

UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA "GIORGIO FUÀ"

Corso di Laurea Triennale in Economia e Commercio

DALL'ORDINE DEL GOLD STANDARD ALLA GLOBALIZZAZIONE FINANZIARIA: LA GLOBALIZZAZIONE ECONOMICA E I SISTEMI MONETARI INTERNAZIONALI

FROM THE GOLD STANDARD ORDER TO FINANCIAL GLOBALIZATION: ECONOMIC GLOBALIZATION AND INTERNATIONAL MONETARY SYSTEMS

Relatore:
Prof. Giulianelli Roberto

Rapporto Finale di:
Alessandro Mancini

Anno Accademico 2025/2026

INDICE

INTRODUZIONE…….…….…….……3

CAPITOLO I: L'AFFERMAZIONE E I LIMITI DELLA PRIMA GLOBALIZZAZIONE ECONOMICA (1870–1914) ……..…..….…..….…4

I.1 L'integrazione dell'economia mondiale tra commercio, capitali e mobilità delle persone……..4

I.2 Il Gold Standard e la costruzione di un ordine monetario internazionale.…….6

I.3 Fragilità e contraddizioni della prima globalizzazione……9

CAPITOLO II: CRISI DELLA GLOBALIZZAZIONE E RICOSTRUZIONE DELL'ORDINE ECONOMICO INTERNAZIONALE (1914–1971) …..……...12

II.1 La rottura dell'integrazione economica internazionale tra le due guerre.……12

II.2 Instabilità monetaria e mancata cooperazione internazionale……..15

II.3 Bretton Woods e il rilancio dell'integrazione economica mondiale……..20

CAPITOLO III: LA NUOVA GLOBALIZZAZIONE E LA CENTRALITÀ DELLA FINANZA INTERNAZIONALE (1971–2008) ……...24

III.1 Dalla fine dei cambi fissi alla trasformazione del sistema monetario……..24

III.2 Vulnerabilità dell'economia mondiale……..28

III.3 L'integrazione monetaria europea nel contesto della globalizzazione finanziaria……..32

CONCLUSIONI…….…….……...38

BIBLIOGRAFIA…….……...39

RINGRAZIAMENTI…….…….……...40

INTRODUZIONE

Tra il 1870 e il 2008 l'economia mondiale conobbe una prima globalizzazione fino al 1914, una lunga fase di disintegrazione tra le due guerre e una nuova integrazione, prima commerciale dopo il 1945 e poi finanziaria dagli anni ’70. Questa tesi esamina il rapporto tra la globalizzazione economica e i sistemi monetari internazionali che ne regolarono i pagamenti: il Gold Standard, il regime di Bretton Woods e l'assetto a cambi flessibili affermatosi dopo il 1971.

Il filo che collega i tre periodi, corrispondenti ai tre capitoli (1870-1914, 1914-1971, 1971-2008), è il trilemma monetario richiamato da Eichengreen. Cambi fissi, libera mobilità dei capitali e autonomia della politica monetaria non possono essere perseguiti pienamente nello stesso momento. Ogni ordine monetario stabile dovette quindi rinunciare a uno dei tre obiettivi, e la scelta di quale sacrificare ne definì la forma.

Il primo capitolo analizza la prima globalizzazione e il regime aureo, fondato su condizioni politiche che già prima della guerra si stavano indebolendo. Il secondo segue la crisi tra le due guerre e la ricostruzione di Bretton Woods, che limitò i movimenti di capitale per restituire autonomia agli Stati. Il terzo esamina il ritorno della finanza internazionale, le crisi che lo accompagnarono e la risposta europea dell'integrazione monetaria.

CAPITOLO I

L'AFFERMAZIONE E I LIMITI DELLA PRIMA GLOBALIZZAZIONE ECONOMICA (1870-1914)

I.1 L'INTEGRAZIONE DELL'ECONOMIA MONDIALE TRA COMMERCIO, CAPITALI E MOBILITÀ DELLE PERSONE

Nel corso della seconda metà dell'Ottocento l'economia mondiale entrò in una fase di crescente integrazione. L'espansione del commercio internazionale, la libera circolazione dei capitali e i grandi movimenti migratori contribuirono alla formazione di un mercato sempre più ampio e interdipendente.

La prima globalizzazione economica si intrecciò con l'espansione coloniale europea, che contribuì ad aprire nuovi mercati e a inserire molte aree del mondo nelle reti commerciali dominate dalle potenze industriali. Questa dinamica richiama la concezione della globalizzazione proposta da Osterhammel e Petersson: "il mondo diventa sempre più piccolo e aumentano vieppiù i legami con ciò che è lontano. Ma nello stesso tempo il mondo diventa più grande poiché non siamo ancora in grado di dominare i nuovi orizzonti che si schiudono al nostro sguardo."[1] Questa apparente contraddizione si comprende proprio osservando il ruolo delle comunicazioni e dei trasporti. Sul piano delle comunicazioni, una delle innovazioni

[1] J. Osterhammel, N.P. Petersson, *Storia della globalizzazione*, Bologna, Il Mulino, 2005, pag. 8.

principali fu il telegrafo, che dagli ultimi decenni dell'Ottocento consentì una trasmissione molto più rapida delle informazioni da Londra verso gran parte dell'Impero britannico.

Un altro fattore decisivo fu lo sviluppo dei trasporti legato alla rivoluzione industriale: l'espansione delle ferrovie, l'uso della navigazione a vapore, il miglioramento dei porti e l'introduzione di tecniche di refrigerazione ridussero tempi e costi del trasporto.

"Il volume del commercio mondiale aumentò tra il 1800 e il 1913 di 25 volte. Un grande impulso all'espansione commerciale si verificò negli anni '50 dell'Ottocento; dalla metà degli anni '70 la crescita del commercio conobbe una nuova straordinaria accelerazione in cui il commercio mondiale crebbe molto più velocemente della produzione mondiale."[2]

Tra la metà dell'Ottocento e l'inizio del Novecento, la mobilità delle persone assunse dimensioni nuove. "È stato calcolato che tra il 1850 e il 1914 circa 60-70 milioni di persone hanno abbandonato il proprio paese d'origine senza farvi più ritorno. Di questi, circa 40-45 milioni erano europei che emigravano oltreoceano, prevalentemente verso l'America del Nord e l'America Latina."[3] Nei paesi di arrivo esse fornirono forza lavoro e alimentarono nuovi consumi.

[2] J. Osterhammel, N.P. Petersson, *Storia della globalizzazione*, Bologna, Il Mulino, 2005, pag. 66.
[3] J. Osterhammel, N.P. Petersson, *Storia della globalizzazione*, Bologna, Il Mulino, 2005, pag. 67.

Accanto alle merci e alle persone, si mossero anche i capitali. Nella seconda metà dell'Ottocento i capitali europei, soprattutto britannici, furono investiti all'estero per finanziare ferrovie, porti, miniere e attività industriali. In questo contesto, alcune imprese iniziarono a operare oltre i confini nazionali, cercando mercati di sbocco più ampi e rafforzando ulteriormente l'interdipendenza economica.

Questi legami sempre più stretti tra le economie nazionali resero evidente la necessità di ridurre l'incertezza nei rapporti di cambio tra le diverse valute.

I.2 IL GOLD STANDARD E LA COSTRUZIONE DI UN ORDINE MONETARIO INTERNAZIONALE

Questa funzione fu svolta dal Gold Standard, o regime aureo, un sistema monetario basato sulla convertibilità delle principali monete in oro e su rapporti di cambio tendenzialmente fissi tra le valute aderenti.

L'affermazione del regime aureo fu strettamente legata al primato economico della Gran Bretagna. Londra era il principale centro finanziario mondiale, la sterlina rappresentava la valuta di riferimento e l'economia britannica aveva un ruolo centrale nei commerci e nei movimenti di capitale. Fu proprio questo primato a consolidare il Gold Standard britannico come modello per le altre economie. Dopo il 1870, anche la Germania passò al Gold Standard, rafforzando la diffusione del sistema in Europa.

Sempre più paesi furono spinti ad adeguarsi al regime aureo, sia per mantenere rapporti commerciali più stabili con le principali potenze industriali, sia per inserirsi nei circuiti della finanza internazionale.

La diffusione del Gold Standard contribuì così al progressivo abbandono del bimetallismo, cioè dei sistemi monetari fondati sulla compresenza di oro e argento. Per comprendere il funzionamento teorico del Gold Standard, si può richiamare il meccanismo descritto da David Hume nel XVIII secolo, noto come "teoria del flusso dell'oro e dei prezzi"[4]. Secondo questo meccanismo, se un paese importava più di quanto esportava, registrava un disavanzo commerciale e subiva un'uscita di oro. La riduzione della quantità di moneta interna tendeva a far scendere i prezzi, rendendo le merci nazionali più competitive. Di conseguenza, le esportazioni aumentavano, le importazioni diminuivano e la bilancia commerciale tendeva a riequilibrarsi. Nel paese in avanzo avveniva invece il processo opposto.

Tuttavia, il funzionamento concreto del Gold Standard ottocentesco non dipendeva soltanto dai movimenti fisici dell'oro. Le banche centrali acquisirono un ruolo crescente, in particolare attraverso il tasso di sconto. Quando una banca centrale aumentava il tasso di sconto, rendeva più costosi i finanziamenti, riducendo il credito interno e frenando la domanda. Allo stesso tempo, tassi più elevati potevano

[4] B. Eichengreen, *La globalizzazione del capitale*, Milano, Baldini & Castoldi, 1998, pag. 40.

attirare capitali dall'estero e contribuire a difendere le riserve auree e la convertibilità della moneta.

Questo meccanismo aveva però un costo. L'aumento del tasso di interesse, pur utile a frenare l'uscita di oro, poteva deprimere l'economia interna. Per questo motivo, la difesa della convertibilità aurea non era soltanto una questione tecnica, ma comportava anche conseguenze economiche e sociali.

La centralità britannica si rifletteva anche nella composizione delle riserve bancarie internazionali: "La componente di valuta estera nelle riserve bancarie passò dal 10% del 1880 al 20% del 1913. La sterlina inglese, con il 40% del totale, era la valuta più importante seguita dal franco francese e dal marco tedesco che insieme rappresentavano un altro 40% del totale del periodo."[5] Le decisioni della Banca d'Inghilterra sul tasso di sconto erano osservate con attenzione dalle altre banche centrali, perché influenzavano i movimenti internazionali di capitale.

Il funzionamento del sistema aureo dipendeva da una combinazione di fattori: la stabilità dei cambi, la fiducia nella convertibilità aurea, la mobilità dei capitali e la cooperazione tra le principali banche centrali. Questa cooperazione fu favorita anche dal contesto politico internazionale: "Si consideri […] che il periodo compreso tra il 1871 e il 1913 fu un eccezionale momento di pace in Europa, e

[5] B. Eichengreen, *La globalizzazione del capitale*, Milano, Baldini & Castoldi, 1998, pag. 37.

quindi tra le nazioni c'era la cooperazione necessaria a difendere il sistema nei momenti di crisi."[6]

I.3 FRAGILITÀ E CONTRADDIZIONI DELLA PRIMA GLOBALIZZAZIONE

La prima globalizzazione economica non produsse soltanto integrazione e crescita degli scambi, ma mise anche in evidenza profonde disuguaglianze tra aree centrali e periferiche, fragilità finanziarie e tensioni politiche che avrebbero progressivamente indebolito l'ordine monetario internazionale. I paesi più vicini al centro dell'economia mondiale beneficiarono maggiormente dell'espansione dei commerci e dei movimenti di capitale. Al contrario, le aree periferiche si trovarono in una posizione più fragile: i paesi produttori di beni primari erano esposti alle fluttuazioni dei prezzi e dei termini di scambio.

Queste difficoltà erano ancora più evidenti sul piano finanziario. I sistemi bancari delle aree periferiche erano più fragili e più esposti ai movimenti del capitale estero. Inoltre, le banche centrali dei paesi più importanti non erano sempre propense a intervenire in loro sostegno, perché ne consideravano le crisi meno decisive per la stabilità del sistema.

[6] B. Eichengreen, *La globalizzazione del capitale*, Milano, Baldini & Castoldi, 1998, pag. 63.

Anche la distribuzione dei capitali internazionali non era uniforme. La Gran Bretagna tendeva a indirizzare una parte rilevante dei propri investimenti verso aree considerate più sicure o più vicine alla propria sfera economica, come il Canada e l'Australia. In questi casi, l'afflusso di capitali favoriva lo sviluppo degli scambi e contribuiva a mantenere più stabile la bilancia dei pagamenti. Altri paesi periferici incontravano, invece, maggiori difficoltà ad attirare credito in modo stabile.

Le contraddizioni del regime aureo emersero con particolare evidenza anche negli Stati Uniti. Fino agli anni '90 dell'Ottocento, il livello dei prezzi continuò a diminuire, in una deflazione diffusa a livello internazionale. Questa tendenza dipendeva dal fatto che la produzione mondiale cresceva più rapidamente delle riserve d'oro disponibili. La caduta dei prezzi colpiva soprattutto gli agricoltori indebitati, perché rendeva più difficile ripagare i debiti contratti in precedenza. Per questo motivo, una parte del mondo agricolo e i movimenti populisti guardarono con ostilità al regime aureo, considerato troppo rigido e favorevole ai creditori. La situazione migliorò solo quando la scoperta di nuovi giacimenti, in particolare in Sudafrica, e l'introduzione di nuove tecniche di estrazione aumentarono la disponibilità di oro sul mercato. Questa maggiore offerta contribuì ad attenuare la pressione deflazionistica.

In Europa, invece, la concorrenza dei prodotti agricoli provenienti da oltreoceano alimentò richieste protezionistiche. Molti agricoltori europei vedevano

nell'apertura dei mercati una minaccia per i propri redditi e sostennero l'introduzione di tariffe doganali.

Come sostiene Eichengreen, "nella maggior parte del mondo economico di allora il regime aureo ebbe vita difficile per la mancanza di quei fattori politici e sociali che nelle principali nazioni europee ne avevano invece reso possibile l'affermazione."[7]

Verso la fine del secolo la Gran Bretagna conservava un ruolo centrale nella finanza mondiale, ma iniziava a perdere parte del proprio primato economico di fronte all'ascesa di nuove potenze, in particolare gli Stati Uniti e la Germania. Questa trasformazione rese più difficile mantenere un ordine monetario fondato sulla leadership britannica e sulla cooperazione tra le principali piazze finanziarie.

Allo stesso tempo, l'allargamento del diritto di voto e la nascita dei partiti di massa resero più difficile subordinare le scelte economiche alla difesa della convertibilità in oro. A ciò si aggiunsero le tensioni militari, legate alla competizione tra potenze e alla spartizione dell'Africa.

Lo scoppio della Prima guerra mondiale segnò la rottura definitiva di un equilibrio che era già stato indebolito da tensioni economiche, sociali e politiche.

[7] B. Eichengreen, *La globalizzazione del capitale*, Milano, Baldini & Castoldi, 1998, pag. 61.

CAPITOLO II

CRISI DELLA GLOBALIZZAZIONE E RICOSTRUZIONE DELL'ORDINE ECONOMICO INTERNAZIONALE (1914-1971)

Il periodo compreso tra il 1914 e il 1971 mostra con particolare evidenza quanto l'integrazione economica internazionale dipendesse anche dalle scelte monetarie degli Stati. Un filo utile per leggere questa fase è il trilemma monetario richiamato da Eichengreen. Cambi fissi, libera mobilità dei capitali e autonomia della politica monetaria non possono essere perseguiti pienamente nello stesso momento. L'ordine precedente al 1914 aveva privilegiato la stabilità dei cambi e la circolazione dei capitali, imponendo forti vincoli alle politiche interne. Il percorso che conduce dalla sua disintegrazione al sistema di Bretton Woods può essere letto come la ricerca di un nuovo equilibrio tra integrazione internazionale e autonomia delle politiche economiche.

II.1 LA ROTTURA DELL'INTEGRAZIONE ECONOMICA INTERNAZIONALE TRA LE DUE GUERRE

La cesura del 1914 si misurò non soltanto nella riduzione dei flussi monetari, ma nella perdita delle regole che fino ad allora ne avevano sostenuto la circolazione.

Durante la guerra la rottura investì gli stessi tre flussi che avevano sostenuto la prima globalizzazione: merci, capitali e persone. Sul piano commerciale, blocchi navali e requisizioni subordinarono gli scambi alle esigenze belliche. Nei movimenti di capitale, il prestito privato di lungo periodo diretto soprattutto alle infrastrutture lasciò spazio ai prestiti interstatali legati al finanziamento del conflitto. Una parte degli investimenti e degli impianti all'estero venne liquidata per reperire risorse e i paesi belligeranti sospesero la convertibilità aurea. Anche le grandi migrazioni transoceaniche si arrestarono durante il conflitto. Gli Stati Uniti passarono da debitore netto a creditore netto dell'economia mondiale.

Questa nuova struttura finanziaria emerse soprattutto nella questione dei debiti di guerra e delle riparazioni. Il trattato di Versailles stabilì il principio delle riparazioni tedesche, il cui ammontare nominale venne fissato nel 1921 in 132.000 milioni di marchi-oro[8]. Il piano Dawes del 1924 cercò di rendere più sostenibile il sistema e favorì l'afflusso di capitali americani verso la Germania. I prestiti consentivano a Berlino di pagare le riparazioni agli Alleati, che potevano a loro volta rimborsare i debiti contratti con gli Stati Uniti. Tra il 1924 e il 1929 gli Stati Uniti prestarono all'estero 6.400 milioni di dollari, contro i 3.300 milioni della Gran Bretagna[9]. Dalla

[8] C.P. Kindleberger, *La Grande Depressione nel mondo 1929-1939*, Milano, ETAS Libri, 1982, pag. 23.
[9] C.P. Kindleberger, *La Grande Depressione nel mondo 1929-1939*, Milano, ETAS Libri, 1982, pag. 42.

seconda metà del 1928, tuttavia, i capitali furono attratti dal mercato azionario statunitense e i prestiti all'estero iniziarono a ridursi.

Gli anni '20 non rappresentarono un vero ritorno alla globalizzazione precedente al 1914. Dopo il 1870 il commercio mondiale era cresciuto più rapidamente della produzione; nel periodo interbellico, invece, questo rapporto si indebolì e finì per rovesciarsi. Anche la mobilità delle persone rimase più limitata, poiché nel primo dopoguerra i principali paesi di destinazione introdussero restrizioni all'immigrazione.

La Grande depressione accelerò questa tendenza. Nel 1930 il tentativo di costruire una tregua doganale internazionale ottenne poche adesioni, mentre negli Stati Uniti venne approvata la tariffa Smoot-Hawley. Il protezionismo non fu la causa originaria della depressione, ma divenne uno dei meccanismi attraverso cui la crisi si trasmise e si rafforzò sul piano internazionale. Nel 1932 gli accordi di Ottawa introdussero la preferenza imperiale britannica. Il sistema prevedeva tariffe doganali più favorevoli tra Regno Unito e paesi dell'Impero.

Molte multinazionali continuarono durante gli anni '20 a espandere le proprie attività e a investire all'estero. Con l'aumento delle barriere commerciali e delle politiche autarchiche negli anni '30, alcune imprese cercarono di produrre direttamente all'interno dei mercati protetti oppure ricorsero a cartelli per spartire mercati e quote di produzione. La lettura di Fumian e Giuntini, centrata sul backlash della globalizzazione, mette in evidenza questo adattamento: la frammentazione

non comportò la scomparsa delle multinazionali, ma ne modificò le strategie[10]. L'integrazione economica assunse forme più ristrette e meno multilaterali.

La frammentazione non riguardò soltanto il commercio, ma anche il modo in cui venivano regolati i pagamenti tra i paesi. Al posto di un sistema prevalentemente multilaterale si affermarono blocchi economici e accordi bilaterali di clearing, nei quali gli scambi venivano compensati direttamente tra due paesi.

II.2 INSTABILITÀ MONETARIA E MANCATA COOPERAZIONE INTERNAZIONALE

Dopo la guerra, molti governi considerarono il ritorno ai cambi fissi e alla convertibilità aurea come il mezzo più sicuro per dare nuova stabilità al sistema. Tra il 1924 e il 1928 gran parte dei paesi tornò al regime aureo. La ricostruzione riprese soprattutto la forma del sistema prebellico, mentre erano cambiate le condizioni economiche e politiche che ne avevano sostenuto il funzionamento.

Le modalità con cui i diversi paesi tornarono all'oro mostrarono fin dall'inizio l'assenza di una linea comune. La Gran Bretagna ripristinò la convertibilità nel 1925 alla parità prebellica di 4,86 dollari per sterlina. La scelta ignorava il mutamento dei prezzi e della competitività avvenuto durante la guerra e lasciava la sterlina sopravvalutata. Il riequilibrio richiese quindi una pressione deflazionistica

[10] C. Fumian, A. Giuntini, *Storia economica globale del mondo contemporaneo*, Roma, Carocci editore, 2019, pag. 130.

sull'economia interna. La Germania rientrò nel sistema nel 1924 dopo l'iperinflazione. La Francia stabilizzò invece il franco tra il 1926 e il 1928 a una parità molto più bassa rispetto al livello precedente alla guerra. Questa scelta favorì la competitività francese e contribuì all'afflusso di riserve.

Anche il meccanismo del sistema era cambiato. Le riserve delle banche centrali non erano più costituite soltanto da oro, ma anche da divise convertibili, soprattutto sterline e dollari. La Conferenza di Genova del 1922 incoraggiò questa soluzione per limitare il fabbisogno di metallo e sostenere la liquidità internazionale. Il Gold Exchange Standard permetteva di ampliare i mezzi di riserva, ma richiedeva un grado elevato di fiducia e cooperazione. Una conversione rapida delle attività in valuta in oro poteva spingere altre banche a fare lo stesso e accentuare la pressione sul sistema. Il problema era aggravato dalla distribuzione molto diseguale delle riserve. La quota statunitense dell'oro monetario mondiale passò dal 26,6% nel 1913 al 44,4% nel 1923. Quella francese salì dal 7,9% nel 1924 al 23,9% nel 1931. I paesi in deficit dovevano alzare i tassi e comprimere domanda e prezzi. I paesi che accumulavano riserve non erano obbligati a espandere il credito in misura corrispondente. Il nuovo regime esercitò così una pressione deflazionistica proprio quando la cooperazione tra le principali banche centrali era più necessaria.

La fragilità più profonda riguardava però la credibilità dell'impegno alla convertibilità. Prima della guerra gli investitori si aspettavano che i governi difendessero la parità anche attraverso politiche restrittive. L'allargamento del

suffragio, il maggiore peso dei sindacati e dei partiti di massa e l'aumento della disoccupazione cambiarono le priorità politiche. I capitali a breve, che nel sistema prebellico contribuivano a stabilizzare una moneta in difficoltà, potevano ora muoversi nella direzione opposta. Negli anni '20 il trilemma monetario si manifestò in questa tensione. I governi cercarono di conservare cambi fissi e mobilità dei capitali, ma ciò riduceva lo spazio della politica monetaria interna. Allo stesso tempo la disoccupazione rendeva più costose le misure deflazionistiche necessarie a difendere la parità.

Nel 1931 queste fragilità si trasformarono in una crisi aperta. Il fallimento della Credit-Anstalt di Vienna nel maggio diffuse l'incertezza finanziaria dall'Austria verso l'Europa centrale[11]. Il ritiro dei depositi e dei capitali colpì soprattutto la Germania, già dipendente dal credito estero e sottoposta al peso delle riparazioni. Il 20 giugno il presidente statunitense Herbert Hoover annunciò una moratoria di un anno sui debiti intergovernativi e sulle riparazioni. La misura non ristabilì la fiducia. Il 13 luglio la crisi bancaria tedesca culminò nella chiusura della Danatbank e nell'introduzione di controlli sui cambi. Le difficoltà tedesche raggiunsero poi Londra. Il 23 luglio la Banca d'Inghilterra alzò il tasso di sconto dal 2,5 al 3,5%. Il 30 luglio lo portò al 4,5%. Alla pressione finanziaria si aggiunsero difficoltà di

[11] C.P. Kindleberger, *La Grande Depressione nel mondo 1929-1939*, Milano, ETAS Libri, 1982, pag. 127.

bilancio e un clima politico contrario a nuove misure deflazionistiche. Il 21 settembre 1931 la Gran Bretagna sospese la convertibilità aurea della sterlina[12].

L'abbandono britannico dell'oro aprì una fase di crescente frammentazione. Una parte dei paesi seguì la sterlina e formò un'area monetaria legata alla valuta britannica. Francia, Belgio, Svizzera e altri paesi rimasero invece nel blocco dell'oro. Gli Stati Uniti sospesero la convertibilità nel 1933. Nel gennaio 1934 il dollaro fu stabilizzato a 35 dollari per oncia d'oro. Il deprezzamento favoriva esportazioni e domanda interna, ma trasferiva parte dell'aggiustamento sugli altri paesi. Le svalutazioni assunsero così un carattere competitivo. La Conferenza economica mondiale si aprì a Londra il 12 giugno 1933 con l'obiettivo di ricostruire una cornice di cooperazione. Il 3 luglio Roosevelt respinse però l'idea di subordinare la ripresa interna a una stabilizzazione immediata delle valute. Il suo messaggio segnò il fallimento del tentativo di accordo monetario. Il blocco dell'oro perse progressivamente i suoi membri e nel 1936 anche Francia e Svizzera abbandonarono la vecchia parità.

Sulle ragioni per cui il sistema monetario interbellico trasformò la depressione in una crisi internazionale si confrontano due interpretazioni principali. Kindleberger pone l'accento sulla crisi della leadership. La Gran Bretagna non disponeva più delle risorse necessarie per svolgere il ruolo di stabilizzatore esercitato prima della

[12] C.P. Kindleberger, *La Grande Depressione nel mondo 1929-1939*, Milano, ETAS Libri, 1982, pag. 138.

guerra. Gli Stati Uniti, d'altra parte, non erano ancora disposti ad assumersi pienamente quella funzione. Per Kindleberger uno stabilizzatore doveva mantenere aperti i mercati, assicurare prestiti anticiclici e fornire credito di ultima istanza nelle fasi di crisi.

Eichengreen sposta invece l'attenzione sulla credibilità del regime aureo e sui vincoli politici che impedivano di applicare la disciplina prebellica. Il timore della svalutazione provocò ritiri di capitali, ridusse le riserve e spinse le banche centrali a difendere le parità con politiche restrittive, aggravando la contrazione. La diversa tempistica della ripresa offre un riscontro successivo agli effetti del vincolo aureo. Dopo l'abbandono della convertibilità nel settembre 1931, l'economia britannica tornò a crescere nel 1932. Negli Stati Uniti la ripresa coincise con l'uscita dall'oro e la svalutazione del dollaro nel 1933, mentre la Francia, rimasta nel blocco dell'oro fino al 1936, recuperò più tardi. Per spiegare la propagazione della crisi del 1931, la lettura di Eichengreen ha quindi un peso maggiore. La tesi di Kindleberger resta però decisiva per spiegare perché nessuna potenza riuscì ad arrestare quella dinamica. La leadership appare soprattutto una condizione della gestione della crisi, mentre la credibilità spiega la fragilità strutturale del regime.

Ai governi e ai negoziatori degli anni '40 rimase soprattutto una lezione: la stabilità dei cambi non poteva essere ricostruita riproducendo le rigidità del sistema interbellico. Deflazione non coordinata, svalutazioni competitive e movimenti di

capitale a breve avevano mostrato i costi di un ordine privo di strumenti efficaci di cooperazione.

II.3 BRETTON WOODS E IL RILANCIO DELL'INTEGRAZIONE ECONOMICA MONDIALE

Il confronto tra John Maynard Keynes e Harry Dexter White precedette la conferenza di Bretton Woods. Il progetto britannico di un'Unione internazionale di compensazione e quello americano di un Fondo internazionale di stabilizzazione circolavano già dal 1942-1943. Quando 44 delegazioni si riunirono nel New Hampshire, dal 1° al 22 luglio 1944, gran parte dell'impianto comune era già definita. La distanza tra i due progetti emergeva soprattutto dalle risorse previste. Il piano Keynes prevedeva risorse potenzialmente disponibili per circa 26 miliardi di dollari. Quello White ne prevedeva circa 5, mentre le quote concordate furono pari a 8,8 miliardi[13]. Keynes chiedeva inoltre un aggiustamento più simmetrico, capace di coinvolgere sia i paesi debitori sia quelli creditori. Il compromesso si avvicinò alla proposta americana e rifletté il nuovo rapporto di forza tra gli Stati Uniti creditori e una Gran Bretagna finanziariamente indebolita.

L'architettura di Bretton Woods cercò di combinare stabilità dei cambi e autonomia nazionale senza riprodurre la rigidità del Gold Standard. Le monete furono legate a

[13] B. Eichengreen, *La globalizzazione del capitale*, Milano, Baldini & Castoldi, 1998, pag. 131.

parità fisse ma modificabili, mentre il dollaro rimase convertibile in oro al prezzo ufficiale di 35 dollari l'oncia. I tassi di cambio potevano oscillare entro l'1% rispetto alla parità dichiarata. Il Fondo monetario internazionale forniva risorse ai paesi con squilibri temporanei della bilancia dei pagamenti e riduceva la necessità di ricorrere subito alla deflazione. Lo statuto del Fondo ammetteva espressamente controlli sui movimenti internazionali di capitale, purché non fossero usati per limitare i pagamenti correnti. La Conferenza di Bretton Woods gestì in modo diverso il trilemma già emerso negli anni '20. Il sistema cercò di mantenere parità stabili e autonomia della politica monetaria nazionale limitando la libertà dei movimenti di capitale.

Il sistema progettato nel 1944 non entrò pienamente in funzione subito dopo la guerra. La convertibilità della sterlina, prevista dall'accordo finanziario anglo-americano, entrò in vigore il 15 luglio 1947 e fu sospesa il 20 agosto. Il fallimento mostrò la persistente scarsità di dollari e la fragilità dei pagamenti europei. Nel frattempo, il Piano Marshall, avviato nel 1948, sostenne la ricostruzione europea con trasferimenti per circa 13 miliardi di dollari. A questo intervento si aggiunse nel 1950 l'Unione Europea dei Pagamenti. Il nuovo meccanismo rese possibile la compensazione multilaterale dei saldi europei. Il 27 dicembre 1958 dieci paesi europei annunciarono la convertibilità esterna delle proprie valute e l'Unione Europea dei Pagamenti cessò di operare. Il funzionamento effettivo di Bretton

Woods dipese anche da strumenti costruiti durante la ricostruzione e non previsti integralmente nel 1944.

La stabilizzazione monetaria accompagnò il rilancio dell'integrazione economica internazionale. Sul piano commerciale, il progetto di un'Organizzazione internazionale del commercio non venne ratificato. Il GATT, firmato a Ginevra il 30 ottobre 1947 da 23 paesi, divenne invece il principale quadro negoziale per ridurre le barriere agli scambi. La crescita del commercio tornò a superare quella della produzione: tra il 1958 e il 1970 gli scambi mondiali aumentarono dell'8,3% annuo, contro il 6,2% della produzione. Tra il 1950 e il 1970 lo stock degli investimenti diretti manifatturieri statunitensi in Europa aumentò di quasi quindici volte.

Eichengreen attribuisce la stabilità del sistema soprattutto ai controlli sui capitali[14], che lasciavano ai governi maggiore spazio per perseguire obiettivi interni senza rinunciare alle parità. Kindleberger estende invece al dopoguerra la sua interpretazione della leadership: rispetto agli anni '30, gli Stati Uniti assunsero un ruolo attivo attraverso Bretton Woods, il GATT e il Piano Marshall. I controlli sui capitali spiegano il margine di autonomia interna, mentre la leadership americana e gli strumenti di cooperazione spiegano come esso poté essere sostenuto nella pratica. La «globalizzazione dimezzata» di Osterhammel e Petersson descrive

[14] B. Eichengreen, *La globalizzazione del capitale*, Milano, Baldini & Castoldi, 1998, pag. 182.

l'esito: integrazione commerciale più ampia, ma mobilità finanziaria ancora limitata[15].

Negli anni '60 quell'equilibrio divenne più difficile da conservare. Il ritorno alla convertibilità e l'innovazione finanziaria ampliarono i movimenti di capitale, sempre più difficili da controllare. La posizione del dollaro rese visibile un'altra tensione. Già nel 1960 le passività in dollari detenute all'estero superarono le riserve auree statunitensi. Era il dilemma individuato da Robert Triffin: l'espansione del commercio richiedeva più dollari come riserve internazionali, ma il loro accumulo indeboliva la fiducia nella convertibilità a 35 dollari l'oncia.

Nel 1961 fu creato il London Gold Pool, attraverso il quale otto banche centrali cercarono di difendere il prezzo ufficiale dell'oro. Il successo di Bretton Woods, tuttavia, finiva per favorire una crescente mobilità finanziaria, erodendo il controllo sui movimenti di capitale che sosteneva l'autonomia della politica monetaria. All'inizio degli anni '70 l'equilibrio costruito a Bretton Woods raggiunse il proprio limite e impose una nuova scelta tra quei tre obiettivi.

[15] J. Osterhammel, N.P. Petersson, *Storia della globalizzazione*, Bologna, Il Mulino, 2005, pag. 97.

CAPITOLO III

LA NUOVA GLOBALIZZAZIONE E LA CENTRALITÀ DELLA FINANZA INTERNAZIONALE (1971-2008)

La crisi di Bretton Woods aprì una fase nella quale l'integrazione economica internazionale continuò a crescere su basi diverse da quelle del dopoguerra. Il venir meno delle parità concordate coincise con il progressivo ritorno della mobilità dei capitali e con una crescente centralità dei mercati finanziari. Le istituzioni nate nel 1944 non scomparvero, ma dovettero adattare funzioni e strumenti a un sistema meno regolato da vincoli comuni.

III.1 DALLA FINE DEI CAMBI FISSI ALLA TRASFORMAZIONE DEL SISTEMA MONETARIO

Nell'agosto 1971 gli Stati Uniti sospesero la convertibilità del dollaro in oro. Il riallineamento delle parità concordato a Washington nel dicembre successivo non ricostruì un sistema stabile. Nella primavera del 1973 le principali valute passarono alla fluttuazione. Nessun nuovo regime nacque da una scelta unitaria paragonabile a quella del 1944.

Nel luglio 1972 fu istituito il Comitato dei Venti per elaborare una riforma del sistema monetario internazionale. Il progetto di riforma presentato nel giugno 1974

mantenne l'idea di parità stabili ma aggiustabili, senza superare le divergenze tra i principali paesi. Il passaggio decisivo arrivò con il Secondo Emendamento dello statuto del Fondo monetario internazionale, entrato in vigore nel 1978. L'articolo IV riconobbe la pluralità dei regimi di cambio e attribuì al Fondo una funzione di sorveglianza sulle politiche dei membri. Il Fondo non guidò quindi la transizione verso il nuovo assetto fluttuante. Ne registrò piuttosto il consolidamento, passando dal controllo di regole comuni alla sorveglianza di politiche nazionali più autonome.

La maggiore flessibilità non isolò le economie dagli shock che attraversarono gli anni '70. Tra ottobre 1973 e gennaio 1974 il prezzo del petrolio aumentò di circa il 400% e raggiunse quasi 12 dollari al barile. Il Fondo rispose nel 1974 con l'Oil facility, alla quale ricorsero quaranta paesi nello stesso anno. Si trattava di uno sportello temporaneo, finanziato con prestiti dei paesi esportatori di petrolio, che permetteva ai membri di coprire i disavanzi dovuti al rincaro del greggio a condizioni meno severe di quelle ordinarie. Alla fine del 1980 il prezzo arrivò a circa 40 dollari al barile[16]. L'aumento dei prezzi delle materie prime, la recessione e la disoccupazione si combinarono con un'inflazione mondiale che raggiunse il 18% nel 1980. I dollari accumulati dai paesi esportatori furono depositati sull'euromercato e riciclati dalle banche internazionali attraverso nuovi prestiti. La

[16] G. Schlitzer, *Il Fondo monetario internazionale*, Bologna, Il Mulino, 2011, pag. 74.

liquidità così creata favorì l'indebitamento dei paesi in via di sviluppo e spostò una parte crescente dell'intermediazione verso il circuito bancario privato.

Il vertice di Bonn del 1978 aveva già mostrato che la stabilità dei cambi richiedeva intese tra politiche nazionali divergenti. Negli anni '80 il problema riemerse attraverso il ciclo del dollaro. La svolta monetaria della Federal Reserve nell'ottobre 1979, guidata da Paul Volcker, inaugurò una fase di tassi più elevati. Tra il 1980 e il 1982 la valuta statunitense si rivalutò di circa il 30%. Il dollaro continuò a salire fino al febbraio 1985, sostenuto dai tassi elevati e dal crescente disavanzo del bilancio federale. Il suo apprezzamento ampliò il deficit commerciale statunitense e alimentò al Congresso richieste di misure protezionistiche. Nel settembre 1985 il G-5 raggiunse l'accordo del Plaza[17] per favorire il deprezzamento del dollaro con interventi concertati sui mercati valutari. Nel febbraio 1987 l'accordo del Louvre[18] cercò di stabilizzare i cambi, affiancando agli interventi valutari aggiustamenti delle politiche economiche. La fluttuazione non aveva eliminato il bisogno di cooperazione, ma lo aveva reso più episodico e discrezionale.

La liberalizzazione dei movimenti di capitale non fu un processo lineare. Negli anni '70, quando i governi cercarono di conciliare obiettivi interni e stabilità del cambio, i controlli furono più volte reintrodotti. Tra il 1977 e il 1978 la Germania limitò

[17] G. Schlitzer, *Il Fondo monetario internazionale*, Bologna, Il Mulino, 2011, pag. 79.
[18] B. Eichengreen, *La globalizzazione del capitale*, Milano, Baldini & Castoldi, 1998, pag. 203.

l'acquisto di titoli tedeschi a reddito fisso con durata residua fino a quattro anni da parte dei non residenti per frenare gli afflussi. Anche il Giappone modificò ripetutamente i controlli nel 1973, 1974, 1977 e 1978[19]. Nel corso degli anni '80 si rafforzò invece la tendenza verso una maggiore libertà dei movimenti di capitale. Rispetto al regime aureo e a Bretton Woods, il trilemma veniva risolto in un modo ancora diverso: capitali più mobili e maggiore autonomia monetaria, accettando cambi più flessibili.

Eichengreen legge la fine dei cambi fissi come una conseguenza della mobilità dei capitali: con capitali liberi, le soluzioni intermedie non reggevano. Kindleberger vede invece nell'instabilità degli anni '70 la stessa mancanza di un paese guida che aveva segnato gli anni '30. La prima spiegazione chiarisce perché si arrivò alla fluttuazione, la seconda perché gli accordi del Plaza e del Louvre restarono episodici.

Il Secondo Emendamento non restituì al Fondo una posizione centrale nel governo del sistema monetario internazionale. Eichengreen ne sottolinea la marginalità nella gestione dei cambi tra le principali valute. Schlitzer, dall'interno dell'istituzione, mostra invece come il G-5 mal accettasse l'ingerenza del Fondo nella definizione delle proprie politiche economiche. Parallelamente, l'attività finanziaria del FMI si concentrò sempre più sui paesi in via di sviluppo. Regno Unito e Italia furono tra

[19] B. Eichengreen, *La globalizzazione del capitale*, Milano, Baldini & Castoldi, 1998, pag. 195.

gli ultimi paesi industriali a ricorrervi. Il nuovo sistema monetario non eliminò quindi l'instabilità, ma ne modificò i canali e la distribuzione. Le economie avanzate disponevano di maggiore spazio per assorbire le oscillazioni, mentre i paesi dipendenti dal finanziamento estero risultavano più esposti.

III.2 VULNERABILITÀ DELL'ECONOMIA MONDIALE

Il nuovo assetto monetario affermatosi dopo la fine dei cambi fissi rese più mobili i capitali, mentre ai singoli paesi rimase la scelta del regime di cambio. Il punto critico non era soltanto l'accesso ai capitali, ma anche la capacità di sostenere un'inversione dei flussi senza una crisi valutaria o bancaria. Tra gli anni '80 e i primi anni 2000, varie crisi mostrarono la fragilità dell'incontro tra finanza mobile, cambi rigidi e vigilanza incompleta.

La fine degli anni '80 coincise anche con un mutamento di orientamento nelle politiche economiche internazionali. Michel Camdessus definì «rivoluzione silenziosa» il passaggio verso una concezione che assegnava al mercato maggiore spazio rispetto allo Stato[20]. Questo orientamento era condiviso anche dal Fondo monetario internazionale, ma la liberalizzazione dei capitali non fu semplicemente una sua imposizione. Secondo Schlitzer, il processo avanzò soprattutto per iniziativa delle autorità nazionali e di organismi regionali. Stati Uniti e Canada

[20] G. Schlitzer, *Il Fondo monetario internazionale*, Bologna, Il Mulino, 2011, pag. 88.

avevano mantenuto aperti i movimenti di capitale, mentre Regno Unito e Giappone li liberalizzarono nei primi anni '80. Francia e Italia seguirono nel corso del decennio e, all'inizio degli anni '90, il processo risultava sostanzialmente completato nei paesi industrializzati. Tra il 1992 e il 2000, gli investimenti di portafoglio internazionali passarono dall'8 al 38% del prodotto mondiale[21].

La prima grande prova di questa vulnerabilità emerse con la crisi del debito latino-americano. Negli anni '70 i surplus petroliferi alimentarono un forte aumento dei prestiti bancari ai paesi debitori. La situazione cambiò quando la Federal Reserve innalzò i tassi, rendendo più oneroso il servizio del debito. L'apprezzamento del dollaro aggravò ulteriormente la posizione dei debitori e, nell'agosto 1982, a Toronto, il Messico annunciò di non poter rispettare regolarmente i propri impegni finanziari. Il Fondo coordinò programmi di aggiustamento, nuovi finanziamenti e il coinvolgimento delle banche creditrici. Una soluzione più stabile maturò alla fine del decennio con il Piano Brady del 1989. Per molti paesi dell'America Latina gli anni '80 rimasero il «decennio perduto»[22]. Un cambiamento della politica monetaria al centro poteva rendere insostenibili debiti accumulati nella periferia.

Negli anni '90 la fragilità riapparve nei mercati emergenti. Eichengreen osserva che molti paesi mantennero cambi rigidi finché i controlli limitarono i movimenti finanziari; con la liberalizzazione, quella rigidità divenne più difficile da sostenere.

[21] G. Schlitzer, *Il Fondo monetario internazionale*, Bologna, Il Mulino, 2011, pag. 89.
[22] G. Schlitzer, *Il Fondo monetario internazionale*, Bologna, Il Mulino, 2011, pag. 82.

Le crisi colpirono il Messico nel 1994, l'Asia orientale nel 1997 e la Russia nel 1998. In quasi tutti i casi a forti afflussi di capitali a breve si accompagnavano cambi sopravvalutati e banche fragili. Le stime del Fondo indicano perdite di reddito del 30% in Messico e dell'82% in Indonesia. Il caso argentino mostrò il limite della rigidità. Il piano di convertibilità dell'aprile 1991 stabilizzò l'economia, ma ridusse gli spazi di risposta agli shock esterni. Il rapporto tra debito e prodotto salì dal 37,7 a oltre il 60% e, nel gennaio 2002, il regime fu abbandonato.

Le crisi degli anni '90 misero sotto pressione anche il Fondo monetario internazionale. Le critiche più forti riguardavano le condizioni associate agli interventi. Joseph Stiglitz, come riferisce Schlitzer, accusa il Fondo di avere prescritto politiche macroeconomiche troppo restrittive, aggravando la recessione asiatica[23]. Schlitzer ribatte che il costo di quelle misure andava confrontato con un ritorno all'iperinflazione, ma ammette che alcune politiche fiscali iniziali furono eccessive.

Le crisi riaprirono anche il dibattito sulla reale profondità della globalizzazione economica. D. Held e A. McGrew, in Globalismo e antiglobalismo, ricostruiscono il confronto tra una posizione scettica e una globalista, senza identificarsi con una sola delle due. Gli scettici sottolineano che, in prospettiva storica, l'economia mondiale rimaneva meno integrata di quanto suggerisse il termine globalizzazione.

[23] G. Schlitzer, *Il Fondo monetario internazionale*, Bologna, Il Mulino, 2011, pag. 104.

I flussi netti di capitale risultavano inferiori a quelli della Belle Époque e gran parte degli scambi continuava a concentrarsi nelle principali aree industriali[24]. Ne risultava un'economia organizzata attorno a tre grandi blocchi regionali, più che integrata su scala globale. I globalisti insistono invece sull'intensità delle connessioni tra produzione, commercio e finanza. Nella loro lettura, il contagio della crisi asiatica del 1997-1998 dimostrò la capacità degli shock di attraversare rapidamente i confini nazionali. Le due letture divergono però sul criterio di integrazione: gli scettici guardano alla dimensione e alla distribuzione dei flussi, i globalisti alla velocità di trasmissione. Per il periodo considerato, la velocità di trasmissione risulta quindi più utile per comprendere la vulnerabilità finanziaria.

La crisi dei mutui subprime mostrò che la vulnerabilità non apparteneva alle sole economie emergenti. Si trattava di mutui concessi negli Stati Uniti a famiglie con scarso merito di credito, spesso a tasso variabile. Le banche li cartolarizzavano, cioè li trasformavano in titoli strutturati venduti a investitori di tutto il mondo. Con il rialzo dei tassi e il calo dei prezzi delle abitazioni dal 2006, le insolvenze aumentarono e quei titoli persero valore. Nei primi mesi del 2007 l'insolvenza sui mutui più rischiosi raggiunse il 15%[25]. Nel settembre 2008 il fallimento di Lehman Brothers segnò la fase più acuta[26]. Il punto decisivo fu il rovesciamento geografico:

[24] D. Held, A. McGrew, *Globalismo e antiglobalismo*, Bologna, Il Mulino, 2003, pag. 44.
[25] G. Schlitzer, *Il Fondo monetario internazionale*, Bologna, Il Mulino, 2011, pag. 119.
[26] G. Schlitzer, *Il Fondo monetario internazionale*, Bologna, Il Mulino, 2011, pag. 120.

la crisi nacque negli Stati Uniti, centro finanziario mondiale ed emittente della valuta di riserva. Anche i meccanismi richiamavano quelli osservati nei mercati emergenti: leva elevata, opacità degli strumenti e improvviso ritiro della liquidità. Ai petrodollari degli anni ’70 e ai flussi verso i mercati emergenti seguirono i surplus asiatici diretti negli Stati Uniti. I limiti della sorveglianza emersero nell’autocritica del Fondo. Nell’aprile 2007 il Fondo elaborò uno scenario che sottovalutava i rischi del sistema finanziario statunitense. Gli Stati Uniti rifiutarono di sottoporsi alla valutazione finanziaria già condotta su circa due terzi dei membri. In Europa si era imboccata una strada diversa: ridurre l’instabilità dei cambi attraverso l’integrazione monetaria.

III.3 L’INTEGRAZIONE MONETARIA EUROPEA NEL CONTESTO DELLA GLOBALIZZAZIONE FINANZIARIA

La crescente integrazione finanziaria rese più difficile conciliare apertura dei mercati e stabilità monetaria. In Europa il problema assunse una forma particolare, perché economie molto aperte agli scambi reciproci erano esposte alle oscillazioni dei cambi. Dopo la fine di Bretton Woods, i paesi europei non considerarono la fluttuazione una soluzione definitiva e cercarono di limitare le variazioni fra le proprie monete.

Il primo tentativo fu il Serpente monetario, avviato nel 1972 per restringere le oscillazioni fra le valute europee rispetto ai margini più ampi consentiti verso il dollaro. La sterlina uscì già nel 1972 e la lira nel 1973. Il franco lasciò il sistema nel 1974, vi rientrò nel 1975 e ne uscì nuovamente nel 1976. Gli shock petroliferi accentuarono divergenze già presenti nei tassi d'inflazione e nelle priorità delle politiche economiche nazionali. L'accordo finì per restringersi attorno a un gruppo più limitato di valute, legate soprattutto al marco tedesco. Il problema non riguardava solo l'ampiezza delle oscillazioni, ma la capacità di rendere compatibili le politiche interne. Come nel tentativo di ricostruire il Gold Standard negli anni '20, fissare le parità non bastava in assenza di un criterio comune per l'aggiustamento.

I Consigli europei di Brema e Bruxelles nel 1978 prepararono la nascita del Sistema Monetario Europeo (SME), avviato nel marzo 1979. Lo SME comprendeva un Meccanismo dei tassi di cambio (MTC), fondato su una griglia di parità bilaterali fra le valute partecipanti. I margini ordinari di oscillazione erano del 2,25%, mentre alla lira fu riconosciuto un margine del 6%. L'ECU, unità di conto composta da un paniere di valute comunitarie, costituiva il riferimento comune. Dal gennaio 1987 cessarono i riallineamenti generali, rendendo il sistema progressivamente più rigido. Eichengreen presenta il marco e la Bundesbank come il principale punto di riferimento dello SME. Fratianni e von Hagen, nel 1992, contestavano però questa

interpretazione dell'asimmetria[27]. Sulla base di verifiche empiriche sui tassi d'interesse, i due autori sostenevano che la politica monetaria tedesca non fosse indipendente da quella degli altri membri e che le influenze corressero in più direzioni.

La stabilità dello SME dipese anche dai controlli sui movimenti di capitale. Fino alla seconda metà degli anni '80 paesi a valuta debole, tra cui Francia e Italia, conservarono barriere che limitavano i flussi finanziari. Questi strumenti lasciavano ai governi un margine di autonomia monetaria dentro un sistema di cambi ancorati. Alla fine degli anni '80 i paesi della Comunità avviarono l'eliminazione dei controlli sui movimenti di capitale. Il 1° luglio 1990 iniziò la prima fase dell'Unione economica e monetaria; il rapporto Delors aveva già collegato la liberalizzazione al progetto di moneta unica[28]. Nel dicembre 1991 fu raggiunto l'accordo sul trattato di Maastricht, firmato nel febbraio 1992. Il trilemma divenne allora evidente: con cambi ancorati e capitali liberi, l'autonomia monetaria nazionale non poteva essere mantenuta integralmente. Il trattato di Maastricht rese più rigido il vincolo sulle parità. Per accedere all'unione monetaria, un paese doveva restare almeno due anni nel meccanismo di cambio senza gravi tensioni e senza svalutazioni unilaterali[29].

[27] M. Fratianni, J. von Hagen, *The European Monetary System and European Monetary Union*, Boulder (Colorado), Westview Press, 1992, pag. 221.
[28] B. Eichengreen, *La globalizzazione del capitale*, Milano, Baldini & Castoldi, 1998, pag. 228.
[29] B. Eichengreen, *La globalizzazione del capitale*, Milano, Baldini & Castoldi, 1998, pag. 229.

La fragilità dell'equilibrio emerse nel 1992. Il referendum danese del 2 giugno respinse il trattato di Maastricht e rese più incerta la prospettiva dell'unione monetaria. La riunificazione tedesca aveva prodotto pressioni inflazionistiche; la Bundesbank alzò i tassi d'interesse. Altrove, seguirne l'orientamento divenne più costoso. Il 13 settembre la lira fu svalutata del 3,5% e le altre valute rivalutate della stessa misura, per un riallineamento complessivo del 7%. Il 16 settembre il governo britannico sospese la partecipazione della sterlina al MTC; poco dopo uscì anche la lira. Nel gennaio 1993 la pressione colpì la sterlina irlandese e in estate il franco. A fine luglio furono discusse quattro soluzioni: svalutare il franco, effettuare un riallineamento generale, escludere il marco o introdurre depositi a garanzia. Il mancato accordo ampliò i margini ordinari al 15%[30]. A differenza delle crisi dei mercati emergenti, queste tensioni colpirono economie industriali dotate di istituzioni consolidate.

La crisi rese più visibile un dibattito già presente prima del crollo. Fratianni e von Hagen contrapponevano una lettura cooperativa dello SME alla tesi disciplinare, secondo cui i paesi ad alta inflazione importavano la credibilità della Bundesbank. Respingevano questa interpretazione e individuavano il risultato principale nella riduzione dell'incertezza e nella distribuzione più uniforme degli shock. Il fatto che la disinflazione fosse riuscita meno nei paesi dello SME indeboliva, nella loro

[30] B. Eichengreen, *La globalizzazione del capitale*, Milano, Baldini & Castoldi, 1998, pag. 234.

lettura, l'idea di una disciplina importata dalla Germania. Questo argomento pesa anche sulla crisi: la rottura non può essere ridotta alla scarsa disciplina dei singoli paesi. Eichengreen sposta invece l'attenzione sul contesto creato da Maastricht: uscire dal meccanismo era diventato costoso, ma difendere le parità imponeva tassi elevati e più disoccupazione. In questa tensione i mercati potevano scommettere contro le valute più deboli, con attacchi capaci di autoalimentarsi[31]. Da entrambe le letture emerge che la fragilità decisiva stava nell'architettura dello SME. Con un ragionamento analogo Eichengreen spiega la caduta della sterlina nel 1931: anche allora difendere il cambio era diventato politicamente troppo costoso.

La crisi del 1992-1993 non interruppe il percorso verso l'unione monetaria. Nel 1992 Fratianni e von Hagen indicavano alcune condizioni perché tale unione fosse credibile: indipendenza istituzionale e personale dell'autorità monetaria, competenza professionale e uno statuto difficile da modificare. Prevedevano anche disposizioni redistributive capaci di attenuare gli effetti di shock regionali diversi tra i paesi partecipanti. Allo stesso tempo respingevano vincoli formali rigidi di bilancio, ritenendo che potessero spingere i governi ad aggirarli. Con la scomparsa dei cambi bilaterali fra i membri venne meno il rischio di svalutazioni reciproche, ma non la necessità dell'aggiustamento economico. Gli squilibri avrebbero dovuto essere assorbiti attraverso altri canali, tra cui salari, occupazione e bilanci pubblici.

[31] B. Eichengreen, *La globalizzazione del capitale*, Milano, Baldini & Castoldi, 1998, pag. 242.

L’Europa non eliminò la tensione tra apertura dei capitali e governo delle economie nazionali: la trasferì dal rapporto fra valute nazionali al funzionamento delle istituzioni comuni.

CONCLUSIONI

La tesi mostra che l'integrazione economica internazionale non dipese soltanto dall'intensità dei flussi, ma dalle regole che ne governavano i pagamenti. Dopo il 1870 il commercio crebbe più rapidamente della produzione; tra le due guerre il rapporto si rovesciò; tra il 1958 e il 1970 gli scambi tornarono a crescere più della produzione.

Il trilemma monetario indica l'impossibilità di conciliare pienamente cambi fissi, libera mobilità dei capitali e autonomia della politica monetaria. Ogni ordine monetario risolse il trilemma in modo diverso. Il Gold Standard unì cambi fissi e capitali liberi, sacrificando l'autonomia delle politiche interne. Bretton Woods conservò cambi fissi e autonomia limitando i capitali. Dopo il 1971, e pienamente dagli anni ’80, capitali liberi e autonomia si accompagnarono a cambi flessibili. Le due volte in cui si tentò di tenere insieme tutti e tre gli obiettivi, negli anni ’20 e nello SME di fine anni ’80, si chiusero con le crisi del 1931 e del 1992.

Dopo il debito latino-americano e le crisi dei mercati emergenti, il 2008 mostrò che la vulnerabilità non riguardava soltanto la periferia. La tensione tra apertura dei capitali e governo delle economie nazionali non fu mai sciolta, ma cambiò sede. Dalla parità aurea passò ai controlli di Bretton Woods, poi al mercato dei cambi e infine alle istituzioni comuni europee.

BIBLIOGRAFIA

1. B. Eichengreen, *La globalizzazione del capitale*, Milano, Baldini & Castoldi, 1998
2. M. Fratianni, J. von Hagen, *The European Monetary System and European Monetary Union*, Boulder (Colorado), Westview Press, 1992
3. C. Fumian, A. Giuntini, *Storia economica globale del mondo contemporaneo*, Roma, Carocci editore, 2019
4. D. Held, A. McGrew, *Globalismo e antiglobalismo*, Bologna, Il Mulino, 2003
5. C.P. Kindleberger, *La Grande Depressione nel mondo 1929-1939*, Milano, ETAS Libri, 1982
6. J. Osterhammel, N.P. Petersson, *Storia della globalizzazione*, Bologna, Il Mulino, 2005
7. G. Schlitzer, *Il Fondo monetario internazionale*, Bologna, Il Mulino, 2011

RINGRAZIAMENTI

Un particolare ringraziamento va al professor Roberto Giulianelli, che mi ha seguito e supportato nella stesura di questa tesi con grande disponibilità, attenzione e professionalità.

Desidero inoltre ringraziare l'Università Politecnica delle Marche, che mi ha accompagnato durante questo percorso di studi e mi ha permesso di raggiungere questo importante traguardo.