

Lezioni Mario Arcelli

XVI

CeSPEM Mario Arcelli
Centro Studi di Politica Economica e Monetaria

Atti della sedicesima
“Lezione Mario Arcelli”

L'evoluzione del sistema
valutario internazionale
Euro, dollaro, Yuan e valute digitali

a cura di
Angelo Federico Arcelli e Francesco Timpano

Piacenza, 29 settembre 2020
Auditorium G. Mazzocchi

RUBETTINO
2020

Comitato Scientifico delle “Lezioni Mario Arcelli”

- Prof. Maurizio Baussola
(Università Cattolica del S. Cuore, Coordinatore del Dottorato di Ricerca
in Modelli Quantitativi per la Politica Economica)
- Prof. Luigi Campiglio
(Pro-Rettore dell'Università Cattolica del S. Cuore)
- Prof. Enrico Ciciotti
(Università Cattolica del S. Cuore - Sede di Piacenza)
- Prof. Ignazio Angeloni
Prof. Marco Mazzoli
(Università degli Studi di Genova)
- Dott. Stefano Pronti
Prof. Francesco Timpano
(Ordinario presso la Facoltà di Economia della Sede di Piacenza
dell'Università Cattolica e Direttore Dipartimento di Scienze Economiche
e sociali (“DISES”) e direttore del CeSPEM Mario Arcelli”)
- † Prof. Giacomo Vaciago
(Università Cattolica del S. Cuore)
- Prof. Angelo Federico Arcelli
(Professore straordinario presso l'Università degli Studi G. Marconi, Roma)
- Dott. Francesco Arcelli
Dott. Marco Arcelli Fontana
Prof.ssa Francesca Arcelli Fontana
(Università di Milano Bicocca)

Comitato Direttivo

- Maurizio Baussola
Francesco Timpano
Marco Mazzoli
Massimo Baucia
Francesca Arcelli Fontana
Angelo Federico Arcelli
Mauro Balordi

CeSPEM Mario Arcelli
Centro Studi di Politica Economica e Monetaria Mario Arcelli
Università Cattolica - Sede di Piacenza
Via Emilia Parmense, 84 - 29100 - www.marioarcelli.org

Indice

<i>Nota introduttiva</i>	7
Il ruolo del dollaro e la ricerca di una nuova Bretton Woods (di Giovanni Tria)	9
L'euro: la moneta incompleta (di Giorgio La Malfa)	27
Riflessioni eretiche di un economista eterodosso su mobilità internazionale e funzione sociale del capitale (di Enrico Bellino)	39
Le catene globali del valore e la logistica internazionale al tempo del Covid-19 (di Francesco Timpano)	47
A New Financial and Economic Perspective to Restore Confidence After the Covid-19 Crisis (di Giovanni Tria, Angelo Federico Arcelli)	59
A new Bretton Woods to face the upcoming crisis (di Angelo Federico Arcelli)	63

Nota introduttiva

La sedicesima edizione della Lezione “Mario Arcelli”, organizzata dal Cespem “Mario Arcelli”, centro studi dell’Università Cattolica, sede di Piacenza, ha avuto quest’anno una storia diversa rispetto al passato, dato che, a causa delle restrizioni emerse a causa dell’epidemia di Covid-19, non è stato possibile tenere l’usuale lezione aperta al pubblico presso la sede di Piacenza dell’Università Cattolica.

Si è quindi optato per un seminario ristretto, aperto anche agli studenti, ma solo on-line e nella forma della videoconferenza.

Anche per questa edizione è stato previsto il saluto introduttivo delle varie autorità e istituzioni locali e accademiche oltre ai *discussant* come di consueto.

La Lezione di quest’anno, *Il ruolo del dollaro e la ricerca di una nuova Bretton Woods*, è stata tenuta dal prof. Giovanni Tria, già ministro dell’Economia e delle Finanze della Repubblica Italiana, e in precedenza preside di economia presso l’Università di Roma Tor Vergata. Il prof. Tria ha una vasta conoscenza del tema per via delle sue precedenti esperienze, ma anche per gli studi e approfondimenti pubblicati nel tempo.

Il prof. Francesco Timpano, direttore del Cespem, ha moderato la giornata.

Piacenza, 29 settembre 2020

I curatori

Il ruolo del dollaro e la ricerca di una nuova Bretton Woods

di Giovanni Tria*

Introduzione

Nella località di Bretton Woods nello stato del New Hampshire (Usa), nel 1944 si pose il problema di come ricostruire un nuovo ordine mondiale dalle macerie della Seconda guerra mondiale attraverso la definizione di un sistema monetario internazionale capace di promuovere e regolare gli scambi economici tra le nazioni.

Il confronto tra le tesi del britannico John Maynard Keynes e quelle dello statunitense Harry Dexter White vide le seconde prevalere, anche per il mutato peso relativo, economico e politico dei paesi di appartenenza. La scelta fu quella di un sistema monetario internazionale ancorato a un dollaro convertibile in oro che, in tal modo, si affermava come la moneta internazionale di riferimento. La tesi sconfitta aveva prospettato invece l'istituzione di una moneta globale, il "bancor".

Il sistema deciso a Bretton Woods mostra nei due decenni successivi la sua non adeguatezza come capacità di correzione degli squilibri commerciali ed economici tra le nazioni che ne accettarono l'adozione.

Già all'inizio degli anni sessanta dello scorso secolo parte, di conseguenza, l'attacco teorico al sistema, anche da parte di economisti di ispirazione non keynesiana.

All'inizio del decennio successivo, con la dichiarazione americana di non convertibilità del dollaro in oro, il sistema di cam-

* Professore di economia presso l'università di Roma II Tor Vergata, già ministro dell'Economia e delle Finanze.

bi incentrato sul *gold exchange standard* deciso a Bretton Woods cessa di esistere.

Ciò non ha, tuttavia, comportato il venir meno del dollaro come moneta internazionale di riferimento nella sua triplice funzione di mezzo di pagamento, di unità di conto e di riserva di valore. In un sistema monetario internazionale diventato sostanzialmente “anarchico”, cioè non guidato da precise regole condivise, il dollaro conserva e rafforza nel sistema monetario internazionale un ruolo dominante che conferisce agli Stati Uniti quello che è stato definito un “privilegio esorbitante”. Questo ruolo non è stato mai messo in discussione, né dall’emergere di altre potenze economiche, né dalla creazione dell’euro, né dal progressivo aumento del peso delle economie emergenti asiatiche e dalla loro integrazione nell’economia globale.

Neppure la crisi finanziaria del 2008, generata negli Stati Uniti, è riuscita a incrinare la centralità e la forza del dollaro, che ha confermato il suo ruolo sostanziale di *safe asset* anche, e soprattutto, nei momenti di maggior tensione internazionale.

Tuttavia, vi sono oggi almeno tre fattori che rilanciano il dibattito sul ruolo del dollaro e sulla necessità di un nuovo accordo internazionale che ponga le basi di un nuovo ordine monetario e di regole condivise sugli scambi internazionali. Il primo fattore è rappresentato dall’emergere delle fragilità dell’iperglobalizzazione dell’economia e dalla ricerca di nuove regole di governo degli scambi commerciali. Il secondo fattore è la tecnologia, che ha cambiato radicalmente i sistemi di pagamento, anche transnazionali, e ha generato concretamente la possibilità di adozione di monete digitali, sia private, sia emesse da banche centrali e potenzialmente da istituzioni multilaterali, con un ruolo internazionale globale. Il terzo fattore è il mutato quadro dei pesi geopolitici e geoeconomici che ha riproposto, nel nuovo contesto, l’uso politico-strategico del dollaro, definito come *dollar weaponization*.

Non è forse un caso che si riproponga, dopo oltre settanta anni e in un mondo completamente cambiato, un dibattito intorno al punto sul quale si erano confrontati Keynes e White, cioè sull’utilità o meno di una moneta globale, un nuovo “bancor”, che in un mondo post-Covid possa aiutare a disegnare un nuovo ordine economico mondiale capace di assicurare la cooperazione tra le nazioni.

In questa lezione mi propongo di ricordare alcuni passaggi di questa storia lunga settant'anni al fine di delineare i problemi del futuro.

Il dibattito degli anni sessanta sulla non sostenibilità del sistema uscito da Bretton Woods.

Jacques Rueff, consigliere economico del presidente De Gaulle, nel 1965 criticò il sistema monetario internazionale di Bretton Woods con la famosa parabola del sarto: «If I had an agreement with my tailor that whatever money I pay him he returns to me the very same day as a loan, I would have no objection at all to ordering more suits from him»¹. Jacques Rueff attaccava con queste parole il sistema del *golden exchange standard*, istituito con gli accordi di Bretton Woods nel 1944, che consentiva al dollaro di essere detenuto come moneta di riserva grazie alla sua convertibilità in oro.

L'argomento di Rueff era che tale sistema impediva un aggiustamento degli squilibri commerciali perché consentiva al paese emittente la moneta convertibile in oro, gli Stati Uniti, di finanziare senza limiti i propri deficit commerciali. A differenza del sistema di *gold standard*, di cui Rueff era estimatore, il sistema di *gold exchange standard* consentiva, infatti, alle banche centrali dei paesi in surplus di emettere nuova moneta nazionale sulla base di riserve detenute sia in oro sia in dollari e attività denominate in dollari. Di conseguenza, poiché i paesi in surplus, acquistando titoli denominati in dollari, mantenevano di fatto le proprie riserve in dollari nella banca centrale degli Stati Uniti, il deflusso di dollari dal paese emittente, causato dal suo deficit commerciale, non determinava in realtà né un deflusso di oro né una minore capacità di spesa interna. In altri termini, tra la fine degli anni cinquanta e gli anni sessanta, il sistema consentì ai paesi europei e al Giappone di reindustrializ-

¹ *Return to Gold - Argument with Jacques Rueff*, in «the Economist», 13 February 1965, ripubblicato in J. Rueff, *The Monetary Sin of the West*, Macmillan Company, New York 1972.

zarsi fornendo “abiti” agli Stati Uniti che si permisero di acquistarne in gran numero con il credito concesso dalle sartorie di questi paesi.

L'analisi di Rueff, sulla insostenibilità di un sistema che consentiva di mantenere deficit permanenti delle partite correnti al paese la cui valuta nazionale è adottata come moneta internazionale, coincideva sostanzialmente con quella enunciata da Robert Triffin nel 1960² nella forma del famoso “dilemma”. L'argomento di Triffin era che la nazione la cui valuta è adottata come moneta internazionale non può conciliare gli obiettivi interni di politica monetaria con l'obiettivo di rispondere alla domanda internazionale di moneta. Questa, infatti, dipende dalla crescita degli scambi internazionali e dell'economia mondiale e il paese emittente può fornire la propria valuta al resto del mondo solo attraverso un deficit delle partite correnti. La diagnosi di Triffin coincide con quella di Rueff nell'osservazione che i dollari incassati dai paesi in surplus vengono utilizzati in acquisti di titoli di debito americano da detenere come *asset* di riserva accanto all'oro e, in tal modo, non c'è alcun meccanismo di riassorbimento dello squilibrio. La conclusione dei due economisti era che, inevitabilmente, la quota di dollari nelle riserve dei paesi aderenti al sistema sarebbe aumentata rispetto all'oro in misura tale da minare la fiducia nella loro convertibilità effettiva. Ciò significava dichiarare che non sarebbe stato raggiunto l'obiettivo, posto a Bretton Woods, di tornare a un sistema di cambi ordinati evitando, al tempo stesso, che la scarsità di oro frenasse, come accadeva con il sistema di *gold standard*, la liquidità richiesta dalla crescita delle economie.

Rueff e Triffin condividevano la diagnosi sui difetti del sistema deciso a Bretton Woods ma divergevano sulla prescrizione, essendo il primo favorevole al ritorno al *gold standard*, il secondo a un sistema monetario internazionale fondato sull'idea del *bancor* keynesiano, cioè sull'istituzione di una moneta globale.

² R. Triffin, *Gold and Dollar Crisis*, Yale University, New Haven 1960.

Il sistema del *gold exchange standard* stabilito a Bretton Woods saltò nel 1971 sotto la pressione dei “sarti” (per continuare con la metafora di Rueff), soprattutto quelli francesi, che non volevano più prestare al cliente americano i ricavi della vendita dei loro abiti e, quindi, cercarono di riscuotere il credito chiedendo di convertire in oro le loro riserve in dollari.

Da allora non si è più ricostituito un sistema monetario internazionale vero e proprio, inteso come un insieme di regole condiviso per definire i rapporti di cambio delle valute, ma nel tempo si è stabilizzato un non-sistema di tipo “anarchico”, come è stato spesso denominato, in cui alcuni paesi lasciano fluttuare il valore delle proprie monete, mentre altri “ancorano” il valore della propria moneta a quello di una valuta straniera come il dollaro.

Il ruolo predominante del dollaro come valuta internazionale persiste tuttavia anche dopo il collasso del sistema di Bretton Woods. Con alterne vicende, i paesi europei, in particolare la Germania, il Giappone e poi i paesi produttori di petrolio, hanno continuato a rafforzare le loro “sartorie” e gli Stati Uniti hanno continuato a permettersi molti vestiti pagati a debito. Il sistema permane in parte fino a oggi, con la Cina che si è affermata progressivamente, dall’ultima decade del secolo scorso, nel ruolo del principale “sarto” a credito, al posto dell’Europa e del Giappone. Ciò ha fatto parlare, soprattutto dopo l’adesione della Cina al Wto nel 2001, di una “rinata” o “Seconda” Bretton Woods, con alcune tra le principali monete asiatiche, in particolare il renminbi cinese, oltre a quelle di vari paesi dell’America Latina, ancorate al dollaro e un controllo della mobilità internazionale dei capitali tra questi paesi e gli Usa.

La storia di questa Seconda Bretton Woods, e degli squilibri globali a essa associati, è istruttiva. La rapida crescita economica della Cina coincideva con la sua accelerata integrazione nell’economia mondiale. Il suo commercio con l’estero, aumentato a tassi multipli rispetto alla crescita del commercio mondiale, generava crescenti e persistenti surplus della bilancia commerciale e delle partite correnti. Nei tre anni precedenti la grande

crisi finanziaria del 2008, il surplus delle partite correnti cinesi era in media superiore al 9% del pil.

Mantenendo fisso il tasso di cambio con il dollaro, fino al 2005, la Cina aveva evitato per molti anni l'aggiustamento degli squilibri commerciali attraverso un accumulo di riserve ufficiali in valuta estera, che nel 2011 raggiunse circa il 25% delle riserve mondiali di valuta estera registrate presso le banche centrali, e attraverso la regolazione da parte della propria Banca centrale dei flussi in uscita di capitali finanziari.

L'acquisto da parte della Cina di titoli del debito pubblico e di altre attività finanziarie emessi dai paesi in deficit commerciale, in particolare dagli Stati Uniti, consentiva sia di mantenere alta la liquidità interna di questi paesi, e quindi di sostenere la loro domanda interna di consumi e investimenti, sia di controllare l'eccesso di liquidità all'interno della Cina controllando le spinte inflazionistiche.

In sintesi, era neutralizzato, dai due lati del Pacifico, il classico meccanismo di aggiustamento monetario degli squilibri in regime di tassi di cambio fissi, cioè la correzione dei tassi di cambio reali attraverso il mutamento dei prezzi interni.

La politica monetaria espansiva americana, che a cavallo dei due secoli ha alimentato le bolle speculative della *new economy* e del mercato immobiliare e finanziato l'eccesso di domanda interna, è stata l'altra faccia della medaglia della politica di controllo del cambio e della gestione del surplus commerciale da parte della Banca centrale cinese.

La storia della Seconda Bretton Woods, ancora una volta, non è lontana dalla storia del "sarto" di Rueff. Anche questa Seconda Bretton Woods non può tuttavia continuare a sopravvivere alla crisi del 2008. Già nel 2005, sotto la pressione degli Stati Uniti, la Cina abbandona il tasso di cambio ancorato al dollaro e il renminbi in pochi anni, dal 2005 al 2008, si apprezza di quasi il 18%.

Nel pieno della crisi finanziaria del 2008 la Cina ripristina per alcuni anni l'ancoraggio della sua valuta al dollaro, per poi abbandonarlo nuovamente. L'idea che si consolida in Cina è che il *dollar standard* non appare più in grado di assicurare la stabilità monetaria nei rapporti tra America e Asia, così come il mer-

cato finanziario americano non potrà più continuare a essere la piazza prevalente dove si impiegano i risparmi del mondo.

La maggiore flessibilità del cambio accettata dalla Cina risponde all'obiettivo di orientare maggiormente il potenziale produttivo verso il mercato interno, perché troppo fragile è il mercato esterno a fronte di una capacità produttiva immensamente aumentata e dell'accumulo di risparmi privati con un alto potenziale inflazionistico. Ciò significa che essa non avrà più interesse, nel medio periodo, a continuare a finanziare il deficit americano, anche se il mutamento di rotta richiede tempo perché rimane la preoccupazione di evitare una rapida riduzione del valore del dollaro che porterebbe a una svalutazione eccessiva delle attività detenute in dollari. Inoltre non vi è ancora in Asia un mercato finanziario abbastanza sofisticato da assicurare un impiego adeguato dei risparmi asiatici.

La grande crisi finanziaria e la ripresa della critica al ruolo del dollaro

Alla vigilia del meeting del G20 di Londra, dove si doveva discutere la reazione delle principali economie del mondo alla grande crisi finanziaria generata negli Stati Uniti, Zhou Xiaochuan, allora governatore della Banca centrale cinese, pubblica il 23 marzo del 2009 un *paper* nella rivista della Bank of International Settlement in cui ripropone il problema dell'impossibilità di affrontare gli squilibri macroeconomici globali e di assicurare la stabilità finanziaria senza affrontare la questione irrisolta del sistema monetario internazionale, cioè dell'assenza di una moneta internazionale di riserva ancorata a un valore stabile. Zhou ripropone le argomentazioni di Triffin sui difetti di un sistema in cui una moneta nazionale assolve di fatto al compito di moneta di riserva internazionale e si dichiara a favore di una moneta di riserva internazionale sovranazionale con un richiamo esplicito al "bancor", la *international currency unit* proposta nel 1944 a Bretton Woods da Keynes.

La proposta di Zhou era, nell'immediato, di rivalutare il ruolo dei Diritti speciali di prelievo (Dsp) creati dal Fmi nel

1969 per utilizzarli come moneta di riserva sovranazionale, in modo che la gestione della liquidità globale non interferisse più con la possibilità di aggiustare i singoli tassi di cambio a fronte di squilibri economici. In particolare, veniva proposto di promuovere l'uso dei Dsp come mezzi di pagamento nelle transazioni commerciali e finanziarie non solo tra stati e istituzioni internazionali e che parte delle riserve ufficiali dei singoli paesi fossero detenute e gestite dal Fmi per rafforzarne il ruolo e la capacità di stabilizzazione dei mercati. La questione posta dai cinesi non era nuova e rispondeva a problemi reali, ma veniva posta nel momento in cui la Seconda Bretton Woods aveva mostrato i suoi limiti e sembrava concreta la possibilità di una crisi del dollaro con conseguente perdita di valore delle ingenti riserve cinesi denominate in questa valuta.

L'anno dopo l'intervento di Zhou, la questione dell'impatto internazionale delle politiche monetarie americane si riproponeva con forza per gli effetti delle politiche ultraespansive di *quantitative easing* adottate dalla Federal Reserve per far uscire dalla crisi l'economia americana. Ciò determinò un aumento massiccio della liquidità in dollari che si diresse in cerca di rendimenti più elevati nei paesi emergenti, in particolar modo in Asia e America Latina. Mentre in Asia la Cina aveva risposto, come ricordato sopra, ancorandosi di nuovo al dollaro con un sostanziale tasso fisso e impedendo l'afflusso di capitali, fu principalmente il Brasile a essere colpito da un grande afflusso di capitali americani che portò a un rapido apprezzamento della sua valuta di oltre il 25%. Il Brasile attirava capitali perché il buon andamento della sua economia, allora legata commercialmente alla rapida crescita cinese, creava aspettative favorevoli circa il valore esterno della sua valuta. Il governo brasiliano non riuscì a frenare questo afflusso di capitali, subì la perdita improvvisa di competitività dei suoi prodotti a seguito del mutamento del tasso di cambio, e il suo ministro delle Finanze usò per la prima volta la definizione, forse allora esagerata, di "guerra valutaria" per descrivere quello che dal suo punto di vista era un attacco esterno all'economia del paese. Una terminologia bellica che verrà ripresa, circa dieci anni dopo, nel paese che essendo emittente della valuta internazionale ne può far uso non per denunciare una aggressione ma come sfoggio di potenza dissuasiva.

In questi dieci anni, accade che sempre di più il ruolo del dollaro nel sistema monetario internazionale si separa dal peso economico globale del suo paese emittente. Oggi gli Stati Uniti producono il 10% circa del pil mondiale e rappresentano il 10% del commercio mondiale, ma un terzo dei paesi del mondo adotta valute esplicitamente ancorate al dollaro, il 70% del pil mondiale usa il dollaro come moneta di riferimento, il 50% delle fatture mondiali e i due terzi delle riserve ufficiali in valuta estera e dei debiti esterni globali sono denominati in dollari.

Una spiegazione di questo fenomeno può essere affidata anche a un effetto network, che quindi si autoalimenta. Poiché gran parte degli scambi sono fatturati in dollari è logico assicurarsi con titoli finanziari denominati in dollari e detenere ampie riserve ufficiali in dollari o in attività denominate in dollari per isolarsi dall'impatto di fluttuazioni del dollaro conseguenti ai cicli dell'economia americana e delle sue politiche monetarie e di bilancio. I paesi emergenti sono d'altra parte costretti a orientare le proprie politiche monetarie alla stabilizzazione dei flussi di capitali.

La conclusione di questa interpretazione è che il dollaro Usa, che rimane importante come al momento del crollo di Bretton Woods nel 1971 nonostante oggi i paesi emergenti già coprano circa il 60% del pil globale, rimarrebbe dominante anche se il peso economico relativo degli Stati Uniti continuasse a ridursi.

Si riapre il dibattito: il dollaro dopo il Covid-19

Il dibattito sul sistema monetario internazionale e sul ruolo del dollaro riparte prima della crisi innescata dal Covid-19, essenzialmente in connessione all'acuirsi del confronto commerciale tra Stati Uniti e Cina, la cosiddetta "guerra dei dazi", che rappresenta un aspetto di un più generale confronto geopolitico e strategico.

Tre fattori fondamentali hanno influenzato la ripresa di questo dibattito. Il primo è la crescita ulteriore della Cina come pe-

so economico strategico globale e il suo mutamento di posizione negli scambi internazionali rispetto a dieci anni fa. A livello internazionale, collegate a questa evoluzione sono le richieste di arretramento dalla iperglobalizzazione e, più in particolare, le ambizioni di *decoupling* dell'economia globale come strategia di risposta alla sfida economica e tecnologica cinese.

Il secondo fattore è l'uso, in modi inediti nella forma anche se non nuovi nella sostanza, della posizione preminente del dollaro nei sistemi di pagamento internazionali e nelle infrastrutture finanziarie internazionali per estendere ad ambiti extraterritoriali la legge americana e perseguire obiettivi di strategia geopolitica. Questo fenomeno, definito come *weaponization* del dollaro, cioè uso del dollaro come arma politica strategica, pone interrogativi e preoccupazioni sulla possibilità che sia minata in tal modo la fiducia nel dollaro come *safe asset* da parte degli investitori internazionali, sia dei paesi avanzati sia dei paesi emergenti.

Il terzo fattore, che forse rappresenta l'elemento maggiore di discontinuità rispetto al passato, è quello tecnologico, che oggi offre nuove soluzioni efficienti al sistema dei pagamenti e, con la proposizione di monete digitali e criptovalute, ripropone su nuove basi di percorribilità tecnica, anche se non ancora politica, ipotesi di monete globali che richiamano l'idea keynesiana di una moneta sovranazionale capace di risolvere i fattori di instabilità connessi all'uso di una moneta nazionale come moneta internazionale. Conviene, quindi, partire dagli effetti potenzialmente dirompenti dell'innovazione tecnologica.

Il dollaro di fronte alle monete digitali

Il 17 e 18 luglio 2019 i ministri finanziari e i governatori delle banche centrali dei paesi del G7, riuniti in Francia a Chantilly, discutono con malcelata preoccupazione il piano di Facebook di lanciare la "libra", una *stablecoin* presentata come semplice mezzo di pagamento ma ancorata a un paniere stabile di valute. Il tema non viene sottovalutato, non tanto per i pericoli insiti nello specifico progetto le cui probabilità di attuazione

non sono forse altissime, ma perché immediatamente viene colto come esso rappresenti la prima vera potenziale sfida lanciata a quel che resta del sistema monetario internazionale nato a Bretton Woods e per di più lanciata da un pool di imprese private.

Presentata come un mero mezzo di pagamento transfrontaliero diretto a tagliare drasticamente costi e tempi dei pagamenti transnazionali e a includere ampi settori di popolazione che, soprattutto nei paesi in via di sviluppo, sono di fatto esclusi dai circuiti di pagamento basati sui sistemi bancari, il progetto della nuova criptovaluta con ambizioni globali mostrava come la strada fosse ormai aperta per una sfida più ampia. In realtà, i soli vantaggi di efficienza assicurati dal passaggio alle valute digitali non appaiono oggi enormi, se si considera che le nuove tecnologie hanno ormai già attivato diffusi sistemi di pagamento legati a piattaforme private senza bisogno di adottare, come unità di conto o riserva di valore, una criptomoneta. Anche i sistemi attuali di trasferimento interbancario, come la Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication (Swift) di base euro-americana e il sistema delle banche centrali europee Target Instant Payment Settlement (TIPS), stanno sperimentando nuovi sistemi di trasferimento istantaneo. Tuttavia, il progetto privato della “libra” era una sfida all’adozione di criptovalute anche da parte delle banche centrali e, soprattutto, mostrava che le economie e le tecnologie erano ormai mature anche per l’adozione di una moneta globale sul modello del “bancor” keynesiano.

Un mese dopo la citata riunione del G7 del luglio 2019, uno dei protagonisti della riunione, il governatore della Bank of England Mark Carney, parlando davanti a una platea di banchieri ed economisti all’incontro annuale di Jackson Hole nel Wyoming, afferma che la dipendenza del mondo dal dollaro Usa non è più sostenibile e invita il Fmi a farsi carico di un nuovo sistema monetario e finanziario internazionale basato su più valute. L’obiettivo è assicurare le economie emergenti da deflussi distruttivi di capitali in dollari e rimuovere il loro bisogno di accumulare un eccesso di riserve in dollari, la cui conseguenza è la tendenza a esacerbare l’incertezza e gli effetti de-

flazionistici particolarmente dannosi quando vi è un disallineamento tra le fasi cicliche americane e dei paesi emergenti.

L'analisi di Mark Carney parte dalla constatazione che non sia più vero che un regime di cambi flessibili sia la soluzione per permettere ai singoli paesi di assorbire gli shock globali e di mantenere stabili i livelli della produzione e dei prezzi interni mediante una politica monetaria flessibile. L'argomento è che l'aumento dell'integrazione economica e produttiva globale, anche attraverso lo sviluppo delle catene internazionali del valore, ha determinato di fatto una crescente sincronizzazione dei movimenti dei prezzi alla produzione nei vari paesi. Ciò deriva dalla crescente rigidità dei prezzi internazionali denominati in dollari rispetto alle fluttuazioni delle altre valute, dovuta al fatto che il dollaro rappresenta la valuta di fatturazione di metà degli scambi internazionali, circa cinque volte la quota Usa nelle importazioni globali e tre volte la quota nelle esportazioni globali. Il deprezzamento di una valuta rispetto al dollaro scoraggia le importazioni, rendendo i beni e servizi prodotti all'estero più costosi in termini di valuta domestica, ma non ha effetti sui prezzi delle esportazioni in dollari e quindi ritarda l'aggiustamento delle quantità esportate causando solo maggiori profitti in valuta domestica per gli esportatori. Il risultato è che la crescita globale risente fortemente di ciò che accade al dollaro a seguito delle vicende economiche e delle politiche monetarie americane lasciando i vari paesi esposti alla volatilità del dollaro e ai rischi globali. La conclusione di Mark Carney, come di altri economisti, è nuovamente l'affermazione che il ruolo dominante del dollaro nel sistema monetario è fonte di instabilità e che si deve mettere all'ordine del giorno il passaggio a un sistema multipolare, cioè basato su più monete internazionali o meglio l'adozione di una moneta globale, che potrebbe avere la forma di una valuta elettronica globale. L'alternativa sarebbe quella di andare verso un futuro conflitto tra il dollaro e il renminbi, il cui uso è in forte crescita nel commercio mondiale.

Analisi e argomentazioni non sono molto diverse da quelle enunciate dal governatore della People's Bank of China dieci anni prima, il quale a sua volta riprendeva il vecchio dibattito di quasi cinquanta anni prima.

Tuttavia, il passaggio da una moneta internazionale di riserva a un'altra è una questione complessa che segue non solo a un mutamento forte di peso economico del paese di emissione ma anche al diffondersi della nuova moneta come mezzo di scambio, e quindi alla sua efficienza e convenienza nei pagamenti internazionali. La sua adozione come unità di conto e riserva di valore ne è la conseguenza. Da ciò consegue il peso determinante che oggi può avere la tecnologia per superare le esternalità di rete che ostacolano il passaggio a un nuovo sistema monetario internazionale più vicino a quello vagheggiato da Keynes, mediante la creazione di una "valuta egemonica sintetica", per usare la definizione di Marc Carney, attraverso una rete di valute digitali delle banche centrali.

La Cina ha già annunciato l'intenzione della People's Bank of China di emettere una valuta digitale ufficiale. Questa mossa apre, forse, una prima sfida globale anche se l'affermazione di questa valuta negli scambi mondiali rimane soggetta al fatto che, come è stato osservato, un renminbi digitale rimane sempre un renminbi, con i problemi che esso ancora presenta per essere competitivo come moneta globale.

Chi contesta le provocazioni a favore di una nuova moneta globale richiama i dati che testimoniano il ruolo ancora predominante del dollaro per dimostrarne la non contendibilità in base all'argomentazione che la forza del dollaro come *safe asset* non deriva semplicemente dall'attuale effetto di rete. Come ha scritto di recente Henry M. Paulson Jr³, già segretario di stato al Tesoro con George Bush, «the privilege conferred on the US dollar as the global reserve currency was hardly preordained. The dollar's preminence came about only through a combination of historical happenstance, geopolitical conditions after World War II, U.S. Federal Reserve policies and the sheer size and dynamism of the U.S. economy». Inoltre, il "monopolio naturale" del dollaro come *safe asset* deriverebbe dalla correttezza fondamentale del sistema politico ed economico americano. A sostegno del dollaro giocherebbe principalmente il funzionamento delle istituzioni americane che assicurano un mercato fi-

³H.M. Paulson Jr., *The Future of the Dollar*, Foreign Affairs, 19 May 2020.

nanziario molto sviluppato, liquido e un forte sistema di protezione degli investitori fondato su un affidabile sistema legale. Si tratta di caratteristiche che, ad esempio, non sono altrettanto presenti in Cina per consentire al renminbi di affermarsi come valuta internazionale concorrente del dollaro. Delle tre condizioni necessarie affinché una moneta nazionale possa assumere un ruolo internazionale, la moneta cinese ne soddisfa già due: la dimensione dell'economia del paese e la sua capacità di conservazione del valore. Tuttavia manca ancora la terza condizione, cioè avere alle spalle un mercato finanziario sviluppato, aperto, liquido e garantito.

Queste posizioni sono state anche di recente ribadite da Gita Gopinath, Chief economist del Fmi⁴, per affermare che queste caratteristiche del dollaro non lo rendono oggi contendibile né dal renminbi, nonostante il peso crescente dell'economia cinese, né dalle monete virtuali come la libra o da una moneta virtuale globale quale quella auspicata da Mark Carney.

In realtà l'argomento della Gopinath è meno convincente se riferito a una moneta virtuale globale emessa da una istituzione internazionale monetaria e finanziaria, come un Fmi riformato, e a seguito di un accordo globale tra nazioni.

L'effetto congiunto della dollar weaponization e della deglobalizzazione

Dobbiamo considerare gli altri due fattori, che accanto alla rivoluzione tecnologica, rappresentano potenziale motivo di indebolimento della posizione dominante del dollaro: la pratica del *dollar weaponization* e l'eventuale rafforzamento delle politiche tendenti al *decoupling* dell'economia globale o anche di solo arretramento rispetto all'iperglobalizzazione degli ultimi decenni.

L'esempio più importante di *weaponization* del dollaro riguarda l'applicazione di sanzioni economiche, come quelle

⁴ G. Gopinath, *Digital currencies will not displace the dominant dollar*, in «Financial Times», 7 January 2020.

adottate contro l'Iran con il tentativo di tenerlo fuori dal sistema bancario internazionale e dai suoi sistemi di trasferimento di fondi internazionali, tentativo rafforzato dalla minaccia di rapresaglia nei confronti dei paesi e delle imprese, anche non americane, che non segnano queste indicazioni. Queste politiche hanno già spinto la Russia a spostare su altre valute proprie riserve in attività denominate in dollari e vari altri paesi, come la Cina, a svolgere in modo crescente transazioni nel mercato del petrolio senza l'uso del dollaro. Queste politiche americane, al di là degli obiettivi strategici, hanno senza dubbio il potenziale di minare la fiducia nel dollaro come *safe asset*, oltre che ridurre l'uso negli scambi internazionali. Il confronto commerciale con la Cina e le tendenze ad ampliare l'area di controllo sui flussi di capitale cinesi destinati a investimenti negli Stati Uniti, in base a obiettivi geopolitici o di guerra commerciale, rappresentano altrettanti segnali di allerta, per tutti i paesi emergenti e per parte dei paesi avanzati. Da qui il riemergere dell'esigenza che la desiderabilità di un sistema monetario internazionale meno legato al dollaro e più equilibrato rispetto alla composizione attuale dell'economia globale e del commercio internazionale possa essere oggetto almeno di dibattito.

Il terzo fattore da considerare è che il Covid-19 probabilmente accelererà la tendenza a rivedere le catene internazionali del valore che sono state alla base della crescita del commercio internazionale e dell'aumento complessivo di produttività dell'economia globale negli ultimi decenni. Sono emersi gli elementi di fragilità di queste catene che alla ricerca di economie di scala crescenti si sono allungate eccessivamente dal punto di vista geografico e della frammentazione del processo produttivo. Motivi di sicurezza di fronte ai rischi di ogni tipo di interruzione di queste catene, dai rischi economici a quelli naturali e geopolitici, consigliano il loro accorciamento e spingono al parziale "rimpatrio" delle attività produttive. A queste tendenze, che probabilmente si rafforzeranno nel mondo post-Covid, si aggiunge, per motivi di competizione tecnologica strategica e geopolitica, l'idea di procedere verso un processo di *decoupling*, cioè di disaccoppiamento o di minor legame tra le economie che fanno capo al sistema occidentale di sicurezza e le economie ten-

denzialmente egemonizzate dalla Cina. Questa prospettiva sarebbe probabilmente disastrosa sul piano economico e pericolosa per il possibile deteriorarsi dei rapporti tra le nazioni, ma implicherebbe anche che la continuazione della “guerra commerciale” investirebbe necessariamente anche il sistema monetario e finanziario. In ogni caso, l’arretramento dalla fase di iperglobalizzazione, così come una maggiore regionalizzazione delle catene produttive globali, ridurrebbe il rapporto tra commercio mondiale e pil mondiale e comporterebbe anche il ridimensionamento potenziale del ruolo del dollaro sul mercato globale che si è nutrito del fenomeno inverso per affermare il suo “monopolio naturale”.

Conclusioni

Il sistema monetario internazionale fissato a Bretton Woods, che aveva attribuito al dollaro il ruolo di moneta internazionale di riserva e con esso l’esorbitante privilegio di finanziare con facilità i propri deficit, non esiste più da tempo nella sua originaria formulazione di *gold exchange standard*. Esso ha dato luogo, tuttavia, a un sistema monetario internazionale “di fatto” in cui, attraverso le vicissitudini dell’economia mondiale e le trasformazioni epocali che l’hanno caratterizzata, non è stato ancora scalfito, dopo oltre settant’anni, né il ruolo né l’esorbitante privilegio che al dollaro era stato attribuito nel 1944 per accordo internazionale.

La critica teorica a un sistema in cui una moneta nazionale ha il ruolo di moneta internazionale di riserva è stata riproposta più volte in questo tempo di fronte al succedersi degli squilibri globali che questa stessa critica aveva previsto. Eppure il sistema è andato avanti, pur in un contesto in cui la forza dell’economia americana, che aveva imposto la soluzione originaria di Bretton Woods, è stata progressivamente sfidata dai paesi emergenti asiatici e in particolare dalla Cina.

La questione, oggi, si ripropone in una situazione complessa in cui alle ragioni della competizione strategica tra la Cina e gli Usa, o più in generale l’Occidente, si contrappone l’esigenza

di mantenere e, possibilmente, rafforzare la cooperazione economica internazionale post-Covid. Non sarà facile, infatti, gestire l'aumento esplosivo dei debiti sovrani e privati in tutto il mondo, la regolazione dei flussi internazionali di capitale alimentati dalla liquidità creata dagli stimoli monetari adottati da parte di tutte le banche centrali e, infine, la ricomposizione delle filiere produttive globali.

Non sappiamo se la posizione centrale del dollaro dipenderà ancora una volta da una dinamica sostanzialmente non concordata oppure se il tentativo di evitare una lunga recessione globale, disastrosa sul piano sociale e dei rapporti tra le nazioni, favorirà l'idea di una nuova Bretton Woods. Un nuovo accordo internazionale che, assieme a nuove regole condivise sul commercio internazionale e alla riforma del Wto, possa porre le basi di un sistema monetario fondato su regole coerenti con quelle che dovrebbero sovrintendere agli scambi internazionali nell'economia reale. Questa volta, complice anche la tecnologia, forse ci sono le condizioni perché prevalga la lungimirante visione di Keynes.

L'euro: la moneta incompleta

di Giorgio La Malfa*

Questo articolo è apparso originariamente nel numero 88 della rivista *Aspenia*. Esso era stato scritto prima dell'insorgenza della gravissima crisi del coronavirus. Le esitazioni e i contrasti emersi in Europa circa l'adozione di interventi europei per fronteggiare le conseguenze economiche dell'epidemia confermano quanto sia e resti lontana l'unificazione politica dell'Europa e dunque quanto sia fragile il fondamento sul quale poggia la moneta unica. In diversi articoli scritti nel corso della crisi ho sostenuto che la crisi del coronavirus rischia di distruggere il tessuto stesso della solidarietà europea e di rendere concreto il rischio della crisi della moneta unica. Cioè alle difficoltà ordinarie di una moneta che non abbia alle spalle una vera entità politica, evidenti anche nella normale vita economica, oggi si aggiungono quelle che derivano dal fatto che senza uno Stato in grado di creare (o far creare dalla propria banca centrale) moneta in presenza di condizioni di estrema necessità, la rottura della moneta unica può diventare la sola strada aperta ai paesi membri che siano lasciati soli a fronteggiare le conseguenze dell'epidemia. Naturalmente non si tratterebbe di una opzione, ma di una conseguenza largamente non voluta di una situazione in

* Giorgio La Malfa è presidente della Fondazione Ugo La Malfa. Ha tradotto di recente il capolavoro di John Maynard Keynes – *Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta*. È stato ministro del bilancio e ministro degli affari europei.

cui venisse meno qualsiasi senso di unità e di solidarietà dell'Europa.

Alla data in cui questa nota viene scritta, l'ecofon non ha trovato un accordo sulle misure economiche da prendere per fronteggiare la crisi, né sugli strumenti con cui procedere ai necessari interventi. Spetta dunque al Consiglio Europeo dei Capi di Stato e di Governo sciogliere questi nodi. Esso dovrà farlo riflettendo molto seriamente su questi problemi. Solo se sarà in grado di dare una risposta politica adeguata, il cammino futuro dell'Europa potrà proseguire. Altrimenti la crisi dell'integrazione europea diverrà irreversibile e con essa la marginalizzazione dell'Europa nel mondo e, forse, la balcanizzazione di questi paesi che, divisi fra loro, ricercheranno individualmente la protezione politica di una delle grandi potenze del mondo che sono e rimarranno gli Stati Uniti, la Cina e forse la Russia.

Sono lieto di ripubblicare con questa premessa l'articolo di Aspenia nel volume della collana intitolata a Mario Arcelli che unì nel corso della sua vita laboriosa alla riflessione economica una profonda passione politica e un costante impegno europeistico.

gli

Roma, 8 aprile 2020.

Sulla storia e l'evoluzione della moneta unica europea ha pesato una contraddizione di fondo: tra chi la pensava come strumento per accelerare l'unità politica dell'Europa e chi la vedeva solo come meccanismo per assicurare un regime di cambi fissi inattaccabile dalla speculazione. L'euro è tuttora incompleto e sembra destinato a restare tale, generando dualismi e squilibri crescenti tra le economie che ne fanno parte.

Nella fase iniziale del processo di integrazione europea l'opzione della moneta unica non si pose come un traguardo concreto da perseguire e da raggiungere entro uno specifico arco di tempo. Era evidente che si trattava del passo conclusivo del processo di integrazione europea, del coronamento dell'intero progetto, da realizzarsi quando fosse maturata la

possibilità di costituire una federazione politica fra gli Stati europei, cioè gli Stati Uniti d'Europa. Dunque non poteva indicarsi una data nella quale questo complesso percorso politico avrebbe potuto concludersi. Nello stesso tempo, non vi era una esigenza concreta di assicurare quella stabilità dei tassi di cambio fra i paesi membri della Comunità europea che una moneta comune avrebbe garantito, giacché il sistema internazionale era allora basato sugli accordi di Bretton Woods che prevedevano cambi fissi (anche se aggiustabili con l'accordo del Fondo monetario nel caso di squilibri "fondamentali"), e dunque vi era quella sostanziale certezza dei tassi di cambio interni alla nascente area economica europea che era una premessa necessaria per la creazione e l'esistenza di un grande mercato unico europeo.

Il problema della stabilità dei cambi

Il problema del regime dei cambi all'interno della Comunità europea cominciò a porsi come un tema concreto solo a partire dalla seconda metà degli anni Sessanta, quando il sistema di Bretton Woods mostrò le prime difficoltà e le prime crepe. Esso divenne un problema impellente dopo l'agosto del 1971, quando gli Stati Uniti dichiararono unilateralmente l'inconvertibilità del dollaro in oro (che era uno dei punti fondamentali su cui si basavano gli accordi di Bretton Woods) e soprattutto dopo la decisione americana del 1973 di abbandonare definitivamente il sistema dei cambi fissi in favore di un regime di cambi fluttuanti. In quel momento la Comunità europea, che era impegnata nello sforzo di costruzione di un ampio mercato comune al proprio interno, fu costretta a porsi il problema se accettare anche al proprio interno un regime di cambi fluttuanti o se cercare di organizzare un regime di cambi fissi (o almeno tendenzialmente fissi) al proprio interno, pur in un mondo che ormai aveva adottato i cambi fluttuanti.

Il piano proposto dal Comitato presieduto dal premier lussemburghese Pierre Werner nel 1970 fu il segno che la

scelta europea andava tendenzialmente nella seconda direzione, cioè in quella di garantire che all'interno del mercato comune i cambi fossero tendenzialmente fissi. Il documento conclusivo del Comitato Werner delineò il passaggio, entro un decennio, alla moneta unica attraverso un percorso in tre tappe, la prima delle quali prevedeva l'adozione da parte dei paesi membri di un regime di cambi fissi.

Il progetto si scontrò ben presto con la difficoltà di mantenere fissi i cambi reciproci fra i paesi membri in presenza di tassi di crescita, di dinamiche inflazionistiche e di andamenti delle bilance dei pagamenti diversi fra loro e delle conseguenti opportunità che tali andamenti divergenti offrivano alla speculazione finanziaria, resa più potente dal progressivo venir meno dei controlli e delle limitazioni alla libera circolazione dei capitali.

Nel dicembre 1978 venne adottato – mediante un accordo fra gli Stati europei denominato Sistema monetario europeo – un regime di cambi fissi rafforzato da una garanzia diretta che la stabilità dei cambi sarebbe stata un obiettivo comune ai paesi in deficit e a quelli in surplus. Tuttavia, anche questo meccanismo rafforzato si rivelò incapace di reggere l'urto della speculazione, anche perché nel pieno di una delle periodiche crisi prodotte dalla speculazione la Bundesbank dichiarò apertamente che non si considerava vincolata all'impegno preso per suo conto dal governo tedesco di intervenire a sostegno delle valute in difficoltà. In quel momento, nel 1992, le monete in difficoltà erano la lira, la sterlina e tendenzialmente il franco francese, cui tuttavia la Bundesbank prestò l'aiuto necessario per fronteggiare la speculazione rifiutato all'Italia e alla Gran Bretagna, che furono di conseguenza costrette ad abbandonare lo Sme.

Nel corso degli anni Ottanta e all'inizio degli anni Novanta i riallineamenti dei cambi furono frequenti e diedero origine a uno stato di fibrillazione nei rapporti fra i paesi membri, alimentato dal sospetto che gli adeguamenti dei tassi di cambio venissero in qualche caso utilizzati per la promozione delle esportazioni, e fossero quindi strumenti per distorcere la competitività fra i vari paesi.

Il Comitato Delors e i primi passi verso una moneta unica

Queste esperienze indussero a ritenere che un regime di cambi fissi fosse sostanzialmente incompatibile con la libertà dei movimenti di capitale e che solo l'adozione di una moneta unica avrebbe potuto garantire il mantenimento nel tempo dei rapporti di cambio fra le valute dei paesi della Comunità europea. Mentre, infatti, un regime di cambi fissi era soggetto agli attacchi della speculazione, la decisione di fissare definitivamente e irrevocabilmente i cambi fra le monete del sistema – cioè l'adozione di una moneta unica – avrebbe reso impossibile l'opera dirompente della speculazione. I sostenitori della tesi che lo sbocco finale del processo di integrazione economica europea dovesse essere la creazione di una unità politica di tipo federale in Europa videro nella moneta unica la possibilità di accelerare questo processo con una inversione del percorso: mentre all'inizio si era ritenuto che l'unione politica fra gli Stati europei avrebbe consentito (e implicato) una moneta unica, ora si ritenne che il passaggio alla moneta unica avrebbe reso indispensabile, e quindi avrebbe provocato o concorso a provocare, il difficile passo in avanti nell'integrazione politica europea.

Nella riunione di Hannover del giugno 1988, il Consiglio europeo dei capi di Stato e di governo decise l'istituzione di un Comitato per lo studio «delle tappe concrete che dovranno portare all'unione monetaria» e ne affidò la presidenza all'allora presidente della Commissione, Jacques Delors. Questi incluse nel Comitato, oltre ad alcuni economisti, tutti i governatori o presidenti delle banche centrali dei paesi membri. In quel momento le banche centrali erano in maggioranza contrarie o largamente ostili al progetto della moneta unica europea. In particolare lo era la Bundesbank, che rifletteva le preoccupazioni tedesche che una moneta unica avrebbe potuto comportare prima o poi la messa in comune dei debiti degli Stati membri e che avrebbe in ogni caso limitato la completa libertà di movimento che la Germania, in quanto paese leader in Europa, aveva in quegli anni sul terreno delle politiche monetarie. Una moneta unica comportava un'unica politica monetaria; quindi, in pre-

senza di situazioni economiche e di esigenze fra loro diverse, l'adozione di una politica monetaria "mediana" fra le diverse situazioni esistenti in seno alla Comunità europea avrebbe potuto comportare l'adozione di politiche non del tutto collimanti con gli interessi della Germania.

L'abilità di Delors fu di evitare che queste obiezioni "politiche" potessero trovare espressione nel dibattito in seno al Comitato. Ottenne questo risultato sostenendo che la scelta di muovere verso una moneta unica europea era una decisione politica che era e sarebbe sempre stata di esclusiva pertinenza dei capi di Stato e di governo. Al Comitato da lui presieduto spettava "soltanto" il compito di definire "quale" dovesse essere l'assetto del sistema monetario europeo nel caso di una decisione positiva degli Stati e dei governi circa la moneta unica. I governatori e i presidenti delle banche centrali convennero agevolmente che in quel caso la soluzione migliore sarebbe stata quella di adottare lo schema tedesco, cioè una banca centrale del tutto indipendente dal potere politico, guidata nelle sue scelte dall'obiettivo esclusivo, o quantomeno largamente predominante, di assicurare la stabilità dei prezzi. Così, nella primavera del 1989, il Comitato Delors poté concludere all'unanimità i propri lavori, delineando un processo in tre tappe e una banca centrale con compiti e strutture mutate dalla Bundesbank.

Gli effetti paradossali del crollo del Muro

Difficile dire se il progetto avrebbe avuto una concreta realizzazione se non fosse intervenuto, pochi mesi dopo la presentazione dei risultati dei lavori del Comitato Delors, l'evento storico della caduta del Muro di Berlino. La Francia – ma anche altri paesi europei – temette che la riunificazione tedesca avrebbe avuto la conseguenza di incoraggiare la Germania ad abbandonare il progetto dell'unificazione europea e di farla sentire libera di muoversi autonomamente nel nuovo panorama dell'Europa post-comunista. Per questo motivo tali paesi videro nell'adozione della moneta unica il modo per vincolare definitivamente la Germania al progetto europeo. Così nel 1990 vennero

convocate due conferenze intergovernative: una per definire le tappe verso la moneta unica, l'altra per indicare i passi politico-istituzionali che avrebbero dovuto accompagnarne la creazione.

La prima conferenza, potendo avvalersi del lavoro compiuto dal Comitato Delors, riuscì agevolmente a delineare il progetto dell'Unione monetaria europea (Ume), poi recepito nel testo del Trattato di Maastricht del febbraio 1992; la conferenza "politica" stentò invece a produrre risultati significativi che avrebbero inciso ulteriormente nella sovranità degli Stati membri. Questo obiettivo, periodicamente ribadito, si è dimostrato di fatto irraggiungibile nei trent'anni trascorsi da quel momento.

In realtà in questa vicenda vi è un paradosso storico: la caduta del Muro di Berlino ha impresso al sistema europeo due impulsi contraddittori. Da un lato, ha spinto verso l'accelerazione dell'unione politica, considerata come l'unico modo certo per legare definitivamente i paesi europei fra loro, e ha portato a considerare l'adozione di una moneta unica come un passo indispensabile in tal senso. Dall'altro, la fine del comunismo e dell'Unione Sovietica ha fatto venir meno uno dei collanti principali (forse il collante principale) del processo di integrazione europea, cioè la necessità per i paesi europei di rinunciare ad ampie quote della propria sovranità pur di costituire un fronte solido contro la minaccia costituita dall'esistenza stessa dell'Unione Sovietica.

In sostanza, la decisione di creare una moneta unica presuppone o comunque richiede una forte unità politica, mentre la scomparsa del pericolo esterno fa percepire come meno impellente la necessità dell'unione fra i paesi membri. La Guerra fredda avrebbe agevolato le cessioni di sovranità richieste dall'introduzione della moneta unica. Realizzata dopo la fine della Guerra fredda, la moneta unica non è stata accompagnata dalle cessioni di sovranità che essa implica.

Due visioni contrapposte

La decisione di accelerare il passaggio alla moneta unica pose fine (provvisoriamente) a una discussione che aveva visto con-

trapporsi nel tempo due diverse visioni delle condizioni economico-finanziarie necessarie alla sua realizzazione. Per alcuni paesi – e fra questi la Germania e altri che tendono a condividerne le visioni economiche di fondo – l'adozione della moneta unica avrebbe dovuto avere luogo solo fra paesi che avessero strutture economiche e finanziarie piuttosto omogenee fra loro. Di conseguenza, l'ammissione alla moneta unica non poteva essere fatta discendere semplicemente dal fatto di appartenere all'Unione europea. Da questo l'insistenza sui cosiddetti parametri da valutare al momento di decidere quali paesi avrebbero potuto adottare la moneta unica e sulle regole, più o meno rigide, circa i criteri di formazione dei bilanci degli Stati membri.

Per altri – e in particolare per i francesi – sarebbe stata l'adozione della moneta unica a generare un salutare processo di omogeneizzazione fra i paesi membri. La variante italiana di questa idea fu la teoria di Guido Carli, di Carlo Azeglio Ciampi e altri, che l'esistenza di un vincolo esterno potesse essere l'unico meccanismo efficace per imprimere una svolta all'andamento e alla gestione dell'economia italiana.

La moneta unica ha segnato un drastico trasferimento di sovranità in campo monetario dalle autorità nazionali a un'autorità indipendente che è la Banca centrale europea. Doveva essere il primo passo di un trasferimento complessivo dal livello nazionale al livello europeo di responsabilità delle politiche economiche, e in particolare delle politiche di bilancio. Questo non è stato e non sarà ancora per molto tempo possibile perché gli Stati nazionali sono gelosi dei loro residui poteri in questo campo.

La Germania e i paesi della sua area di influenza politica e culturale pensano che lo strumento del bilancio non possa essere utilizzato a fini di politica economica se non entro limiti molto ristretti. I paesi del Sud Europa temono che una centralizzazione delle politiche di bilancio li sottoporrebbe inevitabilmente a restrizioni ancora più marcate di quelle che sono stati costretti ad accettare per via dei parametri di ingresso nella terza fase dell'Ume e del susseguente Patto di Stabilità e sue integrazioni.

Mentre in genere si ritiene che la moneta unica implichi di fatto una soluzione politica federale (e fu questa preoc-

cupazione a spingere il governo inglese di Margaret Thatcher e poi di John Mayor a chiedere la possibilità di non partecipare al progetto dell'Ume), talvolta si sostiene che in realtà l'adozione di una moneta unica non comporti necessariamente un'unità politica che investa quantomeno le politiche relative al bilancio dello Stato dei paesi membri. Chi sostiene questa tesi – e cioè che la moneta unica possa essere “soltanto” un accordo sull'adozione di tassi di cambio fissi, che protegga dai rischi che la speculazione possa comunque cercare di influire sulle posizioni relative dei vari paesi membri – argomenta che in fondo l'euro potrebbe servire gli scopi dell'Europa così come a suo tempo essi furono serviti dall'accordo di Bretton Woods.

Questa tesi, tuttavia, ignora la considerazione che la debolezza del meccanismo di Bretton Woods – e quindi la sua fine nel giro abbastanza breve (sotto il profilo storico) di soli 25 anni – fu dovuta proprio alla sua incompletezza. Come si sa dalla ricostruzione delle discussioni che precedettero e accompagnarono la Conferenza di Bretton Woods, nel progetto di John Maynard Keynes era previsto che la responsabilità e l'onere di ricostituire l'equilibrio delle bilance dei pagamenti fossero ripartiti fra i paesi debitori e i paesi creditori: i primi avrebbero dovuto impegnarsi a contenere la domanda interna, i secondi avrebbero dovuto fare uso dei surplus di bilancia dei pagamenti procedendo a maggiori acquisti dall'estero. A questo fine Keynes aveva escogitato un meccanismo di progressiva perdita di valore delle riserve accumulate dai paesi in surplus qualora non fossero utilizzate, che avrebbe garantito una certa simmetria degli obblighi.

Il progetto di Keynes – duramente contrastato dagli americani che allora godevano di un forte surplus di bilancia dei pagamenti e non tolleravano l'idea di essere obbligati a disfarne a beneficio di paesi (come la Gran Bretagna) che «volevano continuare a vivere al di sopra dei loro mezzi» – fu respinto. Bretton Woods non prevede meccanismi di cooperazione fra paesi creditori e paesi debitori mirati a riportare il sistema verso un accettabile equilibrio. L'onere dell'aggiustamento fu lasciato solo sui debitori e comprendeva anche la possibilità di rivedere le parità ufficiali, cosa che nel sistema

della moneta unica europea non è possibile. E quando la bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti andò in deficit, i paesi creditori non ebbero obblighi di cooperare al suo riequilibrio e chiesero di convertire le proprie riserve di dollari in oro. Fino al collasso del sistema.

Una moneta incompleta

Dunque, sia nella versione più ambiziosa di una moneta per uno Stato (nascente), sia nella versione più asettica di una moneta che sia solo un meccanismo per assicurare un sistema di cambi fissi inattaccabile dalla speculazione, l'euro è incompleto; è destinato, almeno allo stato delle cose, a restare tale ed è quindi causa di squilibri crescenti, cioè di dualismi, fra le economie degli Stati che ne fanno parte. Il persistente rifiuto delle classi dirigenti europee di prendere il problema in considerazione, anzi il rifiuto di considerarlo un problema, ha contribuito fortemente al discredito presso le opinioni pubbliche delle istituzioni europee e dello stesso processo di integrazione europea.

La nuova Commissione europea – rinnovata profondamente anche per effetto della paura che la crescita di movimenti populistici in molti paesi europei potesse spingere a nuove rotture dopo quella, gravissima per l'Europa, della Gran Bretagna – è certamente ricca di personalità interessanti, a cominciare dalla sua presidente Ursula von der Leyen, e ha manifestato la volontà di cambiare profondamente atteggiamento rispetto ai problemi europei. E tuttavia è lecito chiedersi se essa sia in condizioni di incidere sul nodo politico della moneta unica, di muovere nella direzione di un completamento almeno nel senso di Bretton Woods degli accordi monetari. È facile esprimere un auspicio in tal senso: più difficile è andare oltre e formulare una previsione ottimistica, anche perché il fallimento dell'attacco mosso dai partiti populistici indurrà un certo senso di minore urgenza per quello che riguarda le riforme da fare. Per questo la cautela è d'obbligo e la prognosi rimane ancora riservata. Questa prognosi comporta una conseguenza per quanto

riguarda il nostro paese. Scartata, come è inevitabile per i rischi di conseguenze finanziarie assai gravi e di portata sostanzialmente incalcolabile, la proposta che viene dalle destre di un abbandono unilaterale dell'Ume da parte dell'Italia; messa da parte la speranza di una ridefinizione delle regole della moneta unica più favorevole ai paesi debitori; riconosciuto che il progressivo aumento del rapporto debito-pil non potrà che portare a una crisi – di cui è imprevedibile il momento, ma è certa l'occorrenza – del debito pubblico, diviene indispensabile un progetto di risanamento finanziario del paese che sia anche un progetto di rilancio della sua crescita. La formulazione di questo progetto e la creazione delle condizioni per la sua realizzazione dovrebbero divenire la priorità fondamentale della politica italiana fin dai prossimi mesi.

Riflessioni eretiche di un economista eterodosso su mobilità internazionale e funzione sociale del capitale

di Enrico Bellino*

Ci è stato insegnato che qualunque paese trae sempre un beneficio nel momento in cui si apre al commercio internazionale. In particolare si insegna che è meglio che un paese si specializzi nella produzione di quei beni dove esso risulta più efficiente e importi quelli nei quali è meno efficiente. In questo modo nessun paese rimane escluso dalle relazioni internazionali: esportando i beni nei quali si specializza, riuscirà sempre a importare i beni la cui produzione interna viene ridotta o dismessa. Questo è il cosiddetto *principio dei vantaggi comparati*, e risale all'economista classico David Ricardo. Questo principio vale anche per quei paesi che sono meno efficienti in tutte le produzioni, cioè inefficienti *in senso assoluto*: in tal caso è meglio che il paese più efficiente in senso assoluto si specializzi nella produzione dei beni nei quali è maggiormente efficiente e il paese meno efficiente in senso assoluto si specializzi nella produzione di quei beni in cui esso risulta meno inefficiente. Anche in questo caso nessun paese viene escluso dal commercio internazionale, neanche quello meno efficiente in assoluto: ciascun paese riesce sempre ad avere così i mezzi per importare i beni la cui produzione interna è ridotta o dismessa.

* Ringrazio Maria Luisa Maruti, Mario Morroni e Davide Romaniello per i commenti a una versione precedente di questo scritto.

Gli economisti neoclassici hanno poi “generalizzato” il principio di Ricardo in un “teorema”, nel quale la differenza fra i paesi risiede non già nella tecnologia (nel mondo dei neoclassici tutti i paesi hanno accesso alla stessa tecnologia), ma alle dotazioni dei fattori produttivi (lavoro, terra e “capitale”): è conveniente che ciascun paese si specializzi nella produzione di quei beni che utilizzano in maniera più intensiva i fattori produttivi che sono relativamente più abbondanti. Anche in questo caso non c’è rischio che un paese rimanga escluso dal commercio internazionale: anche il paese con minori dotazioni di risorse in assoluto avrà sempre i mezzi con cui importare i beni la cui produzione vengono ridotte o dismesse. Soltanto che Ricardo, che era uomo di mondo, si era accorto che l’apertura al commercio internazionale è sempre mutualmente vantaggiosa a una condizione: l’assenza di mobilità internazionale dei capitali. Scriveva infatti:

L’esperienza mostra, per altro, che il difetto immaginario o reale, di sicurezza del capitale, ove questo non sia sotto il diretto controllo del proprietario, con la naturale avversione che ogni uomo prova all’idea di lasciare la nazione ov’è nato ed ha stretto rapporti, e ad avventurarsi, con tutte le abitudini che ha contratto, a vivere sotto un governo straniero e l’impero di leggi nuove, costituisce un ostacolo all’emigrazione del capitale. Questi sentimenti, ch’io sarei dolente di vedere affievolirsi, inducono molti possessori di capitali a star paghi del basso saggio di profitto che percepiscono in patria anzi che cercare in nazioni straniere un impiego più vantaggioso per la loro ricchezza (Ricardo, 1817, pp. 91-92).

Ma noi viviamo in un mondo dove il capitale è inequivocabilmente mobile tra i vari paesi. E la *tendenza* alla possibile concentrazione degli investimenti in uno (o in un sottoinsieme) di paesi – quelli che permettono di ottenere saggi di profitto più elevati in assoluto – non può essere esclusa. Negli altri paesi, di conseguenza, si osserverebbe una *tendenza* alla progressiva *desertificazione* del proprio sistema produttivo. Se per capacità tecnologiche o per salari sufficientemente contenuti un paese è nelle condizioni di produrre tutti i beni a costi inferiori esso per-

metterà di ottenere saggi di profitto più elevati in tutte le produzioni. Esso tenderà così ad attirare investimenti da tutto il mondo e ad accentrare tutte le produzioni¹.

Ovviamente la completa *concentrazione* delle produzioni in un paese e la completa *desertificazione* di un altro sono uno scenario che non potrà mai presentarsi, almeno in questa forma estrema. Qualche fenomeno che contrasta, almeno parzialmente, questa tendenza entrerà ovviamente in funzione prima che un'economia si trovi a essere completamente desertificata dal punto di vista economico. Al di là del fatto che non tutte le produzioni possono essere delocalizzate (si pensi, ad esempio, ad alcuni tipi di servizi, come i servizi alla persona, o le attività turistiche) la disoccupazione emergente dalla progressiva dismissione delle attività produttive eserciterà una sempre maggiore pressione verso il basso sui salari. E non è forse questa una tendenza che abbiamo osservato nel corso degli ultimi 20-30 anni nelle economie europee, spesso sostenuta e giustificata per perseguire la "competitività internazionale"? In questo modo interi settori produttivi sono stati completamente eradicati dalle economie occidentali, in quanto sovrastati da produzioni a costi inferiori. Si sono perse così competenze, capacità, conoscenze e quindi anche nuove possibilità di crescita future. Certo, molti dei beni che consumiamo oggi sono prodotti a costi inferiori e costa meno acquistarli. Ma abbiamo colto appieno tutte le dimensioni di questa "efficienza", sul cui altare è stata sacrificata tanta potenziale ricchezza, presente e futura? Una dimensione dell'efficienza è certamente quella di produrre a costi inferiori. Ma, a parità di tecnologia, maggior efficienza significa anche sia salari e stipendi più bassi (e quindi quantità di beni consumati dai lavoratori dipendenti inferiori), sia minori livelli

¹ In pochi, a conoscenza di chi scrive, hanno evidenziato questa possibilità. Un primo contributo è stato proposto da Antony Brewer (1985), che ha analizzato la questione in un modello dove i beni sono prodotti soltanto mediante lavoro e il capitale è costituito dai salari "anticipati" ai lavoratori. Parinello (2010) ha esteso i risultati al caso di un'economia con un bene capitale e un bene di consumo. Bellino e Fratini (2019) hanno generalizzato lo schema a un numero qualsiasi di merci.

occupazionali. Infatti, la ricerca spasmodica della riduzione dei costi dimentica l'altro lato della medaglia di ciò che un'attività produttiva è. Non è solo un'attività con la quale si producono i beni; è anche una attività con cui ci si guadagna da vivere. Ci è stato detto che la globalizzazione avrebbe avvantaggiato tutti perché avrebbe fornito i beni a costi sempre più bassi; ma non governando questo cambiamento si sono ottenuti – sì – beni a costi inferiori (e forse anche di qualità inferiore, ma questo aprirebbe un altro problema), ma un numero sempre più basso di persone è in grado di godere dei benefici di questa redistribuzione internazionale della produzione, sia per i ridotti redditi individuali, sia per i ridotti livelli occupazionali. Peraltro, un interessante lavoro di tre giovani colleghi (Crespo, Dvoskin e Ianni, 2019) ha mostrato che se un paese impiega mezzi di produzione (cioè beni capitale) prodotti all'estero si determina un limite inferiore positivo al costo delle merci prodotte nel paese stesso. Questo significa che neanche la deflazione salariale riuscirebbe a rendere competitive le produzioni di questi paesi e a prevenirne l'esclusione dai commerci internazionali.

È sorprendente osservare come la letteratura economica prevalente non abbia saputo considerare questi aspetti². Più che un incremento delle relazioni internazionali di natura *commerciale* (importazioni ed esportazioni) è il cospicuo incremento della *mobilità internazionale dei capitali* che appare alla base degli squilibri sopra descritti. Come si è arrivati a esso? Un rapido *excursus* degli elementi alla base della teoria economica prevalente può aiutarci a cogliere l'origine del problema. Secondo la visione dominante, quella neoclassica, riconducibile in origine a Léon Walras, ciascun mercato opera come un banditore d'asta, che varia il prezzo (verso l'alto o il basso a seconda che ci sia eccedenza di domanda o di offerta) fino a quando la domanda uguaglia l'offerta. In questo modo i “prezzi” dei beni diventano indicatori della loro scarsità relativa. Tale logica è poi estesa dai neoclassici anche alle risorse produttive, terra, lavoro e capitale, le cui remunerazioni sono state interpretate come i “prezzi” per l'uso di questi fattori.

² Da questa lacuna va escluso David Ricardo, come dimostra la citazione riportata precedentemente.

La flessibilità dei prezzi dei beni e delle remunerazioni dei fattori porta ciascun mercato all'equilibrio fra domanda e offerta. Sul mercato di ciascun fattore produttivo si dovrebbe così realizzare la piena occupazione: in equilibrio dovrebbe prevalere quel prezzo in corrispondenza del quale la quantità domandata e la quantità offerta coincidono. Se una parte del fattore non è occupata si tratta di una scelta volontaria di coloro che lo possiedono: al prezzo di equilibrio non desiderano offrirne una quantità maggiore.

È stato poi dimostrato che sotto certe condizioni ideali, gli equilibri concorrenziali sono *efficienti* secondo una definizione data da Vilfredo Pareto; questo risultato è diventato noto come “primo *teorema* dell'economia del benessere”. In base a questa definizione di efficienza la distribuzione delle risorse produttive fra le diverse attività economiche è tale per cui non ci sono sprechi: una qualunque “ri-allocazione” migliorativa per almeno un soggetto è “peggiorativa” per almeno un altro. I prezzi diventano così gli “allocatori ottimi” delle risorse. Su questa base si è diffusa l'idea per cui il conseguimento della concorrenza è *sempre* desiderabile dal punto di vista sociale, in quanto essa garantisce l'efficienza. Più recentemente, a partire diciamo dagli anni 80 in poi, questa visione è stata estesa ad altri contesti, tra cui quello della finanza, sia a livello teorico che pratico: questo passaggio teorico ha avuto conseguenze profonde su diversi meccanismi istituzionali internazionali³. Però, al di là del fatto

³ Ciclicamente nella storia economica si sono osservati atteggiamenti diversi a riguardo della mobilità dei capitali. La legge bancaria americana del 1933, nota col nome di Glass-Steagall Act, aveva introdotto diverse forme di controllo sui movimenti di capitale, al fine di controllare i fenomeni di instabilità finanziaria che causarono la crisi del '29. Negli accordi di Bretton Woods stipulati alla fine della Seconda guerra mondiale diversi vincoli alla circolazione internazionale dei capitali furono introdotti al fine di controllare le possibili fonti di instabilità economica nei rapporti commerciali e finanziari internazionali. Dopo la fine di questi accordi, ma soprattutto a partire dalla seconda metà gli anni Settanta, si fece più strada il pensiero che fosse necessario superare questi sistemi di vincoli e favorire processi di deregolamentazione economica. Nel 1992 il Trattato di Maastricht istituzionalizza la libertà di movimento dei capitali ponendola a fondamento, insieme alle altre due libertà fondamentali (movimento di persone e merci) all'interno dell'Unione europea; nel 1999 gli Usa abrogavano il Glass Steagall Act.

che nei sistemi economici reali le condizioni previste dalla teoria affinché la concorrenza sia efficiente non sono mai soddisfatte, l'estensione della logica dei mercati concorrenziali alla finanza non è giustificabile teoricamente, neanche secondo la logica walras-paretiana: l'efficienza è dimostrata per quei contesti nei quali le risorse sono disponibili in quantità *limitata*, cioè sono scarse.

Ebbene, la finanza è un ambito nel quale le risorse possono anche diventare disponibili in quantità illimitate (la liquidità, le attività finanziarie, i titoli derivati, ecc. possono in diversi casi essere emessi da soggetti pubblici e privati in qualunque ammontare si voglia, senza dover rispettare necessariamente un ancoraggio a grandezze fisiche finite). Il primo teorema dell'economia del benessere non è pertanto *logicamente* applicabile in questo caso. Evidentemente non è stata prestata sufficiente attenzione a questo particolare quando, volendo aumentare la concorrenza nel mercato dei capitali, si sono attuate le numerose liberalizzazioni di carattere finanziario degli ultimi decenni. Probabilmente è la stessa concezione neoclassica di capitale come "fattore di produzione" che ha tratto in inganno⁴. Infatti an-

⁴ Diverse difficoltà logiche concernenti la nozione di capitale erano state evidenziate chiaramente da un gruppo di economisti legati alla tradizione sraffiana e neoricardiana a partire dagli anni Sessanta. In particolare è emerso chiaramente come il capitale non possa costituire un "fattore di produzione" (così come lo sono il lavoro e la terra) il cui prezzo d'uso svolga il ruolo di allocatore ottimo. In primo luogo, infatti, il capitale non è una grandezza misurabile in termini fisici (quindi la "quantità" o "dotazione" di capitale non può essere presa per data per determinare i prezzi e le allocazioni di equilibrio); inoltre il suo impiego non varia necessariamente in maniera inversa rispetto al saggio di profitto (la funzione di domanda di capitale non è necessariamente decrescente). Il saggio di profitto perde così il suo ruolo di allocatore ottimo del capitale e, di conseguenza, il salario non può svolgere il ruolo di allocatore ottimo della forza lavoro. Ben lungi dall'essere disquisizioni analitiche svincolate dalla realtà, queste considerazioni avevano mostrato la necessità *logica* (attenzione: "logica", non "ideologica") di abbandonare la spiegazione di salari, profitti e rendite in termini di domanda e offerta dei fattori produttivi. Alcuni economisti neoclassici, onestamente, avevano riconosciuto la validità di queste critiche (senza però trarne tutte le conseguenze necessarie). Col passare degli anni però esse sono state dapprima relegate come "avvertimenti" nelle note a piè di pagina, e poi totalmente ignorate.

ziché essere un “fattore di produzione” la cui scarsità relativa genera un alto saggio di profitto il capitale è un ammontare di potere d’acquisto che si rende disponibile laddove il saggio di profitto è più elevato. Gli economisti classici del passato (Smith, Ricardo e Marx) avevano ben chiaro questo aspetto, che è presente nella ripresa moderna dell’approccio classico seguita all’opera di Piero Sraffa (1960). In questo filone teorico, alternativo all’economia neoclassica, il capitale appunto è visto come un ammontare di valore che si materializza in un determinato insieme di beni capitale, la cui presenza rende possibile la produzione e, di conseguenza, l’occupazione della forza lavoro. In questo senso, potremmo dire che capitale e lavoro sono complementari fra loro, e non sostitutivi⁵. Ciò evidenzia la funzione importante che svolge il capitale, sia dal punto di vista economico che dal punto di vista sociale! La presenza del capitale è una condizione necessaria affinché ci siano posti di lavoro.

Il capitale è dunque un elemento importante dei sistemi economici, che non va demonizzato, ma che non va neanche deificato. Chi lo possiede (singolo individuo, istituzione privata o pubblica) ha una responsabilità grande nei confronti di tutta la società. Le liberalizzazioni dei movimenti internazionali di capitale attuate negli ultimi decenni ne hanno reso possibile in diversi casi l’accumulazione fisica a fini produttivi laddove esso era necessario, ma hanno anche dato luogo a fenomeni di deresponsabilizzazione collettiva, facilitando la fuga dei capitali verso i cosiddetti paradisi fiscali e rendendo possibile l’uso del capitale a fini puramente speculativi e totalmente slegati dalle attività produttive. Non è affatto chiaro che cosa si possa fare ora per rimediare a questo stato di cose. È sicuramente questa però una delle sfide che le istituzioni economiche nazionali e soprattutto sovranazionali dovranno affrontare nel prossimo futuro per reimmettere l’economia mondiale su un percorso umana-

⁵ Questo non esclude, evidentemente, la possibilità che uno o più beni capitale possano essere sostitutivi della forza lavoro, a seconda delle circostanze economiche; tuttavia qui stiamo parlando del “capitale” considerato nel suo insieme, cioè come valore che si materializza in un dato insieme di beni capitale.

mente sostenibile. Come economisti non possiamo esimerci, a mio avviso, di sforzarci di indirizzare i nostri studi in direzioni alternative a quella dominante.

Riferimenti bibliografici

- Bellino E., Fratini S. (2019), *Absolute Advantages and Capital Mobility in International Trade Theory*, Centro Sraffa Working Papers, n. 38, November.
- Brewer A. (1985), *Trade with Fixed Real Wages and Mobile Capital*, in «Journal of International Economics», 18, pp. 177-86.
- Crespo E., Dvoskin A., Ianni G. (2019), *Exclusion in Ricardian Trade Models*, Centro Sraffa Working Papers, n. 39, December.
- Parrinello S. (2010), *The Notion of National Competitiveness in a Global Economy*, in J. Vint, J.S. Metcalfe, H.D. Kurz, N. Salvadori, P.A. Samuelson (a cura di): *Economic Theory and Economic Thought. Essays in Honour of Ian Steedman*, Routledge, London-New York.
- Ricardo D. (1817), *On the Principles of Political Economy and Taxation*, John Murray, London; edizione utilizzata: *Principi di economia politica e dell'imposta*, a cura di P.L. Porta, traduzione italiana di A. Bagiotti, Utet, Torino.
- Sraffa P. (1960), *Produzione di merci a mezzo di merci. Premesse a una critica della teoria economica*, Einaudi, Torino.

Le catene globali del valore e la logistica internazionale al tempo del Covid-19

di Francesco Timpano*

Introduzione

La vicenda del Covid-19 ha messo fortemente in evidenza il forte grado di interrelazione delle economie mondiali. Il virus si è propagato dal focolaio iniziale di Wuhan verso il resto del mondo seguendo un percorso fortemente correlato con la mobilità delle persone legate a motivi economici¹. La chiusura delle frontiere alla mobilità internazionale è stato uno dei primi provvedimenti per arginare una diffusione aggressiva del virus. La crisi economica che ne è scaturita ha avuto come ulteriore manifestazione le tensioni sui mercati internazionali delle produzioni strategiche nella fase acuta dell'emergenza sanitaria, le tensioni sui prezzi di un numero rilevante di materie prime e produzioni agricole e la rottura di numerose catene del valore, causata dai *lockdown* differenziati nei diversi paesi. In particolare quest'ultima evidenza ha messo in risalto la sensibilità delle catene lunghe del valore a eventi estremi come la pandemia e il *lockdown* che ne è seguito.

* Centro studi di Politica economica e monetaria (Cespem) e Dipartimento di Scienze economiche e sociali, Dises, Università Cattolica del Sacro Cuore di Piacenza e Cremona, mail: francesco.timpano@unicatt.it.

¹ Le prime ricostruzioni attraverso l'analisi genomica permettono di legare i casi che si sono manifestati a Wuhan con i primi casi in Germania e in Italia.

Gli effetti economici delle crisi pandemiche e della crisi del Covid-19

L'attuale crisi pandemica si sta rilevando un *unicum* della storia recente dell'umanità. Le precedenti crisi sanitarie si sono risolte con danni limitati e soprattutto con un impatto sostanzialmente regionale, ma possono dare un utile riferimento per i possibili effetti di questa crisi.

Le ultime tre pandemie riconosciute dall'Oms sono state quella Hiv/Aids dal 1981², l'influenza A H1N1 del 2009-'10 (influenza suina)³ e il Covid-19. Nel 2002-2003 si è sviluppata dalla Cina la Sars⁴ che fu un'epidemia molto temuta, ma non trasformata formalmente in pandemia. A essa seguì nel 2012 la Mers-Cov⁵. Gli altri recenti episodi epidemici⁶ hanno avuto una portata di impatto anche maggiore delle pandemie e i costi economici sono stati misurati in alcuni studi⁷ e le stime sull'impatto delle diverse pandemie ed epidemie sono riprodotte nella figura 1.

La caratteristica di questa nuova crisi pandemica risiede nel fatto che l'espansione mondiale del contagio è avvenuta con una modalità che, per le caratteristiche dello stesso, ha richiesto un susseguirsi di decisioni di rallentamento e talvolta di interruzione delle attività economiche che hanno colpito sequenzialmen-

²L'epidemia Hiv/Aids, che probabilmente partì dal Camerun, fece tre milioni di vittime (Stime Unaid) e fu rallentata con una terapia farmacologica, ma è ancora contagiosa.

³L'epidemia A H1N1 originò in Messico, si estese in due mesi in 80 paesi. Si chiuse nel 2010 con 1,6 milioni di casi e oltre 18 mila morti nel mondo (https://www.who.int/csr/don/2010_08_06/en/).

⁴La Sars ha determinato circa 8 mila casi e 774 morti (https://www.who.int/csr/sars/country/table2004_04_21/en/).

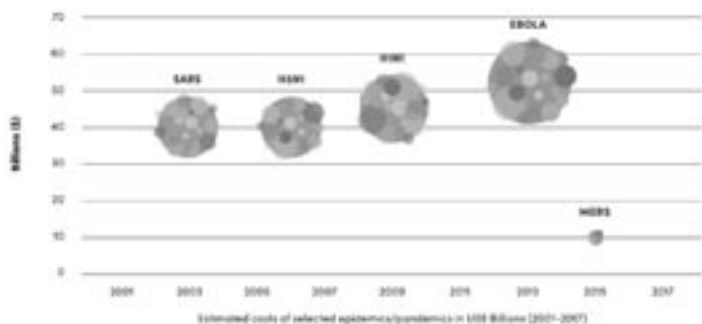
⁵L'epidemia Mers-Cov si manifestò nel 2012 in Arabia Saudita e sembra poter essere molto più letale della Sars, cui fu collegata successivamente.

⁶Si tratta di Ebola nel 2013 con quasi 29 mila casi e 13 mila decessi con primo focolaio in Guinea e di H5N1 (influenza aviaria), forse la più temuta per l'alta potenzialità di trasmissione all'uomo (prima di Covid) ma con tassi di letalità ben più alti.

⁷GPMB, 2019 (https://apps.who.int/gpmb/assets/annual_report/GPMB_annualreport_2019.pdf).

te i paesi che sono stati aggrediti dal contagio, fino a estendersi praticamente a tutti i paesi sia del continente europeo che del continente americano dopo le prime manifestazioni nel continente asiatico.

Figura 1. Impatto delle pandemie (Gpmb, 2019).



Una prima analisi e valutazione sugli effetti economici del Covid-19 è stata fornita da diversi autori in una delle prime pubblicazioni sugli effetti economici del Covid (Baldwin e Tomiura, 2020). Nel mese di aprile 2020, Alphaliner (Cascetta, Marzano, Aponte e Arena, 2020) stima una capacità di stiva container mondiale non impiegata di 3,15 milioni di teu pari al 15% della flotta mondiale (lo stesso dato nel 2012 era di 1,55 milioni di teu). La stessa Wto ha stimato molto vicina al 32% la riduzione degli scambi globali di merci in uno scenario pessimistico. A fronte di ciò, sempre nello scenario pessimistico, il recupero del 2021 potrebbe attestarsi al +24% nel caso in cui i provvedimenti di *lockdown* non dovessero ripetersi. Si tratta di un effetto particolarmente significativo, anche tenendo conto del fatto che questa crisi dovrebbe avere in prima battuta un impatto più significativo sui *non-tradable goods* piuttosto che sui *tradable goods*. Nelle aree del mondo, il Wto (Bekkers, Keck, Koopman e Coleman, 2020) stima per il 2020 una contrazione nel Nord America del 40,9% delle esportazioni e del 33,8% delle importazioni, nel resto del continente americano una contrazione del-

le esportazioni del 32,8% e del 28,9% delle importazioni, in Asia minori esportazioni per il 36,2% e minori importazioni per il 31,5% e in Europa le esportazioni nel 2020 dovrebbero diminuire del 32,8% e le importazioni arrivare al -22,6%.

Si tratta di un quadro fortemente condizionato dallo sviluppo dell'epidemia e i diversi modelli di stima tentano di catturare le possibili evoluzioni della pandemia e delle strategie di cura che avranno un impatto significativo su consumi, investimenti e mobilità, insieme alle strategie pubbliche di reazione alla crisi che appaiono essere le più vigorose tra quelle implementate da sempre dai governi nazionali.

Il primo elemento di impatto della crisi pandemica è determinato dal cosiddetto *lockdown*. Nella figura 2⁸ sono rappresentati ottanta paesi che hanno avviato le chiusure dal 9/3/2020 in avanti a partire dall'Italia. La sequenza dei paesi è riportata in appendice (tabella 1) per ordine di attivazione del *lockdown* nelle forme più diverse e con limiti temporali i più diversificati.

Figura 2. I *lockdown* nel mondo.



⁸ Ricostruito da dati tratti da Wikipedia.

Il *lockdown* ha determinato l'interruzione della fornitura di offerta di beni e servizi e, di conseguenza, per effetto della riduzione del reddito e dell'occupazione (contrastata in modo diverso dalle politiche pubbliche), una riduzione conseguente della domanda. Naturalmente non tutte le filiere e le catene produttive sono state colpite allo stesso modo dal processo di *lockdown*, ma gli effetti si sono differenziati a seconda dei paesi e dei contesti.

Ciò nondimeno nella tabella 2 abbiamo riportato la dimensione dell'impatto del Covid misurata al 22/6/2020, quando nei paesi interessati dall'84,13% dei casi e dal 92,24% dei decessi, si concentra il 60,17% della popolazione mondiale, il 75,34% del pil (misurato in ppp e a valori correnti) e circa il 70% del movimento internazionale delle merci. Si tratta di un impatto di dimensioni impressionanti, i cui effetti si protrarranno nel tempo.

Le filiere internazionali e la logistica al tempo del Covid

Un ruolo fondamentale ha avuto in questo periodo l'attivazione delle filiere logistiche per i beni industriali e per i prodotti di largo consumo. È ancora troppo presto per comprendere la portata complessiva degli effetti a livello globale, mentre cominciano a emergere le prime stime nei diversi paesi.

In un contributo (Ilo, 2020) si mette in evidenza come da un lato l'impatto più significativo sia stato determinato dalla interruzione della mobilità delle persone e dall'altro, in modo differenziato, dalla mobilità delle merci, via via che i *lockdown* venivano introdotti. I servizi hanno sofferto in modo significativo, in particolare nei paesi caratterizzati da una rilevante dimensione della economia informale. D'altro canto, le catene del valore hanno sofferto altrettanto dei paesi esportatori, le cui materie prime hanno sperimentato cadute di prezzo significative, sono quelli che hanno avuto i maggiori problemi dal *lockdown*.

È bene riprendere alcuni elementi descrittivi. Alcune stime dell'Oecd⁹ ci permettono di comprendere la portata delle cate-

⁹ <https://www.oecd.org/sti/ind/global-value-chains.htm>.

ne globali del valore. La partecipazione dei singoli paesi alle catene internazionali del valore è usualmente misurata con il *Global value chains participation index* (Koopman, Powers, Wang e Wei, 2010). L'indice emerge dalla somma di due componenti: il tasso di partecipazione *backward*, che misura la quota di valore aggiunto di provenienza estera nelle esportazioni di un paese (che indica la dimensione della specializzazione verticale), e il tasso di partecipazione *forward*, che misura la quota di valore aggiunto nazionale contenuta nelle esportazioni di beni intermedi verso gli altri paesi (e successivamente esportate verso altri paesi). Di seguito (figura 3) sono riportati i tassi calcolati in funzione delle esportazioni lorde per una serie ampia di paesi nel 2008 (Degain, Maurer e MacFeely, 2016) da cui si può desumere la consistenza delle catene globali del valore e il ruolo che esse hanno nell'economia globale. In particolare alcuni paesi del continente asiatico (Singapore, Corea, Malesia, Filippine, Cina Taipei) hanno percentuali di partecipazione complessiva alle *Global value chains* (Gvc) intorno al 70% delle loro esportazioni totali, rendendo concreta l'idea che l'Asia fosse già nel 2008 la "fabbrica del mondo". L'Italia ha un valore inferiore al 50% con una prevalenza per la *backward participation* rispetto alla *forward* (ultima rilevazione 22,2 vs. 18,6, totale 40,8) essendo il paese più fornitore che impresa finale. Il commercio nelle Gvc è anche significativamente aumentato negli anni (vedi figura 4) come analizzato da Ignatenko, Raei e Mircheva (2019) e, peraltro, ha anche avuto anche impatti positivi sul reddito pro capite, sugli investimenti e la produttività. Evidentemente non tutti i paesi hanno guadagnato dal rafforzarsi delle catene internazionali allo stesso modo. La relazione tra leadership nella Gvc e sviluppo economico è molto chiara per alcuni settori (servizi alle imprese e finanziario), meno robusta nel manifatturiero.

Le catene globali del valore sono rese possibili dalla diffusione di servizi logistici su larga scala che permettono alla produzione di aggiungere costi marginali per il trasporto sulle rotte internazionali. Il virus ha colpito esattamente lungo queste rotte e dipanandosi dalla Cina verso l'Europa prima e gli Stati Uniti dopo, ha di fatto ridisegnato i legami territoriali della mobilità internazionale delle persone e delle merci. E se nei conte-

Figura 3. *Global value chain participation rates*. Fonte: Degain, Maurer e MacFeely, 2016.

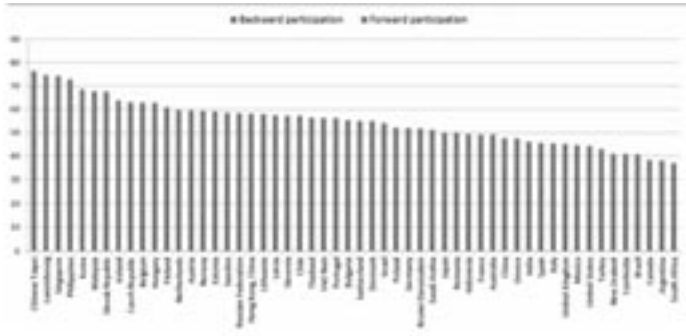
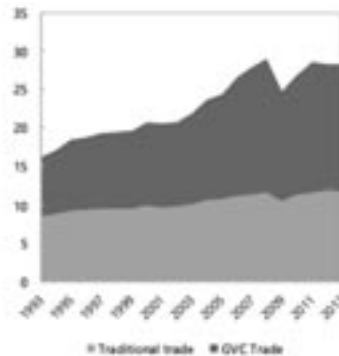


Figura 4. Commercio internazionale tradizionale e in *Global value chain*. Fonte: Ignatenko, Raeli e Mircheva, 2019.



sti nazionali si sta sperimentando in modo significativo ogni forma di flessibilità per essere resilienti alla crisi (che ha fermato alcuni servizi per le filiere in difficoltà o i paesi in rigido *lockdown*; vedi Melacini, 2020), nei contesti internazionali l'accesa competizione fa modificare repentinamente i canali di approvvigionamento e utilizza le restrizioni dovute al Covid per interrompere catene di relazioni economiche (Randstat Research, 2020).

Qualche conclusione

Il futuro delle catene globali del valore sembra l'elemento di maggiore interesse e al tempo preoccupazione. Se da un lato vi è consapevolezza che un ritorno alle filiere autarchiche, attraverso un massiccio *reshoring*, appare poco plausibile e metterebbe ulteriormente a rischio il benessere complessivo di molte aree del pianeta, il permanere del rischio pandemico e le scelte strategiche per evitare possibili nuovi periodi di interruzione delle catene globali del valore modificheranno inevitabilmente la strategia degli approvvigionamenti internazionali. Inoltre, per alcune produzioni strategiche, si pensi a quelle legate alle principali urgenze sanitarie, è possibile che la diversificazione delle fonti di approvvigionamento, una diversa valutazione del fattore di rischio da interruzione della catena e una modifica delle specializzazioni produttive possa condurre a riconfigurazioni, in futuro anche significative, delle catene globali del valore. Si tratterà di capire in quale misura, questi processi possano essere spinti da policy nazionali e dalla modifica dei trattati internazionali.

I paesi maggiormente colpiti dal virus sono i principali *hub* internazionali delle catene globali del valore. Come sostenuto in Ruta (2020) e negli studi World Bank Group, in un contesto in cui il contagio commerciale si trasmette tramite i canali della domanda e dell'offerta (Baldwin e Tomiura, 2020) i paesi con legami *forward* sono esposti agli shock di domanda e quelli con legami *backward* sono esposti agli shock di offerta. Il rischio che alla crisi economica generata internamente dalle difficoltà dei settori *non tradables* si unisca la crisi generata dalle perdite di efficienza derivante dall'indebolimento delle catene del valore appare molto concreto e da scongiurare.

Gli interventi di policy di questi ultimi mesi sono stati numerosi ma ancora non selettivi e comunque inevitabilmente orientati verso il tentativo di ridurre gli impatti negativi degli shock. La selezione delle filiere e l'analisi attenta dei flussi internazionali dovrà caratterizzare gli interventi più finalizzati, superando le tradizionali prudenze europee per le politiche verticali basate sui settori produttivi-*cluster* a favore di interventi neutri di tipo orizzontale. Gli accordi internazionali dovranno avere anche questo necessario obiettivo.

Bibliografia

- Baldwin R., Tomiura E., *Thinking ahead about the trade impact of COVID-19*, in R. Baldwin, B. Weder di Mauro, *Economics in the time of Covid-19*, Cepr Press, London 2020, pp. 59-71.
- Bekkers E., Keck A., Koopman R., Coleman N., *Trade and Covid-18: The WTO's 2020 and 2021 trade forecast*, Vox Cepr Policy Portal, 2020.
- Cascetta E., Marzano V., Aponte D., Arena M., *Alcune considerazioni sugli impatti dell'emergenza CoViD-19 per il trasporto merci e la logistica in Italia*, Università degli Studi di Napoli Federico II, Napoli 2020.
- Degain C., Maurer A., MacFeely S., *Internation Trade in Value Added: Some Suggestions for Improved and New Indicators*, in «Journal of Mathematics and System Science», 2016.
- Global Preparedness Monitoring Board (Gpmb), *Annual report on global preparedness for health emergencies*, World Health Organization-World Bank Group, Geneva 2019.
- Ignatenko A., Raei F., Mircheva B., *Global Value Chains: What are the Benefits and Why Do Countries Participate?*, Imf Working paper WP/19/18, 2019.
- International Labour Organization (Ilo), *A policy framework for tackllng the economic and social impact of COVID-19 crisis*. Geneva: Policy Brief Ilo, Geneva 2020.
- Koopman R., Powers W., Wang Z., Wei S.-J., *Give credit to where credit is due: Tracing value added in global production chains*, Nber Working Papers Series 16426, 2010.
- Melacini M., *I cambiamenti nella logistica a fronte del Covid-19*, tratto da School of Management Politecnico di Milano, <https://www.som.polimi.it/i-cambiamenti-nella-logistica-a-fronte-del-covid-19/>, 2020.
- Randstat Research, *La logistica nella guerra del virus*, Milano, Randstat Research, 2020.
- Ruta M., *Four question on: Covid-19 and Global Value Chains*, Paper presentato alla Società italiana degli Economisti, 14 maggio 2020.

Appendice

Tabella 1. Attivazione dei *lockdown* nel mondo.

COVID-19 pandemic lockdowns							
Countries and territories	Start date	End date	Level	Countries and territories	Start date	End date	Level
Italy	09/03/20	18/05/20	National	Germany	23/03/20	20/04/20	
Saudi Arabia	09/03/20	29/03/20		Greece	23/03/20	04/05/20	National
Qatar	11/03/20		Industrial park	Liberia	23/03/20	11/04/20	County
El Salvador	12/03/20	02/04/20		Madagascar	23/03/20	20/04/20	City
Ireland	12/03/20	18/03/20		United Kingdom	23/03/20		
Albania	15/03/20		National	Armenia	24/03/20	04/05/20	
Poland	15/03/20	13/04/20	National	Montenegro	24/03/20		Municipality
Iran	18/03/20	20/04/20		Nepal	24/03/20	02/06/20	
Kenya	18/03/20	4/05/20		Pakistan	24/03/20	09/05/20	National
Kuwait	18/03/20	29/03/20		Papua New Guinea	24/03/20	07/04/20	
Spain	14/03/20	09/05/20		Colombia	25/03/20	30/06/20	National
Lebanon	15/03/20	28/03/20		Guernsey	25/03/20		
Austria	16/03/20	13/04/20		India	25/03/20	30/06/20	
Czech Republic	16/03/20	12/04/20		Paraguay	25/03/20		
Ecuador	16/03/20	31/03/20		Romania	25/03/20	12/05/20	National
Ethiopia	16/03/20	27/04/20		Thailand	25/03/20	31/05/20	
Peru	16/03/20	30/06/20		Bangladesh	26/03/20	16/05/20	
Brazil	17/03/20	07/04/20	State	New Zealand	26/03/20	14/05/20	
France	17/03/20	11/05/20	National	South Africa	26/03/20	30/04/20	
Ukraine	17/03/20	24/04/20	National	United Arab Emirates	26/03/20	17/04/20	
Venezuela	17/03/20	13/05/20	National	Ireland	27/03/20	16/04/20	Region
Belgium	18/03/20	04/05/20		Namibia	27/03/20	04/05/20	
Croatia	18/03/20	18/04/20		Philippines	27/03/20	15/05/20	Province
India	18/03/20	30/04/20	National	Hungary	28/03/20	10/04/20	
Malaysia	18/03/20	09/06/20	National	Ghana	30/03/20	12/04/20	Metropolitan Area
Argentina	18/03/20	24/05/20	National	Nigeria	30/03/20	12/04/20	City
Mexico	18/03/20	10/06/20	National	Northern Cyprus	30/03/20		National
Portugal	18/03/20	02/04/20		Russia	30/03/20	11/05/20	Metropolitan area
United States	18/03/20		State	Zimbabwe	30/03/20	02/05/20	
Fiji	20/03/20	07/04/20	City	Azerbaijan	31/03/20	20/04/20	
Honduras	20/03/20	17/05/20		Republic of the Congo	31/03/20	20/04/20	
Paraguay	20/03/20	03/05/20		Georgia	31/03/20	21/04/20	
Eswatini	21/03/20	19/04/20		Vietnam	01/04/20	22/04/20	
Bolivia	22/03/20	15/04/20		Botswana	02/04/20	30/04/20	
Iraq	22/03/20	13/04/20		Eritrea	02/04/20	23/04/20	
Libya	22/03/20		National	Israel	02/04/20		
Tunisia	22/03/20	18/04/20		Singapore	07/04/20	01/06/20	
Algeria	25/03/20	14/05/20	City	Oman	10/04/20	29/05/20	Governorate
Australia	25/03/20			Jamaica	15/04/20	22/04/20	Parish
Costa Rica	25/03/20			Turkey	23/04/20	27/04/20	Only in 30 metropolitan cities and Zonguldak.

Tabella 2. Principali economie colpite dal Covid-19, dati complessivi.

Paese	Casi		Percent		Popolazione**		GDP 2019		Mercato		Altre		
	23/06/20*	% su totale	22/06/20*	% su totale	% su totale	% su totale	*1000000	(U.dollari PPP)***	Esporti	% su totale	Importi	% su totale	
Argentina	42787	0,48	1016	0,22	43197774	0,38	22,48	911562	0,64	63116	0,34	49128	0,26
Bangladesh	113786	1,29	1362	0,32	1644891483	2,11	9,32	816334	0,39	37943	0,20	60148	0,31
Belgio	60736	0,62	9696	2,07	113896219	0,13	836,61	372902	0,40	444963	2,33	426198	2,23
Brasile	1083141	12,06	30791	10,79	212339417	2,73	238,01	3480946	2,45	222644	1,36	184104	0,98
Canada	101078	1,15	8482	1,81	37742154	0,48	24,74	1361393	5,34	446914	0,23	463711	2,41
Chile	242315	2,70	4479	0,96	19116201	0,25	24,30	493176	0,35	66682	0,33	69991	0,36
Cina	84373	0,94	4639	0,99	1419129776	18,47	8,22	27166979	19,23	2499629	13,21	2073097	10,80
Francia	191008	2,19	29643	6,32	65273511	0,84	454,34	3681813	2,16	369712	1,02	651179	3,18
Germania	191768	2,13	8007	1,90	83193942	1,08	106,31	4443369	3,18	1489338	7,86	1234222	6,42
Giappone	423282	4,73	13699	2,92	1380004083	17,73	9,39	11043163	7,78	324163	1,72	483664	2,52
Iran	207375	2,31	9742	2,08	819929489	1,08	115,99	1491443	1,03	33100	0,29	41638	0,23
Italia	238499	2,65	34634	7,19	60461826	6,78	872,82	2434889	1,73	832663	2,82	479342	2,46
Giappone	17913	0,20	958	0,20	126869101	1,65	7,53	3711929	4,02	305538	1,74	289738	1,79
Corea	12418	0,14	280	0,06	51229168	0,66	5,42	2126498	1,63	54223	0,27	50343	0,26
Messico	180745	2,01	21827	4,65	128912753	1,65	109,27	2616289	0,71	461116	2,44	462342	2,49
Netherlands	4966	0,55	8109	1,30	17114072	0,22	196,32	1033317	0,89	109229	1,73	639867	3,31
Pakistan	181088	2,02	3190	0,37	229129163	2,81	16,28	3201629	0,34	23352	0,12	36463	0,26
Perù	211136	2,40	3861	1,66	32971834	0,42	248,42	4700114	0,91	43686	0,23	42260	0,22
Polonia	82227	0,91	1339	0,29	37846611	0,49	33,91	1287273	0,91	264013	1,49	261998	1,36
Portogallo	93942	0,44	1334	0,33	101962099	0,13	130,44	346926	0,24	62660	0,36	49928	0,47
Russia	391465	4,38	8196	1,73	143923408	1,87	36,17	439960	3,09	418796	2,22	234952	1,23
Saudi Arabia	161009	1,79	1307	0,28	34811871	0,45	37,54	3900994	5,34	268990	1,42	141891	0,74
South Africa	97302	1,08	1916	0,41	59306960	0,76	32,54	894688	0,73	90816	0,48	107339	0,56
Spain	246272	2,74	28323	6,04	460784778	6,00	605,76	1823646	1,33	316622	1,77	371929	1,93
Svezia	38932	0,44	3122	1,00	100992605	0,13	307,37	364771	0,40	160761	0,83	138690	0,62
Svizzera	13110	0,15	1976	0,42	86334622	0,11	226,91	366271	0,40	313066	1,66	277301	1,44
Turchia	167683	1,86	49960	1,06	84319067	1,08	38,69	2363778	1,66	180827	1,06	210347	1,09
United Kingdom	103803	1,14	42717	9,11	67866011	0,87	629,23	3162408	2,23	465817	2,46	691801	3,60
USA	2281983	25,39	119997	25,39	331002631	4,23	362,33	21427673	15,09	1643623	8,71	2364407	13,33
World	8946846	84,13	448987	92,24	779112700	61,29	448,17	143893448	73,54	14888174	76,70	19237399	71,60

* Johns Hopkins Coronavirus Resource Center; ** United Nations 2020; *** IMF2019, dollars PPP; **** WTO 2019

A New Financial and Economic Perspective to Restore Confidence After the Covid-19 Crisis*

di Giovanni Tria**, Angelo Federico Arcelli***

Globalization process as we saw in the last years has arrived at a landmark moment. The pandemic crisis has suddenly put an obstacle to a seemingly unstoppable process, which led to growing production and financial hyper-connectivity for practically all countries around the World, and also brought to the fast movement, not only of goods and persons, but, increasingly, of ideas, knowledge, uncertainties and fears.

But, today, the word “globalization” has assumed a new meaning and a new face. If some weeks ago there was still uncertainty about the possible scenario after the explosion of the pandemic in China, and estimates on the potential direct economic impact of the measures taken there to stop it were basically focusing on the Chinese economy, and on the global economic growth reflect, today we face the globalization of the pandemic and the uncertainty on its length and geographic containment.

* Già pubblicato nel volumetto *Effetti geostrategici della pandemia e futuro della sicurezza europea* a cura di Franco Frattini e Angelo Federico Arcelli, Rubbettino, Soveria Mannelli 2020 e in: <https://www.transatlantic.org/blog/a-new-financial-and-economic-perspective-to-restore-confidence-after-the-covid-19-crisis-giovanni-tria-and-angelo-federico-arcelli/>

** Professore di economia presso l'università di Roma II Tor Vergata, già ministro dell'Economia e delle Finanze.

*** Senior Fellow, Center for International Governance Innovation “CI-GI”, Waterloo, ON, Canada, e professore straordinario presso l'università G. Marconi - Roma.

The economic consequences of the Covid-19 will depend on the expansion and the length of this pandemic event, and by the subsequent length of the interruption of the productive and consumption chains that the regulation, motivated by the need to halt the epidemic, has itself determined. Consequences will also depend on how fast the economic policies of all the major countries will be able to anticipate the negative expectations by announcing, and quickly implementing, expansive fiscal measures, as monetary policies.

These overall direct effects, however, relate to the short-term. All the energies of governments and institutions seem today mostly focused on coping with the current danger and to imagine the immediate aftermath in the next 4-6 months, whilst the globalized World seems not being questioning itself enough, at least on a public debate, about the long-term perspectives and what will be our way of living in 5-10 years.

More attention and concern must be placed in addressing expectations and fears that could determine drastic changes in consumer behavior of populations and condition the strategic investment choices on a global level. Today there is no clear expectation about the future of the globalized economy and no clear pathway designed for what were once the “Western democracies”.

This uncharted territory also put into question the recovery capability of the economy itself. Lack of clear expectations may determine economic players ‘inability to respond the best way possible according to the available information. What we saw in recent years is that, rather, the excess of information led to less rational interpretation by economic and social players, and hyper-connectivity and the rapid circulation of any kind of information possibly transformed local uncertainties into global systemic crises.

If we think back to the animal spirits which Keynes described as the engines of human behavior, and therefore of the economy, we may see now how they amplify their effects through global connections and supply chains, albeit generated through local or national filters of different cultures and traditions.

Today's situation seems to have pushed to the limits the global financial and trade architecture which, since the conference of Bretton Woods (notably, Keynes was there, representing the UK delegation), held during wartime over 75 years ago, has ensured to the stability of the financial order to be put in place after World War II, and somehow (with notable changes and adaptation) arrived until nowadays. What came out from that conference was a framework to govern currencies, trade, development for many years to come. The establishment of the IMF as a guardian of financial stability and trade was decided in Bretton Woods. Even today we still have the U.S. dollar as the main international reserve currency.

The private and financial sectors must find ways to sterilize, perhaps in innovative ways, the current risks on global value chains. Global trade is a complex network of international exchanges of intermediate inputs regulated by international commercial contracts, in addition to national and international norms, in turn accompanied by an equally-complex network of financial and insurance contracts. It is a sort of neural network that must face the risks deriving from potential temporary interruptions of the numerous interconnections adopting the necessary adjustment and compensation mechanisms. A private sector response may not necessarily be sufficient, alone, and may entail stability risks around the World, and for the long term.

Also, the eventual inadequate reaction by countries, either for limited awareness of the interconnections between national economies in the global market, or as governments focus on short term political advantages, may follow, under the psychological pressure of pandemics, the Chimera of decoupling, or the need to reduce the global connections between economies. Such idea has gradually entered the debate to indicate the risk of a progressive and lasting process of splitting the world order, as a consequence of the competition between China and the USA, that some view more generally as the conflict between the West and the new Asian power.

Behind the idea of decoupling there is essentially the fear of China's technological growth in all aspect, which could translate

in geopolitical hegemony. This view may lead to a world divided into two technological blocks, where innovations would not freely expand globally, but only within two competing areas, one controlled by the USA and the other one by China.

A decoupled World seems scary, because it is dangerous and uncertain. It will not be our World in 2020, but the economic consequences of wrong choices in the direction of de-globalization can be sudden, devastating, and would immediately damage the European economies, including the Italian one.

It must not be forgotten that one of the positive effects of an interconnected world is the production of global common goods, like the fight against climate change and pollution, the diffusion of knowledge and education, scientific progress, human rights, the conquests of medicine and the global fight against endemic illnesses.

To respond, only a coordinated effort about the reconstruction, in a new deal, of the monetary system Worldwide, could be the way to avoid a very costly “financial war”, which Europeans are likely to lose in terms of how we could sustain, in the long run, the level of wealth we enjoy today.

We now need to rethink a new scheme for the years to come, which entail a new Bretton Woods initiative, jointly promoted by all main economies, including the new emerging ones. Possibly, the first step should be a renewed EU-US Transatlantic pact.

A new Bretton Woods to face the upcoming crisis

di Angelo Federico Arcelli, PhD*

Seventy-five years ago, as World War II raged, the conference of Bretton Woods paved the way to the creation of the new financial order to be put in place once the conflict had subsided. At that time, the initiative was in the hands of the Allies, and in particular the United States. What came out of that conference was a scheme that governed currencies, trade and development for many years to come. Notably, it decided to establish the International Monetary Fund (IMF) as a guardian of financial stability (and trade, given at that time no World Trade Organization was in place).

The end of the Bretton Woods regime arrived on August 13th, 1971, when the United States decided to end the era of Gold Exchange Standard, by de-pledging the Dollar from the original agreements of convertibility, and, also, by signing a deal with Saudi Arabia about exclusive trade of oil supplies in U.S. dollars. Between 1971 and 1973, Western European countries were forced to give up the convertibility of their currencies as well, and exchange rates started to float.

However, the Bretton Wood basic architecture remained implicitly valid, as whilst there was no pledge that the U.S. dollar would be at the center of the international system of exchange of currencies, de facto it remained by far the reserve cur-

* Senior Fellow, Transatlantic Leadership Network. Pubblicato in: <https://www.transatlantic.org/publications/blogs/>

rency for the World. Anyway, Europeans were forced to find a new scheme for financial stability, and this happened with the 1973 Werner plan that gave birth to the EMS scheme (centered on the West German *Deutschmark*), a photocopy of the previous transatlantic scheme based on the dollar, and all European. Whilst such new stability aimed at being an alternative to the dollar-centric system, that was more the appearance, since it encompassed the dollar as implicit reference and international currency (also given that 80% or more of international reserves remained in dollars).

Recent history tells us how this European system, despite several realignments among strong and weak currencies, seemed to be stable. It developed a new figurative currency, the ECU. Then, with the Delors agenda and the treaty of Maastricht, the decision to create, in April 1998, a new European Central Bank and a single currency, the Euro, to be then circulated as paper bills as of January 1st, 2002, changed the landscape. But, again, only apparently.

The spirit of Bretton Woods was always there. Only Europeans had a new European currency pledged to inflation (at the place of a mechanism pledge on the D-Mark, in turn pledged to an inflation target). And the Dollar remained fully free to fluctuate according to the need of U.S. monetary policy. The IMF remained the guardian in the event of crises, and the Europeans created also their sister institution, the ESM, to reinforce the same methodological approach in case of need.

As the Euro was born with no single Treasury behind it and relies on a Central Bank that has a very narrow target of price stability, it seemed only a step towards the inevitable European political union. And today, in a moment of new crisis for an unexpected pandemic, we seem to question the capability of the international financial community and capitalistic world to survive the shock, but also the future of current European architecture and of the Euro itself if no political perspective is put again on the table.

Amongst Covid-19 pandemic consequences there will be for sure a new global economic crisis. But, differently than in the last crisis of 2008, governments do not have the same margin for

maneuver that they did and central banks are full of sovereign bonds and have little or no option to change current economic policies. Instead, they have to declare they will maintain such policies and further expand the supply of available money.

What would happen if a new crisis unleashed a sudden inflationary shock to advanced economies? Inflation would be something unconceivable in Europe and a major concern for stronger European economies. And the likely issue is that, should no effective means prove to be available to cope with such a risk, the very credibility of our currencies will be at stake. Only a coordinated effort to reconstruct the global monetary system in a new deal could avoid a very costly “financial war,” which Europeans in the first place are likely to lose in terms of how to sustain, in the long run, the level of wealth we enjoy today.

In the absence of a clear perspective coming from European fora, the Western Countries need to think now for the long term. And to imagine, as it has been done at the end of WWII, what will be the form of the financial sector worldwide, what will be the system allowing stability, trade and the recovery of a path to growth. This is not just the problem of Europeans, or of Americans, or of anyone else around the world, but it is the problem facing all of us.

We now need to rethink a new scheme for the years to come, which can be only created if a new Bretton Woods initiative is promoted, involving all main economies. As a first step, the initiative should come from a new EU-US Transatlantic agreement.

XVI LEZIONE MARIO ARCELLI

L'evoluzione del sistema valutario internazionale

Euro, dollaro, Yuan e valute digitali

Giovanni Tria

**Professore presso l'Università Roma 2 "Tor Vergata"
Già Ministro dell'Economia e delle Finanze**

Indirizzi di saluto

Anna Maria Fellegara, Preside della Facoltà di Economia e Giurisprudenza
Università Cattolica del Sacro Cuore

Patrizia Barbieri, Sindaco di Piacenza e Presidente della Provincia di Piacenza

Introduce

Francesco Tinpano, Direttore del CeSPeM "Mario Arcelli", Università Cattolica del Sacro Cuore

Intervengono

Maurizio Bazzola, Università Cattolica del Sacro Cuore

Angelo Federico Arcelli, Università Cattolica del Sacro Cuore e Università G. Marconi

Seminario

Martedì 29 settembre 2020

Auditorium G. Mazzocchi, ore 17,30-19,00

Via Emilia Parmense, 84 - Piacenza

Informazioni:
Tel. 0521 599 342
dono.pcf@unicatt.it

CeSPeM

DISES



UNIVERSITÀ
CATTOLICA
del Sacro Cuore

Le lezioni Mario Arcelli organizzate dal CeSPEM Mario Arcelli

1. 4 marzo 2005 - On. Dr. Alberto Carzaniga, già Sottosegretario di Stato al Bilancio, "L'esperienza di governo con Mario Arcelli"
2. 3 marzo 2006 - Dr. Gerlando Genuardi, vicepresidente della Banca europea per gli Investimenti, "Sviluppo locale e intervento europeo"
3. 12 aprile 2007 - Prof. Peter Hammond, Stanford University, "Intergenerational Public Finance in the Global Economy"; e 13 aprile 2007 (2ª lezione) - On. Prof. Antonio Marzano, già ministro per le Attività Produttive e presidente del CNEL, "La globalizzazione, l'Italia e l'Europa"
4. 29 febbraio 2008 - Sen. Prof. Mario Baldassarri, già ministro delegato per l'Economia e le Finanze "The World Economy toward Global Disequilibrium"
5. 6 marzo 2009 - Prof. Paolo Savona, già ministro per l'Industria: "Genesi e partenogenesi della crisi dei subprime"
6. 5 marzo 2010 - Prof. Pierluigi Ciocca, già vice-direttore generale e membro del direttorio della Banca d'Italia: "L'impresa, lo stato e il ristagno dell'economia"
7. 4 marzo 2011 - Prof. Antonio Pedone, ordinario di economia "Le prospettive del debito pubblico in Europa"
8. 2 marzo 2012 - Prof. Romano Prodi, Brown University e China Europe International Business School, già presidente del Consiglio dei Ministri e presidente della Commissione Europea
9. 1 marzo 2013 - Prof. Mario Sarcinelli, già ministro per il Commercio Estero e direttore generale del Tesoro "L'unione bancaria europea: è sufficiente per stabilizzare l'Eurozona?"
10. 6 marzo 2014 - Prof. Enrico Giovannini, ministro del Lavoro e delle Politiche Sociali "Condizione giovanile e benessere della società: quali prospettive per l'Italia?"
11. 2 marzo 2015 - Prof. Rainer Masera, già ministro del Bilancio e della Programmazione Economica "Macroprudential policy as a reference for economic policies: an analysis for the euro area" e Keynote Speech del CEO di Unicredit, Dr Federico Ghizzoni "L'Unione Bancaria: un primo bilancio".
12. 3 marzo 2016 - Prof. Paolo Guerrieri, Senatore della Repubblica e ordinario di Economia all'Università La Sapienza di Roma "Crescita, governance e nuovi equilibri dell'economia mondiale" e Keynote Speech "Regolazione e Supervisione del sistema finanziario europeo: problemi e prospettive" di Alessandro Profumo, presidente Equita SIM.
13. 12 aprile 2017 - Prof. Fabrizio Saccomanni già ministro dell'Economia e delle Finanze, Senior Fellow, Luiss School of European Political Economy, Visiting Professor, Sciences Po, Parigi.

14. 23 aprile 2018 - On. Prof. Giorgio La Malfa, già ministro del Bilancio e degli Affari Europei lezione “Genesi e attualità della Teoria Generale di J.M. Keynes”.
15. 2 aprile 2019 - Prof. Carlo Cottarelli, professore straordinario presso l’Università Cattolica del Sacro Cuore; già Presidente del Consiglio incaricato, “Perché l’Italia non cresce?”

STAMPATO IN ITALIA
nel mese di settembre 2020
da Rubbettino print per conto di Rubbettino Editore srl
88049 Soveria Mannelli (Catanzaro)
www.rubbettinoprint.it