti del paese, pressappoco il medesimo tasso di inflazione e così accade (o accadrà, quando il processo di aggiustamento sarà completo) nell'area dell'euro. La crescita eccezionale in una area può innescare aumenti dei salari nominali (e reali) oltre ad aumenti dei prezzi dei terreni ma questo aggiustamento reale necessario, che attualmente sta avendo luogo in Irlanda, non dovrebbe essere identificato con l'inflazione;

6) i paesi che tentano di ridurre il proprio tasso di inflazione mediante restrizioni monetarie non dovrebbero trascurare le politiche in materia di tassi di cambio. Il denaro scarso di norma innesca afflussi di capitali e una valuta sopravvalutata che costituisce una "opzione a senso unico" per gli speculatori che inevitabilmente conduce a una grave crisi quando la sopravvalutazione deve essere corretta. Maggiore sarà la durata del processo e maggiori dovranno essere la sopravvalutazione della valuta e l'innalzamento dei tassi di interesse. Il Canada si trovò in queste difficoltà nel 1988-1992, e oggi il Messico sembra essere orientato nella stessa direzione.

7) una grande area valutaria rappresenta un migliore ammortizzatore contro gli *shock* rispetto a un'area valutaria di piccole dimensioni, così come un grande lago può assorbire meglio l'impatto di una meteora rispetto a un piccolo stagno. L'euro (ipotizzando politiche monetarie valide), sarà un'area valutaria molto più stabile rispetto a qualsivoglia delle sue componenti valute nazionali. Analogamente, a parità di tassi di inflazione, il dollaro USA è una valuta molto più efficace del dollaro canadese o del peso messicano, e una unione monetaria nordamericana, che sia basata sul dollaro USA o su una nuova unità (come nel caso del progetto di Grubel per la creazione di un "amero"), sarebbe una unità di conto molto più stabile di qualsivoglia delle singole valute nazionali. In questo senso, l'area valutaria ideale sarebbe un'area estesa al mondo intero;

8) gli aggiustamenti tra le regioni di una area valutaria comune sono indolori e apparentemente agevoli, perché si avviano



non appena un problema si presenta e vengono attuati in modo semplice ed efficiente fino a quando l'aggiustamento non è completo. Esattamente la medesima facilità di aggiustamento è ottenibile tra aree caratterizzate da tassi di cambio fissi. Se, per esempio, il Canada formasse una unione monetaria con gli Stati Uniti, o una dollarizzazione, o se agganciasse il proprio dollaro in modo fisso e irrevocabile al dollaro USA, i due paesi avrebbero in comune il medesimo tasso di inflazione e gli aggiustamenti tra il Canada e gli Stati Uniti sarebbero semplici come quelli tra la California, o Puerto Rico o Panama e gli Stati Uniti;

9) il commercio tra le aree con valuta comune o un tasso di cambio realmente fisso risulta più elevato rispetto a quanto avviene tra aree separate da tassi di cambio flessibili, perché l'incertezza legata al tasso di cambio impone un costo commerciale aggiuntivo, in modo molto simile a una tariffa doganale. Se i cinquanta Stati degli Stati Uniti avessero valute separate collegate tra loro da tassi di cambio flessibili, il reddito reale degli Stati Uniti crollerebbe. Per la medesima ragione, se il Canada e gli Stati Uniti avessero una valuta comune stabile o un tasso di cambio fissato in modo irrevocabile, il reddito reale del Canada registrerebbe una forte crescita, colmando la maggior parte del divario che separa i dati relativi al PIL *pro capite* dei due paesi;

10) quando un paese fissa in modo irrevocabile la propria valuta agganciandola a un paese *leader* stabile e di grandi dimensioni (come nel caso del dollaro o dell'area dell'euro) ottiene un timone per la propria politica monetaria, un tasso di inflazione stabile e una disciplina per la propria politica fiscale (i *deficit* di bilancio sono del tutto incompatibili con i tassi di cambio fissi). Inoltre, quel paese otterrebbe il beneficio aggiuntivo di diventare membro di una grande area valutaria che rappresenta un migliore ammortizzatore contro gli *shock*;

11) l'inefficienza dei tassi flessibili è sottolineata dalla volatilità dei tassi di cambio tra le tre principali aree valutarie. Le aree del dollaro, dell'euro e dello yen hanno tutte ottenuto la stabilità dei propri livelli dei prezzi, ma sono state soggette a livelli estremi di volatilità, soprattutto a causa della speculazione valutaria che supera il livello di 1,5 trilioni di dollari! Questa estrema vo-

latilità ha sollecitato appelli per l'introduzione delle "Tobin tax" per ridurre i gravi sprechi associati a tutte queste inutili attività da parte di fondi speculativi. Ma gli europei hanno indicato la strada verso una alternativa migliore, eliminando del tutto la volatilità del tasso di cambio fissando i tassi di cambio stessi. Fin dal fissaggio delle undici valute dell'area dell'euro, i movimenti di capitali speculativi sono completamente scomparsi! Non c'è alcuna necessità di cancellare i tassi di cambio tra aree che hanno il medesimo grado di stabilità dei prezzi, e una unione monetaria del "G3" avrebbe il merito di produrre sia ciò che Keynes definiva contemporaneamente come equilibrio interno (stabilità dei prezzi) sia equilibrio esterno (stabilità del tasso di cambio).

12) le fluttuazioni dei tassi yen-dollaro ed euro-dollaro pongono gravi problemi per le aree valutarie più piccole, e costituiscono la principale fonte di instabilità nel sistema monetario internazionale. L'apprezzamento del dollaro contro lo yen tra il mese di aprile 1995 e il mese di giugno del 1998 fu il principale responsabile della cosiddetta "crisi asiatica," e le fluttuazioni del tasso euro-dollaro hanno contribuito a minare la stabilità dei paesi in fase di transizione. Una unione monetaria dei paesi G3, nonostante appaia come un risultato ambizioso, potrebbe rappresentare un'ancora attorno alla quale potrebbe essere ricostruito un sistema monetario internazionale stabile;

13) la fattibilità di un mondo caratterizzato da tassi di cambio flessibili dipende in modo critico dalla configurazione dei paesi del mondo in termini dimensionali. Oggi il Fondo Monetario Internazionale conta su 178 membri. Se questi paesi avessero tutti le medesime dimensioni, i tassi flessibili avrebbero innescato il *caos* monetario. In tal caso la necessità di una unità di conto universale, che potrebbe essere l'oro o una valuta del FMI, sarebbe evidente. Ciò che salvò il sistema dal *caos* fu il fatto che il dollaro, la valuta della superpotenza, colmò il vuoto ed era in grado di svolgere le funzioni di unità di conto e mezzo di scambio internazionale;

14) nonostante il successo dell'economia statunitense come motore dell'economia mondiale durante gli ultimi due decenni, innescato dalla rivoluzione fiscale dell'economia dell'offerta negli an-

ni '80, e dalla rivoluzione informatica degli anni '90, il ruolo del dollaro come valuta mondiale indebolisce la posizione finanziaria di lungo termine degli Stati Uniti. A partire dai tassi fluttuanti, all'inizio degli anni '70, gli Stati Uniti sono gradualmente passati dal ruolo di principale creditore del mondo a quello di principale debitore. Alla fine la posizione di indebitamento netto degli Stati Uniti, che attualmente sta aumentando al ritmo di 400 miliardi di \$ USA l'anno (l'importo del *deficit* delle partite correnti statunitensi) minerà la salute del dollaro e il suo utile ruolo come valuta mondiale. L'euro, nel medio termine, potrà supplire in parte a questo ruolo, ma nel lungo termine non esiste una alternativa valida per una valuta mondiale;

15) senza eccezioni, tutti i grandi economisti classici preferivano i tassi di cambio fissi ancorati all'oro, e aborriscono l'idea delle valute non convertibili e dei tassi di cambio flessibili. La loro grande preoccupazione era che le valute cartacee, prive delle briglie della convertibilità, avrebbero condotto a *deficit* pubblici e a politiche monetarie inflazionistiche, un timore che si rivelò fondato un secolo più tardi. L'idea dei tassi di cambio flessibili fu sostenuta dagli economisti britannici e statunitensi, i due paesi *leader* sul piano monetario, rispettivamente del diciannovesimo e del ventesimo secolo. E stiamo parlando di Keynes (schierato su ambo i lati della questione) e James Meade nel Regno Unito, e Irving Fisher e naturalmente Milton Friedman negli Stati Uniti. Ma una cosa erano i tassi di cambio flessibili per le grandi economie di riferimento, e una cosa alquanto diversa erano i tassi flessibili per le economie più piccole, per le quali questa scelta equivaleva al *caos*. Gli Stati Uniti possono permettersi di trascurare il proprio tasso di cambio, ma qualsivoglia altra economia facesse altrettanto, compresa l'area dell'euro, lo farebbe a suo rischio e pericolo;

16) credo che io e Milton ci troviamo d'accordo sul fatto che la maggior parte dei paesi in via di sviluppo si trovi meglio con valute rigidamente ancorate a un paese stabile e di grandi dimensioni. Infatti, così otterrebbero una migliore politica monetaria e collegamenti con i mercati dei capitali del paese più grande. Milton ritiene, tuttavia, che i paesi di grandi dimensioni si tro-

vino meglio con le politiche di *inflation targeting*, mentre io ritengo che si anch'essi si trovino meglio con tassi di cambio rigidamente fissi se risulta possibile raggiungere un accordo tra di essi. Milton è scettico riguardo alla possibilità di un accordo tra i paesi di grandi dimensioni in materia di tassi di cambio, mentre ritengo che i loro stessi interessi guideranno i paesi verso una soluzione cooperativa più efficiente;

17) il mio approccio è più internazionalista di quello di Milton. Rifiuto come economicamente dispendioso un sistema di 178 valute nazionali fluttuanti le une rispetto alle altre. Preferirei vedere i tassi di cambio fissi tra le tre aree valutarie dominanti e utilizzare una unità di conto fissa dollaro-euro-yen come piattaforma dalla quale lanciare, sotto gli auspici del Consiglio dei Governatori del Fondo Monetario Internazionale, una valuta mondiale;

18) l'idea di una valuta mondiale non è assolutamente una novità. Una qualche forma di valuta mondiale di fatto è esistita per la maggior parte degli ultimi 2.500 anni. Duemila anni or sono, nell'era di Cesare Augusto, era l'*aureus* romano. Mille anni fa si trattava del solido d'oro. Cento anni fa era la sovrana d'oro. Meno di trenta anni fa si trattava del dollaro d'oro del 1944. Il mondo non ha avuto una valuta universale solo per una minuscola frazione della sua storia.

Nella preparazione della Conferenza di Bretton Woods nel 1944, sia i piani britannici sia quelli statunitensi per gli accordi monetari internazionali del dopoguerra contenevano disposizioni per la creazione di una valuta mondiale. Il piano britannico, stesso prevalentemente da Keynes, propose il nome di "bancor" per la valuta mondiale; e il piano americano, redatto prevalentemente da Harry Dexter White, propose il nome di "unitas" per la valuta mondiale. Ma con il procedere dei negoziati, gli americani abbandonarono l'idea di una valuta mondiale e si rifiutarono di discutere ulteriormente la questione. Gli americani temevano che la valuta mondiale avrebbe fatto concorrenza al dollaro o ne avrebbe ridotto il valore. È ironico, perché avrebbe potuto salvare il dollaro. La mancata creazione di una valuta mondiale a Bretton Woods fu una delle ragioni per le quali il sistema di tassi di cambio fissi di Bretton Woods collassò.

Alcuni economisti hanno recentemente riconosciuto i meriti di una valuta mondiale e la necessità di crearla. Se questo risultato potrà essere ottenuto o meno in futuro dipenderà dalla politica e dall'economia. Ma si tratta comunque di un progetto che ripristinerebbe la coerenza di cui il sistema monetario internazionale ha molto bisogno, darebbe al Fondo Monetario Internazionale una funzione che lo aiuterebbe a promuovere la stabilità e agirebbe come catalizzatore per l'armonia sul piano internazionale. Come ha detto Paul Volcker «Un'economia globale ha bisogno di una valuta globale».

MILTON FRIEDMAN: da lungo tempo credo, per parafrasare la famosa osservazione di Clemenceau sulla guerra, che la moneta sia una questione troppo seria per essere affidata alle banche centrali. In una democrazia è tollerabile che così tanti poteri siano concentrati in un organo non soggetto a qualsivoglia genere di controllo politico diretto ed efficace? In questo senso, le banche centrali nazionali, che siano definite come indipendenti o meno, sono sempre soggette al controllo politico. Questa è la ragione fondamentale per la quale le aree monetarie storicamente hanno sempre avuto confini combacianti con quelli delle aree politiche. L'euro è una valuta unica per il fatto di riunire tanti paesi diversi. Ritengo che questo sia un tarlo fondamentale, e che presto o tardi le divergenze economiche si tradurranno in divergenze politiche irrisolvibili.

Bob guarda con entusiasmo alla prospettiva di una valuta unica mondiale. Io la considero come una mostruosità, così come ritengo un governo mondiale una mostruosità, perché è ciò che una valuta comune rappresenta per un aspetto dell'attività economica. Come cittadino degli Stati Uniti, già trovo sufficientemente negativo il fatto che abbiamo messo a punto accordi monetari ai sensi dei quali poteri enormi sono stati conferiti a un piccolo gruppo di persone non elette, soggette solo indirettamente a controllo politico. Trovo ancora meno desiderabile conferire poteri così elevati a individui selezionati mediante negoziati internazionali, persone che non devono mai rendere conto agli elettori.

Loro era in grado di agire come pseudo-valuta mondiale nel diciannovesimo e ventesimo secolo proprio perché era una mate-

ria impersonale e non soggetta al controllo di una autorità politica. Si trattava di un bene acquistato e venduto sul mercato il cui tasso di cambio rispetto ad altri beni e servizi era determinato dalla domanda e dall'offerta. Le singole nazioni scelgono di fissare il prezzo dell'oro nei termini delle rispettive valute nazionali. Tuttavia, ciascuna nazione manteneva il diritto di separare la propria valuta nazionale dall'oro e la maggior parte delle nazioni periodicamente ne ebbe bisogno. L'euro, e l'idea di Bob di una moneta mondiale, impone di scartare questa possibilità. Il sogno degli Stati Uniti d'Europa prevede l'accettazione di questa limitazione per i membri dell'euro. Per quanto sia improbabile che divenga una realtà, si tratta se non altro di un sogno comprensibile, dati i collegamenti culturali tra i paesi europei. Se questo obiettivo dovesse essere raggiunto, sarebbe ripristinata la coincidenza tra le aree monetarie e politiche.

A livello mondiale non esistono possibilità simili. Il *gold standard*, quando era al suo apice, non eliminò il conflitto tra la stabilità esterna dei tassi di cambio e la stabilità interna del livello dei prezzi. I tassi di cambio si mantennero stabili per lunghi periodi, ma quei periodi furono caratterizzati da una elevata instabilità economica interna in termini di prezzi e attività economica. Il periodo dei tassi di cambio flessibili del dopoguerra ha evidenziato una instabilità dei tassi di cambio molto maggiore, ma parallelamente a questa i tassi flessibili sono stati compatibili anzi direi che hanno contribuito alla rapida crescita del commercio mondiale, alla libera circolazione degli investimenti di capitali e a una stabilità economica superiore rispetto a quanto si registrava prima della Prima Guerra Mondiale o durante il periodo compreso tra le due guerre.

Oltre 150 anni or sono, John Stuart Mill scrisse: «Nell'economia di una società non c'è cosa più insignificante della moneta, eccetto che come mezzo per "risparmiare" tempo e lavoro. Si tratta di una macchina che consente di fare in modo veloce e comodo ciò che potrebbe essere fatto comunque anche senza di essa, anche se in modo meno veloce e comodo: e come per molti altri tipi di macchine, causa effetti distinti ed indipendenti solo quando smette di funzionare appropriatamente».

La concorrenza ha un importante ruolo da giocare in relazione alla moneta così come in altri campi. Le aree valutarie multiple garantiscono la concorrenza e rappresentano un'opportunità di sperimentazione. L'euro rappresenta un esempio dei vantaggi derivanti dalla concorrenza. Ci consente di osservare, su scala minore rispetto a quella mondiale, il modo in cui opererà una valuta gestita da più paesi. Senza dubbio, la dichiarazione da parte di Bob del successo di questa operazione prima ancora che sia del tutto avviata, è prematura. Prima di analizzare soluzioni più vaste, vediamo i risultati di questo sistema.

ROBERT MUNDELL: Milton mi ha attribuito un punto di vista che non ho mai sostenuto e che anzi, al contrario, ho sempre rifiutato esplicitamente. Milton sostiene che io sia un sostenitore della valuta mondiale unica, con l'accento su "unica". Non ho mai detto questo, e non potrei dirlo. Infatti, altrove ho scritto che una valuta mondiale unica si rivelerebbe instabile, tenderebbe a collassare. Avrei potuto scrivere io stesso l'attacco di Milton a una valuta mondiale unica gestita da burocrati internazionali!

Temo che la gente non comprenda la distinzione tra una valuta parallela e una valuta unica. Ora sono tornato in Italia, e ho detto a mia moglie, Valerie, che avrei dovuto scrivere una risposta all'ultima osservazione di Milton che mi indicava come sostenitore di una valuta mondiale unica, mentre io sostengo l'esigenza di creare una valuta mondiale. La sua risposta riassume efficacemente il mio dilemma: «Qual è la differenza?»

Una valuta mondiale singola cartacea è una cosa ancora peggiore di quanto ha affermato Milton. Se esistesse una cosa simile, tutti i paesi vorrebbero ottenere benefici di signoraggio producendo la propria valuta nazionale, o chiederebbero alle proprie banche di fare altrettanto. Questo è ciò che accadde all'avvio del *gold standard*. Nel 1900, vi erano appena 21 banche centrali. Ora ne abbiamo circa 190. Il movimento delle banche centrali iniziò quando, a seguito delle politiche inflazionistiche di guerra, l'oro divenne instabile. Il livello dei prezzi degli USA era pari a 100 nel 1914, 200 nel 1920 e 140 nel 1921, e l'oro e il dollaro risultavano pertanto instabili. I paesi del resto del mondo ritenevano che si sarebbero trovati meglio con una gestione affidata a una banca

centrale, e ci fu un'esplosione di nuove banche centrali suggerite da Edwin Kemmerer, della Princeton University all'America Latina. Il risultato finale del movimento delle banche centrali fu che le valute cartacee sostituirono l'oro, e la maggior parte delle banche centrali divenne strumento di inflazione permanente.

Se si creasse una valuta cartacea mondiale, le banche centrali sarebbero incentivate a sostituire la valuta mondiale con valute nazionali cartacee, per ottenere signoraggio e potere. Così il sistema si frammenterebbe, a meno che non si riuscisse a imporre, con drastici divieti, di creare valute nazionali. Questo sarebbe incompatibile con la sovranità o la democrazia. In altre parole, una valuta mondiale unica funzionerebbe solo in una dittatura monetaria impositiva.

I progetti britannici e americani di Bretton Woods proposero una valuta mondiale, ma non una valuta mondiale unica. Nel mio *Progetto per una valuta mondiale*, del 1968, proposi una valuta mondiale, ma non una valuta mondiale unica. Nel mio sistema ideale vi sarebbe una valuta mondiale, ma i singoli paesi utilizzerebbero le proprie valute a livello nazionale.

Pertanto ci troviamo d'accordo sull'impossibilità o la non auspicabilità di una valuta mondiale. Ma non spero davvero che Milton si troverà d'accordo con me sul mio progetto per una valuta non unica!

Così come è positivo avere una lingua mondiale nella quale tutti possano conversare, è anche utile avere una valuta mondiale per le transazioni internazionali. Ma non proporrei mai di abolire tutte le lingue nazionali a favore dell'esperanto o dell'inglese, né proporrei di rinunciare a tutte le valute nazionali a favore del dollaro o della valuta mondiale.

Il mio ideale per la soluzione di equilibrio sarebbe una valuta mondiale (ma non una valuta mondiale unica) nell'ambito della quale ciascun paese produrrebbe la propria unità di conto che sarebbe scambiata alla pari con l'unità di conto mondiale. Potremmo chiamarlo "dollaro internazionale" o, per evitare la connotazione nazionale troppo "parrocchiale", "intor", una contrazione tra "internazionale" e il francese per "oro". Tutti i prezzi sarebbero fissati in intor, e un comitato, che secondo me potrebbe



essere un comitato G3 per il mercato aperto, designato dal Consiglio dei governatori del Fondo Monetario Internazionale, determinerebbe quanti intor creare ogni anno compatibilmente con la stabilità dei prezzi. Tutti i paesi fisserebbero la propria valuta all'intor seguendo i principi dei sistemi caratterizzati dalla presenza di un *currency board*. Nella situazione ideale, i paesi ridefinirebbero le proprie unità nazionali in modo tale che, per esempio, un intor canadese (un intor riportante la testa della Regina e una foglia di acero), risulti pari a un intor. In Canada sarebbe consentita la circolazione sia degli intor sia degli intor canadesi, e la proporzione della domanda del dollaro cartaceo coperta dagli intor canadesi (canintor?) non dovrebbe superare il 75%. La perdita in termini di signoraggio, pertanto, non sarebbe troppo elevata e comunque il Canada otterrebbe un abbuono dall'istituzione internazionale.

Una simile valuta mondiale non sarebbe obbligatoria, ma sarebbe una scelta volontaria. Mantenere la convertibilità richiederebbe una certa disciplina monetaria e fiscale. I paesi non in grado di rispettare i criteri potrebbero decidere di uscire dal sistema ed esporsi alle conseguenze derivanti da tassi di interesse più elevati e dall'instabilità monetaria. Altri paesi che desiderassero una politica monetaria più rigida e un tasso di inflazione più basso (per esempio, Svizzera, Giappone) potrebbero decidere di restare fluttuanti, così come anche il Canada, dove il dollaro canadese viene considerato come un simbolo di indipendenza. Ma per la maggior parte del mondo, si tratterebbe di un grande passo in avanti.

Ora veniamo alla questione dell'oro. Milton ha sostenuto energicamente che gli Stati Uniti dovrebbero vendere all'asta le proprie scorte d'oro. Altri economisti hanno consigliato che il FMI venda all'asta il proprio oro donando i proventi ai paesi più poveri. Ma io sono sempre contrario a questa scelta.

Dal punto di vista degli Stati Uniti, avrebbe un senso mantenere alcune riserve per le situazioni contingenti, in caso di crisi. Loro rappresenta di gran lunga la riserva più pratica da detenere, è il bene con costo di stoccaggio più basso (in relazione al suo valore) e garantisce agli Stati Uniti un ruolo nella disposizione

dell'oro all'interno del futuro sistema monetario internazionale. Ma se altri americani dovessero pensarla allo stesso modo e decidere di liberarsi dei 250 milioni di once di oro attualmente detenuti negli Stati Uniti, questo rappresenterebbe un eccellente inizio per una riforma del sistema monetario internazionale.

L'oro indesiderato potrebbe essere trasferito a una autorità internazionale in cambio di depositi, o di banconote di intor. Il resto del mondo potrebbe seguire l'intor *standard*, e gli Stati Uniti avrebbero uno *stock* di intor (per un controvalore di circa 75 miliardi di \$ USA, per un prezzo dell'oro calcolato a 300 \$ USA l'oncia) che potrebbero detenere o investire in altre direzioni. L'acquisizione di un quarto dell'oro monetario del mondo a copertura della valuta internazionale rappresenterebbe un grande incentivo per la fiducia nell'intor, e al tempo stesso solleverebbe gli Stati Uniti dall'onere di detenere una quantità di oro così grande.

Milton potrebbe sostenere la medesima tesi per l'Unione Europea, che attualmente detiene oltre 400 milioni di once d'oro. Diversamente dagli americani, tuttavia, gli europei hanno identificato l'oro con il potere, e sarebbero riluttanti a dare via il proprio oro nel timore di veder ridotto il proprio potere di influenza sul sistema monetario internazionale. Ciononostante, la maggior parte degli europei ritiene che il sistema europeo delle banche centrali detenga quantità troppo elevate di oro, e che si potrebbero agevolmente reperire altri 100 milioni di once dai forzieri delle banche centrali.

Per quanto riguarda il resto, la Banca Centrale Internazionale (BCI) scambierebbe gli intor contro valute convertibili, che in parte potrebbero essere investite in titoli del Tesoro o obbligazioni pubbliche per garantire il reddito necessario per coprire le spese di gestione della banca centrale. Diversamente dal FMI, che è pieno di riserve di valute inconvertibili, la BCI e l'intor sarebbero interamente coperti dall'oro e dalle migliori valute del mondo. Ora tutto questo può apparire irrealistico, ma riesco a intravederci un'esternalità che in qualche modo sarà sfruttata, e credo che questo sia il modo più efficiente per sfruttarla, compatibilmente con le realtà politiche del mondo attuale.

L'oro non sarà più al centro del sistema come lo era prima del 1914, ma sono certo che avrà un ruolo da svolgere nel corso del nuovo secolo. Servirà a costruire una fiducia nella valuta internazionale che non esiste in relazione alle valute cartacee nazionali.

## *Postfazione*

*[...] Il Prof. Friedman declinò l'offerta di rispondere: «Non ho alcun desiderio di prolungare oltre il dibattito. – Ma aggiunse la seguente osservazione – Bob ne fa una questione più grande di quella effettiva. Nelle mie considerazioni, ho usato la parola “unica” una sola volta [riferendomi ad una “moneta mondiale unica”]. Non avrei alcuna obiezione a cancellare la parola nell'unico punto in cui è stata usata. Non dovrei cambiare alcuna altra parola nella dichiarazione. L'euro, che ho pensato fosse il modello di Bob per la valuta mondiale, non è una valuta parallela. I paesi membri dell'euro hanno gettato via la chiave dell'uscita. Non capisco come Bob possa conciliare le sue rigidità su una moneta unica mondiale con il suo sostegno all'euro. Suppongo che lui creda che l'unità politica dei paesi dell'euro sia probabile nel prossimo futuro».*

TERENCE CORCORAN