

Claudio Sardoni, L. Randall Wray

---

*Università di Roma – La Sapienza*  
*University of Missouri – Kansas City*



# ***Cambi fissi, flessibili e sovranità monetaria***

*Levy Institute*

*Gennaio 2007*

Working Paper n°489

Tutti i diritti sono riservati al "The Levy Economics Institute", 2006 ©

---

**Economia Per I Cittadini.It** <https://www.facebook.com/economiapericittadini>

Modern Money Theory : uscita dall'Euro , piena occupazione .



## **Estratto**

Questo lavoro provvede ad una analisi dell'originale "Bancor" proposta da Keynes, così come molte recenti proposte circa i tassi di cambio fissi. Sosteniamo che questi schemi sbagliano a prestare la dovuta attenzione all'importanza dei movimenti di capitale nelle economie odierne, e che questi implicitamente adottano una insoddisfacente nozione di moneta come mero elemento per gli scambi. Noi sviluppiamo un approccio alternativo alla moneta, basato sulla nozione di sovranità monetaria. Poiché la sovranità monetaria implica la capacità di una nazione di implementare politiche fiscali e monetarie in maniera indipendente e sosteniamo che ciò è necessariamente contingente ad una adozione, da parte di una nazione, di un tasso di cambio flessibile. Come illustrazione dei problemi creati per le politiche domestiche dall'adozione di tassi di cambio fissi, noi brevemente osserveremo le recenti esperienze argentina e europea. Prendiamo questi come esempi esplicativi degli alti costi relativi all'aver ceduto la propria sovranità (l'Argentina e i paesi europei dell'unione monetaria europea) e i benefici del recupero della sovranità stessa (Argentina). Un regime di maggiore flessibilità di tassi di cambio, avrebbe probabilmente prodotto un sistema economico europeo maggiormente dinamico ed autosufficiente, nel quale ogni paese avrebbe potuto adottare e implementare un mix di politiche fiscali e monetarie più adatto al suo specifico contesto economico, politico e sociale. Alternativamente, l'area euro dovrà creare un'autorità fiscale al pari del ministero del tesoro USA, che significa cedere parte dell'autorità nazionale a un governo centrale - una possibilità remota nel clima politico odierno. Concludiamo sottolineando alcuni dei vantaggi dei tassi di cambio flessibili, ma anche rimarcando il fatto che tale regime non dovrebbe essere considerato come una sorta di panacea. Esso è una necessaria condizione affinché un paese voglia mantenere la sua sovranità e il potere di implementare politiche economiche autonome, ma non una condizione sufficiente per garantire che queste politiche siano in realtà mirate a fornire livelli più elevati di occupazione e di benessere.



## **1. Introduzione**

L'idea che un regime di tassi di cambio fissi sia superiore ad uno a cambi flessibili è profondamente radicata nella tradizione keynesiana e post-keynesiana del pensiero economico. Questo non è sorprendente, alla luce delle posizioni personali di Keynes negli anni 40 e del suo contributo alla creazione del sistema di Bretton-Woods. Nonostante la creazione e l'implementazione di una nuova architettura del sistema monetario internazionale post-bellico differiva da quella immaginata da Keynes, molti dei suoi sostenitori non dubitavano che la posizione di Keynes fosse caratterizzata dall'idea che una migliore organizzazione dell'economia internazionale doveva fare affidamento su un regime di fissi, ma aggiustabili, tassi di cambio, che potevano lavorare solo se stretti controlli e vincoli sui movimenti di capitali fossero introdotti, insieme con istituzioni internazionali che potessero prestare riserve come strumento necessario per politiche di mantenimento dei tassi di cambio, per muoversi verso l'equilibrio negli scambi.

Molti economisti keynesiani e post-keynesiani non hanno mai abbandonato l'idea che i tassi di cambio fisso siano superiori a quelli flessibili. Questi economisti supportano i loro punti di vista sottolineando che il regime corrente di tassi di cambio flessibili, insieme con la libera circolazione dei capitali, è molto più instabile e soggetto alle crisi di quanto non fosse il precedente regime di Bretton Woods. Un ritorno ai tassi di cambio fissi è, quindi, visto come il modo per assicurare maggiore stabilità nel sistema economico internazionale (Moore 2004).

Non mettiamo in dubbio che in alcuni aspetti dell'attuale regime di tassi di cambio fluttuanti ci sia maggior instabilità rispetto ai precedenti, ma intendiamo argomentare che provare a tornare indietro ad un regime di tassi di cambio fissi non è ne desiderabile ne fattibile. Le condizioni economiche globali che hanno creato Bretton Woods come un accordo di cambio più o meno di successo, non sono più in atto e non possono essere resuscitate.

Un regime di tassi di cambio fissi può lavorare in maniera efficiente per eliminare gli squilibri commerciali solo in presenza di perfetta, o semi perfetta, immobilità dei capitali.

Ad oggi, comunque, l'economia mondiale è caratterizzata da una gran mobilità di capitali, da quando molte delle costrizioni e molti dei controlli di Bretton Woods sono stati rimossi in un gran numero di paesi. In aggiunta, non c'è un effettivo meccanismo che rimuova gli squilibri commerciali - finchè i flussi di capitali compensativi attenuano le pressioni sul tasso di cambio.



## *Cambi fissi, flessibili e sovranità monetaria*

Tornare ai tassi di cambio fissi richiederebbe, quindi, un' accurata riforma del sistema economico internazionale, si dovrebbero anche reintrodurre i vecchi controlli o inventare nuovi modi per limitare la mobilità dei capitali.

Riteniamo che ci siano due ostacoli preminenti a tale progetto riformista. Da una parte, ci sono difficoltà crescenti dall'attuale ambiente economico, politico ed ideologico, ancora dominato dalle posizioni del *laissez faire*. Dall'altro, ci sono difficoltà "tecnologiche" ed economiche. L'evoluzione dei mercati finanziari e monetari internazionali ha raggiunto uno stato di complessità e di sofisticatezza tali che si rende difficile immaginare ed implementare effettivi controlli sui capitali (Mussa, et al. 2000). Inoltre, non solo è vero che oggi i capitali possono spostarsi molto rapidamente e facilmente da un angolo all'altro del mondo, ma anche che la dimensione dei mercati dei capitali e il volume delle transazioni giornaliere, rende molto difficile, per i singoli paesi, reagire e neutralizzare decisioni prese in questi mercati per difendere il loro tasso di cambio - a meno che essi non siano disponibili ad accumular enormi "scorte" di riserve internazionali.

Specialmente nella visione di Keynes dell'ordine economico del dopoguerra, c'era l'idea che qualche forma di governance internazionale fosse necessaria.

Storicamente, l'idea di un governo mondiale era stata rimpiazzata dal ruolo egemonico degli Stati Uniti. Infatti, quando tale egemonia fu parzialmente messa in discussione negli anni '70 come conseguenza dei problemi economici e politici degli USA, il sistema di Bretton Woods collassò.

Oggi non vediamo una maggior probabilità di procedere alla creazione di qualche forma di governance internazionale dell'economia mondiale di quanta ce ne fosse nel primo dopo-guerra.

Nel contesto attuale, se si vogliono tassi di cambio fissi, è forse più realistico puntare a ripristinare e rigenerare il ruolo egemonico degli Stati Uniti, il quale dovrebbe accettare maggiori responsabilità generali nell'essere la potenza dominante a livello mondiale.

Le implicazioni politiche di tale scelta sono evidenti, ma noi non entriamo in questo dibattito, limitandoci invece a chiedere ai post-keynesiani se un maggior ruolo degli USA nella governance dell'economia mondiale sia qualcosa da considerare come un qualcosa di desiderabile.

Che ci siano significanti difficoltà nel reintrodurre un regime di tassi di cambio fissi non ci dice molto circa la desiderabilità di tale regime di cambio. Nella nostra opinione, tuttavia, ci sono importanti considerazioni teoriche che forniscono supporto alla conclusione che adottare regimi di cambi fissi non è vantaggioso se ciò non è accompagnato dalla creazione di un'istituzione adeguata a fornire una forma avanzata di governance internazionale.



## *Cambi fissi, flessibili e sovranità monetaria*

Adottare un regime di tassi di cambio fissi senza la creazione di una sorta di "governo mondiale" implica che i singoli paesi rinuncino alla loro sovranità, i.e., alla loro abilità di mantenere una indipendenza fiscale e valutaria. Crediamo che ciò aggravi solamente il problema, creando una sorta di pregiudizio deflazionistico globale che Keynes temeva - una sorta di mercantilismo moderno basato sull'accumulazione di riserve internazionali.

Il paper è organizzato come segue. La prossima sezione è dedicata ad una breve descrizione della proposta originale di Keynes di un regime di tassi di cambio fissi e ulteriori recenti sviluppi dei post-keynesiani. La nostra critica all'adozione di schemi di tassi di cambio fissi di Keynes e dei post-keynesiani, è che essi falliscono nel prestare la dovuta attenzione all'importanza dei movimenti di capitale nella determinazione dei tassi di cambio.

Invece, queste proposte riformiste tendono a concentrarsi sugli squilibri delle partite correnti. Noi argomentiamo che tali schemi adottano implicitamente una nozione di moneta vista, essenzialmente, come mero mezzo di scambio.

Sulla base delle nostre critiche della nozione di moneta che sostiene la predilezione per i regimi di tassi di cambio fissi, nella sezione che segue noi esponiamo il nostro approccio alternativo alla moneta, basato sulla nozione di sovranità monetaria. Noi riteniamo che tale approccio alla moneta non è solamente coerente con l'analisi post-keynesiana dell'economia internazionale, ma deriva anche da Keynes stesso, anche dal suo "Trattato sulla Moneta".

Così come la sovranità monetaria implica l'abilità, per un paese, di implementare politiche fiscali e monetarie in maniera indipendente, noi argomentiamo, nella sezione 4, che ciò è necessariamente contingente all'adozione, da parte del paese medesimo, di un tasso di cambio flessibile.

Nella sezione 5 presteremo brevemente attenzione alle recenti esperienze argentine e europee. Li prenderemo come esempi lampanti degli alti costi derivanti dalla cessione della sovranità (l'Argentina e le nazioni europee dell'unione monetaria europea) e dei benefici del recupero della stessa (Argentina). In entrambi i casi, forme estreme relativamente ad una adozione di tassi di cambio fissi furono adottate per provvedere ad una maggiore stabilità dell'economia. L'Argentina scelse un comitato valutario [currency board dall'originale] basato sul dollaro USA; alcune nazioni europee hanno adottato l'euro come loro unica valuta.

Nel caso dell'Argentina, quando il comitato valutario è stato abbandonato, dopo la sua profonda crisi economica, la nazione ha recuperato la sua sovranità e ha potuto provvedere ad iniziative politiche volte a promuovere la crescita e l'occupazione. Nel caso dell'europa, l'adozione dell'euro



## *Cambi fissi, flessibili e sovranità monetaria*

da parte di dodici nazioni ha dato origine alla creazione di una area valutaria che è comparabile, in dimensione, a quella degli Stati Uniti. Comunque, a differenza degli stati uniti, all'interno dell'area euro non ci sono adeguate autorità europee che operino politiche fiscali che possano integrare o contrastare la BCE - come il Ministero del Tesoro può scegliere di fare negli Stati Uniti. La BCE fissa un unico tasso di interesse ed influenza il tasso di cambio dell'euro con le altre valute internazionali. Questa forma di strutturazione dell'economia è attuabile solo nella misura in cui ogni singola nazione europea scelga di sottoporsi a ristretti vincoli di bilancio (il Trattato di Maastricht), mentre loro, ovviamente, hanno perso ogni possibilità di implementare politiche monetarie autonome o di controllare i movimenti di capitale tra i confini delle varie nazioni.

Questo ha prodotto, a nostro modo di vedere, un'ambiente intrinsecamente deflazionistico in Europa. Un regime di maggior flessibilità di tassi di cambio avrebbe probabilmente prodotto un sistema economico europeo più dinamico e praticabile, nel quale ogni singola nazione avrebbe potuto adottare e implementare un insieme di politiche fiscali e monetarie molto più adatto alle sue esigenze economiche, sociali e al proprio contesto economico. In alternativa, l'area euro dovrà creare una autorità fiscale al pari del Ministero del Tesoro USA - che significa sottoporre l'autorità nazionale ad un governo centrale, una improbabile possibilità nel clima politico attuale.

La sezione 5 conclude indicando alcuni dei vantaggi dell'avere un tasso di cambio fluttuante, ma anche sottolineando che un regime come questo non dovrebbe essere considerato come una sorta di panacea. Ciò è una condizione necessaria, ma non sufficiente, per una nazione che voglia mantenere la sua sovranità e il potere di implementare autonome politiche economiche, ma non una sufficiente condizione che possa garantire che tali politiche possano poi essere, in realtà, volte a fornire più elevati livelli di occupazione e benessere.

## **2. Il piano del "Bancor" di Keynes e la fine di Bretton-Woods**

Keynes fu chiamato per la creazione di una "Camera di compensazione internazionale"<sup>1</sup> (ICU) basata su una unità di conto denominata "Bancor"; Il Bancor, a sua volta, sarebbe fissato ad un

---

<sup>1</sup> *International Clearing Union* nell'originale.



## *Cambi fissi, flessibili e sovranità monetaria*

valore relativo all'oro e quindi le valute di tutte le nazioni partecipanti all'ICU sarebbero agganciate in relazione al Bancor. Il Bancor sarebbe usato solo per fini di compensazione tra i paesi; i paesi potrebbero comperare dei "crediti Bancor" dall'ICU utilizzando oro, ma i Bancor non potrebbero essere riscattati in cambio di oro - assicurandosi, in tal modo, che non si verificano fughe dal Bancor.

All'inizio, la quantità di riserve in Bancor verrebbero distribuite tra i paesi, sulla base dei loro livelli previsti di commerci internazionali. Le nazioni che ottengono surplus commerciali accumulerebbero riserve addizionali, mentre le nazioni in deficit perderebbero riserve. L'ICU fornirebbe scoperti di conto a quei paesi che hanno esaurito le loro riserve. Dato che le riserve non potrebbero lasciare il sistema, l'ICU potrebbe sempre espandere l'offerta di riserve di Bancor semplicemente concedendo anticipi ai paesi in deficit. Inoltre, i paesi in surplus potrebbero utilizzare le riserve in Bancor per elargire prestiti, investire o trasferire unilateralmente fondi ai Paesi in deficit. L'ICU adotterebbe delle regole circa le azioni da intraprendere nei confronti dei debitori e dei paesi che incorrono in surplus persistenti (ad esempio accumulando riserve in Bancor).

Keynes sosteneva la necessità di applicare penalità dell'ordine di uno o due punti percentuali agli scoperti di conto eccessivi e ai saldi positivi troppo ingenti, al fine di perseguire il pareggio delle bilance commerciali. Altre possibili azioni da intraprendere nel caso dei paesi in deficit includono la svalutazione della moneta, i controlli ai movimenti di capitale, la confisca delle riserve auree, e misure di politica interna. Fra le azioni a disposizione nei confronti dei paesi in surplus troviamo l'espansione della domanda interna, l'apprezzamento della valuta, la riduzione delle tariffe doganali e l'abbattimento delle altre barriere commerciali, e la promozione dello sviluppo di prestiti internazionali (Keynes 1980). In sostanza, l'ICU potrebbe utilizzare il suo potere di promozione dello sviluppo economico mediante l'impiego degli scoperti di conto per il sostegno dei paesi in difficoltà; lo sviluppo di riserve di materie prime; la creazione di un'Azienda Internazionale per gli Investimenti<sup>2</sup>; e per aiutare a stabilizzare i prezzi (Keynes 1980).<sup>3</sup>

---

<sup>2</sup> *International Investment Corporation* nell'originale.

<sup>3</sup> Per ulteriori dettagli sul piano di Keynes e il suo ruolo nella ricostruzione del sistema monetario internazionale, cfr. Skidelsky (2000).



## *Cambi fissi, flessibili e sovranità monetaria*

Il Piano del Bancor non fu mai adottato. Al suo posto, fu la proposta americana a costituire la base per il sistema di Bretton Woods. Questa era fondata su un sistema di tassi di cambio fissi ma aggiustabili, con il dollaro agganciato all'oro che fungeva da moneta di riserva internazionale. Il sistema ha funzionato finché il flusso di dollari dagli Stati Uniti al resto del mondo era appena sufficiente da soddisfare la domanda mondiale di attività denominate in dollari. A partire dal termine degli anni '60, il dollaro si è trovato sotto pressione. Poiché il dollaro era convertibile in oro, e dato che ogni traccia di svalutazione significativa del dollaro poteva generare una fuga di capitali, il sistema è stato abbandonato per proteggere le riserve auree americane.

La transizione ad un sistema di tassi di cambio flessibili è stata generalmente condivisa dagli economisti neoclassici, fra i quali spiccava Milton Friedman. Ciò che essi sostenevano era che un sistema flessibile operasse in maniera simile al fiabesco meccanismo prezzo-flusso<sup>4</sup>, che si riteneva avesse velocemente corretto gli squilibri commerciali al tempo del gold standard. La tesi ortodossa era che, in un regime di cambi flessibili, gli squilibri commerciali determinassero aggiustamenti nel valore delle valute, riportando automaticamente i commerci verso l'equilibrio. Dopo 35 anni di esperienza in seguito all'abbandono di Bretton Woods, questa tesi è diffusamente screditata. Ovviamente, le nazioni non hanno adottato tassi di cambio liberamente fluttuanti, ma l'entità dei loro interventi non è tale da spiegare i persistenti squilibri commerciali osservati. In aggiunta agli squilibri commerciali di lungo termine, il mondo ha assistito ad un'ingente instabilità dei tassi di cambio (specialmente fra le nazioni in via di sviluppo), la quale è molto più ampia di quanto si credesse semplicemente sulla base degli squilibri commerciali. Perciò, il passaggio ai tassi di cambio flessibili non ha determinato un equilibrio dei commerci e sembra aver contribuito ad una maggiore instabilità globale. Nazioni come gli Stati Uniti incorrono da anni in grandi e crescenti deficit di partite correnti, e paesi come il Giappone incorrono da decenni in ampi surplus di partite correnti senza che si registrassero aggiustamenti dei tassi di cambio in grado di portare verso l'equilibrio.

---

4 Nel 1752 David Hume pubblicò il testo *Political Discourses*, che raccoglie in particolare importanti saggi su argomenti di economia politica. Due tra questi, "Of money" e "Of the balance of trade", espongono la teoria che è nota con la dizione "price-specie flow" (meccanismo prezzo-flusso monetario) e formula il meccanismo di aggiustamento di mercato, in un sistema internazionale basato sull'oro, quando si determinano squilibri nella bilancia dei pagamenti in un paese. Per ulteriori informazioni si veda [http://w3.uniroma1.it/bruna.ingrao/file/La\\_teoria\\_quantitativa.pdf](http://w3.uniroma1.it/bruna.ingrao/file/La_teoria_quantitativa.pdf)





## *Cambi fissi, flessibili e sovranità monetaria*

Per fornire una soluzione a tale situazione, Davidson (1992), ispirandosi al piano di Keynes, ha proposto l'utilizzo di un'unità di conto internazionale di compensazione (ICMU) come moneta di riserva internazionale, impiegata soltanto dalle banche centrali in un sistema di compensazione internazionale. Ogni paese avrebbe potuto continuare con la propria unità di conto per scopi di politica interna; gli agenti privati avrebbero potuto scegliere fra qualunque di queste monete per gli scambi internazionali. I tassi di cambio fra le monete di conto internazionali sarebbe fissato (con la possibilità di aggiustamenti a determinate condizioni). La compensazione fra le banche centrali allora avrebbe avuto luogo presso i bilanci di una banca centrale internazionale, con le riserve denominate in ICMU. Come nello schema di Keynes, sarebbero imposte sanzioni alle nazioni che erano continuamente soggette a drenaggio di riserve, ed anche a quei paesi che accumulavano continuamente riserve di ICMU. Secondo l'idea di Keynes e Davidson, le nazioni creditrici perderebbero le proprie riserve in ICMU in caso di mancato utilizzo; avrebbero un incentivo a stimolare le proprie economie, in modo che le riserve di ICMU sarebbero state utilizzate per sostenere maggiori importazioni o maggiori investimenti esteri; in alternativa, gli eccessi di ICMU potevano essere trasferiti come sussidi.<sup>5</sup>

A nostro avviso, un problema fondamentale dell'approccio di Keynes, o quello a lui ispirato, ai tassi di cambio fissi e al sistema monetario internazionale è che, come nel caso di molte analisi *mainstream*, essi si concentrano sugli squilibri commerciali e sulle partite correnti, mentre prestano poca attenzione ai movimenti di capitale. Di conseguenza, la moneta tende ad essere vista come un mezzo di pagamento. Nell'ambito del suo lavoro dell'ICU, Keynes iniziava notando come il suo obiettivo fosse quello di disegnare un sistema monetario internazionale affinché le transazioni in moneta fossero studiate per operare come se le nazioni stessero "scambiando beni con altri beni" (Keynes 1980).<sup>6</sup> Le operazioni dell'ICU verrebbero progettate per far sì che le riserve in Bancor non si disperdano in tesaurizzazioni immobili [di valuta, ndt]; al contrario, le riserve di ogni nazione costituirebbero le basi per gli scoperti di conto di qualcun'altra, promuovendo così gli scambi commerciali. La giustificazione addotta da Davidson per la sua proposta è molto simile.

---

5 Basil Moore ha sostenuto un sistema di tassi di cambio fissi indipendenti in cui le singole nazioni (più piccole) sceglierebbero di agganciare la propria moneta ad una delle valute più importanti, ma riteniamo che uno schema simile sarebbe inferiore al sistema multilaterale Davidson/Keynes.

6 "L'obiettivo principale può essere spiegato in una singola frase: per assicurarsi che la moneta guadagnata vendendo beni ad una nazione possa essere spesa nell'acquisto dei prodotti di qualunque altra nazione" (Keynes 1980).



## *Cambi fissi, flessibili e sovranità monetaria*

L'approccio di Keynes alla riforma del sistema monetario internazionale richiama un approccio più antico della moneta e al suo ruolo cruciale nella determinazione delle crisi in un'economia capitalistica. Quest'approccio è stato seguito in prima battuta da Marx. Il nucleo essenziale di un'economia capitalistica può essere sintetizzato dal circuito monetario  $M - C - M'$ , con  $M' > M$ : i capitalisti impiegano capitale monetario (M) al fine di comprare mezzi di produzione (C) con cui produrre beni che, una volta venduti sul mercato, generano un profitto monetario ( $M' - M$ ). Il circuito può procedere indisturbato finché i capitalisti si aspettano che le proprie spese, M, rendano di fatto un profitto sufficientemente congruo. Se, al contrario, le aspettative dei capitalisti sono tali che la produzione non darà luogo a profitto sufficienti, essi interrompono il circuito monetario, ovvero non spendono moneta per acquistare mezzi di produzione, bensì la tengono ferma, mantenendola tesaurizzata [nei propri conti correnti, ndt]. Come conseguenza della tesaurizzazione, l'economia sperimenta una crisi dovuta ad un livello insufficiente di domanda aggregata. Tutto ciò è replicato nelle prime bozze della Teoria Generale, nella quale Keynes insiste sul fatto che la finalità della produzione in una economia monetaria è basata sulle aspettative dei profitti. A differenza del baratto o economia cooperativa, che potrebbe utilizzare moneta, ma nella quale la stessa è neutrale (in una economia monetaria di produzione, la moneta non deve mai essere neutrale). Così come Veblen nella sua *Theory of Business Enterprise* ha rigettato la definizione di "politica economica" che supponeva che l'obiettivo della produzione è il consumo (e che quello della vendita è di ottenere ciò che ognuno vuole consumare), anche Keynes ha rifiutato la (neo)classica attenzione sul consumo come la fase finale del ciclo di produzione. La critica di Marx alla politica economica classica e alla "Legge di Say" era basata sull'idea che la moneta non è semplicemente un mezzo di scambio usato necessariamente per acquistare beni e materie prime(o lavoro); la moneta può anche essere domandata come una riserva di valore, detenuta passivamente e, dunque, in grado di generare crisi dovute ad una domanda aggregata insufficiente. Keynes stesso, nelle sue prime bozze di analisi, si riferiva favorevolmente all'analisi di Marx (Sardoni 1997). Perciò, sia Marx che Keynes rifiutavano la nozione di moneta come mero strumento di scambi e sottolineavano che essa non è sempre necessariamente e immediatamente convertita in beni o lavoro( così che non vi è mai un problema generalizzato di eccesso di offerta). La moneta può essere tesaurizzata, creando possibili crisi. Questa è una cruciale innovazione teorica, che fornisce la logica fondamentale del principio della domanda effettiva.



## *Cambi fissi, flessibili e sovranità monetaria*

Comunque, quando considerano il sistema monetario internazionale, le critiche sulla moneta di Marx e Keynes hanno bisogno di ulteriore sviluppo. Nel contesto dell'economia internazionale, nel quale ci sono molte differenti valute, un'altra opzione è disponibile per coloro che decidono come usare la moneta. La moneta, nella forma di una specifica valuta, può essere usata per acquistare beni/servizi, può essere mantenuta come riserva di valore, o può essere utilizzata per acquistare attività denominate in altre valute. Quest'ultima opzione è conveniente quando i guadagni derivano da acquisti in una valuta di cui ci si aspetti un apprezzamento in rapporto alla valuta domestica [di chi acquista, ndt]. Nel contesto moderno, molte delle riserve internazionali sono mantenute dai governi che vogliono proteggere il loro tasso di cambio. Questo, ancora una volta, segna una rottura con la legge di Say e deprime la domanda globale. È questa terza opzione che, nella proposta di Keynes così come in altri approcci ai tassi di cambio, riceve una qualche attenzione, seppur piccola. Mentre la proposta Keynes/Davidson vorrebbe penalizzare le nazioni che accumulano riserve internazionali, ciò sembra ancora essere orientato verso una visione secondo la quale la moneta fa, principalmente, circolare i beni.

Nel mondo reale, le monete non sono utilizzate soltanto per le transazioni di conto corrente<sup>7</sup>, ma vengono anche impiegate nelle transazioni di conto capitale<sup>8</sup>. Perciò, a meno che il capitale sia completamente immobile, non vi è ragione per cui gli aggiustamenti dei tassi di cambio dovrebbero eliminare gli squilibri di partite correnti (notate che sia la proposta di Keynes che quella di Davidson mantengono aperta la possibilità di imporre l'austerità alle nazioni che incorrono in persistenti deficit commerciali, riconoscendo che gli aggiustamenti di tasso di cambio potrebbero non funzionare). In realtà, con la crescita della finanza mondiale che evade facilmente le restrizioni nazionali, la stragrande maggioranza delle transazioni internazionali – certamente oltre il 90% del volume totale, e probabilmente più del 99% – non è direttamente legata alle partite correnti. Se i controlli di capitale non sono né politicamente né tecnicamente fattibili, allora è improbabile che la progettazione di un sistema di tassi di cambio, basato sull'idea che il sistema monetario internazionale dovrebbe operare come se i beni fossero scambiati contro altri beni, sia funzionale. In più, è difficile immaginare che nazioni e gruppi di nazioni con interessi così diversi

---

<sup>7</sup> Sostanzialmente aventi per oggetto merci, servizi, redditi e trasferimenti, ndt.

<sup>8</sup> Aventi per oggetto i flussi di capitali, ndt. Il *capital account* indica nell'uso comune della letteratura anglosassone, quello che il FMI (e anche ad esempio Bankitalia) definisce *financial account*, ndt.



## *Cambi fissi, flessibili e sovranità monetaria*

come quelli degli USA, della Cina e dell'Eurozona, possano convergere per creare qualcosa di simile ad una banca centrale internazionale, anche una con i limitati poteri pensati dal piano di Davidson.

Il piano Keynes/Davidson spera di migliorare la stabilità esterna fissando i tassi di cambio ed adottando diverse procedure per ridurre gli squilibri commerciali. Comunque, per ragioni che discuteremo successivamente, ciò avviene ad un alto costo perché la capacità di una nazione con tasso di cambio fisso di utilizzare la politica domestica per raggiungere una stabilità interna è ridotta. Se la maggiore stabilità esterna non genera di per sé la stabilità interna, esiste un trade-off fra stabilità esterna e stabilità interna.

### **3. Un approccio alternativo (keynesiano) alla moneta**

Come discutevamo nella sezione precedente, i progetti di riforma del sistema monetario internazionale che si concentrano sul commercio e gli squilibri nelle partite correnti sono una risposta inadeguata alla situazione corrente, in cui i movimenti speculativi di capitale giocano un ruolo centrale nel sistema monetario internazionale. Comunque, in questo documento, non intendiamo proporre una riforma alternativa del sistema monetario internazionale. Ci limitiamo a delineare un approccio alternativo alla moneta, che deriva anche da Keynes. Questo approccio alternativo è rilevante nel contesto attuale, poiché implica l'adozione di un regime di tassi di cambio flessibile da parte delle nazioni.

La nozione alternativa di moneta, basata sulla sua funzione di unità di conto, e vicina all'approccio di Knapp, può essere fatta risalire alle posizioni di Keynes espresse nel *Trattato sulla Moneta*. Questa serie di argomenti è stata definita "moneta di Stato" o, negli ultimi anni, è stata spesso chiamata "cartalismo". L'attenzione è sulla natura sovrana dell'unità di conto. Nel *Trattato*, Keynes sosteneva che "la moneta di conto nasce insieme ai debiti, i quali sono contratti sottoscritti per pagamenti dilazionati, e ai listini prezzi, i quali sono offerte di contratti di vendita o d'acquisto... [e] possono soltanto essere espressi in termini di una moneta di conto" (Keynes 1971). Egli distinse fra "la moneta e la moneta di conto affermando che quest'ultima è la descrizione o il titolo e la moneta è l'oggetto che risponde alla descrizione" (Keynes 1971). Inoltre, lo Stato "rivendica il diritto di determinare ciò che corrisponde al nome, e di variare la sua dichiarazione nel tempo – quando, per dire, esso rivendica il diritto di modificare il dizionario. Questo diritto è rivendicato da



## *Cambi fissi, flessibili e sovranità monetaria*

tutti gli Stati moderni ed è stato così per almeno 4000 anni. È al raggiungimento di questo punto dell'evoluzione della moneta che il cartalismo di Knapp – la dottrina secondo la quale la moneta è prevalentemente una creazione dello Stato – è pienamente realizzato” (Keynes 1971). Infine, “l'età della moneta di Stato o cartalista fu raggiunta quando lo Stato si è arrogato il diritto di dichiarare cosa rispondesse al concetto di moneta come moneta di conto attuale – quando si è arrogato il diritto non solo di imporre il dizionario ma anche di scriverlo. Oggi tutta la moneta civilizzata è, senza ombra di dubbio, cartalista” (Keynes 1971).<sup>9</sup>

Quando una banca concede un prestito, essa accetta un Io-Ti-Devo (ITD) ed emette il proprio ITD; il debitore della banca liquida il suo ITD consegnando l'ITD in pagamento. Tutti i moderni sistemi bancari includono una camera di compensazione, in modo che il debitore della banca stessa possa utilizzare le passività di ogni banca. Allo stesso modo, come fa notare Keynes, le passività fiscali sono per lo più estinte utilizzando passività bancarie; è la banca centrale che compensa i rapporti debitori fra le banche private ed il Tesoro. Vi è una gerarchia di monete, nella quale le passività bancarie sono utilizzate dal settore non-governativo e le passività del governo sono utilizzate per la compensazione netta fra le banche e il governo. Date queste disposizioni, le banche devono detenere delle riserve per la compensazione (come negli Stati Uniti), oppure devono avere un pronto accesso ad esse su richiesta (come in Paesi quali il Canada, in cui alle banche è data la possibilità di raggiungere un saldo nullo dei conti di riserve)<sup>10</sup>.

---

9 Questa visione può essere fatta risalire ai primi lavori non pubblicati di Keynes sulle monete antiche, così come alla sua recensione datata 1914 di un articolo di Alfred Mitchell Innes, le cui idee erano simili a quelle di Knapp (Wray 2004). Keynes fa notare con approvazione il rifiuto da parte di Innes della storia dell'evoluzione della moneta dalle prime “monete-merci” alle monete-credito e infine alla fiat money. Il valore delle monete non è stato mai determinato dai metalli ivi incorporati; in realtà, esse erano “tutte monete segno, il loro valore di scambio come moneta differiva a vari gradi dal loro valore intrinseco” (Keynes 1914). Come Knapp, Innes ha sostenuto che il modo in cui lo Stato “impone l'uso del dizionario” consiste nell'imporre una tassa (o altre passività obbligatorie) nella moneta di conto. Lo Stato assicura che la moneta emessa – denominata in quell'unità di conto – viene generalmente accettata nel momento in cui esso acconsente di riceverla in pagamento delle tasse. Finché vengono imposte le tasse, si ha una condizione sufficiente ad assicurare che la moneta dello Stato venga accettata.

10 In ultima istanza, una banca centrale non può rifiutarsi di fornire riserve per la compensazione se desidera mantenere in ordine il sistema dei pagamenti, nel quale le passività bancarie circolino alla pari. Inoltre, per raggiungere il suo tasso d'interesse obiettivo, la banca centrale deve soddisfare la domanda di riserve. Tutto ciò è ben spiegato dall'approccio “orizzontalista” accettato dalla maggior parte dei Post Keynesiani.



## *Cambi fissi, flessibili e sovranità monetaria*

Secondo Keynes, la moneta di Stato può assumere una delle tre forme seguenti: “Moneta Merce, Moneta Fiat e Moneta Amministrata, dove le ultime due sono delle sotto-specie di Moneta Rappresentativa” (1971). La moneta merce consiste in “unità effettive di una merce particolare, liberamente ottenibile e non monopolizzabile, che è stata scelta per gli usi comuni della moneta,” o “garanzie di deposito per unità effettive di quella merce” (Keynes 1971). La moneta fiat è una moneta rappresentativa “creata ed emessa dallo Stato, ma non convertibile per legge in nient’altro che sé stessa; e non ha un valore fisso in termini di uno standard oggettivo” (Keynes 1971). Essa si distingue dalla moneta amministrata, la quale è “simile alla moneta fiat, eccetto il fatto che lo Stato compie delle operazioni al fine di gestire le condizioni della sua emissione, in modo tale da avere un valore determinato in termini di un standard oggettivo tramite convertibilità o altri strumenti” (Keynes 1971). La moneta amministrata è la forma più comune di moneta, che può “da un lato degenerare nella moneta merce, quando l’autorità che la governa la mantiene fissata integralmente allo standard oggettivo, in modo che sia nei fatti una garanzia di deposito; e dall’altro nella moneta fiat, quando perde il suo standard oggettivo” (Keynes 1971). Sia il gold standard che il sistema di Bretton Woods, di tassi di cambio fissi ma aggiustabili, erano sistemi di moneta amministrata. La maggior parte dei paesi industrializzati dispone ora di monete fiat – il sistema del dollaro negli USA, il sistema dello yen nel Giappone, e così via. Mentre invece l’euro è una moneta fiat, nel senso che non è “convertibile per legge in nient’altro che sé stessa”, dove però i singoli membri dell’Unione Monetaria Europea utilizzano, e non emettono l’euro. Pertanto, le nazioni europee operano ad un livello più vicino all’estremo della “moneta merce” nello spettro della moneta amministrata. Data questa visione circa la natura della moneta, spostiamo la nostra attenzione alle operazioni delle moderne nazioni sovrane.



#### **4. Sovranità monetaria e regimi di tassi di cambio**

Una nazione come gli Stati Uniti (così come nazioni quali Giappone, Gran Bretagna, e le nazioni europee prima di adottare l'euro e l'Argentina dopo che ha abbandonato il comitato valutario) creano una moneta per uso interno e assicurano il suo uso primariamente imponendo il pagamento delle tasse in quella valuta, sebbene alcune adottino anche il corso legale [imposizione giuridica, ndt]. Lo Stato (che include il Tesoro e la Banca Centrale, la quale agisce come un agente governativo) emette e spende base monetaria (detta anche moneta ad alto potenziale – contante e riserve della Banca Centrale) senza alcuna promessa di conversione della sua moneta in ogni altra valuta, né in oro né in altra merce, ad un qualunque tasso fisso. La capacità di uno stato nazionale di agire in questo modo relativamente alla sua moneta e al mantenimento della sua indipendenza fiscale è ciò che noi chiamiamo sovranità, sebbene vi siano altri aspetti di sovranità che non considereremo in questa sede.

Lo Stato sovrano spende (acquista beni, servizi, o attività, o effettua trasferimenti) tramite l'emissione di un assegno del Tesoro, o più spesso, semplicemente accreditando un deposito bancario privato. In ogni caso, si creano saldi positivi nelle riserve (base monetaria) quando la Banca Centrale accredita i conti di riserva della banca ricevente.<sup>11</sup> Analogamente, quando il governo riceve delle tasse in pagamento, esso riduce il saldo delle riserve di una banca. Simultaneamente, il deposito bancario del contribuente viene addebitato. Mentre comunemente si immagina un governo che abbia bisogno di ricevere in prima battuta il suo gettito fiscale, e poi possa spenderlo, tale sequenza non è necessaria per qualunque governo sovrano. Se uno Stato sovrano spende accreditando un conto bancario (emettendo il proprio Io-Ti-Devo – la base monetaria) e tassa addebitando un conto corrente (eliminando così il proprio Io-Ti-Devo – la base monetaria), allora, logicamente, il governo non sta “spendendo” il proprio gettito fiscale. In altri termini, la capacità del governo sovrano di effettuare pagamenti non è vincolata né dal gettito fiscale né dalle riserve.

Il punto finale è che il tasso d'interesse pagato sui titoli del debito sovrano non è soggetto alle normali “forze di mercato”. Il governo sovrano vende titoli al fine di drenare riserve in eccesso per

---

<sup>11</sup> Sussiste un complesso coordinamento tra la Banca Centrale e il Tesoro, che rende oscuro il processo di spesa. Non ci addentreremo in questo, ma rimandiamo i lettori interessati al lavoro svolto da Stephanie Kelton (Bell) (2000) e da Wray (1998, 2004).



## *Cambi fissi, flessibili e sovranità monetaria*

raggiungere il proprio tasso di interesse obiettivo. Potrebbe sempre scegliere di lasciare delle riserve in eccesso nel sistema bancario, nel qual caso il tasso overnight cadrebbe progressivamente fino allo zero. Quando il tasso overnight è zero, il Tesoro può sempre offrire titoli di Stato che paghino rendimenti dell'ordine di alcuni punti base sopra lo zero e che troveranno compratori disponibili, in quanto questi titoli offrono un ritorno migliore rispetto all'alternativa<sup>12</sup> (zero). Ci possono essere ragioni politiche o economiche per mantenere il tasso overnight sopra lo zero (nel qual caso l'interesse pagato sui titoli sarà anch'esso sopra lo zero), ma non è corretto sostenere che la dimensione del deficit di un governo sovrano influisca sul tasso d'interesse pagato sui titoli.

Questa è una conclusione, spesso trascurata, che deriva dalla tesi orzizzontalista secondo cui il tasso d'interesse overnight è fissato in maniera esogena dalla banca centrale. Poiché il debito pubblico di breve termine è sostanzialmente equivalente a delle riserve che paghino un tasso d'interesse, e pertanto è un'alternativa all'indebitamento nel mercato interbancario overnight, il tasso d'interesse overnight fissato dalla banca centrale determinerà il tasso a breve termine a cui il governo si "indebita".<sup>13</sup>

Ciò suggerisce che una nazione sovrana può rendere bassi quanto desidera i tassi d'interesse sul debito. Con lo stesso processo, il governo sovrano potrebbe avere tassi d'interesse superiori al 100% se lo desidera. Tutto quello che deve fare è fissare il tasso d'interesse overnight obiettivo al 100% e poi vendere titoli ogni qual volta le riserve in eccesso esercitano una pressione al ribasso su quel tasso. Ciò fa comprendere il punto secondo cui il tasso d'interesse è fissato in maniera esogena in qualunque nazione sovrana, come asseriscono da tempo gli orzizzontalisti. Che il tasso base sia di zero o cento punti è una questione di politica monetaria, non soggetta alla determinazione del mercato.

---

12 Laddove l'alternativa consiste nel lasciare i fondi fermi all'interno dei conti di riserve, ndt.

13 Gli Stati Uniti hanno compiuto la stessa impresa durante la seconda guerra mondiale, quando i titoli di Stato a breve termine pagavano un rendimento pari a 3/8 di un punto percentuale, nonostante il rapporto deficit/PIL raggiungesse il 25% del PIL – tre volte più alto del stesso rapporto attuale in Giappone! I tassi sul debito pubblico a maturità più elevata vengono determinati in maniera più complessa, ma è importante notare che emettere titoli di debito a scadenze più lunghe è una decisione del governo. Esso può sempre conseguire l'obiettivo di drenare eccessi di riserve emettendo titoli a breve termine e, pertanto, non ha bisogno di emettere titoli a lungo termine. In realtà, se esso pagasse un interesse sui saldi di riserve, non avrebbe alcun bisogno di vendere alcun titolo.





## *Cambi fissi, flessibili e sovranità monetaria*

Un governo non sovrano si trova in una condizione totalmente differente. In una nazione “dollarizzata”, il governo deve ottenere dollari prima di poterli spendere. Pertanto, esso utilizza tasse ed emette Io-Ti-Devo per ottenere dollari in anticipo rispetto alla spesa; diversamente dal caso di una nazione sovrana, questo governo deve disporre di depositi in dollari o in euro prima che possa spendere. Inoltre, a differenza della nazione sovrana, il governo non sovrano promette di consegnare Io-Ti-Devo emessi da terzi per onorare il proprio debito (mentre gli USA ed altre nazioni sovrane promettono di consegnare semplicemente il proprio ITD). A causa di questo, il tasso d’interesse sulle passività in dollari del governo non sovrano non è fissato in maniera indipendente (sia che si tratti di uno dei cinquanta Stati americani, o che si tratti di una nazione dollarizzata).

Poiché esso sta prendendo dei dollari in prestito, il tasso che la nazione sovrana deve pagare è determinato da tre fattori. Per prima cosa, c’è il tasso base sui dollari fissato dalla politica monetaria degli Stati Uniti (l’istituzione che emette i dollari). In secondo luogo, c’è la valutazione di affidabilità creditizia che i mercati operano sul governo non sovrano, e che può essere determinata da un gran numero di fattori. Questi due elementi determinano il tasso d’interesse più basso che il mercato può tollerare. In terzo luogo, il tasso d’interesse è anche vincolato dalla necessità dello Stato di mantenere il suo tasso di cambio fissato o agganciato a un’altra valuta. Pertanto, un governo non sovrano, come utente (non emettitore) di una valuta, non può fissare indipendentemente il tasso d’interesse.

Ne consegue evidentemente che la possibilità per uno Stato di fissare il tasso d’interesse, in un mondo caratterizzato da un’alta mobilità dei capitali, è condizionato dall’adozione di un regime di tassi di cambio flessibili. Riteniamo che adottare un regime di tassi di cambio flessibili sia importante soprattutto per i Paesi in via di sviluppo. Essi sono giustamente preoccupati a causa delle crisi finanziarie e dei tassi di cambio sofferte non molto tempo fa dai paesi asiatici e sudamericani, innescate da enormi debiti esteri, che hanno fatto crollare la quantità di riserve in valuta estera, e così le aspettative di mercato sulla fissazione del cambio non potevano essere soddisfatte. In realtà, queste nazioni avevano adottato agganci valutari (formali o informali) nei confronti del dollaro che alla fine non sono state in grado di mantenere. Di contro, una nazione che utilizzi la propria moneta con tasso di cambio flessibile può sempre permettersi di trovare un impiego alle risorse domestiche inutilizzate. Il suo governo emetterà delle passività denominate nella propria valuta, e potrà onorare il debito in essa denominato. Esso non deve confrontarsi con



## *Cambi fissi, flessibili e sovranità monetaria*

un rischio d'insolvenza, a prescindere dal fatto che il debito sia detenuto all'interno o all'esterno del paese. Ciò non significa che il paese potrà necessariamente ignorare la sua bilancia commerciale o le variazioni del suo tasso di cambio, ma significa che esso potrà porre l'occupazione domestica e la crescita in cima alla sua agenda politica.

Una nazione sovrana è in grado di utilizzare la politica interna per raggiungere la stabilità domestica (interna). Come precedentemente discusso, questo avviene potenzialmente al costo di una maggiore instabilità esterna. Un tasso di cambio flessibile non porterà necessariamente al pareggio della bilancia commerciale, come sopra discusso. In ogni caso, non bisogna dimenticare che dal punto di vista macroeconomico le importazioni sono un beneficio mentre le esportazioni sono un costo: di conseguenza, un deficit commerciale corrisponde ad un beneficio netto. Quest'aspetto viene solitamente trascurato nelle discussioni riguardanti il deficit commerciale a causa dei presunti impatti sull'occupazione interna. Tuttavia, finché la politica domestica del paese è orientata alla stabilità, essa può raggiungere il pieno impegno anche in presenza di un deficit commerciale. Ciò richiede la presenza della sovranità la quale, a sua volta, ha bisogno di un tasso di cambio flessibile. È possibile che un deficit commerciale possa esercitare una pressione al ribasso sul tasso di cambio, che può generare effetti di *"pass through"* [trasmissione, ndt] sull'inflazione domestica. Se lo si desidera, la politica domestica può essere orientata alla lotta all'inflazione, incluso il metodo convenzionale di utilizzare la disoccupazione per attenuare le pressioni inflattive. Non sosterremo un metodo simile, ma ci limitiamo a sottolineare che la nazione sovrana può implementare politiche orientate alla stabilità interna.

Una nazione che adotti un tasso di cambio fisso deve sperare che le condizioni che generano la stabilità esterna coincidano con quelle che permettono la stabilità interna. La nazione a tasso fluttuante può sperimentare i benefici netti di un deficit commerciale, di migliori termini di scambio reali (un deficit commerciale implica che il costo "reale" in termini di esportazioni è minore); mentre il pieno impiego domestico è in qualche modo compensato dai possibili costi derivanti dal deprezzamento della moneta e da prezzi più alti. Ogni nazione che fissa il proprio tasso di cambio può non essere in grado di "permettersi" un deficit commerciale (a causa delle pressioni sul tasso di cambio) e probabilmente dovrà utilizzare la disoccupazione interna per poter mantenere in essere l'aggancio valutario. Per tre ragioni, un tasso di cambio flessibile conserva uno "spazio politico" per la formazione di misure politiche indipendenti.



## *Cambi fissi, flessibili e sovranità monetaria*

Nella sezione seguente, guarderemo al caso argentino come una concreta dimostrazione delle implicazioni negative di rinuncia alla sovranità e dei vantaggi del recupero della stessa, adottando quindi tassi di cambio fluttuanti. Daremo poi un breve sguardo all'esperienza europea di integrazione monetaria come un esempio di nazioni che hanno perduto la loro indipendenza monetaria.

### **5. Il caso argentino e il caso europeo**

L'Argentina ha perduto la sua sovranità monetaria quando ha adottato un comitato valutario basato sul dollaro e l'ha quindi recuperata tramite l'abbandono del comitato stesso, durante la conseguente crisi economica. Quando l'Argentina ha abbandonato il comitato valutario, ha guadagnato indipendenza nelle politiche: il suo tasso di cambio non era più collegato all'andamento del dollaro, le sue politiche fiscali non erano più tenute in ostaggio dalla quantità di dollari che il governo poteva accumulare, e il suo tasso di interesse interno era tornato sotto il controllo della sua banca centrale.

Una delle prime iniziative politiche intraprese dal neo eletto Presidente Kirchner faceva riferimento ad un programma di creazione di lavoro che garantiva l'occupazione per capi famiglia delle famiglie a basso reddito. Nell'arco di quattro mesi, il *Plan Jefes y Jefas de Hogar* ha creato lavoro per 2 milioni di partecipanti, che corrispondono al 13% della forza lavoro. Questo non solo ha aiutato a sedare problematiche sociali fornendo redditi alle famiglie più povere in Argentina, ma ha anche permesso all'economia di intraprendere la strada del recupero. Stime prudenti degli effetti moltiplicativi degli incrementi di spesa dei lavoratori aderenti al Jefes mostrano che esso ha determinato un impulso alla crescita del PIL di una percentuale maggiore del 2,5%. In più, il programma prevedeva servizi necessari e nuove infrastrutture pubbliche che hanno incoraggiato una spesa aggiuntiva del settore privato. Senza la flessibilità fornita dalla sovranità, una valuta flessibile, il governo non sarebbe stato in grado di promettere un piano di lavoro garantito come questo.

Un altro beneficio di cui ha goduto l'Argentina, reso possibile dall'abbandono della parità con il dollaro, fa riferimento al fatto che i prezzi delle sue esportazioni sono diventati più competitivi. L'espansione degli Usa, così come il rialzo mondiale dei prezzi delle materie prime, ha aiutato le



## *Cambi fissi, flessibili e sovranità monetaria*

esportazioni dell'Argentina. Comunque, ci sono alcune incertezze inerenti ad una crescita legata alla dipendenza dalle esportazioni, e l'Argentina deve, quindi, continuare a sviluppare il suo mercato interno affinché ciò non determini una dipendenza dalla crescita degli USA. La sovranità monetaria permette ad una nazione di usare politiche fiscali (e monetarie) per continuare a creare lavoro nel settore pubblico e in quello privato come alternativa ad una crescita legata alle esportazioni.

Sebbene differisca dall'Argentina e da altri casi di esplicita o implicita "dollarizzazione", l'esperienza europea, la quale ha portato alla creazione di una area valutaria comune, è un'importante esempio dei seri effetti per gli stati nazionali di una cessione della loro sovranità tramite la rinuncia ai tassi di cambio flessibili. Le nazioni europee hanno adottato una area valutaria comune e hanno creato una sola banca centrale nelle loro ricerca di tassi di cambio stabili in Europa. Non c'è nulla di intrinsecamente sbagliato con l'integrazione monetaria che conduce alla fissazione di tassi di cambio all'interno di una unione; infatti, gli Stati Uniti possono essere pensati come una unione valutaria con tassi di cambio fissi all'interno di cinquanta stati. Ciò che è fortemente opinabile, è il modo in cui le integrazioni monetarie furono cercate, e come sono state realizzate con scarsa preoccupazione per una integrazione fiscale, così che le singole nazioni europee hanno perso la loro sovranità monetaria mentre non è stata creata nessuna istituzione federale con sovranità fiscale.<sup>14</sup>

La strategia europea per una integrazione monetaria è un qualcosa di paradossale. Il processo di integrazione europea è sempre stato caratterizzato dal ruolo cruciale giocato da fattori politici. La creazione di un'area valutaria ottimale composta da nazioni con significative eterogeneità è stata, essenzialmente, una decisione politica e non un risultato ottenuto da una convergenza spontanea tra le stesse. In questo modo, L'Europa è potuta diventare una delle aree ottimali di Mundell.

Comunque, mentre si ricercava l'importanza della dimensione politica, l'Europa ha, allo stesso tempo, largamente trascurato le importanti implicazioni circa il riconoscimento dell'importanza del ruolo dello stato e della politica nel processo di integrazione. Prima di tutto, l'Europa ha trascurato il ruolo che le politiche fiscali, a livello federale, possono giocare nel processo verso la creazione "ex post" di una efficiente area valutaria. In una situazione nella quale le nazioni che adottano una valuta comune sono eterogenee e caratterizzate da una bassa flessibilità dei prezzi e

---

<sup>14</sup> Per una critica più dettagliata sull'integrazione monetaria europea sulla stessa linea, si veda Sardonì (2006).



## *Cambi fissi, flessibili e sovranità monetaria*

dei salari, così come una bassa mobilità dei fattori di produzione, il rischio di shock asimmetrici può essere affrontato tramite la creazione di un soggetto che funga da controparte alla sola Banca Centrale Europea. Un'autorità federale fiscale può compensare gli effetti di shock asimmetrici attraverso le sue politiche, ma c'è molto più che non il ruolo della politica fiscale per mitigare gli effetti degli shock asimmetrici. Oltre all'implementazione di politiche fiscali, un governo federale può imporre leggi ed incoraggiare comportamenti che danno luogo ad una maggiore flessibilità del mercato e, dunque, condurre l'unione monetaria ad una maggior similitudine con un'area valutaria ottimale (Goodhart 1998).

Il processo di integrazione monetaria in Europa trova la sua ispirazione da una posizione teorica che vede la politica fiscale come distorsiva e inefficiente nel lungo termine. Più genericamente, l'intervento statale viene visto come qualcosa da evitare nella misura massima possibile, per non disturbare lo spontaneo lavoro dell'economia. Come risultato, noi crediamo, l'Europa ha adottato un processo del tutto unico. Il legame più forte tra lo stato (che ha un'autorità fiscale) e la creazione e amministrazione della moneta è stato indebolito al punto da avere una banca centrale che è totalmente indipendente dagli stati nazionali, con nessuna controparte fiscale ad essa.

In generale, il concetto di una banca centrale indipendente è fondamentalmente difettoso ed ambiguo<sup>15</sup>, ma nella concreta esperienza europea il concetto è diventato realtà. La BCE è totalmente indipendente, sia rispetto alla determinazione dei suoi obiettivi, sia rispetto alle politiche adottate per realizzare ciò. In questo contesto, i singoli paesi nazionali sono vincolati, in modo da non poter usare liberamente gli strumenti fiscali per incidere sulla produzione e sull'occupazione. L'Europa sembra essere intrappolata in un circolo vizioso. La posizione anti-inflazionistica della BCE e la necessità dei governi europei di essere "fiscalmente responsabili" producono una sostanziale stagnazione. "Prudenti", o restrittive politiche monetarie scoraggiano la crescita degli investimenti e la domanda aggregata in generale. La natura endogena dei deficit di bilancio comporta che una lenta crescita deprime il gettito fiscale, causando il peggioramento dei deficit pubblici. Questo costringe ad uno sforzo crescente per rimanere in linea con i parametri fiscali e, dunque, un ulteriore impatto negativo sulla domanda. In questo contesto, l'Unione Europea fa affidamento su una domanda estera come motore per la crescita economica. Ma questo dà il via ad un processo circolare: ogni stato membro prova ad incrementare le

---

15 Per una critica sull'indipendenza della banca centrale, si vedano Forder (1998) e Bibow (2004).



## *Cambi fissi, flessibili e sovranità monetaria*

esportazioni nette- sia con le altre nazioni dell'UE, sia con il resto del mondo – in parte provando a diminuire i costi di produzione. Dato che i tassi di cambio sono fissi con il resto dell'UE, l'unica alternativa è mantenere o ridurre i salari e i prezzi all'interno degli stati membri. Questo aggiunge maggior pressione in merito all'austerità fiscale e ad una lenta crescita. L'esperienza dell'euro sembra fornire una lezione negativa per coloro che invocano l'approccio "fai da te" ai tassi di cambio fissi, anche nel caso di grandi blocchi commerciali con un sostanziale potere internazionale.

### **6. Conclusioni**

Il mondo è tremendamente cambiato dagli anni '40, quando il sistema Bretton Woods è stato formato. Quel sistema funzionava abbastanza bene, con tassi di cambio fissi ma aggiustabili. Comunque, esso era sviluppato per un mondo nel quale il flusso dei capitali era controllato e quasi inesistente, dominato da flussi ufficiali. Questo, dopo tutto, può spiegare perché il piano di Keynes ha largamente ignorato il ruolo e gli effetti della movimentazione dei capitali sui tassi di cambio. Inoltre, anche il commercio di beni e servizi era abbastanza ristretto, in parte a causa della supremazia dominante degli Stati Uniti.

Alla fine, gli Stati Uniti hanno perduto il loro unico ruolo nel momento in cui l'Europa ha recuperato e l'Asia è divenuta un produttore maggiore. Allo stesso modo, i flussi di capitali privati crebbero gradualmente ed, in un secondo momento, crebbero in maniera esponenziale, in parte in funzione del cambiamento tecnologico ed in parte a causa di politiche "liberali" che spinsero verso il mercato finanziario libero. Anche prima che buona parte del progresso fosse indirizzato in tal senso, il sistema di Bretton Woods è crollato. Mentre alcuni degli ancora nostalgici augurano un ritorno ad un sistema di tassi di cambio fissi modellato sul piano Bancor di Keynes, l'economia odierna e le tendenze della politica rendono tutto questo altamente improbabile. Né molte nazioni possono individualmente adottare tassi di cambio fissi, perché gli attacchi speculativi possono, virtualmente, rompere tutti i paletti, con l'eccezione di poche nazioni moderne mercantiliste che hanno accumulato quantitativi incredibili di dollari.

Ancorare i tassi di cambio, significa rinunciare ad un ampio spettro di scelte, rendendo le politiche fiscali e monetarie interne ostaggio del tasso di cambio. Le nazioni dell'area euro hanno adottato i criteri di Maastricht per costringere coloro che operano scelte politiche ad effettuare decisioni



## *Cambi fissi, flessibili e sovranità monetaria*

orientate verso l'integrazione e l'adozione di una singola valuta. Nonostante i criteri siano, dopo tutto, abbastanza generosi, permettendo sostanziali deficit fiscali, essi sono regolarmente superati, anche da nazioni che hanno bassa crescita e alta disoccupazione – cioè, da quelle nazioni che stanno vivendo ben al di sotto delle loro possibilità. È molto difficile fare proiezioni sul come questo esperimento finirà. Altre nazioni, come l'Argentina, sono collassate sotto il peso delle regole del comitato valutario – e ha recuperato solo dopo un ritorno ad una sovranità con tassi di cambio flessibili.

Un tasso di cambio flessibile permette una grande indipendenza nelle politiche interne, fornendo spazio per politiche fiscali e monetarie. Comunque, e ciò deve essere sottolineato, adottare un regime di tassi di cambio flessibili non è una panacea. Un regime di tassi di cambio flessibili non può, ovviamente, garantire che le politiche domestiche siano effettivamente scelte e implementate con criterio. È solo una necessaria condizione per ottenere indipendenza politica. Ciò, di per sé, non garantisce un uso illuminato sia di questa indipendenza politica, sia una facile strada per la crescita e lo sviluppo. Nell'attuale situazione mondiale, i tassi di cambio flessibili sono necessari, ma non sufficiente condizione per l'implementazione di politiche in grado di promuovere una maggior crescita, una maggior occupazione e un maggior stato sociale.<sup>16</sup> Ultimamente, l'adozione di tali politiche è contingente all'abilità e disponibilità di attori economici, politici e sociali volti a fare ciò.

Si noti che un regime di tassi flessibili o fluttuanti, non è necessariamente un sistema di "libera fluttuazione". Noi lasceremmo spazio ad una forma di intervento discrezionale. Ciò che raccomandiamo, è un sistema a "moneta amministrata", ma uno che sia vicino al sistema "moneta fiat" di Keynes piuttosto che quello a "moneta merce" all'altra estremità. Le politiche monetarie e fiscali, così come le transazioni ufficiali nei mercati di cambio, possono ancora essere utilizzate per "amministrare" i tassi di cambio in alcune circostanze. In particolare, gli interventi sono previsti nel caso di rapide rivalutazioni utilizzate per alleggerire la crescente pressione competitiva derivante da una valuta troppo forte. Comunque, il raggiungimento di una stabilità interna, dovrebbe essere

---

<sup>16</sup> Calvo e Mishkin (2003), facendo riferimento ad economie in via di sviluppo, sostengono che l'adozione di politiche e istituzioni corrette, sono molto più importanti che il regime di tasso di cambio: *"noi crediamo che la scelta del regime di tasso di cambio è probabilmente di importanza secondaria rispetto allo sviluppo di buone istituzioni monetarie, finanziarie e fiscali nella determinazione di successi macroeconomici"*. Ciò che è "buono" per Calvo e Mishkin, comunque, non è necessariamente ciò che noi intendiamo utilizzando questo termine.



## *Cambi fissi, flessibili e sovranità monetaria*

l'obiettivo primario della politica, con il pieno impegno come l'obiettivo di maggiore importanza delle politiche domestiche [interne, ndt].

I tassi di cambio fluttuanti danno alle nazioni un maggior grado di libertà ma, ovviamente, esso implica alcuni costi. Tra questi, possono esserci più ampi gradi di incertezza a causa di una possibile maggior volatilità dei tassi di cambio e dei termini di scambio, così come il costo di un possibile innesco di processi inflazionistici derivanti da un ampio deprezzamento della valuta nazionale, che conduce ad un incremento dei prezzi delle importazioni. Da questo punto di vista, una maggior stabilità e indipendenza potrebbero, forse, essere raggiunte attraverso qualche combinazione dei tassi di cambio flessibili, combinata con controlli di capitale e politiche commerciali – specialmente nei paesi in via di sviluppo. Questi fattori renderebbero più semplice adottare tassi di cambio amministrati. Comunque, la questione riguardante il modo di introdurre effettivi controlli di capitali, nell'attuale situazione mondiale, rimane aperta.

Il piano di Keynes faceva affidamento sull'esistenza di una qualche forma di gestione dei rapporti internazionali. Se ciò rende possibile la costruzione di istituzioni internazionali volte alla promozione della crescita economica focalizzando l'attenzione sul finanziamento dello sviluppo, questo potrebbe anche migliorare il risultato economico internazionale rendendo possibile dare ai tassi di cambio e ai termini di scambio, una maggior stabilità. In questa prospettiva, l'esperienza europea è un esempio lampante. L'integrazione monetaria può essere, in principio, la risposta corretta al bisogno di maggiori condizioni di stabilità esterna nei paesi europei, ma le attuali regolamentazioni europee, sebbene diano stabilità al tasso di cambio, non sembrano lavorare effettivamente in direzione di una maggior crescita e verso maggiori livelli di occupazione. La ragione basilare è che non ci sono istituzioni sovranazionali che giochino il ruolo ricoperto dai governi degli stati sovrani nazionali. In altre parole, l'UME non sembra funzionare in maniera soddisfacente per le stesse ragioni per le quali un regime mondiale di tassi di cambio fissi, non può ben funzionare senza un'istituzione sovranazionale con obblighi analoghi a quelli ravvisati da Keynes e da altri.





## **Bibliografia**

- Bell, S. 2000. "Do taxes and bonds finance government spending?" *Journal of Economic Issues* 34 (September): 603–20.
- Bibow, J. 2004. "Reflections on the current fashion for central bank independence." *Cambridge Journal of Economics* 28(4): 549–76.
- Calvo, G. A. and F. S. Mishkin. 2003. "The mirage of exchange rate regimes for emerging market countries." *Journal of Economic Perspectives* 17(4): 99–118.
- Davidson, P. 1992. *International Money and the Real World*. New York: St. Martin's Press.
- Forder, J. 1998. "Central bank independence—conceptual clarifications and interim assessment." *Oxford Economic Papers* 50(3): 307–34.
- Goodhart, C. A. E. 1998. "The two concepts of money: implications for the analysis of optimal currency areas." *European Journal of Political Economy* 14(August): 407–32.
- Keynes, J. M. 1914. "What is Money?" *Economic Journal* 24(95): 419–21.
- . 1971. *A Treatise on Money. The Pure Theory of Money*. London: Macmillan.
- . 1980. *Activities 1940–1944. Shaping the Post-War World: The Clearing Union*. London: Macmillan.
- Moore, B. J. 2004. "A global currency for a global economy." *Journal of Post Keynesian Economics* 26(4): 631–53.
- Mussa, M., P. Masson, A. K. Swoboda, E. Jadresic, P. Mauro, and A. Berg. 2000. "Exchange Rate Regimes in an Increasingly Integrated World Economy." *IMF Occasional Papers*. Washington, DC: International Monetary Fund.
- Sardoni, C. 1997. "Keynes and Marx." in A "Second Edition" of *The General Theory*. G. C. Harcourt and P. Riach (eds.). London and New York: Routledge.
- . 2006, forthcoming. "The economic rationale of the EMU and the euro." in *Euroland: Global Player or Global Drag?* J. Bibow and A. Terzi (eds.). London: Palgrave.
- Skidelsky, R. 2000. *John Maynard Keynes. Fighting for Britain 1937–1946*. London: Macmillan.
- Wray, L. R. 1998. *Understanding Modern Money*. Cheltenham: Edward Elgar.
- . 2004. *Credit and State Theories of Money*. Northampton: Edward Elgar.