

---

**COLLANA STORICA DELLA BANCA D'ITALIA**

---

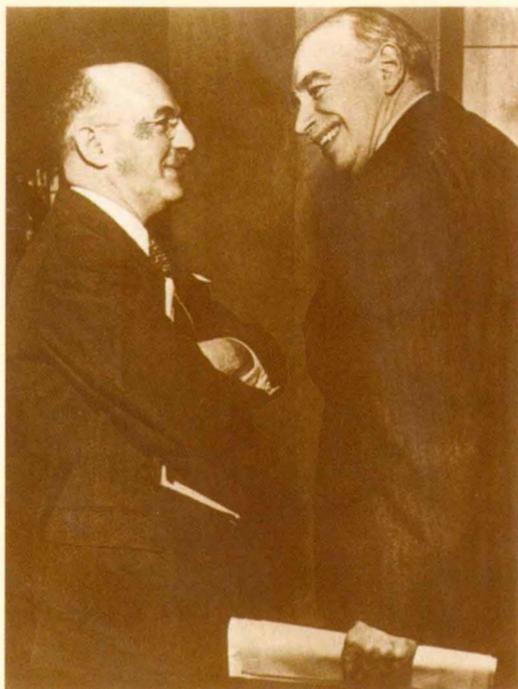
**GLI ACCORDI  
DI BRETTON WOODS**

**LA COSTRUZIONE DI UN ORDINE MONETARIO INTERNAZIONALE**

---

**FILIPPO CESARANO**

---



**EDITORI LATERZA**

Nella «Collana Storica della Banca d'Italia» i materiali originali, i dati e le interpretazioni critiche per una storia monetaria dell'Italia moderna.

Nel corso del Novecento, un cambiamento epocale ha caratterizzato l'evoluzione del sistema monetario internazionale: il passaggio dalla moneta-merce (*commodity standard*) alla moneta-segno (*fiat money standard*). Questa trasformazione, compiutasi in maniera graduale fra la grande guerra e la sospensione della convertibilità del dollaro nell'agosto 1971, è la chiave interpretativa degli accordi siglati a Bretton Woods nel 1944. L'ordine monetario di Bretton Woods rappresenta un ultimo, effimero tentativo di mantenere un legame con la moneta-merce. Alla base di questo processo di transizione vi è l'interazione tra i forti squilibri dell'economia e della finanza internazionale nel periodo tra le due guerre e l'avanzamento della teoria monetaria, che ha un'influenza cruciale nell'approdo a un puro segno monetario.

In sovraccoperta: Harry D. White (a sinistra) e John M. Keynes.  
Dai *Collected Writings* di John M. Keynes, vol. XXV.





COLLANA STORICA DELLA BANCA D'ITALIA  
CONTRIBUTI

# COLLANA STORICA DELLA BANCA D'ITALIA

## COMITATO SCIENTIFICO

Antonio Fazio (presidente) Piero Barucci Tancredi Bianchi  
Filippo Cesarano Pierluigi Ciocca Carlo M. Cipolla †  
Franco Cotula Marcello de Cecco Luigi De Rosa  
Guido M. Rey Paolo Sylos Labini Gianni Toniolo

SERIE CONTRIBUTI  
RICERCHE PER LA STORIA DELLA BANCA D'ITALIA  
VOLUME IX

FILIPPO CESARANO

GLI ACCORDI  
DI BRETTON WOODS

LA COSTRUZIONE DI UN ORDINE MONETARIO  
INTERNAZIONALE

*Presentazione di  
Marcello de Cecco*



EDITORI LATERZA 2000

© 2000, Gius. Laterza & Figli

Proprietà letteraria riservata  
Gius. Laterza & Figli Spa, Roma-Bari

Finito di stampare nel novembre 2000  
Poligrafico Dehoniano - Stabilimento di Bari  
per conto della Gius. Laterza & Figli Spa  
CL 20-6280-1  
ISBN 88-420-6280-4

## PRESENTAZIONE

A cavallo tra il XIX e il XX secolo si è consumata nel mondo una rivoluzione monetaria epocale, che ha portato all'abbandono graduale della moneta-merce, usata per più di due millenni in forma coniatata e assai più a lungo in forme meno evolute. Al suo posto lo Stato, che da più o meno lo stesso numero di secoli ha rivendicato a sé il monopolio dell'emissione, ha intrapreso la stampa di moneta cartacea, assai più facile da conservare e trasportare, e dunque bene accettata dai cittadini. Con il divorzio tra moneta e metallo, e con i progressi nell'arte della stampa, tuttavia, si è reso assai più agevole allo Stato inflazionare la massa monetaria. È sorta dunque l'epoca della moneta manovrata, del cui tramonto non si intravedono barlumi.

Da questa rivoluzione prende le mosse lo studio degli accordi di Bretton Woods condotto da Filippo Cesarano in questo volume. Nella località montana degli Stati Uniti si concluse, come è noto, la trattativa che segnò la fine di un'altra epoca, quella del predominio finanziario e monetario dell'Inghilterra, e diede origine formale all'egemonia monetaria e finanziaria degli Stati Uniti che, malgrado il tramonto del sistema monetario internazionale inaugurato a Bretton Woods, dura ancora, nonostante la ripresa economica dei paesi europei, la formazione dell'Unione monetaria europea e lo sviluppo del Giappone e della Cina.

Perché studiare gli accordi di Bretton Woods proprio oggi? Una risposta può essere data dalla ripresa del dibattito sulla riforma del sistema monetario internazionale, che si registra da qualche anno, dopo una lunga fase di declino di interesse per questo tema da parte di studiosi, uomini di mercato e statisti. Lo sviluppo enorme del mercato finanziario internazionale negli ultimi venticinque anni, l'integrazione crescente dell'economia internazionale, il declino progressivo della capacità delle autorità mone-

tarie di controllare e stabilizzare i mercati finanziari, hanno riportato l'attenzione sull'ordine monetario internazionale imposto dagli Stati Uniti al mondo nel 1944.

Sin dalla loro firma, gli accordi di Bretton Woods si portano dietro, come è stato ripetutamente notato, una contraddizione fondamentale. Formalmente l'ordine monetario internazionale istituito nel 1944 mirava a ricostruire il sistema monetario internazionale nella cornice di dirigismo monetario nazionale adottata dalla gran parte dei paesi partecipanti per far fronte prima alla depressione degli anni Trenta e poi alla guerra. In realtà a tale dirigismo credevano Keynes e White, i due principali negoziatori degli accordi, ma non ci credeva una parte autorevole e cospicua dei circoli di governo americani, incitata a ristabilire il libero contratto e la libertà di movimento anche nella sfera delle transazioni finanziarie nazionali e internazionali dai più influenti esponenti della finanza privata degli Stati Uniti. E, di riflesso, non ci credevano nemmeno i circoli finanziari inglesi, anche se le ristrettezze finanziarie del loro paese li obbligavano a tenere in piedi vincoli al movimento dei capitali tra paesi, dei quali speravano di liberarsi appena la situazione economica inglese fosse migliorata.

Il sistema di Bretton Woods formalmente si può classificare come un cambio aureo, ma in realtà il suo effettivo funzionamento (come sottolineava Paolo Baffi in un celebre articolo) ha avuto assai più ibride caratteristiche; infatti, tutti i paesi che hanno avuto la possibilità di farlo, senza essere tenuti a obblighi non scritti nei confronti della potenza egemone (e dunque non il Giappone e non la Germania), hanno iniziato, sin dai primi anni, a tenere le proprie riserve internazionali almeno parzialmente in oro. Anche quando il comportamento del governo americano era tutt'altro che inflazionistico e la copertura aurea del dollaro ancora assai solida. Che le riserve andassero tenute in oro e in dollari sembra dunque essere stato il costante convincimento delle autorità monetarie di tutti i paesi occidentali.

Il saggio di Cesarano costituisce un eccellente e utilissimo esempio di storia intellettuale. Partendo da una lucida ed esauriente analisi delle origini dei problemi monetari internazionali del secondo dopoguerra, ritrovata nella storia monetaria del periodo tra le due guerre mondiali, egli riporta con grande chiarezza

za le posizioni teoriche sulle quali si attestarono gli economisti più eminenti di quel periodo. Se è vero che gli accordi di Bretton Woods furono un emblematico episodio di Realpolitik internazionale, nel quale i rapporti effettivi di forza stabilitesi a partire dall'inizio del secolo, e in particolare dalla fine della seconda guerra mondiale, si cristallizzarono, noi che abbiamo seguito l'itinerario che ha portato dagli accordi dello SME al Trattato di Unione monetaria europea di Maastricht, abbiamo avuto ampia facoltà di cogliere l'importanza delle posizioni teoriche dominanti nella determinazione delle regole e clausole che insieme definiscono un sistema internazionale. Come spiegare il tetto del 2 per cento fissato per l'inflazione nel territorio dell'Unione monetaria europea, l'obiettivo prioritario del controllo dell'inflazione assegnato alla banca centrale europea, e la trasformazione delle banche centrali nazionali e di quella europea in istituzioni di rilevanza costituzionale, se non con l'accettazione generalizzata dello schema di riferimento teorico neo-monetarista e della teoria delle aspettative razionali? Quanto stretta sia questa uniforme teorica è divenuto evidente appena dopo l'inaugurazione dell'Unione monetaria europea. Altrettanto stretto risultò lo schema teorico che aveva generato gli accordi di Bretton Woods, appena questi cominciarono veramente ad avere efficacia, dopo la fase dell'emergenza postbellica.

Il fascino, e l'utilità, del saggio di Cesarano sono appunto nel delineare con molta autorevolezza il dibattito teorico che condusse a Bretton Woods, le sue origini nella storia del pensiero economico, le rispettive posizioni assunte dai più significativi protagonisti. Per Bretton Woods si mobilitò gran parte della migliore *intelligentsia* accademica inglese. Qualcosa di simile era già accaduto alla Conferenza di Genova e ancor prima nelle grandi conferenze monetarie internazionali del XIX secolo. Da parte americana, invece, l'impegno degli economisti più illustri fu assai minore. Alti funzionari e uomini politici rappresentarono il partner più importante nelle trattative, con il risultato di lasciare gran parte del disegno delle nuove istituzioni monetarie internazionali agli economisti inglesi, ai quali gagliardamente ma con impari compito si contrappose Harry Dexter White. E poiché il primo dei negoziatori inglesi era Keynes, lo schema di riferimento teorico degli accordi fu quello keynesiano. Salvo inserire all'ultimo mo-

mento clausole e articoli che salvaguardassero i veri interessi di importanti gruppi di potere degli Stati Uniti, anche se contraddicevano, come si è già detto, lo schema teorico complessivo.

Credo che sia salutare ripercorrere, con la dotta ed equilibrata guida di Cesarano, un periodo di storia monetaria internazionale ormai lontano nel tempo ma che continua a proiettare un'ombra poderosa sul presente. È un saggio scritto da un economista per altri economisti, ma il fatto che il pubblico che Cesarano ha avuto in mente nello scriverlo sia formato da economisti non gli ha impedito di comporlo in uno stile piano e tale da renderlo comprensibile anche a coloro che devono occuparsi di questioni monetarie internazionali senza una preparazione economica specialistica. Ed essi sono molti, anzi, moltissimi. Nel loro agire potranno da questo saggio trarre utili e opportuni ammaestramenti.

Marcello de Cecco

GLI ACCORDI DI BRETTON WOODS  
LA COSTRUZIONE DI UN ORDINE MONETARIO  
INTERNAZIONALE



## INTRODUZIONE\*

Nel corso del Novecento, l'evoluzione del sistema monetario è stata caratterizzata da un cambiamento epocale. Il legame con una merce, elemento essenziale del sistema sin dagli albori della coniazione<sup>1</sup>, è venuto meno, determinando una frattura nello sviluppo delle istituzioni monetarie. Questa trasformazione non si è compiuta in modo repentino ma attraverso un processo graduale nel periodo compreso fra la grande guerra e la sospensione della convertibilità del dollaro il 15 agosto 1971, un atto che pone solo un sigillo di ufficialità a una situazione *de facto* preesistente. La transizione da un *commodity standard* a un *fiat money standard* è la chiave interpretativa degli accordi di Bretton Woods; consente di approfondire la ricostruzione delle relazioni monetarie internazionali, il dibattito teorico sull'argomento, la diversità delle posizioni durante il negoziato e gli aspetti salienti dell'esito delle trattative.

Nel quarto di secolo in cui vige il sistema di Bretton Woods, l'economia mondiale attraversa una fase di crescita sostenuta e relativamente stabile, soprattutto dopo il ritorno alla convertibilità delle maggiori valute europee il 27 dicembre 1958. Questa data divide la vita del sistema in due sottoperiodi di uguale ampiezza. Il primo inizia il 18 dicembre 1946 con la dichiarazione della parità da parte di trentadue nazioni e attiene all'avvio del nuovo assetto; il secondo, dalla fine del 1958 al 1971, concerne il suo effettivo funzionamento. Le gravi difficoltà emerse al termine del

\* Ringrazio Marcello De Cecco, Curzio Giannini e Gianni Toniolo per gli utili suggerimenti.

<sup>1</sup> J. Hicks, *A Theory of Economic History*, Oxford University Press, Oxford 1969, pp. 63-66; M. De Cecco, *Gold Standard*, in J. Eatwell, M. Milgate e P. Newman (a cura di), *The New Palgrave. A Dictionary of Economics*, Macmillan, London 1987, p. 539.

conflitto vengono affrontate al di fuori delle istituzioni create a Bretton Woods. Il Fondo monetario internazionale e la Banca mondiale, infatti, hanno finalità diverse dalla soluzione dei problemi postbellici; quindi, per non snaturarne le funzioni, si ricorre ad altri strumenti. Oltre al piano Marshall, la European Payments Union svolge un ruolo importante nel superare il bilateralismo degli scambi commerciali agevolando il raggiungimento della convertibilità. Il conseguimento di questo obiettivo sancisce la piena operatività delle nuove istituzioni, ma coincide con i primi segni di crisi. Già nell'ottobre del 1960, il significato inflazionistico attribuito all'impegno del candidato alla presidenza John Kennedy «to get America moving again»<sup>2</sup> spinge il prezzo dell'oro a 40 dollari l'oncia. Nel 1961, le tensioni sul mercato londinese portano alla costituzione del *gold pool* per stabilizzare a 35 dollari il prezzo del metallo. Inoltre, allo scopo di prevenire le richieste di conversione di dollari in oro, la Federal Reserve stipula con le altre banche centrali accordi di *swap*<sup>3</sup> e fa opera di *moral suasion* nei loro confronti. Perciò, fin dall'inizio affiorano nel sistema alcune debolezze ingenerando dubbi riguardo alla sua solidità.

Benché coincida con un periodo di intenso sviluppo delle maggiori economie, il regime di Bretton Woods è caratterizzato da una durata molto breve. È uno degli aspetti più dibattuti della storia monetaria del secondo dopoguerra. Come ha icasticamente osservato Barry Eichengreen: «Even today, more than three decades after its demise, the Bretton Woods international monetary system remains an enigma»<sup>4</sup>. La spiegazione dell'enigma è strettamente connessa con i fondamenti del nuovo ordine mone-

<sup>2</sup> M.D. Bordo, *The Bretton Woods International Monetary System: A Historical Overview*, in M.D. Bordo e B. Eichengreen (a cura di), *A Retrospective on the Bretton Woods System*, The University of Chicago Press, Chicago 1993, p. 69.

<sup>3</sup> «In a swap arrangement, each central bank would extend to the other a bilateral line of credit. Typically, the Federal Reserve would borrow to purchase dollars held abroad instead of selling gold. To repay the swaps, the Treasury would issue Roosa bonds, that is, long-term bonds denominated in foreign currencies. By issuing Roosa bonds, the U.S. monetary authorities avoided reducing gold reserves» (ivi, p. 59).

<sup>4</sup> B. Eichengreen, *Globalizing Capital. A History of the International Monetary System*, Princeton University Press, Princeton 1996, p. 93.

tario. Questo lavoro si concentra sulle origini di quel disegno allo scopo di analizzarne i principi basilari e la loro coerenza.

L'esperienza di Bretton Woods rappresenta lo stadio finale del passaggio dalla moneta-merce alla moneta-segno, un ultimo, effimero tentativo di mantenere un legame con il *commodity standard*. Nella storia non sono mancati esempi di moneta-segno, come nelle colonie britanniche del Nord America e in Francia durante la Rivoluzione. Questi, eccettuato il caso delle emissioni cartacee in Cina<sup>5</sup>, scaturivano comunque da situazioni particolari, territorialmente circoscritte e limitate nel tempo. Per contro, l'attuale diffusione di un *fiat money standard* è un fenomeno incontrovertibile, generale<sup>6</sup>, e probabilmente irreversibile. La trasformazione del sistema monetario nel corso di questo secolo ha perciò un carattere di unicità, ma lo stesso carattere si ritrova, non per caso, nell'insieme di regole definito a Bretton Woods. Nel suo contributo a una conferenza organizzata in occasione del venticinquesimo anniversario degli accordi, Mundell sottolinea questo punto. Dopo aver distinto i concetti di «sistema» e di «ordine» monetario, concernenti rispettivamente il meccanismo che connette le monete dei diversi paesi attraverso i mercati e il complesso di norme entro cui esso opera<sup>7</sup>, egli individua un ordine monetario

<sup>5</sup> G. Tullock, *Paper Money. A Cycle in Cathay*, in «Economy History Review», vol. IX, April 1957, n. 3; G. Davies, *A History of Money: From Ancient Times to the Present Day*, The University of Wales Press, Cardiff 1994, pp. 179-83.

<sup>6</sup> «The world's current monetary system is, I believe, unprecedented. No major currency has any link to a commodity» (M. Friedman, *The Resource Cost of Irredeemable Paper Money*, in «Journal of Political Economy», vol. 94, June 1986, n. 3, p. 643).

<sup>7</sup> «A system is an aggregation of diverse entities united by regular interaction according to some form of control. When we speak of the international monetary system we are concerned with the mechanisms governing the interaction between trading nations, and in particular between the money and credit instruments of national communities in foreign exchange, capital, and commodity markets. The control is exerted through policies at the national level interacting with one another in that loose form of supervision that we call co-operation. An *order*, as distinct from a system, represents the framework and setting in which the system operates. It is a framework of laws, conventions, regulations, and mores that establish the setting of the system and the understanding of the environment by the participants in it. A monetary order is to a monetary system somewhat like a constitution is to a political or electoral system. We can think of the monetary system as the *modus operandi* of the monetary order» (R.A. Mundell, *The Future of the International*

solo in tre periodi: il dominio romano-bizantino, il *gold standard* e Bretton Woods. Le differenze fra questi sono, tuttavia, notevoli. Il primo, di durata lunghissima, trae origine dall'esercizio di un potere imperialista, mentre il secondo è il risultato di un processo storico, il cui svolgimento genera e consolida un insieme di istituzioni. Infine, l'ordine monetario di Bretton Woods si distingue radicalmente dagli altri in quanto viene creato con un accordo<sup>8</sup>. Il suo carattere di unicità deriva dall'essere il prodotto di un disegno, frutto della discussione di diversi schemi di riforma, nel quale si predispose una cornice normativa volta ad assicurare il funzionamento del sistema.

L'unicità di Bretton Woods, posta in rilievo da Mundell, è in realtà connessa con la transizione verso la *fiat money*. Il *gold standard*, pur lasciando una certa discrezionalità al *policymaker*, si fondava sul mantenimento della parità. Questa e le altre regole del gioco scaturivano da un paradigma teorico comunemente accettato e, quindi, non richiedevano alcuna codificazione. Con la crisi di quel paradigma e la rottura del legame con una merce, diventa necessario disegnare regole e istituzioni. Il graduale processo che, capovolgendo la visione del meccanismo monetario, porterà a una moneta manovrata, origina dal dibattito sulla non controllabilità dell'andamento dello stock di moneta nel *commodity standard*. Il problema, già sollevato da John Law, viene affrontato nell'Ottocento e soprattutto dopo la prima guerra mondiale quando la dimensione dello shock condiziona il ristabilimento del tipo oro e in particolare il rispetto di una delle sue regole fondamentali, la *restoration rule*<sup>9</sup>, che impone il ripristino della parità originaria al termine di un periodo di sospensione della convertibilità. Alla metà degli anni Venti, il ritorno alla parità prebellica da parte del Regno Unito obbedisce a questa regola imponendo,

*Financial System*, in A.L.K. Acheson, J.F. Chant e M.F.J. Prachowny, a cura di, *Bretton Woods Revisited*, Macmillan, London 1972, p. 92, corsivo nel testo).

<sup>8</sup> In un recente articolo, McKinnon osserva: «[For] the pre-1914 gold standard [...] there was no collective 'founding treaty' nor major regime changes. Countries opted unilaterally to follow similar rules of the game that proved remarkably robust» (R.I. McKinnon, *The Rules of the Game: International Money in Historical Perspective*, in «Journal of Economic Literature», vol. XXXI, March 1993, n. 1, p. 3).

<sup>9</sup> Ivi, pp. 6-7.

però, un costo elevato in termini di benessere. Al tempo stesso, la riflessione critica sullo stato dell'arte incrina la solidità del paradigma di riferimento. Fra le due guerre mondiali, infatti, i forti squilibri del sistema monetario e dell'economia si intersecano con nuovi indirizzi dell'analisi economica. La grande depressione ha un impatto devastante sulla teoria e sulle istituzioni monetarie. Nonostante la presenza di opinioni eterodosse, l'orientamento allora prevalente, soprattutto fra i *policymakers*, considerava il *gold standard* come un sistema che, oltre a essere immune dalle interferenze del potere politico, si fondava su un modello di equilibrio. La gravità della crisi del 1929 mette in dubbio questa ipotesi; di riflesso, la discussione sul quadro istituzionale si amplia. Quindi, nell'esaminare i negoziati di Bretton Woods, è importante considerare le trasformazioni del sistema monetario negli anni Venti e Trenta parallelamente al progredire dell'analisi economica, un aspetto poco approfondito dalla letteratura. In generale, gli sviluppi della teoria della moneta hanno sull'evoluzione delle istituzioni un'influenza rilevante, che diventa cruciale nel momento in cui l'ordine monetario non è regolato dal mercato della merce-moneta ma da un disegno, da un piano elaborato da esperti. In questo lavoro dopo aver passato in rassegna le principali vicende monetarie del periodo fra le due guerre (cap. I) e il dibattito teorico sul sistema monetario (cap. II), si analizzano le proposte di riforma discusse a Bretton Woods e le caratteristiche essenziali del nuovo ordine monetario (cap. III).

## I

### IL SISTEMA MONETARIO INTERNAZIONALE FRA LE DUE GUERRE MONDIALI

In una dettagliata ricostruzione delle vicende monetarie internazionali fra il primo e il secondo conflitto mondiale, Barry Eichengreen sottolinea il carattere di continuità che lega quel periodo al *gold standard* e il ruolo decisivo del sistema nell'innescare la grande crisi e propagarne gli effetti dagli Stati Uniti al resto del mondo. In particolare, egli individua due fattori alla base del successo del tipo oro fino al 1914: la credibilità del mantenimento della parità e la cooperazione internazionale. Dopo la grande guerra, la perdita di credibilità avrebbe richiesto un maggiore sforzo cooperativo che non si verificò, rendendo inevitabile la crisi<sup>1</sup>. La tesi di Eichengreen è, tuttavia, discutibile. Credibilità e cooperazione costituiscono elementi importanti del sistema au-

<sup>1</sup> B. Eichengreen, *Golden Fetters. The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939*, Oxford University Press, Oxford 1992, p. XI. Qualche anno prima, Eichengreen aveva invece sminuito il ruolo della cooperazione internazionale nel sistema aureo. «It is true that the Bank of England, the Bank of France and several of their counterparts engaged in certain co-operative actions, such as extending loans, negotiating swap arrangements and earmarking gold. But co-operation among central banks remained at best sporadic prior to 1914. It is difficult to support the argument that policy co-ordination was responsible for the international system's stability» (Id., a cura di, *The Gold Standard in Theory and History*, Methuen, New York 1985, p. 17). Ragnar Nurkse aveva già sottolineato l'assenza di cooperazione nel tipo a cambio aureo: «[...] the nucleus of the gold exchange system consisted of more than one country; and this was a special source of weakness. With adequate cooperation between the centre countries, it need not have been serious. Without such cooperation it proved pernicious» (R. Nurkse, *International Currency Experience. Lessons of the Inter-War Period*, League of Nations, Geneva 1944, p. 46).

reo, però la relazione che li lega è di natura diversa ed è collegata al *modus operandi* della moneta-merce, la cui analisi permette di spiegare il contrasto fra il successo del *gold standard* e il fallimento del *gold exchange standard*. L'introduzione di nuove regole, che porterà agli accordi di Bretton Woods, muove dall'esigenza di superare la lunga fase di instabilità degli anni Venti e Trenta disegnando un nuovo ordine monetario internazionale.

### 1. *L'equilibrio monetario internazionale e le proprietà del «gold standard»*

Il classico saggio di Hume, *Of the Balance of Trade*, è ancora il riferimento principale nello studio del *commodity standard*<sup>2</sup>, ma fin dalla sua pubblicazione è stato al centro di un acceso dibattito, tuttora in corso, che ha notevoli implicazioni per una corretta lettura della storia del sistema monetario. Nell'interpretazione tradizionale, il *price-specie-flow mechanism* ripristina l'equilibrio operando attraverso variazioni del livello dei prezzi. Un avanzo della bilancia commerciale provoca un afflusso di oro nel paese e, quindi, un aumento dei prezzi che, favorendo le importazioni e penalizzando le esportazioni, riequilibra la bilancia ed elimina l'eccesso di offerta di moneta. Secondo una critica ricorrente, tale meccanismo viola la legge del prezzo unico<sup>3</sup>: prescindendo dai costi di trasporto, l'arbitraggio impedisce al prezzo di una merce di differire fra un luogo e un altro. Perciò, il processo di aggiustamento viene fondato su

<sup>2</sup> D. Hume, *Of The Balance of Trade* [1752], in Id., *Writings on Economics*, a cura di E. Rotwein, The University of Wisconsin Press, Madison 1970. L'importanza di questo contributo è sottolineata da Eichengreen: «The most influential formalization of the gold-standard mechanism is the *price-specie flow model* of David Hume. Perhaps the most remarkable feature of this model is its durability: developed in the eighteenth century, it remains the dominant approach to thinking about the gold standard today» (Eichengreen, *Globalizing Capital* cit., p. 25, corsivo nel testo). È opportuno ricordare, comunque, alcuni importanti precursori del modello di Hume: Gervaise, Vanderlint e Cantillon.

<sup>3</sup> Già prima della pubblicazione dei *Political Discourses*, James Oswald of Dunnikier solleva questa obiezione, che è al centro dei successivi sviluppi della letteratura fino ai nostri giorni (J. Oswald of Dunnikier, *Letter to Hume*, 10 October 1750, in Hume, *Writings* cit.).

altre variabili: il reddito, il tasso d'interesse, i prezzi relativi<sup>4</sup>. Ma questi tentativi di ricostruire la teoria di Hume non sono soddisfacenti e a volte implicano «sophisticated fallacies»<sup>5</sup>. Solo le trattazioni più moderne, come l'approccio monetario, sono coerenti con la legge del prezzo unico, incentrando il modello sul livello «desiderato» di scorte monetarie in termini reali. L'apparente conflitto fra l'analisi di Hume e i contributi più recenti ha rafforzato l'opinione secondo la quale il *price-specie-flow mechanism* è un mito che non rappresenta affatto il modo di funzionare del *gold standard*. Quindi, l'indagine storica avrebbe perso il supporto del modello classico nella spiegazione del processo di aggiustamento, la questione centrale nel sistema aureo<sup>6</sup>.

<sup>4</sup> Negli anni Trenta Harry White, allievo di Taussig ad Harvard e futuro negoziatore degli accordi di Bretton Woods, pubblica un volume in cui, muovendo dalla mancanza di evidenza empirica a sostegno del *price-specie-flow mechanism*, si analizzano altri canali di aggiustamento (H.D. White, *The French International Accounts. 1890-1913*, Harvard University Press, Cambridge, Mass., 1933). I dati riportati da Triffin mostrano che nel periodo 1870-1960 l'indice di prezzo delle esportazioni degli undici maggiori paesi variò nella stessa direzione nell'89% dei casi e solo nell'11% nella direzione opposta (R. Triffin, *The Myth and Realities of the So-called Gold Standard*, in Id., *The Evolution of the International Monetary System: Historical Reappraisal and Future Perspectives*, Princeton University Press, Princeton 1964, p. 123, ristampato in Eichengreen, a cura di, *The Gold Standard* cit.).

<sup>5</sup> P.A. Samuelson, *A Corrected Version of Hume's Equilibrating Mechanisms for International Trade*, in J.S. Chipman e C.P. Kindleberger (a cura di), *Flexible Exchange Rates and the Balance of Payments: Essays in Memory of E. Sohmen*, North Holland, Amsterdam 1980, p. 141.

<sup>6</sup> Come afferma Eichengreen (a cura di), *The Gold Standard* cit., p. 9, citando De Cecco: «How the adjustment process worked prior to 1913 is 'the ritual question' posed by students of the gold standard (to adopt the phrase of De Cecco)». Nei passi che seguono emerge con chiarezza l'idea di *gold standard* come mito condivisa dalla generalità degli studiosi: «[...] a whole book ought to be written to analyse the *Myth* of the Gold Standard» (M. De Cecco, *The International Gold Standard*, Frances Pinter, London 1984, prefazione, corsivo nel testo); «[...] this vision of the gold standard, like the unicorn in James Thurber's garden, is a mythical beast» (B. Eichengreen e M. Flandreau, a cura di, *The Gold Standard in Theory and History*, Routledge, London 1997, p. 3); «We might speak here of the myth of the (automatic) price-specie-flow mechanism whereby a country with a balance of payments deficit would have to pay for it by losing gold which would cause its money supply to fall thereby inducing a fall in prices and an increase in competitiveness leading to balance of payments equilibrium; this process would be simultaneously reinforced by rising prices in the rest of the world due to a gain of gold. It is now quite clear that the pre-WWI gold standard did not work in this simple way» (J.

In realtà, l'intricato dibattito che si trascina da due secoli e mezzo nasce da un'errata interpretazione del modello di Hume<sup>7</sup>. Nel suo saggio, la legge del prezzo unico non è affatto violata e anzi costituisce il fondamento dell'analisi; è la condizione di equilibrio alla base della distribuzione «naturale» della quantità di moneta<sup>8</sup>. L'obiettivo, infatti, è di criticare il mercantilismo dimostrando l'impossibilità per un singolo paese di accumulare oro illimitatamente. Lo stock di moneta si distribuisce fra le diverse nazioni in modo da eguagliare il rapporto fra moneta e reddito che, astraendo dalla velocità di circolazione, è uguale al livello dei prezzi. La stabilità dell'equilibrio esclude l'eventualità di un continuo deflusso di metallo. La quantità di moneta di un paese è governata, in definitiva, dalla sua capacità di sviluppo; per effetto della legge del prezzo unico, una crescita del prodotto determina, *ceteris paribus*, un accumulo di oro.

Il contributo di Hume, benché fondato su una versione semplificata della teoria quantitativa, peraltro in linea con il pensiero dell'epoca, ha un elevato potere esplicativo e permette di raggiungere risultati coerenti con la letteratura moderna. Come nell'approccio monetario, l'equilibrio del mercato della moneta è al centro dell'analisi e la bilancia dei pagamenti è vista come un fenomeno monetario. L'errore interpretativo che ha portato ad attribuire all'autore un modello diverso è dovuto all'enfasi posta su

Redmond, *The Gold Standard between the Wars*, in S.N. Broadberry e N.F.R. Crafts, a cura di, *Britain in the International Economy*, Cambridge University Press, Cambridge 1992, p. 347). La prima parte del volume curato da Michael Bordo e Anna Schwartz (*A Retrospective on the Classical Gold Standard, 1821-1931*, The University of Chicago Press, Chicago 1984) contiene un'ampia e dettagliata discussione sull'interpretazione della teoria di Hume e, in particolare, sul contrasto fra l'approccio tradizionale (M.D. Bordo, *The Gold Standard: The Traditional Approach*, in Bordo e Schwartz, *op. cit.*) e l'approccio monetario (D.N. McCloskey e R.J. Zecher, *The Success of Purchasing Power Parity: Historical Evidence and its Implications for Macroeconomics*, in Bordo e Schwartz, *op. cit.*).

<sup>7</sup> F. Cesarano, *Hume's Specie-Flow Mechanism and Classical Monetary Theory: An Alternative Interpretation*, in «Journal of International Economics», vol. 45, June 1998, n. 1.

<sup>8</sup> Nella risposta a Oswald (vedi *supra*, cap. I, nota 3), Hume chiarisce questo punto: proprio in virtù della legge del prezzo unico, il rapporto fra lo stock di moneta e il prodotto si mantiene uguale nei diversi paesi (D. Hume, *Letter to Oswald, 1 November 1750*, in Id., *Writings cit.*).

un singolo passaggio<sup>9</sup>, enucleato dal contesto analitico complessivo. Un'attenta rilettura dissipa le presunte contraddizioni teoriche e gli scostamenti dall'evidenza empirica. Il messaggio centrale concerne la stabilità dell'equilibrio di lungo periodo e non, come si evince dall'interpretazione tradizionale, la transizione da un equilibrio a un altro, un problema dinamico risolto solo di recente. L'assenza di ingenti flussi d'oro e di rilevanti differenze di prezzo fra i paesi corrobora questa versione alternativa fondata sulla legge del prezzo unico. Perciò, un'analisi corretta del saggio di Hume riabilita il suo contributo che, lungi dal costituire un mito, dimostra una proprietà essenziale del tipo oro: prevenire un allontanamento dalla posizione di equilibrio<sup>10</sup>.

<sup>9</sup> «Suppose four-fifths of all the money in Great Britain to be annihilated in one night, and the nation reduced to the same condition, with regard to specie, as in the reigns of the Harrys and Edwards, what would be the consequence? Must not the price of all labour and commodities sink in proportion, and everything be sold as cheap as they were in those ages? What nation could then dispute with us in any foreign market, or pretend to navigate or to sell manufactures at the same price, which to us would afford sufficient profit? In how little time, therefore, must this bring back the money which we had lost, and raise us to the level of all the neighbouring nations? Where, after we have arrived, we immediately lose the advantage of the cheapness of labour and commodities; and the farther flowing in of money is stopped by our fulness and repletion. Again, suppose, that all the money of Great Britain were multiplied fivefold in a night, must not the contrary effect follow? Must not all labour and commodities rise to such an exorbitant height, that no neighbouring nations could afford to buy from us; while their commodities, on the other hand, became comparatively so cheap, that, in spite of all the laws which could be formed, they would be run in upon us, and our money flow out; till we fall to a level with foreigners, and lose that great superiority of riches, which had laid us under such disadvantages?» (Hume, *Of The Balance of Trade* cit., pp. 62-63).

<sup>10</sup> Eichengreen e Flandreau osservano: «And yet what is striking about the gold standard is that none of the major powers was forced to depart from it for any extended period of time. This statement holds for North America, Western Europe, and Britain's overseas Dominions and Commonwealth, as well as for the Austro-Hungarian and Russian Empires after 1890. Throughout this area, exchange rates were impressively stable. Although there was no shortage of shocks to commodity and financial markets, disturbances to the balance of payments were dispatched without destabilizing exchange rates or otherwise undermining the solidity of the gold standard system» (Eichengreen e Flandreau, *op. cit.*, p. 10). Tuttavia, essi attribuiscono la capacità di aggiustamento non all'operare del *gold standard* ma alle condizioni particolarmente favorevoli attraversate dalle economie, e specificamente al sostenuto processo di industrializzazione.

Seguendo invece l'interpretazione tradizionale del *price-specie-flow mechanism*, la scarsa evidenza di cospicui flussi d'oro<sup>11</sup> e l'avanzato sviluppo del credito hanno indotto a rifiutare il carattere automatico del *gold standard* considerandolo un sistema controllato (*managed*). Non c'è dubbio che, nel corso dell'Ottocento, il ruolo delle banche centrali diviene sempre più attivo influenzando la dinamica degli aggregati monetari, ma questo non poteva emergere dall'analisi di Hume che astraeva dalla moneta bancaria e dai movimenti di capitale. La successiva estensione del modello a queste variabili si riflette, quindi, nelle «regole del gioco»<sup>12</sup>. In particolare, a fronte di un incipiente deflusso di metallo, la *Bagehot's rule* prevede l'aumento del tasso di sconto che, attraendo capitali dall'estero, smorza la pressione deflazionistica e accelera il processo di aggiustamento. Nel periodo fra le due guerre<sup>13</sup>, le attività interne ed estere delle banche centrali variano nella direzione opposta, escludendo un drenaggio di liquidità in caso di perdita di riserve. E lo stesso fenomeno si osserva nel periodo precedente il 1914<sup>14</sup>, ma questo fatto stilizzato, piuttosto che una violazione delle regole del gioco, come sostiene Nurkse, rivela un discreto spazio di manovra nel controllo del meccanismo monetario<sup>15</sup> non sufficiente, tuttavia, a gestire il sistema nel suo complesso. Infatti, il livello dei prezzi si stabilisce sul mercato dell'oro e il ruolo rilevante assegnato da Keynes<sup>16</sup> alla Bank of England quale «conductor of the international orchestra» deve essere ridimensionato. Secondo i sostenitori del *monetary approach*, il peso del Regno Unito sull'economia mondiale non era tale da permettere a quel paese di influenzare i prezzi e, data la validità della legge del prezzo unico, la Bank of England, parafrasando l'a-

<sup>11</sup> Ivi, pp. 10-14.

<sup>12</sup> Questa espressione è stata coniata da J.M. Keynes (*The Economic Consequences of Mr Churchill* [1925], in *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. IX, *Essays in Persuasion*, Macmillan, London 1972, p. 220) per descrivere sinteticamente il comportamento seguito dalle autorità monetarie durante il *gold standard* senza, tuttavia, definire chiaramente il contenuto delle regole (McKinnon, *op. cit.*, p. 1, nota 1).

<sup>13</sup> Nurkse, *International Currency Experience cit.*

<sup>14</sup> A.I. Bloomfield, *Monetary Policy under the International Gold Standard: 1880-1914*, Federal Reserve Bank of New York, New York 1959.

<sup>15</sup> McKinnon, *op. cit.*, pp. 9-10.

<sup>16</sup> J.M. Keynes, *A Treatise on Money*, Macmillan, London 1930, vol. II, p. 307.

nalogia di Keynes, era semplicemente un «triangle player»<sup>17</sup>. Infine, in presenza di una circolazione aurea ridotta rispetto a quella fiduciaria, la funzione di prestatore di ultima istanza potrebbe creare un contrasto fra l'obiettivo di salvaguardare le banche e quello di mantenere la convertibilità. Durante il *gold standard*, comunque, l'intervento della banca centrale non raggiunge una soglia critica tale da minare la stabilità del sistema, sia per il limitato sviluppo della funzione di prestatore di ultima istanza, sia per l'elevata credibilità del cambio fisso dovuta alla *restoration rule*.

Insomma, nel *gold standard* le banche centrali non avevano un atteggiamento passivo, ma questo non significa che il sistema difettesse di un meccanismo di aggiustamento. Il contrasto fra il carattere controllato del tipo oro e la sua automaticità è solo apparente. Il punto rilevante è la stabilità dell'equilibrio. L'intervento

<sup>17</sup> McCloskey e Zecher, *op. cit.*, p. 359. La ricerca più recente si colloca su una posizione intermedia considerando il Regno Unito alla stregua degli altri grandi paesi, Francia e Germania. «There is no question that the Bank of England exercised more influence over discount rates (the rates at which central banks extended credit to institutional customers) than did any other national central bank. There is no question that her discount rate provided a focal point for the harmonization of discount policies internationally. But the Bank of England was no more able to neglect changes in discount policies abroad than were foreign central banks able to neglect changes by the Bank of England. It is untrue, moreover, that the Bank of England monopolized the role of international lender of last resort. More frequently than not, it was the international borrower of last resort, reduced to dependence, as we will see, on the Bank of France and other foreign sources in its battle to defend the sterling parity. The key to the success of the classical gold standard lay rather in two entirely different areas: credibility and cooperation. In the countries at the center of the system – Britain, France, and Germany – the credibility of the official commitment to the gold standard was beyond reproach. Hence market participants relieved central bankers of much of the burden of management. If sterling weakened, funds would flow toward Britain in anticipation of the capital gains that would arise once the Bank of England intervened to strengthen the rate. Because the central bank's commitment to the existing parity was beyond question, capital flows responded quickly and in considerable volume. Sterling strengthened of its own accord, usually without any need for government intervention. Speculation had the same stabilizing influence in France, Germany, and other European countries at the center of the gold standard system» (Eichengreen, *Golden Fetters* cit., p. 30). A questo proposito, McKinnon nota che, anche riconoscendo l'importanza del centro finanziario londinese, il livello dei prezzi nel *gold standard* era comunque fissato sul mercato dell'oro dando al sistema quel carattere di simmetria che invano gli architetti di Bretton Woods tentarono di ristabilire (McKinnon, *op. cit.*, pp. 3-4).

dell'autorità monetaria non si sostituiva al meccanismo di aggiustamento, però ne facilitava l'operare e, soprattutto, riduceva i costi di benessere connessi con una più accentuata variabilità dello stock di moneta. L'efficacia di tale intervento si fonda proprio sulle caratteristiche del tipo oro derivanti dal legame con una merce. L'ancoraggio della parità è altamente credibile e vincola le politiche economiche al conseguimento di quell'obiettivo spiegando così il duraturo successo del sistema.

L'introduzione del *gold standard* nel Regno Unito nel 1717, quando Newton era responsabile della zecca, scaturì dall'insufficiente riduzione del prezzo dell'oro in presenza di massicci afflussi di metallo dal Brasile, con la conseguenza di far scomparire l'argento dalla circolazione. La definitiva affermazione del sistema negli ultimi decenni dell'Ottocento è favorita da diversi fattori: il progresso tecnico nella coniazione, che rende più arduo contraffare le monete divisionarie; l'indebolimento dell'opposizione politica a demonetizzare l'argento; il nuovo equilibrio scaturito dalla guerra franco-prussiana<sup>18</sup>. Sono segni tangibili di *path dependence* che restano, però, entro i confini della moneta-merce. Quando questi ultimi vengono superati con l'avvento della *fiat money*, si crea una frattura nell'evoluzione monetaria, un mutamento di specie non di grado, non riconducibile solo a fenomeni contingenti. L'ipotesi di *path dependence* appare allora difficilmente sostenibile. Una trasformazione di così grande portata si svolge lungo un processo articolato nel quale il ruolo della teoria diviene determinante<sup>19</sup>.

Nel corso dell'intera storia monetaria, la caratteristica di merce è ritenuta un requisito necessario della moneta. Questo prin-

<sup>18</sup> Eichengreen, *Globalizing Capital* cit., pp. 13-20. Il passaggio dal bimetallismo al *gold standard* è un esperimento *in vitro* dell'emergere di una nuova *vehicle currency*. Come è stato illustrato da Krugman, questo fenomeno si fonda su un elemento di circolarità in quanto la scelta di un mezzo di scambio ne favorisce la diffusione. L'ipotesi di Krugman poggia sulla produzione e sulla trasmissione dell'informazione che è alla base del ruolo svolto dalla moneta (P.R. Krugman, *The International Role of the Dollar: Theory and Prospect*, in J.F.O. Bilson e R.C. Marston, a cura di, *Exchange Rate Theory and Practice*, The University of Chicago Press, Chicago 1984, ristampato in P.R. Krugman, *Currencies and Crises*, The MIT Press, Cambridge, Mass., 1992).

<sup>19</sup> F. Cesarano, *Monetary Systems and Monetary Theory*, in «Kredit und Kapital», 32. Jahrgang, 1999, Heft 2.

cipio, definito da Schumpeter metallismo in contrapposizione al cartalismo<sup>20</sup>, ha dominato da Aristotele fino agli inizi del XX secolo. Inoltre, anche quando viene finalmente rifiutato sul piano teorico ponendo l'attenzione sulle funzioni della moneta piuttosto che sull'oggetto destinato a svolgerle, il metallismo continua a essere propugnato per contrastare l'ingerenza del potere politico nella creazione monetaria. Schumpeter definisce questo concetto «metallismo pratico» per distinguerlo dal «metallismo teorico», concernente la necessità di impiegare una merce come moneta su un piano puramente astratto, e nota correttamente che il rifiuto del secondo è del tutto coerente con l'accettazione del primo.

John Stuart Mill sviluppa questa concezione nei *Principles*. Egli dimostra la sostenibilità di un regime di carta moneta inconvertibile, ma ne respinge fermamente l'attuazione<sup>21</sup>. Le sue argomentazioni a favore di un *commodity standard* sono decisamente moderne perché, oltre a sottolineare il rischio di intromissioni del governo, analizzano gli effetti del regime monetario sulle aspettative<sup>22</sup>. Parte integrante di questa visione classica è la con-

<sup>20</sup> J.A. Schumpeter, *History of Economic Analysis*, Oxford University Press, Oxford 1954, p. 288.

<sup>21</sup> J.S. Mill, *Principles of Political Economy* [1848], a cura di W. Ashley, Augustus M. Kelley, New York 1987, pp. 542-55.

<sup>22</sup> F. Cesarano, *On the Effectiveness of Changes in Money Supply: The Puzzle of Mill's View*, in «History of Political Economy», vol. 28, Fall 1996, n. 3. «Such a power [of issuing inconvertible currency], in whomsoever vested, is an intolerable evil. All variations in the value of the circulating medium are mischievous: they disturb existing contracts and expectations, and the liability to such changes renders every pecuniary engagement of long date entirely precarious. [...] Not to add, that the issuers may have, and in the case of a government paper, always have, a direct interest in lowering the value of the currency, because it is the medium in which their own debts are computed» (Mill, *Principles* cit., p. 544, corsivo aggiunto). Alle idee di Mill si contrappongono quelle di Thomas Attwood, favorevole all'introduzione della carta moneta inconvertibile allo scopo di perseguire l'obiettivo del pieno impiego (F. Cesarano, *Expectations and Monetary Policy: A Historical Perspective*, in «The Manchester School», vol. 66, September 1998, n. 4). Mentre Attwood e la Birmingham School non lasciano una traccia significativa nella storia del pensiero economico, Henry Thornton dà un notevole contributo a diversi aspetti della teoria monetaria: la funzione di prestatore di ultima istanza, l'efficacia degli impulsi monetari, il rifiuto della *real bills doctrine*, il *transfer problem*. Tuttavia, prima della riscoperta di Hayek cui si deve la nota ristampa del 1939, il classico volume di Thornton resta pressoché ignorato (H. Thornton, *An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*, J. Hatchard, London 1802).

vertibilità, che Mill preferisce alla regola di stabilizzare il prezzo dell'oro perché è più semplice e, perciò, più comprensibile. Le violazioni della convertibilità diventano allora facilmente riconoscibili, scoraggiando l'autorità monetaria dal farne uso e rafforzando la credibilità del sistema.

La posizione di John Stuart Mill è rilevante in quanto, oltre a rappresentare lo stato dell'arte nella seconda metà dell'Ottocento, individua con chiarezza i fondamenti della moneta-merce. L'analisi si incentra sull'ipotesi di equilibrio, che non attiene solo al mercato monetario e alla distribuzione «naturale» dei metalli preziosi ma all'economia nel suo complesso. Questa concezione esclude un ruolo attivo dell'autorità monetaria<sup>23</sup> che, disturbando l'equilibrio, riduce il livello di benessere. Il postulato del metallismo, benché debole dal punto di vista teorico, è complementare a questo approccio di equilibrio. Considerare la caratteristica di merce quale requisito essenziale della moneta comporta una serie di implicazioni per il *modus operandi* del sistema. Innanzitutto, al *policy-maker* è sottratta la possibilità di influire sulla quantità di moneta, determinata dal mercato. Inoltre, l'elevato grado di credibilità dei cambi fissi, e di disciplina monetaria in generale, consente, con piccole variazioni dei tassi d'interesse, di aggiustare tempestivamente eventuali squilibri. Se le regole del gioco vengono rispettate, un *commodity standard* equivale di fatto a un'unione monetaria, poiché ciascun paese non è in grado di controllare lo stock di moneta. Non a caso, Mill definisce un «barbarismo»<sup>24</sup> l'esistenza di una pluralità di monete attribuendola alla volontà degli stati di affermare, attraverso un segno tangibile, la propria sovranità.

L'apparato teorico alla base della moneta-merce è largamente condiviso. Anche il serrato dibattito negli ultimi decenni del secolo, la «battle of the standards»<sup>25</sup>, si sviluppa comunque all'in-

<sup>23</sup> In un passo dei *Principles* spesso citato, Mill illustra questo punto. «There cannot, in short, be intrinsically a more insignificant thing, in the economy of society, than money; except in the character of a contrivance for sparing time and labour. It is a machine for doing quickly and commodiously, what would be done, though less quickly and commodiously, without it: and like many other kinds of machinery, it only exerts a distinct and independent influence of its own when it gets out of order» (Mill, *Principles* cit., p. 488).

<sup>24</sup> Ivi, p. 615.

<sup>25</sup> S.W. Jevons, *Money and the Mechanism of Exchange* [1875], Kegan Paul, London 1878, cap. XII.

terno di un sistema metallico. L'obiettivo è di porre rimedio alla mancanza di controllo dello stock di moneta che si riflette sull'andamento dei prezzi. Un *commodity standard*, infatti, assicura la stabilità del potere d'acquisto in un arco di tempo secolare, ma è caratterizzato da una discreta variabilità del livello dei prezzi nel breve termine e da lunghe fasi di crescita, o diminuzione, del livello stesso connesse con la scoperta di nuove miniere. Dalla metà dell'Ottocento, lo sfruttamento dei giacimenti auriferi in California e in Australia determina una tendenza dei prezzi al rialzo che si inverte negli anni Settanta. Il perdurare della deflazione per oltre due decenni stimola il contributo di economisti autorevoli i quali, tuttavia, muovono sempre dall'ipotesi di moneta-merce e non mirano a una riforma radicale del sistema<sup>26</sup>. L'importanza di questa letteratura sta nell'ammettere un elemento di discrezionalità che consente di stabilizzare la quantità di moneta e, quindi, i prezzi. L'idea viene discussa solo in ambito accademico. I *policy-makers*, infatti, considerano il tipo oro un fattore essenziale di stabilità monetaria e, in generale, di stabilità economica. Questa concezione, corroborata dall'esperienza antecedente al 1914, prevale all'indomani del primo conflitto mondiale, quando si pone il problema di riordinare il sistema monetario.

Dalla precedente discussione, necessariamente concisa, del contributo di Hume e di alcuni sviluppi del modello classico, emerge la natura controversa del *gold standard*. Come è stato accennato, Eichengreen individua nella credibilità e nella cooperazione le sue caratteristiche distintive, scambiabili fra loro in modo da compensarsi a vicenda. In realtà, il *trade-off* ipotizzato da Eichengreen non sembra fondato, in quanto la credibilità è intimamente legata alla cooperazione e ne costituisce il presupposto: l'afflusso di capitali verso il paese in difficoltà si realizzava prontamente proprio per

<sup>26</sup> Jevons propone di separare le funzioni della moneta impiegando l'oro come unità di conto per le transazioni correnti e un *tabular standard*, già congegnato da Lowe nel 1822, per i pagamenti differiti (S.W. Jevons, *Investigations in Currency and Finance*, Macmillan, London 1884). Marshall suggerisce il cosiddetto «simmettalismo» basato su due metalli, oro e argento, fusi insieme in una certa proporzione. Walras, invece, affianca all'oro una moneta divisionale (*billon régulateur*) la cui emissione permette di stabilizzare lo stock di moneta. Non è questa la sede per un'analisi approfondita di questi progetti, ma è opportuno ricordarli perché segnano un ampliamento del dibattito sul *commodity standard*.

l'alto grado di credibilità dei cambi fissi. Quindi, piccole variazioni dei tassi d'interesse erano sufficienti a muovere i capitali a breve permettendo di conseguire guadagni rilevanti con un rischio molto ridotto<sup>27</sup>, anche al di fuori di un contesto cooperativo<sup>28</sup>. L'ipotesi di elevata credibilità del *gold standard*, corroborata dai risultati empirici di Giovannini<sup>29</sup>, è sottolineata dalla letteratura moderna, la quale pone in rilievo come quel sistema risolve il problema della incoerenza temporale della politica monetaria<sup>30</sup>. In particolare, Bordo e Kydland interpretano il tipo oro come una regola di politica monetaria che contempla una clausola (*escape clause*) volta a sospendere temporaneamente la regola stessa in caso di shock cospicui<sup>31</sup>. Tale sospensione, comunque, non compromette la credibilità in quanto le cause che l'avevano prodotta e la loro indi-

<sup>27</sup> McKinnon, *op. cit.*, p. 8; Eichengreen, *Globalizing Capital* cit., p. 31.

<sup>28</sup> Sulla base di un'analisi dei rapporti fra le maggiori banche di emissione condotta negli archivi Rothschild, Flandreau esclude che la cooperazione costituisca un elemento chiave del sistema prima del 1914. «In all cases, international help had *not* resulted from the bilateral realisation of common interests. In its most favourable form, it had resulted from the unilateral perception of the possible gains associated with one way co-operation. This might explain why what has been called perhaps too quickly 'co-operation' took place on an ad hoc basis, sometimes succeeding, sometimes failing, but in any case never becoming the keystone of the international monetary system» (M. Flandreau, *Central Bank Co-operation in Historical Perspective: A Sceptical View*, in «Economic History Review», vol. 50, November 1998, n. 4, p. 761, corsivo nel testo). In un articolo successivo, scritto con Le Cacheaux e Zumer, egli pone in rilievo l'affermazione del *gold standard* nonostante il fallimento di diverse conferenze monetarie internazionali. «The many international monetary conferences that took place between 1865 and 1892 called for extensive policy coordination, but they failed to achieve very much, if anything. Yet most of Europe ended up on gold, without collectively agreed targets for debt, deficits, inflation, exchange rates or long-run interest rates. To the extent that it succeeded, the European gold standard appears as a case of stability without a pact» (M. Flandreau, J. Le Cacheux e F. Zumer, *Stability Without a Pact? Lessons from the European Gold Standard, 1880-1914*, in «Economic Policy», vol. 26, April 1998, p. 118).

<sup>29</sup> A. Giovannini, *Bretton Woods and Its Precursors: Rules Versus Discretion in the History of International Monetary Regimes*, in M.D. Bordo e B. Eichengreen (a cura di), *A Retrospective on the Bretton Woods System*, The University of Chicago Press, Chicago 1993.

<sup>30</sup> McKinnon, *op. cit.*, p. 11.

<sup>31</sup> M.D. Bordo e F.E. Kydland, *The Gold Standard As a Rule: An Essay in Exploration*, in «Explorations in Economic History», vol. 32, October 1995, n. 4.

pendenza dal comportamento dell'autorità monetaria sono facilmente verificabili<sup>32</sup>. Inoltre, la *restoration rule* impone di ripristinare la parità originaria con l'obiettivo di evitare, *ex post*, redistribuzioni di ricchezza fra debitori e creditori e mantenere, *ex ante*, la credibilità<sup>33</sup>.

In definitiva, le caratteristiche essenziali del funzionamento del sistema aureo derivano dai principi del metallismo. Il *gold standard* è un sistema omeostatico. In caso di shock l'equilibrio si ristabilisce attraverso lo *specie-flow mechanism* il cui operare governa, nel lungo periodo, la distribuzione «naturale» del metallo. Inoltre, la quantità di oro è determinata sul mercato rendendo simmetrico il sistema. Da un punto di vista di politica economica, rileva l'isolamento dalle intromissioni del governo, che è in parte un'implicazione dei fondamenti analitici appena descritti. Eventuali interferenze non si possono escludere, ma sono immediatamente riconoscibili imponendo un costo elevato in termini di credibilità qualora non siano giustificate da circostanze eccezionali. Questa proprietà riguarda non solo l'azione monetaria ma anche le altre politiche e, soprattutto, opera in modo preventivo in quanto impedi-

<sup>32</sup> Eichengreen, *Globalizing Capital* cit., p. 37. Due secoli e mezzo prima, Ferdinando Galiani enunciava la stessa proposizione riguardo agli effetti sulla credibilità del principe di un aumento *una tantum* della quantità nominale di moneta (l'«alzamento»). «In ultimo non vacilla la fede regia per un alzamento, fuorché quando è inopportuno. Il mancare alle promesse, quando è forza di necessità, non toglie fede, ma accresce compassione, come nella repubblica genovese abbiamo, non è molti anni, veduto avvenire. Agli uomini non danno sospetto le disgrazie, che procedono da cause naturali, ma sì bene i vizi e la mala fede, se non possano esser frenate o da timore interessato o da autorità superiore. Sia il principe giusto, e si avrà fede in lui. Faccia l'alzamento quando è necessario, e niuno se ne lamenterà. Non paghi quando non può, e il non poterlo non è sua colpa, ed e' ne sarà compatito più e con maggior fervore d'animi soccorso» (F. Galiani, *Della moneta* [1751], Feltrinelli, Milano 1963, p. 201).

<sup>33</sup> Altre ipotesi, avanzate di recente per analizzare la natura dei vincoli imposti dal sistema aureo, individuano meccanismi diversi: di tipo politico (G.M. Gallarotti, *The Anatomy of an International Monetary Regime: The Classical Gold Standard*, Oxford University Press, Oxford 1995), mettendo in rilievo gli interessi delle élites conservatrici a mantenere la stabilità dei prezzi, essendo la loro ricchezza investita prevalentemente in titoli a reddito fisso; di mercato (M.D. Bordo e H. Rockoff, *The Gold Standard as a 'Good Housekeeping Seal of Approval'*, in «Journal of Economic History», vol. 56, June 1996, n. 2), sottolineando l'incentivo di ciascun paese a rispettare le regole del tipo oro per non essere penalizzato da rendimenti più elevati.

sce, *ex ante*, comportamenti non coerenti con il mantenimento della parità<sup>34</sup>. Perciò, le principali proprietà del *gold standard* – stabilità, simmetria e credibilità – assicurano il mantenimento del potere d'acquisto nel lungo periodo, permettendo anche un certo margine di discrezionalità. Paradossalmente, proprio la rigidità del sistema di moneta-merce consente alla banca centrale di intervenire in maniera elastica ed efficace grazie all'elevata credibilità dell'ancoraggio della parità e del regime monetario.

All'indomani della grande guerra, la perdita di credibilità altera un presupposto essenziale del *commodity standard* e fornisce la chiave interpretativa degli eventi dei due decenni successivi. In particolare, l'importante quesito concernente i differenti effetti della cooperazione prima e dopo il 1914<sup>35</sup> trova una risposta nel-

<sup>34</sup> «This residual harmonization of national monetary and credit policies, depended far less on *ex post* corrective action, requiring an extreme flexibility, downward as well as upward, of national price and wage levels, than on the *ex ante* avoidance of substantial disparities in cost competitiveness in the monetary policies which would allow them to develop. As long as stable exchange rates were maintained, national *export* prices remained strongly bound together among all competing countries, by the mere existence of an international market not broken down by any large or frequent changes in trade or exchange restrictions. Under these conditions, national price and wage levels also remained closely linked together internationally, even in the face of divergent rates of monetary and credit expansion, as import and export competition constituted a powerful brake on the emergence of any large disparity between internal and external price and cost levels» (Triffin, *The Myth and Realities* cit., pp. 128-29, corsivo nel testo). Mettendo in relazione il mantenimento della parità da parte degli Stati Uniti nei decenni precedenti la prima guerra mondiale con la credibilità di una politica fiscale rigorosa, Thomas Sargent pone l'accento sulla disciplina che il *gold standard* impone alla politica fiscale. «To adhere to a gold standard, a government has to back its debts with gold or other assets that are themselves as good as gold. In practice as well as in theory, it is unnecessary to hold stocks of gold equal in value to the entire stock of a government's liabilities. Instead, it is sufficient to back debts by sufficient prospects of future government surpluses. By accepting a gold standard rule, a government in effect agrees to operate its fiscal policy by a present-value budget balance rule. Under this rule government deficits can occur, but they are necessarily temporary and are accompanied by prospects for future surpluses sufficient to service whatever debt is generated by the deficit» (T.J. Sargent, *A Primer on Monetary and Fiscal Policy*, in «Journal of Banking & Finance», vol. 23, 1999, n. 10, p. 1473).

<sup>35</sup> «Had co-operation (in the shape of reserve pooling) been such an essential ingredient of the functioning of the pre-World War I international monetary system, how could it be that the substantial help (in monetary terms) brought by France to England in 1931 turned out to fail? Or conversely, if

l'introduzione di elementi fiduciari, che si riflette nelle condizioni di rischio e altera le caratteristiche dello *standard* modificandone radicalmente l'assetto e la stabilità. Concentrarsi sulla libertà dei movimenti di capitale risulta fuorviante in quanto la loro capacità di stabilizzazione dipende dalle proprietà del sistema e non viceversa. Anche la presenza di eventuali controlli può al più rallentare ma non eliminare il riequilibrio, come diventerà chiaro nella fase operativa degli accordi di Bretton Woods negli anni seguenti il ripristino della convertibilità. Perciò, interpretare l'evoluzione del sistema monetario in chiave di libertà e dimensione dei movimenti di capitale, come nel recente volumetto di Eichengreen<sup>36</sup>, significa mettere a fuoco un effetto e non una causa. Questo è un punto centrale per una corretta analisi delle vicende monetarie, non solo del periodo compreso fra le due guerre mondiali. L'antinomia riguardante il diverso impatto dei movimenti di capitale sulla stabilità dell'equilibrio, rispettivamente in un *commodity standard* e nell'odierno regime di fluttuazione, è connessa con la presenza o meno di un'ancora monetaria credibile. Questa contrapposizione appare oggi in modo netto<sup>37</sup> in quanto il processo di transizione dalla moneta-merce alla *fiat money* è terminato da tempo, ed è dal contrasto fra questi sistemi e le relative proprietà che è possibile risalire alle determinanti della trasformazione delle istituzioni monetarie. In un recente articolo, Obstfeld e Rogoff definiscono un «miraggio» il ritorno ai cambi fissi proprio per l'effetto della liberalizzazione e dell'ampiezza dei movimenti di capitale<sup>38</sup>. Tuttavia, tale innovazione non è necessaria-

co-operation per se had not been enough to save the gold standard in 1931 was it so essential before 1914?» (Flandreau, *op. cit.*, p. 3).

<sup>36</sup> Eichengreen, *Globalizing Capital* cit.

<sup>37</sup> La mutata efficacia dei movimenti di capitale era stata già percepita da Nurkse. «After the monetary upheavals of the war and early post-war years, private short-term capital movements tended frequently to be disequilibrating rather than equilibrating: a depreciation of the exchange or a rise in discount rates, for example, instead of attracting short-term balances from abroad, tended sometimes to affect people's anticipations in such a way as to produce the opposite result. In these circumstances the provision of the equilibrating capital movements required for the maintenance of exchange stability devolved more largely on the central banks and necessitated a larger volume of official foreign exchange holdings» (Nurkse, *International Currency Experience* cit., p. 29).

<sup>38</sup> M. Obstfeld e K. Rogoff, *The Mirage of Fixed Exchange Rates*, in «Journal of Economic Perspectives», vol. 9, Fall 1995, n. 4.

mente all'origine della flessibilità dei cambi; infatti, costituiva un elemento essenziale del tipo oro, l'epitome di un regime di cambi fissi. La debolezza della congettura basata sulla mobilità dei capitali è riconosciuta dai suoi stessi sostenitori<sup>39</sup>, ma viene difesa assegnando ai controlli sui movimenti di capitale una funzione di supplenza della caratteristica di indipendenza del sistema dalle ingerenze del governo. Secondo questa tesi<sup>40</sup>, un insieme di fattori di carattere politico – debolezza dei sindacati operai, assenza del suffragio universale, scarso peso dei partiti laburisti – avrebbe garantito il mantenimento di cambi rigidi durante il *gold standard*, escludendo altri obiettivi di politica economica. Dopo la grande guerra questi fattori sarebbero cambiati di segno e i controlli sui movimenti di capitale avrebbero compensato la perdita di indipendenza dei *policymakers* nella difesa dei cambi fissi. Questa ipotesi, in realtà, non spiega il mutamento di regime monetario in quel periodo, ma si traduce semplicemente in una diversa funzione di benessere sociale in cui, insieme con il mantenimento della parità, si considera la stabilità del prodotto e dell'occupazione. Peraltro, le pressioni politiche per conseguire finalità diverse da quelle di una rigorosa disciplina monetaria erano presenti, seppure in altre forme, anche nel tipo oro. La ragione dell'aumentata interferenza va cercata altrove.

## 2. Il sistema monetario fra le due guerre

Negli anni Venti e Trenta, lo svolgimento delle vicende monetarie internazionali è dominato dall'interazione degli squilibri causati dalla guerra con l'obiettivo di ristabilire il quadro istituzionale prebellico. Mancano, tuttavia, le condizioni per realizzare prontamente e con ridotti costi di benessere quell'obiettivo. Inoltre, la mutata temperie culturale incrina la solidità del mo-

<sup>39</sup> «The problem with this story, it will be evident, is that international capital mobility was also high before World War I, yet this did not prevent the successful operation of pegged exchange rates under the classical gold standard. Even a glance back at history reveals that changes in the extent of capital mobility do not by themselves constitute an adequate explanation for the shift from pegged to floating rates» (Eichengreen, *Globalizing Capital* cit., p. 4).

<sup>40</sup> Ivi, pp. 4-5.

dello sottostante a una credibile moneta-merce. Da un lato, il progresso della teoria monetaria procede in modo diseguale proponendo misure contrastanti per far fronte agli shock che colpiscono il sistema. Dall'altro, i *policymakers* restano ancorati al modello del *gold standard* seguendo comportamenti che contribuiscono a esacerbare la crisi<sup>41</sup>.

Nella ricostruzione della storia monetaria di quegli anni si ricorre solitamente a una suddivisione in periodi basata sul diverso regime di cambio<sup>42</sup>: la fase iniziale di fluttuazione, che termina con il ritorno all'oro del Regno Unito nell'aprile 1925; la seconda, in cui vigono i cambi fissi, finisce nel settembre 1931 quando la sterlina si sgancia dal sistema aureo; l'ultima, di fluttuazione controllata (*managed floating*), si esaurisce con lo scoppio del secondo conflitto mondiale. La partizione temporale diventa ancora più rilevante da una prospettiva diversa, concentrando l'attenzione non sul regime di cambio ma sulle proprietà e sulle regole del sistema monetario per coglierne i tratti salienti. Il tipo

<sup>41</sup> L'inadeguatezza delle conoscenze dei banchieri centrali per affrontare i problemi scaturiti dalla grande guerra è sottolineata da Hawtrey. «The art of central banking is something profoundly different from any of the practices with which it is possible to become familiar in the ordinary pursuits of banking or commerce. It is a field within which a certain degree of technical knowledge is necessary, even to take advantage of expert advice. Yet it seems to be taken for granted that a central banker should be like a ship captain who knows nothing of navigation, or a general who does not believe in the Staff College. The central banker is even reluctant to admit that there exists an art of central banking. If central banks *can* do these things, what a formidable responsibility rests on those who direct them! Nothing but complete scepticism as to the power of central banks to do anything whatever promises a quiet life for their directorates. If they cannot avoid taking decisions, then conformity with a few easily understood shallow empirical precepts will enable them to face criticism. Yet it is only in recent years that this scepticism has become firmly established. A hundred years ago the directors of the Bank of England were not only interested in economic ideas but were actually taking the lead in evolving the art of central banking. After 1866 the art had become more nearly fixed, and perhaps it was the comparative smoothness with which credit regulation worked that gradually dimmed the memory of the underlying principles. The result has been not merely that the world has been insufficiently prepared to deal with the new problems of central banking which have arisen in the years since the war, but that it has failed even to attain the standard of wisdom and foresight that prevailed in the nineteenth century» (R.G. Hawtrey, *The Art of Central Banking* [1932], Frank Cass, London 1970, pp. 246-47, corsivo nel testo).

<sup>42</sup> Redmond, *op. cit.*, p. 346.

oro e il cosiddetto *hard EMS* dei primi anni Novanta sono entrambi caratterizzati dai cambi fissi, però l'effetto dei movimenti di capitale è stato stabilizzante nel primo e destabilizzante nel secondo. Il contrasto è da ricondurre alla diversa natura dei due sistemi: un *commodity standard*, altamente credibile in quanto lo stock di moneta è determinato dal mercato, e un accordo fra diverse *fiat monies*, con proprietà diametralmente opposte. Perciò, per motivi non solo storici ma anche puramente teorici, l'analisi dello *standard* deve incentrarsi sui caratteri del mezzo di scambio e sulle regole che presiedono al suo funzionamento, oltre che sul regime di cambio. Data la diffusione della carta moneta inconvertibile, la letteratura contemporanea non discute affatto le caratteristiche del sistema monetario<sup>43</sup> formulando a volte ipotesi deboli, come quella appena illustrata che spiega la diffusione dei cambi flessibili con la globalizzazione dei movimenti di capitale.

Dopo il 1918, il ritorno all'oro è considerato la condizione essenziale per ripristinare un ordine monetario stabile<sup>44</sup>. Tuttavia, gli squilibri generati dalla guerra lasciano una pesante eredità. Il cospicuo e differenziato aumento dei prezzi, il problema delle riparazioni, la caduta della produzione di oro pari a circa un terzo fra il 1915 e il 1922<sup>45</sup>, le turbolenze politiche e sociali rendevano estremamente difficile conseguire in breve tempo quell'obiettivo senza produrre un impatto deflazionistico non sostenibile nella

<sup>43</sup> Un rinnovato interesse per il disegno degli *standard* monetari è stato stimolato dai lavori di F. Black, *Banking and Interest Rates in a World Without Money: The Effects of Uncontrolled Banking*, in «Journal of Bank Research», vol. 1, Autumn 1970, n. 3, e E.F. Fama, *Banking in the Theory of Finance*, in «Journal of Monetary Economics», vol. 6, January 1980, n. 1, dai quali trae origine la cosiddetta «new monetary economics» (F. Cesarano, *The New Monetary Economics and the Theory of Money*, in «Journal of Economic Behavior and Organization», vol. 26, May 1995, n. 3).

<sup>44</sup> Come osserva Redmond: «[...] policy makers (and, indeed, virtually everyone else) were anxious to restore it [the gold standard] as soon as possible after the war. In fact the commitment to do so was undertaken in Britain before the war actually ended. The Interim Report of the Cunliffe Committee provided an unequivocal definition of postwar British monetary policy in 1918: 'In our opinion it is imperative that after the war the conditions necessary to the maintenance of an effective gold standard should be restored without delay.' In short, a return to gold as soon as possible; moreover, the rest of the world (or at least the parts that mattered) concurred with this view» (Redmond, *op. cit.*, p. 347).

<sup>45</sup> Nurkse, *International Currency Experience cit.*, p. 27.

congiuntura postbellica. Per contrastare queste tendenze, nella conferenza di Genova dell'aprile 1922 si propone di affiancare all'oro le valute convertibili<sup>46</sup>. Anche durante il *gold standard* i paesi detenevano, per un ammontare ridotto, valute convertibili. Nel 1913 queste raggiungevano il 12 per cento delle riserve di quindici banche centrali europee<sup>47</sup>; per ventiquattro banche, la percentuale sale al 27 nel 1925 e al 42 nel 1928. All'interno dei singoli paesi, la circolazione di monete auree, pressoché scomparsa durante la grande guerra, viene scoraggiata attraverso l'introduzione di un ammontare minimo da acquistare (400 onces pari a 1.730 sterline nel caso della Bank of England)<sup>48</sup>. Questi cambiamenti vanno ben oltre la mutata composizione delle riserve e interessano la struttura stessa del sistema. Innanzitutto, le banche centrali assumono un ruolo di maggiore importanza. Mentre nel tipo oro i movimenti di capitale provenivano in prevalenza dal settore privato, successivamente gli interventi dell'autorità monetaria divengono rilevanti non solo per la dimensione ma anche per il loro contenuto informativo. Sono i primi segni della trasformazione da un sistema basato su una merce, le cui regole salvaguardano la disciplina monetaria, a un sistema controllato, caratterizzato da una maggiore discrezionalità. Come afferma Keynes nel *Tract*: «[...] the war has effected a great change. Gold itself has become a 'managed' currency»<sup>49</sup>. Benché i *policymakers* siano an-

<sup>46</sup> La *Resolution 9* del rapporto finale della Commissione finanziaria presieduta da Sir Robert Horne, cancelliere dello Scacchiere, proponeva una serie di misure per ristabilire il *gold standard*. «These steps [balancing of budgets; adoption of gold as a common standard; fixing of gold parities; cooperation of central banks, etc.] might by themselves suffice to establish a gold standard, but its successful maintenance would be materially promoted [...] by an international convention to be adopted at a suitable time. The purpose of the convention would be to centralize and coordinate the demand for gold, and so avoid those wide fluctuations in the purchasing power of gold which might otherwise result from the simultaneous and competitive efforts of a number of countries to secure metallic reserves. The convention should embody some means of economizing the use of gold by maintaining reserves in the form of foreign balances, such, for example, as the gold exchange standard or an international clearing system» (ivi, p. 28).

<sup>47</sup> Ivi, p. 29.

<sup>48</sup> Eichengreen, *Globalizing Capital* cit., p. 61.

<sup>49</sup> J.M. Keynes, *A Tract on Monetary Reform*, Macmillan, London 1923, p. 167.

cora convinti della superiorità del *gold standard* e i vantaggi di una moneta manovrata siano discussi principalmente nell'ambiente accademico, i fondamenti della moneta-merce, sui quali poggia la credibilità di quel sistema, vengono messi in dubbio.

Fino al 1914 lo stato dell'arte era alquanto monolitico e svolgeva una funzione di catalizzatore dell'orientamento delle politiche economiche verso l'obiettivo della stabilità monetaria. Il *commodity standard*, incentrato sul metallismo e sull'ipotesi di equilibrio, costituiva un'ancora che preveniva comportamenti in contrasto con il mantenimento della parità. Nel primo dopoguerra il ritorno al tipo oro, in una situazione in cui mancano le condizioni per il suo funzionamento, è all'origine della crisi delle istituzioni monetarie. Da un lato, il modello di riferimento è posto in discussione; dall'altro, la variazione del livello dei prezzi durante e dopo il conflitto differisce fra i diversi paesi, rendendo difficile l'applicazione della *restoration rule*. Entrambi i fattori contribuiscono a minare la credibilità.

Il ripristino della parità prebellica nel Regno Unito, il paese leader, riflette l'intenzione di fugare ogni dubbio riguardo alla ferma adesione alle regole del gioco in modo da ristabilire la credibilità del sistema. La ricostituzione del *gold standard* è considerata la premessa indispensabile per la stabilità economica, come espressamente indicato nel rapporto del Cunliffe Committee del 1918: «Nothing can contribute more to a speedy recovery from the effects of the war, and to the rehabilitation of the foreign exchanges, than the reestablishment of the currency upon a sound basis»<sup>50</sup>. Secondo l'opinione unanime delle testimonianze rese da-

<sup>50</sup> Committee on Currency and Foreign Exchanges after the War, *First Interim Report* (Rapporto del Cunliffe Committee), Cmd. 9182, HMSO, London [1918], in Eichengreen (a cura di), *The Gold Standard* cit., p. 170. Il rispetto della *restoration rule* è alla base dell'approccio seguito dal comitato Cunliffe, il paradigma di riferimento della successiva conferenza di Genova. «In an interim report published in August of the same year [1918], the [Cunliffe] committee presented a classical description of what its authors took to be the working of the pre-1914 gold standard. The report is relevant for this study because its international monetary model was in many respects the one that was accepted by virtually everyone at Genoa and even eleven years later by the Continental European countries that participated in the London conference. It was, of course, a system in which the parities of currencies were assumed to be permanently fixed in terms of gold and in which gold movements associated with payment imbalances brought equilibrating adjustments

vanti al comitato, il ritorno all'oro avrebbe eliminato l'incertezza delle condizioni monetarie che indeboliva le relazioni commerciali del paese e la sua posizione di centro della finanza internazionale<sup>51</sup>. L'influenza del noto *pamphlet* di Keynes, *The Economic Consequences of Mr. Churchill*, ha contribuito a diffondere l'interpretazione del rientro della sterlina come un errore attribuibile ai consiglieri economici del cancelliere per favorire il mondo della finanza a spese dell'industria inglese. In realtà Churchill era al corrente del dibattito in corso e delle critiche di Keynes e di altri economisti, che sottolineavano gli effetti deflazionistici nel processo di aggiustamento<sup>52</sup>.

La sopravvalutazione della sterlina, dal 5 al 15 per cento secondo stime diverse<sup>53</sup>, è nota ai fautori della *restoration*, ma i costi da sopportare nella fase di transizione sono considerati inferiori ai benefici di lungo periodo. Una larga maggioranza condiziona questa opinione<sup>54</sup>; sul piano politico, ciò è determinante. Co-

in domestic interest rates, wages, prices, and spending. The conception was of a unified world in which the component national economies adjusted in order to maintain international monetary stability. Not only was this view accepted without dissent by the committee, but its members conducted their discussions *on the assumption* that sterling would eventually be stabilized at its prewar parity equivalent to \$4.86» (S.V.O. Clarke, *The Reconstruction of the International Monetary System: The Attempts of 1922 and 1933*, Princeton Studies in International Finance, n. 33, Princeton University, Princeton 1973, pp. 11-12, corsivo nel testo).

<sup>51</sup> Committee on Currency e Foreign Exchanges after the War, *First Interim Report* cit., p. 175.

<sup>52</sup> R.S. Sayers, *The Return to Gold, 1925*, in L.S. Pressnell (a cura di), *Studies in the Industrial Revolution*, London 1960, ristampato in S. Pollard (a cura di), *The Gold Standard and Employment Policies between the Wars*, Methuen, London 1970.

<sup>53</sup> Eichengreen, *Globalizing Capital* cit., p. 59.

<sup>54</sup> Nel marzo 1925, la Federation of British Industries indirizzò a Churchill una lettera aperta in cui si chiedeva il ritorno all'oro senza fare riferimento al fatto che la diminuzione dei prezzi non era stata tale da rendere la parità prebellica una parità di equilibrio (Sayers, *op. cit.*, p. 88 e nota 4). La posizione degli industriali britannici, i primi a soffrire dalla sopravvalutazione della sterlina, illustra chiaramente quanto radicata fosse la convinzione concernente i benefici del ripristino del sistema aureo. Come afferma Redmond: «[...] alternatives to the restoration of the gold standard were not seriously considered» (Redmond, *op. cit.*, p. 350). All'indomani del provvedimento, i commenti della stampa inglese erano unanimemente favorevoli. «*The Times* (29 April) claimed that the great majority of businessmen would rejoice in the return to gold. *The Economist* (2 May) expected it to effect 'a definite broadening of the base of British com-

me narra nelle sue memorie James Grigg, segretario di Churchill, le opposte argomentazioni a favore e contro il rientro nel *gold standard* sono discusse nel corso di una cena al termine della quale il cancelliere pone la questione in termini politici<sup>55</sup>. E Churchill prende la sua decisione solo dopo aver attentamente valutato la preponderanza dell'opinione favorevole alla *restoration*. Sul piano puramente tecnico, la riconquistata stabilità monetaria avrebbe dovuto creare le condizioni per il rilancio del commercio internazionale contribuendo, attraverso l'aumento delle esportazioni, ad abbattere la disoccupazione. Nell'ambito dell'approccio classico fondato sull'ipotesi di equilibrio, il tipo oro, disciplinando il comportamento dell'autorità monetaria, garantisce la stabilità e favorisce il raggiungimento del pieno impiego; perciò, non vi è contrasto fra l'obiettivo del livello dei prezzi e quello dell'occupazione: «[...] the gold standard policy was essentially an employment policy»<sup>56</sup>. Non manca una posizione contraria, rappresentata da Keynes, secondo la quale l'insufficiente flessibilità dei costi interni avrebbe esacerbato le condizioni di squilibrio dell'economia britannica, come effettivamente si verificherà. Ma l'importanza del saggio *The Economic Consequences of Mr. Churchill* va al di là della critica del ritorno all'oro. Come aveva già fatto in maniera più approfondita nel *Tract*, Keynes attacca il modello classico alla base del *gold standard* e, ponendo in rilievo le frizioni del mecca-

merce'; the new policy was subject for congratulation to the Chancellor and was 'the crowning achievement' of Montagu Norman. The *Yorkshire Post* (2 May) and the *Manchester Guardian* (5 May) were equally comfortable. The President of the Federation of British Industries had much more to say about other (now forgotten) aspects of the Budget, but did find a moment in which to welcome the return to gold as a step towards a revival of foreign investment and the conquest of new markets» (Sayers, *op. cit.*, p. 87).

<sup>55</sup> Sayers riassume così il racconto di Grigg. «Plenty was said about the risks of unemployment, falling wages, prolonged strikes and the contraction of some of the heavy industries. I suspect that Keynes was not at his most effective: he did not in those days carry his later weight, and he was always liable to have an 'off-day'. At any rate, Churchill was not completely convinced by Keynes's gloomy prognostications and turned to McKenna, who had wobbled somewhat in his latest public pronouncements. Churchill in effect asked McKenna: 'This is a political decision; you have been a politician, indeed you have been Chancellor of the Exchequer. If the decision were yours, what would it be?' McKenna, after wobbling to the end, replied, 'There's no escape; you have got to go back; but it will be hell'» (Sayers, *op. cit.*, p. 89).

<sup>56</sup> Ivi, p. 89.

nismo di aggiustamento, si esprime a favore di un controllo monetario attivo, ossia di una politica monetaria in senso moderno<sup>57</sup>. La veemenza polemica del *pamphlet* contro Churchill poggia sugli stessi principi. Egli attribuisce la decisione del cancelliere alle «clamorous voices of international finance»<sup>58</sup> allora dominanti, prevedendo correttamente che, data la rigidità dei salari, l'impatto maggiore sarebbe stato sull'occupazione<sup>59</sup>. Il limite del meccanismo di aggiustamento del tipo oro è la vischiosità dei prezzi; perciò, gli effetti di eventuali squilibri si scaricano sulle quantità. In generale, Keynes sottolinea la presenza di frizioni nel sistema economico, che inficia l'ipotesi di equilibrio sottostante alla visione classica<sup>60</sup>. La sua posizione è minoritaria, ma rompe la com-

<sup>57</sup> «In truth, the gold standard is already a barbarous relic. All of us, from the Governor of the Bank of England downwards, are now primarily interested in preserving the stability of business, prices, and employment, and are not likely, when the choice is forced on us, deliberately to sacrifice these to the outworn dogma, which had its value once, of £3 : 17 : 10 1/2 per ounce. Advocates of the ancient standard do not observe how remote it now is from the spirit and the requirements of the age. A regulated non-metallic standard has slipped in unnoticed. *It exists*. Whilst the economists dozed, the academic dream of a hundred years, doffing its cap and gown, clad in paper rags, has crept into the real world by means of the bad fairies – always so much more potent than the good – the wicked Ministers of Finance. For these reasons enlightened advocates of the restoration of gold, such as Mr. Hawtrey, do not welcome it as the return of a 'natural' currency, and intend, quite decidedly, that it shall be a 'managed' one» (Keynes, *A Tract on Monetary* cit., pp. 172-73, corsivo nel testo).

<sup>58</sup> Keynes, *The Economic Consequences of Mr. Churchill* cit., p. 212.

<sup>59</sup> «By what *modus operandi* does credit restriction attain this result [of reducing money wages]? *In no other way than by the deliberate intensification of unemployment*. The object of credit restriction, in such a case, is to withdraw from employers the financial means to employ labour at the existing level of prices and wages. The policy can only attain its end by intensifying unemployment without limit, until the workers are ready to accept the necessary reduction of money wages under the pressure of hard facts. This is the so-called 'sound' policy, which is demanded as a result of the rash act of pegging sterling at a gold value, which it did not – measured in its purchasing power over British labour – possess as yet. It is a policy, nevertheless, from which any humane or judicious person must shrink. So far as I can judge, the Governor of the Bank of England shrinks from it. But what is he to do, swimming, with his boat burnt, between the devil and the deep sea? At present, it appears, he compromises. He applies the 'sound' policy half-heartedly; he avoids calling things by their right names; and he hopes – this is his best chance – that something will turn up» (ivi, pp. 218-19, corsivo nel testo).

<sup>60</sup> Questo emerge chiaramente nel seguente passaggio in cui si preconizza una crisi di grandi proporzioni. «The gold standard, with its dependence on

pattezza dello stato dell'arte: il paradigma teorico di riferimento, da cui derivano le proprietà essenziali del *commodity standard*, è messo in discussione. Quindi, il disegno del *gold exchange standard*, che avrebbe dovuto ripristinare un sistema di moneta-merce, viene a mancare del presupposto necessario per il suo successo. Quel paradigma, infatti, è il fondamento dell'elevata credibilità della moneta-merce; inoltre, ancorando il comportamento dell'autorità monetaria, realizza un coordinamento di fatto fra i diversi paesi.

Allorché il mantenimento della parità non è più l'obiettivo primario delle banche centrali, il sistema perde il suo ancoraggio. Perciò, il tipo a cambio aureo<sup>61</sup>, in apparenza solo una semplice trasformazione del tipo oro, ha caratteristiche profondamente diverse. A questo proposito, è opportuno richiamare la distinzione fatta da Friedman fra *real* e *pseudo gold standard*: nel primo circolano monete d'oro mentre nel secondo il governo fissa il prezzo dell'oro<sup>62</sup>. Pur essendo apparentemente simili, i due sistemi differiscono riguardo alle loro proprietà essenziali per la presenza o meno di un ruolo attivo del *policymaker*. Benché la mancata

pure chance, its faith in 'automatic adjustments', and its general regardlessness of social detail, is an essential emblem and idol of those who sit in the top tier of the machine. I think that they are immensely rash in their regardlessness, in their vague optimism and comfortable belief that nothing really serious ever happens. Nine times out of ten, nothing really serious does happen – merely a little distress to individuals or to groups. But we run a risk of the tenth time (and are stupid into the bargain), if we continue to apply the principles of an economics, which was worked out on the hypotheses of *laissez-faire* and free competition, to a society which is rapidly abandoning these hypotheses» (ivi, p. 224).

<sup>61</sup> Come altre innovazioni nel campo delle istituzioni monetarie, il *gold exchange standard* aveva avuto origine da un problema concreto. Dopo aver fissato la parità del rublo nel 1894, la Russia sopperisce alla scarsità di riserve contraendo prestiti e investendone la gran parte in attività liquide denominate in marchi, convertibili in oro. Anche l'India e l'impero austro-ungarico seguono l'esempio della Russia, che comporta un duplice beneficio: per il singolo paese, il godimento di un tasso d'interesse positivo sulle riserve; sul piano internazionale, la riduzione delle perturbazioni sul mercato dell'oro (R.G. Hawtrey, *The Gold Standard in Theory and Practice* [1927], Longmans, Green, London 1947, pp. 60-61).

<sup>62</sup> M. Friedman, *Real and Pseudo Gold Standards*, in «Journal of Law and Economics», vol. IV, October 1961, ristampato in Id., *Dollars and Deficits. Inflation, Monetary Policy and the Balance of Payments*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs (N.J.) 1968.

sistemazione analitica delle controversie in tema di politica monetaria non permetta di formulare un giudizio conclusivo su questo punto, l'implicazione importante del passaggio al *gold exchange standard* è l'abbandono di un meccanismo monetario poco permeabile alle interferenze esterne in quanto regolato dalle forze di mercato e, quindi, altamente credibile. È difficile immaginare, come fa Eichengreen<sup>63</sup>, il ricorso a un più incisivo coordinamento per compensare la perdita di credibilità in quanto un *trade-off* di questo tipo è da escludere<sup>64</sup>. Inoltre, la mutata visione del meccanismo monetario e la dimensione degli shock che colpiscono le economie europee nel dopoguerra inducono i *policymakers* a considerare anche gli obiettivi interni, sebbene il sistema aureo resti il modello di riferimento.

Un serrato negoziato non sarebbe stato comunque sufficiente a surrogare le regole del *gold standard*. Il convegno di banchieri centrali, previsto nella conferenza di Genova per l'attuazione del nuovo assetto istituzionale, non si tenne mai. Lo scetticismo di Benjamin Strong, l'influente governatore della Banca federale di New York, riguardo all'efficacia del tipo a cambio aureo è condiviso da altri banchieri centrali che seguono una linea di rigore monetario. La Francia, dopo il ritorno all'oro a una parità sottovalutata, accumula in pochi anni una cospicua quantità di metallo. Le riserve auree raddoppiano fra il 1926 e il 1929, arrivando a quadruplicarsi nel 1931. Anche la Germania, dopo la drammatica esperienza dell'iperinflazione, mantiene una rigida disciplina monetaria. Hjalmar Schacht, presidente della Reichsbank, è un fermo sostenitore del *gold standard*<sup>65</sup>.

<sup>63</sup> Eichengreen, *Globalizing Capital* cit., pp. 61-63.

<sup>64</sup> Vedi *supra*, § 1.

<sup>65</sup> La prevalenza della posizione contraria al *gold exchange standard* è illustrata da David Williams. «Once the chief results of the gold exchange standard had been achieved – stabilisation of exchange rates and the strengthening of monetary reserves – there was increasing pressure by some important countries to revert to a gold bullion standard. The gold exchange standard was never accepted as anything but a temporary palliative by France; Germany and the smaller countries of West and Central Europe had a strong desire to hold as much gold as was possible. The gold exchange standard in the 'twenties was regarded not only as an expedient, but as a temporary expedient» (D. Williams, *The 1931 Financial Crisis*, in «Yorkshire Bulletin of Economic and Social Research», vol. 15, November 1963, n. 2, p. 90, ristampato in M. Thomas,

Alla base della crisi del sistema monetario nei primi anni Trenta sta l'incoerenza fra le mutate regole del tipo a cambio aureo, che richiedono un attivo controllo monetario, e il comportamento seguito dalle banche centrali fermamente ancorate al sistema aureo prebellico<sup>66</sup>. Le politiche rigorose adottate in Francia, Germania e

a cura di, *The Disintegration of the World Economy Between the World Wars*, vol. II, Edward Elgar, Cheltenham 1996).

<sup>66</sup> Analizzando le cause della grande crisi, Hawtrey sottolinea le responsabilità delle banche centrali. «For, even if there were non-monetary causes at work in 1929 and 1930, which were tending to produce a violent compression of the consumers' income and collapse of demand, it remains true that the action of the great Central Banks at that time was independently tending to produce precisely that result. For the curtailment of the flow of money, the Central Banks, as the sole sources of money, must bear the responsibility. That responsibility is hardly less if they are shown to have used their power to reinforce disturbing causes which they might have counteracted, than if they themselves originated a disturbance in conditions otherwise calm. The collapse of demand is another name for the appreciation of gold. It means the offer of less gold in exchange for commodities. And we may regard the responsibility of the Central Banks as arising from their control over the market for gold. If some of them absorb a disproportionate amount of gold, the others find themselves short of it, and between them they force its wealth-value up. The responsibility of Central Banks for determining the wealth-value of gold had been recognized at the Genoa Conference, but by 1929 the Conference had been forgotten and the responsibility disclaimed. The Central Banks had reverted to the ideas of the nineteenth-century gold standard, which limited their responsibility to restraining the expansion of credit whenever it outran the available gold reserves. Here was an objective which made no demands on the reasoning faculty; it could be treated as an article of faith. Under the conditions of the nineteenth century faith worked well enough, because the wealth-value of gold was fairly stable. Only in the severe depressions of 1876-1879 and 1884-6 were there searchings of heart. In face of the wild vagaries of the wealth-value of gold in the years following the war, faith was no longer enough» (Hawtrey, *The Gold Standard in Theory* cit., pp. 140-41). Nel precedente lavoro *The Art of Central Banking*, Hawtrey aveva messo in risalto le conseguenze della scomparsa del governatore Strong, sottolineando l'atteggiamento di rifiuto da parte delle banche centrali, nei confronti del *gold exchange standard*. «It was a disaster for the world that Governor Strong died in the autumn of 1928, and the experiment came to an end. And meanwhile the Genoa Resolutions have been thrown aside. [...] But whatever Governments or Parliaments or experts may say, the opinion and the practice of central banks have become rigidly adverse to the Genoa plan. Far from regulating credit 'with a view to preventing undue fluctuations in the purchasing power of gold,' they have systematically excluded any such purpose from consideration, and have approximated to the purely mechanical system of gold reserve proportions, which was accepted by the theory if not by the practice of the nineteenth century» (Hawtrey, *The Art of Central Banking* cit., p. 209).

Stati Uniti<sup>67</sup> mirano a obiettivi interni e sono in aperto contrasto con l'esigenza del Regno Unito di ristabilire l'equilibrio partendo da un tasso di cambio sopravvalutato. Nel tipo oro, invece, il conflitto fra obiettivi interni ed esterni non sorgeva essendo l'azione complessiva della politica economica indirizzata al mantenimento della parità. Il *gold exchange standard* intacca la credibilità del cambio fisso e delle politiche sottostanti, con rilevanti implicazioni per il meccanismo di aggiustamento. Il coordinamento di fatto realizzato nell'ambito del *gold standard* cessa e la funzione stabilizzante dei movimenti di capitale si interrompe<sup>68</sup>.

Nel primo dopoguerra, la fluttuazione dei cambi e le crisi, soprattutto in Francia e Germania, mutano in modo radicale il quadro macroeconomico e, quindi, l'atteggiamento degli investitori. Inoltre, le scelte di politica economica divergono nei maggiori paesi. Paradossalmente, quelli che applicano la *restoration rule*, come il Regno Unito, scontano una perdita di credibilità per gli ostacoli incontrati nell'attuare politiche deflazionistiche. Al contrario, quelli che non tornano alla parità prebellica, come la Francia e l'Italia, possono realizzare politiche rigorose e credibili, anche perché lo squilibrio accumulato nel corso della guerra è in parte compensato dal deprezzamento del cambio. La diminuita

<sup>67</sup> Anche nel nostro paese la politica monetaria ha una svolta decisamente restrittiva dopo il discorso di Pesaro dell'agosto 1926. Per una dettagliata ricostruzione, si vedano F. Cotula e L. Spaventa (a cura di), *La politica monetaria tra le due guerre 1919-1935*, «Collana storica» della Banca d'Italia, Laterza, Roma-Bari 1993 e M. De Cecco (a cura di), *L'Italia e il sistema monetario internazionale 1919-1936*, «Collana storica» della Banca d'Italia, Laterza, Roma-Bari 1993.

<sup>68</sup> Riferendosi agli anni Venti, Friedman formula il seguente giudizio sulle caratteristiche del sistema monetario. «It was a period when the acceptance of the idea of independent central banks was at its zenith, even the U.S. having finally come most of the way. It was the era of the great Central Bank Governors: Moreau in France, Schacht in Germany, Strong in the U.S., and above all, Norman in Britain, and of continuous interchange and cooperation among them. It was also, as Mr. Rueff has so tellingly stressed, the era of the gold-exchange standard, which, as I fully agree with him, made the system much more vulnerable to monetary mistakes than it had been» (M. Friedman, *The Political Economy of International Monetary Arrangements*, in Id., *Dollars and Deficits. Inflation, Monetary Policy and the Balance of Payments*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, N.J., 1968, p. 273). Si noti che, in questa citazione, il significato di «indipendenza» della banca centrale è opposto a quello odierno; si riferisce, infatti, all'attuazione di una politica monetaria discrezionale.

credibilità del sistema si riflette in un'accentuata preferenza per le riserve auree. In questa fase iniziale di allontanamento dalla *commodity money*, il sistema monetario è soggetto alla spinta di forze diverse che alterano irreversibilmente lo scenario rilevante per le decisioni dei *policymakers* e degli agenti economici.

La peculiarità del meccanismo monetario nel *gold exchange standard*, lo squilibrio fra i tassi di cambio, il perseguimento di finalità interne di politica economica spesso in conflitto fra un paese e l'altro pongono le premesse per il manifestarsi di una crisi di grandi proporzioni. Il fattore essenziale è costituito dall'impulso deflazionistico determinato dalla demoltiplicazione della base monetaria innescata dai fallimenti bancari<sup>69</sup>. Questa ipotesi

<sup>69</sup> Analizzando recentemente le interpretazioni monetarie della grande depressione, Frank Steindl ha mostrato che il contributo di Clark Warburton anticipa quello di Friedman e Schwartz, come peraltro questi hanno riconosciuto nella loro *Monetary History*. In particolare, ponendo l'attenzione sul moltiplicatore monetario, la spiegazione dell'andamento dei rapporti circolante-depositi e riserve-depositi, si inquadra in un approccio di scelte di portafoglio (F.G. Steindl, *Monetary Interpretations of the Great Depression*, University of Michigan Press, Ann Arbor 1995). Inoltre, Lastrapes e Selgin mettono l'accento sull'effetto dell'imposta sugli assegni, in vigore dal giugno 1932 al dicembre 1934, sull'aumento del rapporto circolante-depositi e, quindi, sulla pressione deflazionistica (W.D. Lastrapes e G. Selgin, *The Check Tax: Fiscal Folly and the Great Monetary Contraction*, in «Journal of Economic History», vol. 57, December 1997, n. 4). Bordo e Eichengreen descrivono sinteticamente le diverse posizioni degli studiosi contemporanei sulle cause della crisi del 1929 (M.D. Bordo e B. Eichengreen, *Implications of the Great Depression for the Development of the International Monetary System*, in M.D. Bordo, C. Goldin e E.N. White, a cura di, *The Defining Moment. The Great Depression and the American Economy in the Twentieth Century*, The University of Chicago Press, Chicago 1998, pp. 404-405). In realtà, alcuni fra i maggiori economisti degli anni Trenta, come Cassel, Fisher e Hawtrey, avevano già identificato nella caduta dello stock di moneta un fattore essenziale degli eventi di quel periodo. Irving Fisher, sottolineando la diminuzione dei depositi bancari, nota: «Between 1926 and 1929, the total circulating medium increased slightly – from about 26 to about 27 billions, 23 billions being check-book money and 4 billions, pocket-book money. On the other hand, between 1929 and 1933, check-book money shrank to 15 billions which, with 5 billions of actual money in pockets and tills, made, in all, 20 billions of circulating medium, instead of 27, as in 1929. The increase from 26 to 27 billions was inflation; and the decrease from 27 to 20 billions was deflation. The boom and depression since 1926 are largely epitomized by these three figures (in billions of dollars) – 26, 27, 20 – for the three years 1926, 1929, 1933. These changes in the quantity of money were somewhat aggravated by like changes in velocity. In 1932 and 1933, for instance, not only was the circulating medium

di Friedman e Schwartz<sup>70</sup> è stata integrata dal contributo di Eichengreen che ha messo in luce la diffusione del processo deflazionistico sul piano internazionale attraverso il *gold exchange standard*<sup>71</sup>. L'analisi di Eichengreen della caduta del reddito nominale non è in contrasto con quella di Friedman e Schwartz, ma la qualifica e la estende considerando gli effetti degli errori di politica economica sugli altri paesi<sup>72</sup>. Eichengreen ribalta l'interpretazione generalmente accettata dell'impatto della violazione delle regole del gioco secondo cui le cosiddette svalutazioni competi-

small, but its circulation was slow – even to the extent of widespread hoarding» (I. Fisher, *100 per cent Money* [1935], The City Printing Company, New Haven 1945, p. 5). John Williams, inoltre, osserva l'effetto moltiplicativo dei flussi di oro. «The fixed exchange process is more roundabout; international transfer of money may have effects upon the internal economy incommensurate with, and not directly related to, the initial change in the balance of payments, particularly if, as in a fractional reserve against deposits system, the monetary expansion-contraction is a multiple of the gold movement» (J.H. Williams, *International Monetary Organization and Policy*, in A.D. Gayer, a cura di, *The Lessons of Monetary Experience*, George Allen and Unwin, London 1937, p. 24).

<sup>70</sup> M. Friedman e A.J. Schwartz, *A Monetary History of the United States 1867-1960*, Princeton University Press, Princeton 1963.

<sup>71</sup> Eichengreen, *Golden Fetters* cit.

<sup>72</sup> «Traditional debates (such as the Friedman/Schwartz-versus-Temin debate in the U.S. context) have faced off essentially monetary explanations versus explanations based on 'real-side' maladjustments (e.g., overbuilding, excess capacity, underconsumption). While some evidence could be found for many of these stories (and there is no question that the Depression is an enormously complex event with multiple causes), many or most of them suffer from being specific to one or a few countries. Eichengreen's impressive achievement is to have found the *common* shock that can explain the nearly simultaneous onset of the Depression around the world. As it happens, this common shock was transmitted through national money supplies, so at least in a proximate sense Eichengreen's work validates the monetarist thesis» (B.S. Bernanke, *The World on a Cross of Gold. A Review of «Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939»*, in «Journal of Monetary Economics», vol. 31, April 1993, n. 2, pp. 263-64, corsivo nel testo). Su un singolo punto, tuttavia, Eichengreen (*Globalizing Capital* cit., p. 75, nota 38) è in disaccordo con Friedman e Schwartz. Secondo questi ultimi, la Federal Reserve avrebbe potuto evitare la crisi dato l'ingente stock di oro in suo possesso, mentre Eichengreen rifiuta tale proposizione. Il dibattito è ancora aperto; nel recente saggio di Bordo, Choudhri e Schwartz, la validità dell'ipotesi di Eichengreen è limitata alle economie aperte di piccole dimensioni (M.D. Bordo, E.U. Choudhri e A.J. Schwartz, *Was Expansionary Monetary Policy Feasible During the Great Contraction? An Examination of the Gold Standard Constraint*, National Bureau of Economic Research, Working Paper 7125, May 1999).

ve acuirono la crisi. In realtà, i paesi che prima degli altri si sganciano dall'oro riescono a superare meglio e più rapidamente la depressione. Il tipo a cambio aureo, lungi dal costituire un elemento di stabilità, contribuisce a intensificare e propagare la contrazione dell'attività economica. Essendo lo stock di oro dato nel breve periodo, le ampie fluttuazioni del moltiplicatore monetario si riflettono sulla quantità di moneta<sup>73</sup>. Un ulteriore problema scaturisce dall'asimmetria fra le politiche dei paesi che perdono riserve e di quelli che le accumulano. Mentre i primi subiscono necessariamente una riduzione degli aggregati monetari perché altrimenti pregiudicherebbero la difesa della parità, i secondi possono effettuare operazioni di sterilizzazione intensificando gli effetti deflazionistici. La Francia e gli Stati Uniti accumulano oro fino a coprire, nel 1932, il 70 per cento dello stock mondiale. Nel *gold exchange standard*, quindi, diventa molto difficile far coesistere la salvaguardia del sistema bancario con il mantenimento della parità. Il possibile conflitto fra questi obiettivi mostra, da un'altra prospettiva, l'aspetto essenziale dell'evoluzione delle istituzioni monetarie in quel periodo. L'introduzione del tipo a cambio aureo, con l'intento di limitare l'impatto deflazionistico del ritorno all'oro, mina la credibilità innescando comportamenti che generano l'effetto contrario e inaspriscono la deflazione.

Prima della grande guerra, invece, anche situazioni particolarmente critiche non scalfivano la credibilità. Si ricorreva alla sospensione della convertibilità per fronteggiare eventi di natura eccezionale, ma la verifica di tale caratteristica, necessaria per escludere una violazione delle regole del gioco da parte dei *policy-makers*, era immediata. La maggiore flessibilità della politica economica nel corso degli anni Venti rende vana quella possibilità di verifica determinando una situazione potenzialmente instabile. Infatti, le banche centrali continuano ad avere come modello di riferimento il tipo oro, senza tener conto degli effetti demoltiplicativi del *gold exchange standard*. Alla base della crisi dell'assetto monetario fra le due guerre c'è la mancata percezione delle implicazioni del passaggio da un sistema «automatico» a un sistema controllato (*managed*) che necessita una continua e soprattutto tempestiva azione volta all'obiettivo della stabilità. La discrepan-

<sup>73</sup> Bernanke, *op. cit.*, pp. 257-58.

za fra l'evoluzione del quadro istituzionale e l'approccio alla politica monetaria contribuisce a chiarire il contrasto di opinioni sulle cause della grande depressione. La contrapposizione tra fattori di carattere interno e internazionale, sostenuta da alcuni studiosi e sottolineata recentemente da Sumner<sup>74</sup>, è fuorviante perché in realtà i due ordini di fattori sono connessi. In quel periodo, il comportamento delle banche centrali è inadeguato in quanto si ispira a un modello in contrasto con le regole del tipo a cambio aureo. Gli effetti disastrosi della deflazione derivano, in definitiva, da un ritardo nell'impiego di un più ampio grado di discrezionalità, necessario nel nuovo contesto.

Secondo Friedman e Schwartz, il mancato intervento della FED per impedire la drastica diminuzione della quantità di moneta, pari a oltre un terzo fra l'agosto 1929 e il marzo 1933, è all'origine della grande depressione<sup>75</sup>. Ma la crisi ha anche un forte impatto sulla teoria economica. L'idea di un ruolo attivo del *policymaker* volto a perseguire l'obiettivo del pieno impiego, introdotta da Keynes fin dal 1923 nel *Tract*, riceve una compiuta sistemazione analitica nella *General Theory*. Questi sviluppi hanno rilevanti implicazioni sull'evoluzione del sistema monetario internazionale. La caratteristica di automaticità, in parte ancora presente nel *gold exchange standard*, difficilmente sarebbe sopravvis-

<sup>74</sup> S. Sumner, *News, Financial Markets, and the Collapse of the Gold Standard: 1931-1932*, in A.J. Field, G. Clark e W.A. Sundstrom (a cura di), *Research in Economic History*, vol. 17, London 1997.

<sup>75</sup> Friedman e Schwartz, *op. cit.*, cap. 7. «The contraction is in fact a tragic testimonial to the importance of monetary forces. True, as events unfolded, the decline in the stock of money and the near-collapse of the banking system can be regarded as a consequence of nonmonetary forces in the United States, and monetary and nonmonetary forces in the rest of the world. Everything depends on how much is taken as given. For it is true also, as we shall see, that different and feasible actions by the monetary authorities could have prevented the decline in the stock of money – indeed, could have produced almost any desired increase in the money stock. The same actions would also have eased the banking difficulties appreciably. Prevention or moderation of the decline in the stock of money, let alone the substitution of monetary expansion, would have reduced the contraction's severity and almost as certainly its duration. The contraction might still have been relatively severe. But it is hardly conceivable that money income could have declined by over one-half and prices by over one-third in the course of four years if there had been no decline in the stock of money» (ivi, pp. 300-301).

suta alla rivoluzione keynesiana, che capovolge la visione stessa del sistema economico fondata sull'ipotesi di equilibrio<sup>76</sup>.

I paesi seguirono spesso comportamenti diversi riguardo agli obiettivi, mantenimento della parità oppure salvaguardia del sistema bancario, e ai tempi di realizzazione degli stessi. In generale, viene meno il consenso unanime sul funzionamento del sistema monetario con la conseguenza di accentuare gli squilibri. Nel Regno Unito si attribuisce la gravità della crisi all'insufficiente liquidità mentre, in Francia, si considera deleteria un'espansione monetaria in quanto avrebbe ulteriormente acuito i problemi<sup>77</sup>. Alla base di questo contrasto interpretativo ci sono paradigmi antitetici. Il primo, cui aderiscono Keynes e i critici della *restoration*, assegna alla politica economica un ruolo essenziale nell'indirizzare l'economia verso un più elevato sentiero di benessere. Il secondo, invece, si fonda su un modello di equilibrio che non riconosce affatto tale ruolo; in questo contesto, la teoria classica del ciclo attribuisce ai fallimenti delle imprese una funzione «terapeutica», necessaria per superare il punto di svolta inferiore. La contrapposizione fra queste visioni si riflette nelle scelte dei *policymakers*. La crisi della più grande banca austriaca, il Credit Anstalt, nel maggio 1931<sup>78</sup> mette il paese di fronte al dilemma di

<sup>76</sup> Mentre si può condividere la congettura di Bordo e Eichengreen di una transizione più rapida verso i cambi flessibili in assenza della grande depressione (Bordo e Eichengreen, *op. cit.*), la sostenibilità del sistema a cambio aureo oltre il secondo dopoguerra, propugnata dagli stessi autori, sembra meno convincente in quanto non considera gli effetti della profonda trasformazione della teoria economica dopo il 1929.

<sup>77</sup> L'incertezza riguardo alla corretta strategia di politica economica è chiaramente descritta da Stephen Clarke con riferimento agli Stati Uniti nel decennio successivo alla conferenza di Genova. «Most important, the international side of United States economic activity was dwarfed by the domestic side. The key to the experience of the decade seemed therefore to lie in domestic economic management. Here, however, the verdict on orthodox principles was contradictory. Laissez-faire and the reduction of government debt had been associated both with the good times of the twenties and also with the crash. Thereafter, heroic efforts to balance the budget and so maintain confidence in the government's credit had been accompanied by a worsening of the depression. In their perplexity, some concluded that the remedy lay in an even stricter implementation of orthodox principles, while yet others held that alternative policies – then regarded as radical and inflationary – were required» (Clarke, *op. cit.*, pp. 20-21).

<sup>78</sup> Eichengreen, *Globalizing Capital cit.*, pp. 77-80.

mantenere il tipo oro o salvare il sistema bancario. L'Austria opta per la seconda soluzione e introduce i controlli sui cambi. Le difficoltà si estendono alla Germania e all'Ungheria e, nel luglio 1931, anche la Germania lascia il *gold standard* imponendo controlli valutari. Nel Regno Unito, i legami meno stretti fra le banche e il mondo industriale inizialmente allontanano i problemi. Ma il deterioramento della bilancia commerciale, prima compensato dalle partite invisibili, diviene non più sostenibile dando luogo a forti perdite di riserve. Fin dall'anno precedente, infatti, il crollo del commercio mondiale e gli effetti delle misure protezionistiche attuate da molti paesi fanno peggiorare la crisi. L'aumento di un punto del tasso di sconto il 23 luglio, e di un ulteriore punto la settimana successiva, non sono sufficienti ad arrestare il deflusso di capitali, dato il peggioramento delle aspettative di cambio. La crisi culmina il 19 settembre 1931 con la sospensione della convertibilità della sterlina, che simboleggia la fine del *gold standard*.

All'indomani di questa svolta storica<sup>79</sup>, si possono distinguere tre gruppi di paesi: il primo aderisce ancora al *gold standard* e comprende gli Stati Uniti, le nazioni dell'America Latina legate al dollaro e parte dell'Europa, principalmente Francia, Belgio, Svizzera, Olanda, Cecoslovacchia e Romania; il secondo, localizzato in Europa centrale e orientale, fa ricorso ai controlli valutari per sostenere il cambio; il terzo è costituito da Stati che gravitano nell'orbita del Regno Unito e mantengono un tasso di cambio fisso con la sterlina. I paesi ancorati all'oro perdono competitività e soffrono gli effetti delle loro politiche restrittive. Fino al 1932 il presidente Hoover, pur attuando un'espansione fiscale per superare la grande depressione, fa del *gold standard* un punto fermo del suo programma<sup>80</sup>. L'elezione di Roosevelt muta il corso della politica americana. Il dollaro si sgancia dall'oro; nell'aprile del 1933 la convertibilità è sospesa e si lascia salire il prezzo del metallo. L'obiettivo è di favorire un aumento del livello dei prezzi

<sup>79</sup> Ivi, pp. 85-87.

<sup>80</sup> P. Temin e B.A. Wigmore, *The End of One Big Deflation*, in «Explorations in Economic History», vol. 27, October 1990, n. 4, ristampato in B. Eichengreen (a cura di), *Monetary Regime Transformations*, Edward Elgar, Aldershot 1992.

senza avere, però, un chiaro e articolato disegno di politica economica<sup>81</sup>. Nel gennaio 1934 il prezzo dell'oro viene stabilizzato a 35 dollari l'oncia; prima dell'abbandono del sistema aureo era pari a 20,67 dollari<sup>82</sup>. L'uscita degli Stati Uniti indebolisce i paesi

<sup>81</sup> Eichengreen sottolinea la scarsa competenza dei consiglieri di Roosevelt. «Neither Roosevelt nor his advisers had a coherent vision of international economic policy. Fred Block calls them 'notoriously inept' in their grasp of economics. FDR's views were heavily influenced by the ideas of two Cornell University agricultural economists, George Warren and Frank Pearson. Warren and Pearson had uncovered a correlation between the prices of agricultural commodities (which they took as a proxy for the health of the economy) and the price of gold. To encourage the recovery of agricultural prices they urged Roosevelt to raise the dollar price of gold, indirectly bringing about the devaluation of the dollar» (Eichengreen, *Globalizing Capital* cit., p. 87, nota 61). Clarke descrive così l'approccio idiosincratico e improvvisato di Roosevelt riguardo alla conferenza di Londra e alla politica economica in generale. «Franklin Roosevelt's mishandling of United States participation in the London economic conference is generally recognized and understood. The elements in the debacle range from the President's monetary idiosyncrasies to his intense concern to maintain the momentum of domestic economy recovery. During the first hundred days of the New Deal, the President encouraged a great diversity of programs and proposals, some of them inconsistent with each other. Among other things, he agreed to participate in a world economic conference that would promote cooperative recovery measures but simultaneously complicated cooperation by taking the United States off the gold standard. He favored a tariff truce but sanctioned restrictions against imports under the National Recovery and Agricultural Adjustment Acts. After the gloomy immobility of the Hoover administration, the new regime was experimenting, keeping its options open, and choosing its course according to the immediate effects of diverse policies on the economy. And it was on the domestic economy, perforce, that the President focused most of his attention. Preparation of the position that the administration expected to present at the conference was left in the hands of a very few sub-cabinet officials who had had little or no previous diplomatic experience. In this preparation, guidance from the President was minimal. When Roosevelt gave his formal written instructions to the delegation prior to its departure for London, James Warburg, who had drafted them, experienced an 'uncomfortable feeling' that the President had, for some reason, lost interest in the conference. Roosevelt's insouciance may also account for the poor quality of his appointments to the United States delegation, whose members were unable to work in harness, were diplomatically inexperienced, and were sometimes totally uninterested in the work of the conference. The success of a cooperative recovery effort would have been problematic in any event; with such a delegation it was altogether unlikely» (Clarke, *op. cit.*, pp. 36-37).

<sup>82</sup> L'incertezza dell'evoluzione del sistema monetario all'inizio degli anni Trenta è sottolineata da Marco Fanno nell'ultima pagina delle sue *Lezioni*. «L'abbandono del tipo a cambio aureo da parte di tanti paesi riportò la situazione monetaria mondiale pressoché allo stato in cui era prima del 1925 senza

appartenenti al blocco dell'oro i quali, seppure in tempi diversi, lasciano il *gold standard*. Nel 1936 anche la Francia, l'Olanda e la Svizzera sospendono la convertibilità.

Il ritorno alla fluttuazione dei cambi si differenzia, comunque, dall'esperienza del primo dopoguerra, giudicata negativamente per l'accentuata instabilità attribuita agli effetti della speculazione. Perciò, nella seconda metà degli anni Trenta, prevale un regime di fluttuazione controllata (*managed floating*) in cui le autorità monetarie intervengono per limitare le oscillazioni del tasso di cambio. I paesi che abbandonano prima il sistema aureo superano più rapi-

che sia possibile per ora almeno intravedere la via d'uscita. E intanto fra mezzo a così grave disordine monetario affiorano le proposte più diverse e più strane. Mentre da un lato si propone da qualcuno la riabilitazione mondiale dell'argento e la restaurazione del bimetallismo, dall'altro lato si propone da altri l'abbandono dei tipi monetari a base metallica e la loro sostituzione con tipi a moneta manovrata. Quale sia la sorte riservata a queste varie proposte è difficile e prematuro prevedere. Ma per quanto l'odierno concentrazione dell'oro in Francia e negli Stati Uniti ostacoli il risanamento monetario degli altri paesi su basi auree, sembra poco probabile che il mondo sia disposto ad abbandonare definitivamente l'oro» (M. Fanno, *Lezioni di economia politica. Parte speciale: La moneta e i sistemi monetari*, Cedam, Padova 1932, p. 312). Friedman e Schwartz illustrano la trasformazione del quadro istituzionale in quel periodo e la difficoltà di definire le sue caratteristiche. Le forme ibride che assume il sistema sono parte del processo di transizione da un *commodity* a un *fiat money standard*. «It is easier to describe the gold policy of the United States since 1934 than it is to describe the resulting monetary standard of the United States. It is not a gold standard in the sense that the volume of gold or the maintenance of the nominal value of gold at a fixed price can be said to determine directly or even at several removes the volume of money. It is conventional to term it – as President Roosevelt did – a managed standard, but that simply evades the difficult problems of definition. It is clearly a fiduciary rather than a commodity standard, but it is not possible to specify briefly who manages its quantity and on what principles. The Federal Reserve System, the Treasury, and still other agencies have affected its quantity by their actions in accordance with a wide variety of objectives. In principle, the Federal Reserve System has the power to make the quantity of money anything it wishes, within broad limits, but it has seldom stated its objectives in those terms. It has sometimes, as when it supported bond prices, explicitly relinquished its control. And it clearly is not unaffected in its actions by gold flows. So long as the exchange rate between the dollar and other currencies is kept fixed, the behavior of relative stocks of money in various countries must be close to what would be produced by gold standards yielding the same exchange rates, even though the mechanism may be quite different. Perhaps a 'discretionary fiduciary standard' is the best simple term to characterize the monetary standard which has evolved. If it is vague and ambiguous, so is the standard it denotes» (Friedman e Schwartz, *op. cit.*, pp. 473-74).

damente le crisi. La flessibilità del cambio permette di perseguire politiche espansive, di avvantaggiarsi di una maggiore competitività e, quindi, di stimolare le esportazioni. Questa azione di sostegno dell'economia è intrapresa da ciascun paese in modo autonomo guardando in prevalenza ai propri obiettivi. Il tentativo di rilanciare la cooperazione internazionale nella conferenza di Londra, nell'estate del 1933, fallisce; tre anni più tardi, l'accordo tripartito non riesce a conseguire risultati migliori<sup>83</sup>. Non c'è alcun coordinamento delle politiche economiche del quale, peraltro, mancano le premesse. Piuttosto, è la forza degli eventi, e in particolare la severità della depressione e la grave disfunzione del sistema monetario, a condizionare le scelte dei *policymakers*. Quando la rigidità delle regole non lascia più margini di manovra per mantenere un certo livello di benessere, si abbandona il *commodity standard*.

### 3. Credibilità del sistema e ruolo della teoria monetaria

Il sistema monetario internazionale negli anni Venti e Trenta attraversa una crisi profonda connessa con il mutamento delle sue caratteristiche essenziali in seguito agli shock del primo dopoguerra. Una delle questioni più importanti poste dagli studiosi concerne il contrasto fra il successo del *gold standard* fino al 1914 e il suo crollo nel periodo seguente. La diversità delle ipotesi formulate, gran parte delle quali non è corroborata dall'evidenza empirica, testimonia la difficoltà di dare una risposta al problema. Le spiegazioni, infatti, poggiano su elementi che si riscontrano sia prima che dopo la grande guerra: 1) l'impiego di attività in valuta accanto all'oro nelle riserve delle banche centrali; però, tali attività erano già presenti prima del 1914; 2) la preponderanza del Regno Unito nelle esportazioni di beni d'investimento e come centro finanziario; tuttavia, il peso di Francia, Germania e Stati Uniti non era affatto trascurabile; 3) il ruolo di «conductor of the international orchestra», o di potenza egemone<sup>84</sup>, assegnato al Regno Unito si traduceva in un coordinamento delle politiche; ma

<sup>83</sup> Eichengreen, *Golden Fetters* cit., pp. 379-82.

<sup>84</sup> C.P. Kindleberger, *The World in Depression 1929-1939*, Allen Lane, London 1973.

questa leadership era condivisa da altri paesi che a volte intervenivano anche a sostegno del Regno Unito<sup>85</sup>.

Tirando le fila delle argomentazioni svolte in questo capitolo è possibile avanzare un'ipotesi sull'evoluzione del *commodity standard* nel periodo a cavallo della prima guerra mondiale. Fino al 1914, la credibilità del mantenimento della parità costituisce il fulcro della moneta-merce. La distribuzione dello stock di moneta fra i diversi paesi e la stabilità dell'equilibrio sono regolati da un meccanismo «automatico». Nel rispetto dei due principi essenziali, definizione dell'unità di conto e libertà di coniazione, il *commodity standard* si configura come un sistema omeostatico il cui centro di gravità è costituito da una credibile parità fissa. Tale caratteristica viene meno nel primo dopoguerra. Benché questo sia stato recentemente riconosciuto<sup>86</sup>, manca ancora un'analisi convincente delle determinanti della credibilità<sup>87</sup>. Sono state suggerite ipotesi articolate<sup>88</sup> che, proprio per la loro natura composita, perdono efficacia esplicativa. In realtà, i molteplici fattori possono essere ridotti a una singola ipotesi: la generale accettazione del paradigma classico. Nei quattro decenni precedenti la grande guerra, si verifica-

<sup>85</sup> Eichengreen e Flandreau, *op. cit.*, pp. 20-22.

<sup>86</sup> Ivi, p. 23.

<sup>87</sup> Ciò appare evidente nel seguente passo di Eichengreen in cui, fra l'altro, egli ripropone la discutibile tesi di un possibile rafforzamento della credibilità attraverso il coordinamento delle politiche. «It verges on the tautological to remind the reader that credibility, in this instance, requires of policymakers that they attach a heavy weight to exchange rate stability relative to other targets. As long as other targets retain a non-negligible weight, major disturbances affecting those targets can still raise questions about operational implications of policymakers' commitment to the exchange rate. But the credibility of the commitment can be greatly enhanced by international policy coordination. In the interwar period at least, policy coordination could have significantly relieved the conflict between the commitment to fix the exchange rate and the commitment to other targets. Far from a surrogate for policy coordination, the desire to maintain a system of stable exchange rates rendered the need for coordination all the more pressing» (B. Eichengreen, *International Monetary Instability between the Wars: Structural Flaws or Misguided Policies?*, in Y. Suzuki, J. Miyake e M. Okabe, a cura di, *The Evolution of the International Monetary System*, University of Tokyo Press, Tokyo 1990, pp. 111-12).

<sup>88</sup> «In the late nineteenth century, the credibility of governments' commitment to the maintenance of gold convertibility rested on foundations grounded in economics, diplomacy, politics, and ideology» (Eichengreen e Flandreau, *op. cit.*, p. 18).

rono tensioni e turbamenti dell'equilibrio, forse di intensità e di impatto inferiore a quelli degli anni Venti e Trenta, ma certo non episodici. La pressione deflazionistica, durata oltre un ventennio fino allo scorcio del XIX secolo, imponeva, in presenza di frizioni nell'aggiustamento, costi non trascurabili. Tuttavia, l'adesione ai principi sottostanti al *commodity standard* era così radicata da fugare ogni dubbio sulla validità del tipo oro. Pur consapevoli della non neutralità della moneta nel breve termine, le autorità monetarie evitavano di esercitare una sistematica azione discrezionale perché questa avrebbe prodotto instabilità, interferito con il meccanismo allocativo e creato inefficienze nel processo produttivo, compromettendo in definitiva lo sviluppo. Il consenso intorno a questo paradigma teorico non è più compatto dopo la grande guerra. Mentre i responsabili della politica economica restano convinti della validità del modello classico, gli economisti, che già prima del 1914 si erano posti il problema di perfezionare il sistema monetario, mettono in discussione l'efficacia del *gold standard* nel conseguire la stabilità del livello dei prezzi e dell'economia in generale. Anche nell'ambiente accademico il ventaglio delle posizioni è ampio, ma l'implicazione cruciale di questo dibattito è di aver messo in dubbio l'ottimalità della moneta-merce e, quindi, l'assenza di alternative migliori in termini di benessere. Per la prima volta dopo due millenni e mezzo, il *commodity standard* perde la sua caratteristica di unicità. Perciò, la credibilità si incrina definitivamente aprendo il vaso di Pandora degli squilibri del periodo fra le due guerre.

Questo mutamento di opinione costituisce una frattura nella storia delle istituzioni monetarie. Una chiara idea di questa trasformazione si desume dal contrasto fra l'approccio e i risultati del Cunliffe Committee nel 1918 e quelli del Macmillan Committee nel 1931, che influenzano rispettivamente le conferenze di Genova (1922) e di Londra (1933). Il primo comitato ribadisce i benefici del *gold standard* e la necessità della *restoration*, mentre il secondo accetta una concezione di moneta manovrata volta non solo all'obiettivo di mantenere la parità, ma anche a quello di stabilizzare il livello dei prezzi, il reddito e l'occupazione<sup>89</sup>. È un ve-

<sup>89</sup> Committee on Finance and Industry, *Report* (Rapporto del Macmillan Committee), Cmd. 3897, HMSO, London 1931, pp. 5; 118-19. Nell'illustrare sinteticamente le conclusioni delle conferenze di Genova e Londra, Clarke

ro e proprio capovolgimento della visione del meccanismo monetario, e del sistema economico in generale, che rivela l'influenza di Keynes sul Macmillan Committee di cui egli fa parte. All'inizio degli anni Trenta, non si è ancora creato un consenso intorno a un singolo paradigma e coesistono posizioni alquanto diverse; quella di Keynes è decisamente innovativa, in antitesi con l'ortodossia prevalente fra i banchieri centrali.

La spiegazione della crisi del *gold standard*, fondata sul ruolo preponderante della teoria nel disegnare le regole e orientare i comportamenti dei *policymakers*<sup>90</sup>, non è in contrasto con le altre ma le comprende riducendole a una singola ipotesi. Infatti, le proprietà della moneta-merce, e in primo luogo la credibilità, scaturiscono dalla diffusa adesione al modello di riferimento. La flessibilità dei prezzi e dell'impiego dei fattori, l'efficienza del meccanismo di aggiustamento, la capacità di risposta a shock di diversa natura, sono tutte caratteristiche che riflettono la reattività dei responsabili della politica economica e degli individui a un modello teorico incentrato sull'equilibrio<sup>91</sup>. Ricorrendo a un'ana-

mette in risalto questo punto. «Although both the Genoa and London conferences must be classed as failures, the records of the negotiations and the memoirs of participants provide a fascinating account of the interaction between economic developments and international monetary thought. At Genoa the traditional gold-standard view, as formulated by British thinkers, was accepted almost without question. Eleven years later this view was championed primarily by the French and other Continental Europeans but was rejected in practice by the United States, Britain, and the countries that were to comprise the sterling area. With this shift in monetary views came two other crucial changes. At Genoa the aim was a unified monetary system based on parities fixed in terms of gold – a system in which domestic economies would have to adjust in order to maintain international equilibrium. By 1933 only the inflation-scarred Continental Europeans were clinging to the traditional order of priorities, while Britain and the United States gave domestic recovery precedence over external stability. The further outcome of London was to accelerate international monetary disintegration, with the sterling area, the European gold bloc, and the United States each dealing as best it could with its special regional problems» (Clarke, *op. cit.*, p. 2).

<sup>90</sup> Cesarano, *Monetary Systems* cit.

<sup>91</sup> «[...] in spite of all counterarguments, the 'automatic' gold standard remained almost everywhere the ideal to strive for and pray for, in season and out of season. Again: why? At present we are taught to look upon such a policy as wholly erroneous – as a sort of fetishism that is impervious to rational argument. We are also taught to discount all rational and all purely economic arguments that may actually be adduced in favor of it. But quite irrespective

logia abusata, il *commodity standard* agisce come un'ancora: al manifestarsi di uno shock, i comportamenti, e il sistema economico nel suo complesso, si modificano in funzione dell'obiettivo di mantenere fissa la parità. L'insorgere di incertezze riguardo a una parità credibile priva il sistema del suo centro di gravità danneggiando irreparabilmente il meccanismo monetario.

L'enfasi posta sull'influenza dei fattori politici – crescita dei partiti di sinistra, estensione del diritto di voto, sviluppo dei sindacati operai<sup>92</sup> – non sembra giustificata in quanto la loro efficacia originava dalla teoria monetaria dominante. A questo proposito, l'episodio del rientro della sterlina nel sistema aureo nell'aprile 1925 è eloquente. Una scelta diversa, come sosteneva Keynes, avrebbe comportato un costo minore in termini di benessere, ma Churchill fu spinto a decidere a favore della *restoration* proprio dalla prevalenza della visione classica che considerava necessario quel costo per la ricostituzione di un sistema monetario stabile e, quindi, per la ripresa dello sviluppo.

Oltre alla crisi del tipo oro, l'ipotesi fondata sul ruolo della teoria chiarisce un altro problema: la riluttanza ad abbandonare il *gold standard* anche dopo aver constatato che i paesi al di fuori del sistema avevano evitato gli effetti più rovinosi della grande depressione<sup>93</sup>. La soluzione proposta fa di nuovo riferimento all'impatto dei fattori politici. In particolare, il ritorno all'oro avrebbe evitato un conflitto distributivo, permettendo di ricostituire un quadro ordinato di politica economica dopo l'elevata incertezza generata dagli shock del primo dopoguerra<sup>94</sup>. Tuttavia, la dimen-

of these, there is one point about the gold standard that would redeem it from the charge of foolishness, even in the absence of any purely economic advantage – a point from which also many other attitudes of that time present themselves in a different light. An 'automatic' gold currency is part and parcel of a laissez-faire and free-trade economy. It links every nation's money rates and price levels with the money rates and price levels of all the other nations that are 'on gold'. It is extremely sensitive to government expenditure and even to attitudes or policies that do not involve expenditure directly, for example, to foreign policy, to certain policies of taxation, and, in general, to precisely all those policies that violate the principles of economic liberalism. *This is the reason why gold is so unpopular now and also why it was so popular in a bourgeois era*» (Schumpeter, *op. cit.*, pp. 405-406, corsivo nel testo).

<sup>92</sup> Eichengreen, *Globalizing Capital* cit., p. 4.

<sup>93</sup> Bernanke, *op. cit.*, p. 260.

<sup>94</sup> Ivi, pp. 261-62.

sione degli squilibri e il loro esacerbarsi non può essere ricondotto alla composizione di conflitti redistributivi, peraltro presenti anche nei decenni a cavallo del Novecento.

Il punto essenziale, invece, resta la ferma e diffusa convinzione, basata sul paradigma classico, che il persistere della crisi fosse dovuto al non aver ristabilito il *gold standard*. Nell'ambito di questo approccio, la variazione del livello dei prezzi riporta in equilibrio il settore monetario. Periodi di deflazione, anche lunghi come nell'ultimo quarto del XIX secolo, hanno una connotazione fisiologica ed eventuali riflessi sull'occupazione e sul prodotto sono considerati di natura temporanea rispetto ai benefici duraturi di un sistema monetario stabile. Questo modello è fortemente radicato nel bagaglio culturale dei *policymakers* dell'epoca e ne condiziona il comportamento anche dopo lo scoppio della crisi del 1929. L'abbandono del *gold standard*, infatti, è imposto dagli eventi e non scaturisce da una scelta esplicita. Le modifiche suggerite nella conferenza di Genova per rilanciare il sistema hanno, in realtà, conseguenze fatali. Risolvono alcuni problemi immediati, ma minano irrimediabilmente il requisito chiave del tipo oro, la credibilità. Il superamento del modello alla base della moneta-merce è, in definitiva, all'origine della sua crisi irreversibile. Il ruolo centrale svolto dall'analisi economica nel disegno delle istituzioni diverrà determinante nell'approntare l'ordine monetario di Bretton Woods.

## II

### IL SISTEMA MONETARIO NELL'ANALISI ECONOMICA

Le vicende della finanza internazionale fra i due conflitti mondiali, segnate da forti squilibri e da un effimero ripristino di regole del gioco, contrastano con il prolungato periodo di relativa stabilità del *gold standard*. I problemi del sistema monetario nel primo dopoguerra stimolano la discussione fra gli studiosi, il cui impatto sulle scelte dei *policymakers* è tuttavia limitato. Il ritorno all'oro, infatti, resta l'obiettivo principale in quanto il ristabilimento di ordinate condizioni monetarie è considerato la premessa per una ripresa dello sviluppo. Ma lo shock del 1929 imprime una svolta all'assetto istituzionale e soprattutto al dibattito teorico, segnando uno spartiacque nella letteratura<sup>1</sup>. Mentre negli anni Venti l'intento è di introdurre quelle modifiche che consentano di ripristinare il tipo oro e migliorarne il funzionamento, nel decennio successivo si afferma un'esigenza di riforma che scaturisce dall'aver identificato nel *modus operandi* del sistema uno dei fattori della crisi. Il processo di allontanamento dal *commodity standard* subisce un'accelerazione e il ruolo del *policymaker* diviene sempre più essenziale. Definendo gli obiettivi da perseguire e gli strumenti da impiegare, si forma una concezione compiuta dalla politica monetaria intesa come soluzione di un problema di ottimo da parte del banchiere centrale. La struttura delle istituzioni, quindi, deve essere funzionale a quella concezione<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> La recente raccolta di lavori curata da Bordo, Goldin e White esamina le principali implicazioni della grande depressione; non analizza, però, il suo impatto sulla teoria monetaria (M.D. Bordo, C. Goldin e E.N. White, a cura di, *The Defining Moment*, The University of Chicago Press, Chicago 1998).

<sup>2</sup> John Law anticipa questo approccio (J. Law, *Money and Trade Considered*

Questo cambiamento epocale suggerisce un'ipotesi dell'evoluzione del sistema monetario basata sulla interazione fra il progredire della teoria e il manifestarsi di shock esogeni<sup>3</sup>. L'ingresso dell'autorità politica nella monetazione, anche in una fase antecedente alla coniazione vera e propria, è forse connesso con una superiore credibilità nel garantire la qualità dello *standard*, ma diventa definitivo con la consapevolezza di poter estrarre il signoraggio. La posizione monopolistica del governo introduce un elemento di volizione che richiede una conoscenza, ancorché elementare, del funzionamento del sistema. Il metallismo costituisce il paradigma teorico dominante dagli albori dell'indagine monetaria fino alla prima guerra mondiale. Nel corso del XVIII secolo, quando l'economia si afferma come autonomo campo di studi, l'analisi della moneta diviene più sofisticata, ma anche le più brillanti trattazioni del cartalismo<sup>4</sup> non hanno alcun impatto sul disegno dello *standard* che resta ancorato a una merce. L'esito disastroso del «sistema» di Law nel 1720 e l'esperienza degli *assignats* nel periodo della Rivoluzione avevano lasciato impresso il ricordo degli effetti catastrofici di emissioni cartacee non correttamente gestite. Perciò, durante l'Ottocento, i progetti di riforma per stabilizzare il livello dei prezzi non superano l'ambito del *commodity standard* anche se, parallelamente, l'industria bancaria continua a svilupparsi e a progredire offrendo mezzi di pagamento meno costosi<sup>5</sup>. Dopo la grande guerra, le difficoltà di ristabilire il sistema aureo e, soprattutto, le perplessità riguardanti il rispetto della *restoration rule* indirizzano la ricerca verso un paradigma teorico alternativo. La crisi del 1929 separa due fasi del dibattito. Nella prima predomina ancora il *gold standard* e le in-

*with a Proposal for Supplying the Nation with Money* [1705], Augustus M. Kelley, New York 1966). Il suo progetto originale di emettere moneta cartacea garantita dalla terra fa di lui «[...] the genuine ancestor of the idea of managed currency, not only in the obvious sense of that term but in the deeper and wider sense in which it spells management of currency and credit as a means of managing the economic process» (Schumpeter, *op. cit.*, p. 322). Il «sistema» di Law, comunque, poggia sul metallismo teorico (F. Cesarano, *Law and Galiani on Money and Monetary Systems*, in «History of Political Economy», vol. 22, Summer 1990, n. 2).

<sup>3</sup> Cesarano, *Monetary Systems* cit.

<sup>4</sup> Galiani, *op. cit.*, pp. 87-91.

<sup>5</sup> J. Hicks, *Monetary Theory and History. An Attempt at Perspective*, in Id., *Critical Essays in Monetary Theory*, Clarendon Press, Oxford 1967, par. I.

novazioni suggerite dagli economisti hanno un'influenza limitata sui banchieri centrali. Nella seconda, invece, il distacco dalla moneta-merce si accentua e cominciano a delinearci i contorni delle proposte discusse a Bretton Woods.

### 1. Le critiche al tipo oro e i limiti del «gold exchange standard»

Lo shock della grande guerra aveva messo in crisi il sistema, mostrando i costi elevati di ripristinarne le regole. Dopo il 1918, si consolida un atteggiamento critico da parte di molti studiosi nei confronti del *gold standard*. Essendo fissata l'unità di conto in termini di oro, la dinamica dello stock di moneta è legata all'andamento del mercato del metallo; diventa, perciò, difficoltoso mantenere stabile il livello dei prezzi. Nel corso dell'Ottocento, le alterne fasi di aumento e diminuzione del potere d'acquisto hanno cospicui riflessi sul ciclo economico. In particolare, nell'ultimo quarto di secolo gli effetti depressivi della deflazione confermano la presenza di frizioni e rigidità nell'aggiustamento anche all'interno di un modello di equilibrio<sup>6</sup>. A questo problema di carattere generale, attinente alla natura stessa del *commodity standard*, si aggiungono le implicazioni della *restoration rule*.

Lo stato dell'arte al culmine del sistema aureo è illustrato in modo esauriente da Fisher che, nell'ultimo capitolo del suo classico lavoro *The Purchasing Power of Money*, considera tutti i possibili modelli organizzativi delle istituzioni monetarie in funzione dell'obiettivo di stabilizzare il livello dei prezzi. Partendo dalla proposizione secondo cui solo le variazioni inattese del potere d'acquisto producono effetti sull'economia reale, egli auspica un progresso nelle previsioni dell'andamento dei prezzi allo scopo di mitigare le fluttuazioni economiche. Una diffusione della conoscenza della teoria quantitativa, considerata «an exact law of proportion, as exact and as fundamental in economic science as the exact law of proportion between pressure and density of gases in physics»<sup>7</sup>, migliorerebbe la capacità di calcolare le aspettative e, rendendo gli imprenditori

<sup>6</sup> D.H. Robertson, *Money* [1928], Cambridge University Press, Cambridge 1970, pp. 116-17.

<sup>7</sup> I. Fisher, *The Purchasing Power of Money* [1911], Augustus M. Kelley, New York 1963, p. 320.

meno esposti a «sorprese» inflazionistiche, ridurrebbe l'ampiezza delle oscillazioni cicliche. Questa argomentazione, decisamente moderna, postula una relazione inversa fra l'intensità del ciclo e l'insieme di informazioni a disposizione degli agenti economici. Rifiutando sia gli *standard* metallici, anche opportunamente modificati<sup>8</sup>, sia la carta moneta inconvertibile<sup>9</sup>, si propone un sistema che combini le caratteristiche del *gold exchange standard* con quelle del *tabular standard* in cui i pagamenti differiti sono agganciati a un indice dei prezzi. Queste idee sfociano nel piano del «dollaro compensato»<sup>10</sup>: il contenuto aureo dell'unità monetaria muta al variare del livello dei prezzi in modo da mantenere costante il potere d'acquisto. La soluzione dovrebbe essere ben accetta agli economisti di opposti schieramenti: ai «conservatives», che non ammettono alcuna modifica del tipo oro, e ai «radicals», i cui suggerimenti di riforma sono inefficaci<sup>11</sup>. Il progetto, in realtà, permette soltanto di regolare legalmente i contratti indicizzati, e quindi di farli rispettare, e non introduce un effettivo meccanismo di controllo dell'obiettivo di prezzi stabili<sup>12</sup>. L'analogia con le misure di lunghezza o di peso è, perciò, poco convincente perché la standardizzazione del dollaro<sup>13</sup> implica, in concreto, un suo continuo aggiustamento in funzione delle variazioni dei prezzi.

<sup>8</sup> Vedi *supra*, cap. I, nota 26.

<sup>9</sup> L'interferenza del governo sull'emissione di carta moneta è il maggiore inconveniente di questa soluzione che, anticipando la *simple rule* di Friedman, Fisher indica come una «simple way», solo apparente però, di stabilizzare il livello dei prezzi. «It is true that the level of prices might be kept almost absolutely stable merely by honest government regulation of the money supply with that specific purpose in view. One seemingly simple way by which this might be attempted would be by the issue of inconvertible paper money in quantities so proportioned to increase of business that the total amount of currency in circulation, multiplied by its rapidity, would have the same relation to the total business at one time as at any other time. If the confidence of citizens were preserved, and this relation were kept, the problem would need no further solution. But sad experience teaches that irredeemable paper money, while theoretically capable of steadying prices, is apt in practice to be so manipulated as to produce instability» (Fisher, *The Purchasing Power* cit., p. 329).

<sup>10</sup> Id., *A Compensated Dollar*, in «Quarterly Journal of Economics», vol. XXVII, February 1913.

<sup>11</sup> Id., *Stabilizing the Dollar*, Macmillan, New York 1920, p. 115.

<sup>12</sup> A proposito del *tabular standard*, lo stesso Fisher riconosce che esso equivale a un'indicizzazione generalizzata (Id., *The Purchasing Power* cit., p. 335).

<sup>13</sup> «We have standardized every other unit in commerce except the most important and universal unit of all, the unit of purchasing power. What business

Il contributo di Fisher, quindi, non sta tanto nel disegno del dollaro compensato quanto nei fondamenti analitici dello stesso. Mentre l'argomentazione più ricorrente a sostegno della stabilità dei prezzi è di natura distributiva, egli sottolinea il ruolo svolto dall'incertezza delle aspettative inflazionistiche nella genesi delle fluttuazioni economiche<sup>14</sup>. L'approccio è analogo a quello della nuova macroeconomia classica ma perviene a un risultato diverso, di efficacia degli impulsi monetari, in quanto assume un insieme di informazioni più limitato a disposizione degli individui<sup>15</sup>. Il suggerimento di diffondere la conoscenza della teoria quantitativa, considerata come il «vero» modello dell'economia, rappresenta un modo per espandere l'informazione allo scopo di migliorare l'accuratezza delle previsioni e ridurre la variabilità del reddito. Esiste, perciò, un nesso fra informazione e benessere sociale. L'introduzione del dollaro compensato, eliminando l'incertezza derivante da un

man would consent for a moment to make a contract in terms of yards of cloth or tons of coal, and leave the size of the yard or the ton to chance? Once the yard was the girth of a man. In order to make it constant, we have standardized it. We have standardized even our new units of electricity, the ohm, the kilowatt, the ampere, and the volt. But the dollar is still left to the chances of gold mining. At first we could not standardize units of electricity because we had no adequate instruments for measuring those elusive magnitudes. But as soon as such measuring devices were invented, these units were standardized. We have hitherto had a similar excuse for not standardizing the dollar as a unit of purchasing power, and so a standard for deferred payments; we had no instrument for measuring it or device for putting the results in practice. With the development of index numbers, however, and the device of adjusting the seigniorage according to those index numbers, we now have at hand all the materials for scientifically standardizing the dollar and for realizing the long-coveted ideal of a 'multiple standard' of value. In this way it is within the power of society, when it chooses, to create a standard monetary yardstick, a stable dollar» (ivi, pp. 501-502). Nella prefazione al volume *Stabilizing the Dollar*, egli stigmatizza l'assenza di un'unità monetaria standardizzata. «The truth is, that the purchasing power of money has always been unstable. The fundamental reason is that a unit of money, as at present determined, is not, as it should be, a unit of purchasing power, but a unit of weight. It is the only unstable or inconstant unit we have left in civilization - a survival of barbarism» (Id., *Stabilizing the Dollar* cit., p. XXVI).

<sup>14</sup> Ivi, cap. III. È opportuno ricordare il debito intellettuale di Fisher verso gli economisti della fine dell'Ottocento, specialmente nei confronti di Marshall. Si rimanda il lettore all'esauriente trattazione di D. Laidler, *The Golden Age of the Quantity Theory*, Philip Allan, New York 1991.

<sup>15</sup> F. Cesarano, *The Rational Expectations Hypothesis in Retrospect*, in «American Economic Review», vol. 73, March 1983, n. 1.

metro monetario instabile, intensifica la relazione di dipendenza fra il comportamento degli agenti economici e le variabili reali<sup>16</sup>.

La proposta di Fisher, oggetto di un ampio dibattito non riasumibile in questa sede, desta ancora oggi un certo interesse, particolarmente nell'ambito della «new monetary economics»<sup>17</sup>. Secondo Robert Hall, il potere d'acquisto dell'oro è variato molto nel corso del tempo e, quindi, sarebbe stato necessario un cospicuo adeguamento dell'unità monetaria per conseguire l'obiettivo di prezzi stabili<sup>18</sup>. Una politica monetaria discrezionale potrebbe conseguire risultati migliori del dollaro compensato perché, utilizzando l'informazione disponibile, riuscirebbe a prevenire le oscillazioni del livello dei prezzi. Le osservazioni di Hall, già anticipate da Pigou<sup>19</sup>, sono un corollario della proposizione secondo la quale il progetto fisheriano contribuisce a diffondere una indicizzazione generalizzata, che tiene conto *ex post* della variazione dei prezzi, e non consiste in una riforma monetaria in senso proprio che agisca sulle caratteristiche e sulla regolazione quantitativa del mezzo di scambio.

Nonostante la sua peculiarità, il dollaro compensato desta l'attenzione di economisti e *policymakers* in un periodo ancora dominato dal *gold standard* e testimonia il mutamento del clima intellettuale<sup>20</sup>. L'incompatibilità dell'obiettivo di prezzi stabili con

<sup>16</sup> «[...] the fluctuating dollar hopelessly conceals the facts. It blinds the eyes of the mass of men whose right it is to know the facts and whose duty it ultimately is, under our democratic form of government, to choose one or more remedies for such evils as exist. The fluctuating dollar keeps us all in ignorance; whereas a stabilized dollar would lay bare the facts. It is no exaggeration to say that stabilizing the dollar would directly and indirectly accomplish more social justice and go farther in the solution of our industrial, commercial, and financial problems than almost any other reform proposed in the world to-day; and this it would do without the exertion of any repressive police force, but as simply and silently as setting our watches. Uncertainty is a mark of an undeveloped civilization, and its demolition (through applied science, insurance, safeguards, and standardization) is one of the chief characteristics of a highly developed civilization. Our uncertain dollar is simply a relic of the Stone Age. It is an anomaly to-day» (Fisher, *Stabilizing the Dollar* cit., pp. 111-12).

<sup>17</sup> Vedi *supra*, cap. I, nota 43.

<sup>18</sup> R.E. Hall, *Irving Fisher's Self-Stabilizing Money*, in «American Economic Review. Papers and Proceedings», vol. 87, May 1997, n. 2.

<sup>19</sup> A.C. Pigou, *Industrial Fluctuations*, Macmillan, London 1927, p. 294.

<sup>20</sup> Fin dal maggio 1911, Fisher si adoperò per far organizzare dal presidente degli Stati Uniti William Taft una conferenza internazionale sul tema

le regole del *gold standard* porta necessariamente a considerare un sistema alternativo, una «managed money» invece di una «natural money». Le posizioni degli economisti sono, tuttavia, abbastanza diversificate riguardo alle modifiche da introdurre e, quindi, al grado di discrezionalità attribuito all'autorità monetaria. Semplificando, si possono distinguere tre correnti di pensiero. Quella prevalente abbraccia una concezione di moneta manovrata, che mantiene però un legame con l'oro, volta alla stabilizzazione del livello dei prezzi<sup>21</sup>. Si affiancano a questa due ulteriori approcci: uno più radicale, dovuto a Keynes, il quale propone di abbandonare completamente il *commodity standard* e di ampliare gli obiettivi della politica monetaria; un altro più conservatore, sostenuto da alcuni esponenti della scuola austriaca come Mises e Hayek, fermamente favorevoli al tipo oro.

della stabilizzazione dei prezzi. Il Senato, autorizzando una spesa di 20.000 dollari, approva l'iniziativa nell'aprile del 1912, ma la Camera dei rappresentanti non riesce a esaminarla tempestivamente. Anche Woodrow Wilson, succeduto a Taft, viene indicato da Fisher come un sostenitore della conferenza insieme a oltre quattrocento personalità fra le quali i maggiori economisti del tempo (I. Fisher, *What an International Conference on the High Cost of Living Could Do*, Institut International de Statistique, XIV Session, n. 25, September 1913). L'intento di contribuire alla costruzione di un sistema monetario in grado di garantire la stabilità dei prezzi occupa Fisher lungo l'intero corso della sua vita non solo come personaggio pubblico ma anche come teorico. A quel tema è dedicata gran parte della sua produzione scientifica, trecentotrentuno lavori fino al 1937, in contrapposizione all'ortodossia del *gold standard* (A.D. Gayer, a cura di, *The Lessons of Monetary Experience*, George Allen and Unwin, London 1937, pp. 441-42). «Only one real obstacle stands in our way – conservatism. But to-day, as a result of the war, there is a new willingness to entertain new ideas. That is, the war has loosened the fetters of tradition. It was the French Revolution which led to the metric system. It would not be surprising if, as is being suggested, this war should give Great Britain a decimal system of money, revise the monetary units of the nations so that they shall be even multiples of the franc, give us an international money and stable pars of exchange and, as the greatest reform of all, as well as the simplest, give us a monetary system in which the units are actually units of value in exchange, as they ought, and were intended, to be» (Fisher, *Stabilizing the Dollar* cit., p. XXVIII).

<sup>21</sup> Questo indirizzo analitico è predominante, come riconosce uno dei suoi critici più irriducibili, Friedrich von Hayek. «We have all been brought up upon the idea that an elastic currency is something highly to be desired, and it is considered a great achievement of modern monetary organisation, particularly of the recent American Federal Reserve system, to have secured it. It does not seem open to doubt that the amount of money necessary to carry on the trade of a country fluctuates regularly with the seasons, and that central banks should respond to these changes in the 'demand for money', that not

L'indirizzo di pensiero dominante si incentra sull'obiettivo di un potere d'acquisto stabile, suggerendo un assetto istituzionale funzionale a quell'obiettivo. Ralph Hawtrey, uno dei protagonisti della conferenza di Genova, pone l'accento sull'esigenza di soddisfare la domanda di moneta anche con l'emissione di mezzi fiduciari attraverso il *gold exchange standard*, «the favourite of currency theorists»<sup>22</sup>. Hawtrey sottolinea il pericolo di un'eccessiva emissione di carta moneta, mentre dà un peso minore al problema di natura deflazionistica connesso con il tentativo da parte di un paese di aumentare il proprio stock di oro a spese di altri; invece, sarà proprio questo problema che si rivelerà esiziale per il *gold exchange standard*. Al nuovo insieme di regole, infatti, i banchieri centrali non attribuiscono lo stesso grado di credibilità del tipo oro al cui paradigma restano fedeli. La scarsa fiducia nella transizione da un sistema «automatico» a un sistema caratterizzato da un certo grado di discrezionalità induce le autorità monetarie a seguire comportamenti non sempre coerenti con un equilibrio stabile. Nel disegno di Hawtrey, trasfuso nelle risoluzioni della conferenza di Genova, la cooperazione internazionale avrebbe dovuto stabilizzare il valore dell'oro attraverso un accordo volto a porre limiti alla quantità di moneta cartacea in ogni paese<sup>23</sup>, supplendo così al venir meno del carattere di automatismo del sistema. Tuttavia, a riprova del profondo scetticismo nei confronti di questo progetto di riforma, il previsto incontro fra le banche centrali non fu mai convocato<sup>24</sup>.

only can they do this without doing harm, but that they *must* do so if they are not to cause serious disturbances» (F.A. von Hayek, *Prices and Production* [1931], Augustus M. Kelley, New York 1967, pp. 108-109, corsivo nel testo).

<sup>22</sup> R.G. Hawtrey, *The Gold Standard*, in «Economic Journal», vol. XXIX, December 1919, n. 116, p. 437.

<sup>23</sup> Ivi, pp. 438-39.

<sup>24</sup> La testimonianza del governatore della Bank of England davanti al Macmillan Committee costituisce una spiegazione eloquente. «It always appeared impossible, during those years when we were waiting, to summon such a conference for the excellent reason that the people would not come. They would not come, not because they were unwilling to co-operate, but because they were unwilling to face the publicity and the questionings in their own countries, which would arise if they attended any such conference, and all the attempts that I made to that end failed» (citato in Hawtrey, *The Gold Standard in Theory* cit., p. 102). Secondo Hawtrey, l'incontro fra i banchieri centrali avrebbe avuto un significato ben diverso da quelli precedenti. «Another international conference! What, will the line stretch out to the crack of doom?

Il messaggio di Hawtrey è ignorato dai critici oppure viene considerato «with misgiving and suspicion as an academic proposal of doubtful practicability»<sup>25</sup>. Infatti, la fedeltà dei banchieri centrali al modello del *gold standard*, in aperto contrasto con le innovazioni introdotte nella conferenza di Genova<sup>26</sup>, altera l'equilibrato funzionamento del sistema. Il tipo oro è considerato con favore soprattutto per l'impermeabilità alle intromissioni dell'autorità politica e il suo successo viene visto come un superamento definitivo dei disordini monetari dei secoli precedenti. La prudenza dei *policymakers* nell'abbandonare il *commodity standard* deriva anche dal timore di compromettere questo risultato<sup>27</sup>. Perciò, il *gold*

But here there is a difference. The calling in of the central banks is a recognition of the principle that currency policy is ultimately credit policy, for the direction of credit policy is the special function of a central bank» (R.G. Hawtrey, *The Genoa Resolutions on Currency*, in «Economic Journal», vol. XXXII, September 1922, n. 127, p. 291).

<sup>25</sup> Ivi, p. 295.

<sup>26</sup> In realtà, anche i fautori di una politica monetaria discrezionale esprimono cautela riguardo alla sua attuazione. Oltre al problema di misurare l'indice dei prezzi, Hawtrey richiama l'attenzione sulle difficoltà con cui si confronta il banchiere centrale. «Stabilisation cannot be secured by any hard-and-fast rules. The central banks must exercise discretion; they must be ready to detect and forestall any monetary disturbance even before it has affected prices. The policy can only be perfected by long experience. Nor can it be assumed that perfect stabilisation of internal purchasing power is always reconcilable with perfect stabilisation of the foreign exchanges. The maintenance of the exchanges within a small fraction of parity, which is of the essence of the scheme, may involve a small departure of the internal purchasing power of the unit from the norm in one or more countries. A suitable compromise must be arrived at by the central banks among themselves, but it is no use to underestimate the difficulty of preserving an even course under such conditions» (ivi, p. 300). Persino Keynes ha un atteggiamento prudente a questo riguardo: «[...] an internal standard, so regulated as to maintain stability in an index number of prices, is a difficult scientific innovation, never yet put into practice» (Keynes, *A Tract on Monetary* cit., p. 156).

<sup>27</sup> «We must remember the enormous impetus to which any banking system is subject, both from within and without, towards increasing continually the volume of its loans, and the formidable difficulty of so regulating the supply of money as really to meet the legitimate needs of trade. We must remember, too, the pressure exerted upon Governments in the name of the consumer to provide this and that – coal or railway-transport or house-room – by some means or other below its economic cost. It is not surprising if both bankers and Governments in their more responsible moments desire to have some charm more potent than a mere metaphysical index-number both to elevate before the people and to contemplate in the privacy of their own cells.

*exchange standard* funziona relativamente bene nel corso degli anni Venti finché la politica monetaria, particolarmente negli Stati Uniti e nel Regno Unito, è in linea con le regole del sistema. Quando ci si allontana da queste, la crisi diventa inevitabile<sup>28</sup>.

There are the same arguments against disturbing the simple faith of the banker and the City journalist (the politician perhaps has none) as against disturbing that of the pious savage. If a gold standard had never existed, it might be necessary to invent something of the kind for their benefit» (Robertson, *Money* cit., pp. 121-22). Ricordando la singolare esperienza della moneta di pietra dell'isola di Uap, o Yap (M. Friedman, *Money Mischief*, Harcourt Brace Jovanovich, New York 1992, p. 3), Robertson osserva: «Just so gold is a fetish, if you will, but it does the trick» (Robertson, *Money* cit., p. 123). A proposito delle critiche mosse lungo queste linee alle risoluzioni della conferenza di Genova, Hawtrey osserva: «That stability is desirable, that central banks should be independent of political pressure, that all European currencies should be based on a common standard, that the only possible common standard is gold, that, so long as budget deficits are met by the creation of paper money, currency reform is impossible, these are propositions of the familiar type» (Hawtrey, *The Genoa Resolutions* cit., p. 290). Nella quarta edizione di *Currency and Credit*, Hawtrey illustra con efficacia il contrasto fra le deficienze del metallismo sul piano teorico e la difesa di questo principio da parte dei *policymakers* allo scopo di evitare spinte inflazionistiche. «This severe and uncompromising doctrine [metallism] owed its success rather to its practical utility than to its theoretical perfection. It grew up out of the political contests which raged from time to time about currency questions. Attacked and defended by a thousand politicians and pamphleteers, it long held the field as the one theory which provided an intelligible, self-consistent, workable system. The economists did not pay such unreserved homage to it as the practical men. They saw that the precious metals themselves cannot provide an invariable standard of value, and they speculated on ideal currency systems based on index numbers of prices and similar devices. But on the whole for most people sound currency meant a metallic currency. In it they saw the only bulwark against inflationism, that attractive but insidious financial vice» (R.G. Hawtrey, *Currency and Credit*, Longmans, Green, London 1950, pp. 416-17).

<sup>28</sup> Il Federal Reserve Board prima, e la Bank of England dopo il ritorno all'oro, avevano sperimentato una politica volta a stabilizzare il livello dei prezzi (Pigou, *Industrial Fluctuations* cit., p. 278, nota 2). Un esame approfondito di queste vicende è contenuto nel classico saggio di Hawtrey, *The Art of Central Banking* cit. In un precedente lavoro, egli attribuisce alla Francia un ruolo chiave nell'imprimere una svolta destabilizzante alla condotta monetaria. «A price stabilization policy, such as that framed at Genoa, is in itself a safeguard against inflation. Nor has the experience of the gold exchange standard gained since then supplied any support for the fear of inflation. In the period from 1923 to 1928 when the gold exchange standard was in fairly effective operation, the price level was falling rather than rising. The event which gave the signal for general deflation in 1929 was the change of policy on the part of the Bank of France, which ceased to buy foreign exchange, disposed of 6

Sul piano teorico, l'ottimalità di un livello dei prezzi stabile viene esaminata all'interno di sofisticate analisi del ciclo e della politica monetaria, non considerate in queste pagine. L'incertezza del potere d'acquisto influenza i mercati dei capitali e del lavoro e, in particolare, l'alternarsi di tendenze di segno opposto del livello dei prezzi amplifica le oscillazioni cicliche<sup>29</sup>. La stabilità dei prezzi, largamente accettata<sup>30</sup>, costituisce una «natural view»<sup>31</sup> in quanto elimina quelle interferenze nei contratti e nelle aspettative che causano squilibri nell'economia. Questo risultato è soggetto a un'obiezione ricorrente: l'esclusione dei percettori di reddito fisso dai guadagni di benessere dovuti a un aumento della produttività e incassati attraverso una crescita del potere d'acquisto. Perciò, a fronte di cospicui incrementi della produttività, bisognerebbe lasciar diminuire i prezzi perché i lavoratori ne beneficerebbero evitando un'esplicita e difficile rivendicazione salariale. Comunque, escludendo circostanze di natura eccezionale, l'obiettivo di prezzi stabili resta preferibile.

La rilevanza di questa conclusione attiene al suo contrasto con le regole della moneta-merce. In passato, la finalità di limitare l'ingerenza del governo aveva sempre impedito non solo l'introduzione della carta moneta inconvertibile ma anche un'accentuazione degli elementi fiduciari nell'ambito del *commodity standard*. Dopo il primo conflitto mondiale, la preclusione non è più così netta. La dimensione dello shock aveva sollevato dubbi sulla possibilità di applicare le regole del gioco senza minare la sostenibilità del sistema. In particolare, il ritorno alla parità prebellica avrebbe potuto essere sopportabile se fosse stato effettuato immediatamente, nella situazione di eccezionale gravità del dopoguerra; venuta meno l'emergenza, sarebbe stato arduo attuarlo<sup>32</sup>. La critica severa alla

milliards of the foreign assets it already held in that form, and began to absorb gold at the rate of 10 milliards in a year. It was the *reversal* of the previous adherence to the gold exchange standard in one important case that disturbed a pre-existing equilibrium» (Hawtrey, *The Gold Standard in Theory* cit., pp. 230-31, corsivo nel testo).

<sup>29</sup> A. Marshall, *Money Credit & Commerce*, Macmillan, London 1923, pp. 16-19.

<sup>30</sup> G. Cassel, *The Theory of Social Economy* [1932], Augustus M. Kelley, New York 1967, p. 510; Pigou, *Industrial Fluctuations* cit., pp. 251-57.

<sup>31</sup> D.H. Robertson, *Essays in Monetary Theory* [1928], Staples Press, London 1940, p. 59; Id., *Money* cit., p. 111.

<sup>32</sup> Ivi, p. 121.

*restoration rule*, fondamento della credibilità del tipo oro, si salda in modo coerente con l'obiettivo di stabilità del potere d'acquisto, completando l'attacco al sistema aureo.

Lungi dal rispettare un principio di giustizia distributiva, la *restoration* avrebbe sì salvaguardato i crediti risalenti a prima della guerra, più che compensando però le perdite sui crediti concessi nel corso del conflitto. Essendo l'ammontare di questi ultimi molto elevato rispetto ai primi, l'effetto redistributivo della regola sarebbe stato esattamente contrario a quello desiderato<sup>33</sup>. Ma le implicazioni sarebbero state rilevanti anche sul piano macroeconomico. La deflazione necessaria per ristabilire la parità, oltre ad accrescere l'onere del debito pubblico, si sarebbe riflessa negativamente sul reddito e sull'occupazione. L'intento è di ripristinare la stabilità del sistema monetario per promuovere lo sviluppo evitando, tuttavia, il rispetto della *restoration rule*. All'inizio degli anni Venti, l'opinione prevalente attribuisce alla rigida applicazione delle regole del *gold standard* costi elevati in termini di benessere. Per rispettare le condizioni di equilibrio, nei singoli paesi il livello dei prezzi deve variare in modo da rendere coerente il tasso di cambio con la parità dei poteri d'acquisto<sup>34</sup>, ma nella ricostruzione del sistema monetario è opportuno un certo grado di discrezionalità<sup>35</sup>.

<sup>33</sup> Keynes, *A Tract on Monetary* cit., p. 148.

<sup>34</sup> G. Cassel, *Money and Foreign Exchange after 1914*, Constable, London 1922, pp. 261-62.

<sup>35</sup> Nei seguenti passaggi, Cassel critica il ritorno alla parità prebellica e illustra con efficacia il confronto fra il punto di vista tradizionale e quello innovativo. «I believe, on these grounds, that upon a discussion as to the most suitable level for the value of the new monetary unit the wisest course will be to disregard the point of view of justice and to keep to the purely economic points of view. As is all economics, it is then a question of directing our gaze to the future. We must indeed ask ourselves this question: How can we at the earliest possible moment restore such conditions to the economic life of the world as will prevent the world from going under? As far as this question affects the value of money, there can be no other answer than this: We must, as soon as possible, and with the least possible friction, restore stability not only in the internal values of the various currencies, but also in their international exchange rates. The level at which the value of money is then fixed is, relatively speaking, a matter of secondary importance» (ivi, pp. 255-56). «There are a number of people who, against all – even the most rationally conceived – schemes for restoring normal exchange conditions, raise the objection that it is no use introducing artificial remedies, that developments must be allowed to take their course, and that time alone can repair the damage that has been done. It is a rather cheap

Il rifiuto della *restoration rule* ribalta la concezione del meccanismo monetario e pone le premesse di un approccio moderno alla politica monetaria. *Prima facie*, il ritorno a una determinata parità comporta un aggiustamento *una tantum* dell'equilibrio monetario allo scopo di ribadire la fissità dell'ancoraggio del sistema. In realtà, questa regola condiziona indirettamente anche la condotta monetaria come processo continuo, in quanto previene l'insorgere di un problema di incoerenza temporale connesso con la discrezionalità del *policymaker*. Il mantenimento della parità, infatti, costituisce il centro di gravità del *gold standard* al quale deve conformarsi il complesso delle politiche economiche. L'enfasi sugli effetti di una prolungata deflazione mette in dubbio la validità del modello tradizionale. Perciò, le conseguenze dello shock bellico vanno ben oltre il dibattito sul ritorno all'oro perché incrinano i principi essenziali sottostanti alla moneta-merce.

Negli anni Venti, quindi, prevale fra gli economisti l'orientamento di modificare il tipo oro, malgrado questo continui a essere preferito dai banchieri centrali. Keynes però, si distingue dal *mainstream* per la sua posizione eterodossa, a favore di un cambiamento più radicale. Il *Tract on Monetary Reform*, benché oscurato dalla *General Theory* e persino dal molto criticato *Treatise on Money*<sup>36</sup>, analizza alcuni temi fondamentali di teoria monetaria

kind of wisdom that finds expression in utterances of this sort. Anyone who closely studies the exchange problem will soon discover that it is practically impossible for either the State authorities or the central banks to avoid exercising an influence on the monetary system of the world. In some way or other policy will always affect its development. Is there really any reason for calling this influence a natural one when it is poorly thought out or else dictated by harmful political motives, while describing it as artificial when it is a link in a chain of systematic endeavour to provide a rational solution of the monetary problem? All civilisation represents one mighty effort of man to overcome difficulties instead of passively allowing himself to be carried away by them. At the present moment the future of civilisation rests in no small degree upon this central will to conquer being able to assert itself in the sphere of money» (ivi, p. 282).

<sup>36</sup> Un'eccezione è costituita da Milton Friedman. «In listing 'the' classic of each of these great economists, historians will cite the *General Theory* as Keynes's pathbreaking contribution. Yet, in my opinion, Keynes would belong in this line even if the *General Theory* had never been published. Indeed, I am one of a small minority of professional economists who regard his *Tract on Monetary Reform*, not the *General Theory*, as his best book in economics. Even after sixty-five years, it is not only well worth reading but continues to have a major influence on economic policy» (M. Friedman, *John Maynard Keynes*, in

per attaccare il *gold standard*. L'enfasi è sul ruolo delle aspettative inflazionistiche: è sufficiente il formarsi di un'attesa di variazione del livello dei prezzi per generare un meccanismo che, in modo cumulativo, incide sul reddito e l'occupazione<sup>37</sup>. Diventa allora essenziale prevenire ampie oscillazioni del potere d'acquisto attraverso il controllo monetario. L'approccio di Keynes, influenzato dai suoi colleghi di Cambridge e da Fisher del quale aveva recensito sull'«*Economic Journal*» il classico lavoro *The Purchasing Power of Money*, piega le regole dello *standard* al perseguimento degli obiettivi di politica economica<sup>38</sup>. È l'idea che ispirerà tutti i suoi contributi alla ricostruzione del sistema monetario fino a Bretton Woods. Chiaramente, i contenuti del disegno istituzionale varieranno in funzione del modello teorico sottostante. Nel *Tract*, il modello è quello classico incentrato sulla versione di Cambridge della teoria quantitativa sviluppata da Pigou

Federal Reserve Bank of Richmond «*Economic Quarterly*», vol. 83, Spring 1997, n. 2, p. 2).

<sup>37</sup> Keynes, *A Tract on Monetary* cit., pp. 36-38.

<sup>38</sup> «It is one of objects of this book to urge that the best way to cure this mortal disease of individualism is to provide that there shall never exist any confident expectation either that prices generally are going to fall or that they are going to rise; and also that there shall be no serious risk that a movement, if it does occur, will be a big one. If, unexpectedly and accidentally, a moderate movement were to occur, wealth, though it might be redistributed, would not be diminished thereby. To procure this result by removing all possible influences towards an initial movement, whether such influences are to be found in the skies only or everywhere, would seem to be a hopeless enterprise. The remedy would lie, rather, in so controlling the standard of value that, whenever something occurred which, left to itself, would create an expectation of a change in the general level of prices, the controlling authority should take steps to counteract this expectation by setting in motion some factor of a contrary tendency. Even if such a policy were not wholly successful, either in counteracting expectations or in avoiding actual movements, it would be an improvement on the policy of sitting quietly by, whilst a standard of value, governed by chance causes and deliberately removed from central control, produces expectations which paralyse or intoxicate the government of production» (ivi, pp. 38-39). Dopo aver riassunto gli effetti negativi dell'inflazione e della deflazione, così conclude: «For these grave causes we must free ourselves from the deep distrust which exists against allowing the regulation of the standard of value to be the subject of *deliberate decision*. We can no longer afford to leave it in the category of which the distinguishing characteristics are possessed in different degrees by the weather, the birth-rate, and the Constitution, – matters which are settled by natural causes, or are the resultant of the separate action of many individuals acting independently, or require a Revolution to change them» (ivi, p. 40, corsivo nel testo).

e Marshall<sup>39</sup> di cui si sottolinea la validità: «[...] the price level is not mysterious, but is governed by a few, definite, analysable influences»<sup>40</sup>. La teoria quantitativa e la sua estensione a un contesto internazionale, la teoria della parità dei poteri d'acquisto, costituiscono l'apparato analitico<sup>41</sup> sul quale Keynes fonda le sue proposte di riforma monetaria<sup>42</sup>.

La banca centrale è in grado di controllare il livello dei prezzi, anche compensando le oscillazioni del *k* di Cambridge attraverso variazioni del circolante, mentre nel *gold standard* lo stock di moneta è determinato dalla domanda e dall'offerta di oro<sup>43</sup>. Tuttavia, il *policymaker* deve risolvere due distinti problemi attinenti all'aggiustamento *una tantum* per ristabilire le regole del sistema e all'obiettivo da fissare nel disegno della politica monetaria, scegliendo rispettivamente fra deflazione e svalutazione, e fra stabilità dei prezzi e del cambio. Le soluzioni preferite da Keynes sono la svalutazione e la stabilità dei prezzi. La sua critica alla deflazione, conseguenza necessaria della *restoration rule*, poggia su diverse argomentazioni: la redistribuzione della ricchezza colpisce gli imprenditori a favore dei *rentiers*, l'attesa di un aumento del tasso reale d'interesse scoraggia gli investimenti, l'attività produttiva rallenta. Ma l'obiezione decisiva riguarda semplicemente l'impossibilità di attuare la deflazione in quei paesi dove più forti erano stati gli squilibri causati dalla guerra: il ritorno alla parità prebellica avrebbe imposto oneri affatto insopportabili e, quindi, sarebbe stata impraticabile<sup>44</sup>. Infatti, la *restoration rule* è efficace

<sup>39</sup> A.C. Pigou, *The Value of Money*, in «Quarterly Journal of Economics», vol. 32, November 1917, n. 1; Marshall, *op. cit.*

<sup>40</sup> Keynes, *A Tract on Monetary* cit., p. 84.

<sup>41</sup> Ivi, cap. III.

<sup>42</sup> Ivi, capp. IV e V.

<sup>43</sup> Ivi, p. 85.

<sup>44</sup> L'Italia è fra questi paesi. «In Italy, where sound economic views have much influence and which may be nearly ripe for currency reform, Signor Mussolini has threatened to raise the lira to its former value. Fortunately for the Italian taxpayer and Italian business, the lira does not listen even to a dictator and cannot be given castor oil. But such talk can postpone positive reform; though it may be doubted if so good a politician would have propounded such a policy, even in bravado and exuberance, if he had understood that, expressed in other but equivalent words, it was as follows: 'My policy is to halve wages, double the burden of the National Debt, and to reduce by 50 per cent the prices which Sicily can get for her exports of oranges and lemons'» (ivi, pp. 145-46).

solo se applicata in modo rigido perché una rivalutazione parziale intaccherebbe comunque la credibilità. Perciò, la *restoration* è attuabile, come aveva già sostenuto Ricardo, quando la parità si discosta non più del cinque, dieci per cento dal suo valore originario. A proposito della scelta a favore della stabilità dei prezzi, Keynes rileva la maggiore esperienza nel perseguimento di questo obiettivo; inoltre, egli sottolinea i limiti del *gold standard*. Nel caso di una cospicua divergenza fra i prezzi di diversi paesi come nella grande guerra, il meccanismo di aggiustamento classico opera lentamente e risulta inadeguato a correggere gli squilibri<sup>45</sup>. Perciò, la stabilità dei prezzi, benché difficile da conseguire, diventa la soluzione ottimale.

Le conclusioni di Keynes implicano il rifiuto del tipo oro perché violano due regole fondamentali di quel sistema, la *restoration rule* e l'endogenità del livello dei prezzi. Gli eventuali vantaggi del *gold standard*, mantenimento del valore della moneta ed esclusione di possibili interferenze governative, vengono rigettati in quanto anche l'oro è ormai divenuto una moneta manovrata: le banche centrali regolano i flussi di metallo e, quindi, il meccanismo di aggiustamento classico non è più operante. In particolare, il tasso d'interesse diventa lo strumento per stabilizzare i prezzi e il reddito e non per innescare i movimenti di capitale come nel *gold standard*<sup>46</sup>. Una *managed currency*, in contrapposizione a una *natural currency*, permette di limitare le oscillazioni dello stock di moneta, sia nel breve che nel lungo periodo, al fine di rendere stabili il livello dei prezzi, l'attività economica e l'occupazione. Keynes mette in risalto questi obiettivi: il superamento della moneta-merce conduce verso un più elevato sentiero di benessere<sup>47</sup>.

Questi risultati analitici si traducono in concrete proposte di riforma. Il meccanismo di controllo monetario indirizzato princi-

<sup>45</sup> Keynes segue l'interpretazione tradizionale del modello di Hume e non accenna alle legge del prezzo unico. Mette in rilievo, invece, il ruolo del tasso d'interesse nell'innescare i movimenti di capitale che aiutano a superare difficoltà temporanee mentre tendono a celare i veri problemi in caso di squilibrio strutturale (ivi, pp. 159-60). Riferendosi alla lentezza del meccanismo di aggiustamento, egli reinterpreta l'esperienza dei disordini monetari nel Medioevo, nella forma di *currency debasement*, come una misura necessaria per superare i costi di una continua pressione deflazionistica (ivi, pp. 162-63).

<sup>46</sup> Ivi, pp. 163, 171-72.

<sup>47</sup> Ivi, pp. 172-73, 176, 196-97.

palmente alla stabilità del potere d'acquisto non esclude un obiettivo di cambio; inoltre, non deve essere basato su una regola fissa, «a precise, arithmetical formula»<sup>48</sup> come il dollaro compensato di Fisher, ma sull'esame complessivo di un ampio numero di variabili<sup>49</sup>. Formulando un'ipotesi del meccanismo di trasmissione a due stadi, si propone quindi di separare lo stock di moneta fiduciaria dalle riserve auree in modo da non legare la quantità di moneta all'incerto andamento del mercato dell'oro<sup>50</sup>. Le conclusioni del *Tract* si distinguono per la spinta innovativa, che si ritrova nei piani avanzati da Keynes nei due decenni successivi. Tale carattere, tuttavia, incontra un limite nella difficile composizione degli interessi della potenza dominante con l'affidamento della gestione della *managed currency* a un'autorità sovranazionale. Il problema non è solo di natura politica perché ha rilevanti conseguenze sull'operatività del sistema monetario.

<sup>48</sup> Ivi, p. 186.

<sup>49</sup> Ivi, pp. 186-89.

<sup>50</sup> «It is desirable, therefore, that the whole of the reserves should be under the control of the authority responsible for this, which, under the above proposals, is the Bank of England. The volume of the paper money, on the other hand, would be consequential, as it is at present, on the state of trade and employment, bank-rate policy and Treasury Bill policy. The governors of the system would be bank-rate and Treasury Bill policy, the objects of government would be stability of trade, prices, and employment, and the volume of paper money would be a consequence of the first (just – I repeat – as it is at present) and an instrument of the second, the precise arithmetical level of which could not and need not be predicted. Nor would the amount of gold, which it would be prudent to hold as a reserve against international emergencies and temporary indebtedness, bear any logical or calculable relation to the volume of paper money; – for the two have no close or necessary connection with one another. Therefore I make the proposal – which may seem, but should not be, shocking – of separating entirely the gold reserve from the note issue» (ivi, pp. 195-96). Lo sviluppo di una moneta manovrata è considerato inevitabile. «For the past two years the United States has *pretended* to maintain a gold standard. *In fact* it has established a dollar standard; and, instead of ensuring that the value of the dollar shall conform to that of gold, it makes provision, at great expense, that the value of gold shall conform to that of the dollar. [...] We have reached a stage in the evolution of money when a 'managed' currency is inevitable, but we have not yet reached the point when the management can be entrusted to a single authority. The best we can do, therefore, is to have *two* managed currencies, sterling and dollars, with as close a collaboration as possible between the aims and methods of the managements» (ivi, pp. 198 e 204, corsivo nel testo). Wicksell anticipa questo approccio in cui la banca centrale persegue l'obiettivo di stabilizzare i prezzi in un sistema sganciato dall'oro. «[...] it would be possible to avoid such a rise of

Nei primi anni Venti, Keynes rappresenta una posizione estrema. L'abbandono del *gold standard* è condiviso da molti economisti, senza arrivare però a escludere completamente il ruolo dell'oro. Pur apprezzando i contributi di Hawtrey nella direzione di una moneta manovrata, Keynes critica le risoluzioni della conferenza di Genova definendo il ricorso alla cooperazione internazionale una «pious hope»<sup>51</sup> dato il ruolo predominante del Federal Reserve Board. Perciò, il *gold exchange standard* può rivelarsi peggiore del tipo oro di cui mantiene i difetti ma non i pregi<sup>52</sup>.

prices only by the *suspension of the free coinage of gold*. This would mark the first step towards the introduction of an ideal standard of value. Monetary discussions of recent years have made us more and more familiar with such an international paper standard. While it is usually regarded as a means of meeting a growing scarcity of gold, it might just as well, I think, and must, come into being as a consequence of an over-abundance of gold. In any case, such a prospect need not, on closer investigation, provide cause for consternation. On the contrary, once it had come into being it would perhaps be the present system which would sound like a fairy tale, with its rather senseless and purposeless sending hither and thither of crates of gold, with its digging up of stores of treasure and burying them again in the recesses of the earth. The introduction of such a scheme offers no difficulty, at any rate on the theoretical side. Neither a central bureau nor international notes would be necessary. Each country would have its own system of notes (and small change). These would have to be redeemable at par by every central bank, but would be allowed to circulate only inside the one country. It would then be the simple duty of each credit institution to regulate its rate of interest, both relatively to, and in unison with, other countries, so as both to maintain in equilibrium the international balance of payments and to stabilise the general level of world prices. In short, the regulation of prices would constitute the prime purpose of bank rate, which would no longer be subject to the caprices of the production and consumption of gold or of the demand for the circulation of coins. It would be perfectly free to move, governed only by the deliberate aims of the banks» (K. Wicksell, *Interest and Prices* [1898], Augustus M. Kelly, New York 1965, pp. 193-94, corsivo nel testo).

<sup>51</sup> Keynes, *A Tract on Monetary* cit., p. 174.

<sup>52</sup> «Therefore, since I regard the stability of prices, credit, and employment as of paramount importance, and since I feel no confidence that an old-fashioned gold standard will even give us the modicum of stability that it used to give, I reject the policy of restoring the gold standard on pre-war lines. At the same time I doubt the wisdom of attempting a 'managed' gold standard jointly with the United States, on the lines recommended by Mr. Hawtrey, because it retains too many of the disadvantages of the old system without its advantages, and because it would make us too dependent on the policy and on the wishes of the Federal Reserve Board» (ivi, p. 176). Robertson osserva: «[...] gold is passing more and more into the position of a Merovingian monarch, with Governors Norman, Strong and Schacht as joint Mayors of the

Gli squilibri emersi dopo il primo conflitto mondiale non consentono l'immediata applicazione della *restoration rule*. L'attenzione si concentra sulla stabilizzazione del potere d'acquisto da parte della banca centrale<sup>53</sup> introducendo quindi un principio di discrezionalità, di regolazione dello *standard* che, pur accettato sul piano teorico, espone l'autorità monetaria alle interferenze del governo<sup>54</sup>. Il problema, osserva Pigou, non si pone in circostan-

Palace» (Robertson, *Essays in Monetary* cit., p. 51). Il radicalismo dell'approccio di Keynes è icasticamente descritto da Ralph Hawtrey nella voce «Money» apparsa nella quattordicesima edizione dell'Enciclopedia britannica. «The Genoa plan is based on the continued general use of the gold standard. Proposals have been put forward (particularly by Mr. J.M. Keynes) for applying the policy of stabilization of purchasing power to a paper currency entirely dissociated from gold. The practicability of such a plan is a matter of controversy, and the general return to the gold standard throughout the greater part of the world has made the question an academic one. Apart from schemes of the type favoured by Mr. Keynes, paper money dissociated from gold is a monetary disease. The abuse of paper money became so prevalent during and after the World War, that it has been given an almost disproportionately important place in latter-day monetary theory» (R.G. Hawtrey, *Money*, in *The Encyclopaedia Britannica*, Fourteenth Edition, vol. 15, Encyclopaedia Britannica, New York 1929, p. 698).

<sup>53</sup> Cassel, *Money and Foreign Exchange* cit., pp. 271-74.

<sup>54</sup> «If a stabilising discount policy is adopted in a wholehearted manner, the logical sequel as regards currency is neither the gold standard plan nor a plan on the Fisher model. It is a paper currency, the volume of which is not regulated by law, but is free to vary in response to whatever changes in the demand for it the stabilising discount policy allows. [...] In contrast with what happens under the gold standard *plus* a reserve discount policy, the currency position is always a consequence of the discount policy, and not sometimes a cause of it. No regulation of the currency position is required, for it will regulate itself. This assumes, however, that the stabilising discount policy will in fact be loyally adhered to and that safeguards against human frailty are not required. A Central Bank, whether a private concern or an agent of the executive government, that is free to create legal tender money without limit, has it in its power, if it does depart from the stabilising discount policy, to make an enormous levy from the public by expanding circulation. A government in difficulties will be sorely tempted to use this weapon, or, if the Central Bank is a private institution, to make the Bank use it in its behalf. The main purpose of legislative enactments limiting the note issue is to provide a safeguard against this: and the main argument in favour of a gold standard, as against a paper standard, is that, whereas Governments and banks can create paper money at will, they can only obtain gold money by buying it. To leave the Bank of the Government a free hand in currency manufacture, without any obligation to convert notes into gold and without any legal limit to the quantity of notes that may be created, is to open the door to grave abuse. Moreover, even if grave abuse does not in fact take

ze eccezionali come una guerra quando qualsiasi insieme di regole, per quanto rigido, viene necessariamente violato. Riguarda piuttosto le situazioni «normali» nelle quali una moneta cartacea può essere più facilmente soggetta ad abusi. In questo caso, un limite all'emissione potrebbe rivelarsi utile, soprattutto per il suo valore segnaletico, perché un eventuale superamento richiederebbe un'esplicita norma legislativa. In generale, l'obiettivo di prezzi stabili è coerente con il cambio fisso solo se il valore dell'oro non oscilla, altrimenti il singolo paese non riesce a conseguire entrambe le finalità e si potrebbe stabilizzare il valore dell'oro soltanto attraverso la cooperazione internazionale. Questo era l'intento della conferenza di Genova, vanificato poi dal comportamento dei *policymakers* legato al tipo oro<sup>55</sup>.

In realtà, anche fra gli economisti il modello di moneta-merce non è del tutto abbandonato. Agli antipodi della posizione di Keynes, permane un indirizzo di pensiero conservatore, rappresentato da alcuni esponenti della scuola austriaca come Mises e Hayek, avverso all'introduzione di qualunque elemento di discrezionalità. Sebbene l'obiettivo di prezzi stabili sia condivisibile, non è possibile conseguirlo per la scarsa conoscenza del meccanismo di trasmissione monetario; inoltre, una politica discrezionale sarebbe oggetto di abusi da parte del governo<sup>56</sup>. Il pregio

place, the fear that it may take place and the suspicion that it will are likely to weaken the general sense of security, which is an important factor in industrial progress» (Pigou, *Industrial Fluctuations* cit., pp. 296-97, corsivo nel testo).

<sup>55</sup> Ivi, pp. 297-99.

<sup>56</sup> «The ideal of a money with an exchange value that is not subject to variations due to changes in the ratio between the supply of money and the need for it – that is, a money with an invariable *innere objektive Tauschwert* – demands the intervention of a regulating authority in the determination of the value of money; and its continued intervention. But here immediately most serious doubts arise from the circumstance, already referred to, that we have no useful knowledge of the quantitative significance of given measures intended to influence the value of money. More serious still is the circumstance that we are by no means in a position to determine with precision whether variations have occurred in the exchange value of money from any cause whatever, and if so to what extent, quite apart from the question of whether such changes have been effected by influences working from the monetary side. Attempts to stabilize the exchange value of money in this sense must therefore be frustrated at the outset by the fact that both their goal and the road to it are obscured by a darkness that human knowledge will never be able to penetrate. But the uncertainty that would exist as to whether there was any need for intervention to maintain the

del *commodity standard* è di impedire tale comportamento; il difetto è costituito dalla non controllabilità dello stock di moneta, un costo senza dubbio minore<sup>57</sup>. La visione di Mises rispecchia una totale fiducia per un sistema regolato dalle forze di mercato. Perciò, la crisi del *gold standard* nel primo dopoguerra non è dovuta a problemi di funzionamento, ma a non aver rispettato le sue regole trasformandolo nel tipo a cambio aureo. Una volta accettato il principio della discrezionalità, il passaggio alla *fiat money* sarebbe una soluzione migliore per il risparmio di risorse costituito dalle riserve auree. Partendo da ipotesi diametralmente opposte, Mises<sup>58</sup> giunge alle stesse conclusioni di Keynes e anticipa la proposizione di Friedman secondo cui i due modelli estremi, il *gold standard* e la *fiat money*, sono da preferire al *gold exchange standard*<sup>59</sup>. Lo sviluppo di strumenti fiduciari, tuttavia, crea le condizioni per una deriva inflazionistica; il presidio ultimo dell'ordine monetario sta in un sistema sociale basato sulla proprietà privata dei mezzi di produzione<sup>60</sup>.

Le stesse argomentazioni vengono ribadite in uno studio sulle fluttuazioni economiche<sup>61</sup>, insistendo sulla indipendenza della moneta-merce dal potere politico. A questo riguardo, il *gold standard* è visto come una conquista; il ritorno all'oro del Regno Unito nella seconda metà degli anni Venti è un tentativo di difenderla e mantenerla. Benché il sistema aureo non assicuri la stabilità dei prezzi,

stability of the exchange value of money, and as to the necessary extent of such intervention, would inevitably give full license again to the conflicting interests of the inflationists and restrictionists. Once the principle is so much as admitted that the state may and should influence the value of money, even if it were only to guarantee the stability of its value, the danger of mistakes and excesses immediately arises again» (L. von Mises, *The Theory of Money and Credit* [1912], Liberty Classics, Indianapolis 1980, p. 269). Il rifiuto della discrezionalità poggia su una delle argomentazioni di Friedman a supporto della *simple rule*, l'insufficiente conoscenza del meccanismo di trasmissione; manca, invece, un riferimento ai ritardi. Per un'analisi dettagliata, si veda F. Cesarano, *Milton Friedman and Some Exponents of the Austrian School*, in «Revue International d'Histoire de la Banque», vol. 7, 1973.

<sup>57</sup> Mises, *The Theory of Money* cit., p. 270.

<sup>58</sup> Ivi, p. 432.

<sup>59</sup> Friedman, *Real and Pseudo* cit.

<sup>60</sup> Mises, *The Theory of Money* cit., p. 449.

<sup>61</sup> L. von Mises, *Monetary Stabilization and Cyclical Policy* [1928], in I.M. Kirzner, *Classics in Austrian Economics*, vol. III, *The Age of Mises and Hayek*, William Pickering, London 1994.

una politica discrezionale è da rifiutare sia per non rimettere nelle mani dei *policymakers* la determinazione del valore della moneta, sia per le difficoltà tecniche di conseguire quell'obiettivo<sup>62</sup>.

Hayek segue un'analogia linea di pensiero, analizzando in particolare i fondamenti teorici di una regola monetaria. Nei suoi lavori sul ciclo<sup>63</sup>, sottolinea la rilevanza non di una moneta stabile, ma di una moneta neutrale. Come aveva illustrato Mill<sup>64</sup>, l'introduzione della moneta può portare alla violazione della legge di Say e quindi a un disequilibrio. D'altra parte, il principio di neutralità non è immediatamente traducibile in una norma di condotta monetaria perché non sono rispettate le condizioni di flessibilità e di prevedibilità dei prezzi. Una soluzione sub-ottimale può essere rappresentata dalla stabilizzazione dei prezzi dei fattori<sup>65</sup>.

Queste idee sono sviluppate nel volumetto *Prices and Production*, in cui si critica l'approccio prevalente nella letteratura a favore di una politica monetaria attiva per evitare gli effetti della deflazione<sup>66</sup>. La moneta non deve disturbare il meccanismo allocativo connesso con l'equilibrio economico generale<sup>67</sup>. Tale concezione esclude un obiettivo di prezzi stabili che perturberebbe l'equilibrio; perciò, una diminuzione del livello dei prezzi in seguito a un aumento della produttività non solo è priva di costi ma evita distorsioni nell'allocazione dei fattori. Contrapponendosi a Cassel e Pigou, Hayek propone di mantenere costante la quantità di moneta, ammettendo però quelle variazioni necessarie per compensare eventuali cambiamenti della velocità di circolazione<sup>68</sup>. Rimangono, comunque, le difficoltà di individuare il tasso naturale d'interesse che equilibra il mercato dei capitali e di prevenire alterazioni della struttura produttiva dovute all'espansione del credito. In definitiva, data l'insufficiente conoscenza del mec-

<sup>62</sup> Ivi, pp. 46, 63 e 103.

<sup>63</sup> F.A. von Hayek, *Monetary Theory and the Trade Cycle* [1933], Augustus M. Kelley, New York 1966, cap. III.

<sup>64</sup> J.S. Mill, *Essays on Some Unsettled Questions in Political Economy*, Parker, London 1844, cap. II.

<sup>65</sup> F.A. von Hayek, *On 'Neutral Money'* [1933], in Id., *Money, Capital & Fluctuations*, a cura di R. McCoughry, Routledge & Kegan Paul, London 1984, p. 161.

<sup>66</sup> Hayek, *Prices and Production* cit., pp. 1-3.

<sup>67</sup> Ivi, pp. 30-31.

<sup>68</sup> Ivi, pp. 121-24.

canismo monetario, occorre evitare il più possibile l'azione discrezionale del *polycymaker* mantenendo un sistema basato su un certo grado di automatismo come il *gold standard*<sup>69</sup>.

In un saggio dedicato specificamente alle istituzioni monetarie, Hayek<sup>70</sup> porta un attacco frontale ai risultati della conferen-

<sup>69</sup> «And I would claim for these investigations at least two things. The first is that, as I have said in my first lecture, monetary theory is still so very far from a state of perfection that even some of the most fundamental problems in this field are yet unsolved, that some of the accepted doctrines are of very doubtful validity. This applies in particular to the widespread illusion that we have simply to stabilise the value of money in order to eliminate all monetary influences on production and that, therefore, if the value of money is assumed to be stable, in theoretical analysis, we may treat money as non-existent. [...] The second conclusion to be drawn from the results of our considerations follows from the first: So long as we do not see more clearly about the most fundamental problems of monetary theory and so long as no agreement is reached on the essential theoretical questions, we are also not yet in a position drastically to reconstruct our monetary system, in particular to replace the semi-automatic gold standard by a more or less arbitrarily managed currency. Indeed, I am afraid that, in the present state of knowledge, the risks connected with such an attempt are much greater than the harm which is possibly done by the gold standard» (ivi, pp. 126-27).

<sup>70</sup> F.A. von Hayek, *The Fate of the Gold Standard* [1932], in Id., *Money, Capital* cit. Questo articolo, scritto all'indomani dell'uscita della sterlina dal *gold standard*, è apparso in francese molto più tardi, nel dicembre 1966, sulla «Revue d'Economie Politique». In appendice, è riportata una lettera di Hayek al «Times» di Londra del 25 novembre 1931, mai pubblicata, che anticipa i temi di quell'articolo e critica la politica del Regno Unito. Per contro, il commento di Keynes all'abbandono del sistema aureo, nel «Sunday Express», è non solo positivo ma proiettato verso un cambiamento radicale delle istituzioni, come testimoniano le frasi di apertura e di chiusura. «There are few Englishmen who do not rejoice at the breaking of our gold fetters. We feel that we have at last a free hand to do what is sensible. The romantic phase is over, and we can begin to discuss realistically what policy is for the best. [...] I believe that the great events of the last week may open a new chapter in the world's monetary history. I have a hope that they may break down barriers which have seemed impassable. We need now to take intimate and candid conference together as to the better ordering of our affairs for the future. The President of the United States turned in his sleep last June. Great issues deserve his attention. Yet the magic spell of immobility which has been cast over the White House seems still unbroken. Are the solutions offered us always to be too late? Shall we in Great Britain invite three-quarters of the world, including the whole of our Empire, to join with us in evolving a new currency system which shall be stable in terms of commodities? Or would the gold standard countries be interested to learn the terms, which must needs be strict, on which we should be prepared to re-enter the system of a drastically reformed gold standard?» (J.M. Keynes, *The End of the Gold Standard* (27

za di Genova e alle idee innovative di Keynes. La crisi del tipo oro non è dovuta ai suoi difetti, ma all'aver impedito l'operare del meccanismo di aggiustamento sterilizzando i flussi di metallo attraverso variazioni della circolazione fiduciaria. Alla base di questi sviluppi c'è l'affermazione della *managed money*, il nuovo indirizzo di pensiero legato ai nomi di Cassel, Fisher, Hawtrey e soprattutto Keynes. L'origine di questo approccio risale alla transizione dal *gold specie standard* al *gold bullion standard*, il noto «ingot plan» ricardiano, in quanto un deficit nei conti con l'estero nel primo caso si traduce necessariamente in una diminuzione dello stock di circolante, mentre nel secondo l'oro deve essere ritirato dalla banca centrale che può annullarne gli effetti espandendo il credito<sup>71</sup>. La differenza essenziale è fra un sistema indipendente dal comportamento dell'autorità monetaria e un altro in cui questa è la responsabile ultima dell'andamento della quantità di moneta. L'esclusione da parte di Hayek di un ruolo della moneta nel determinare la crisi del 1929<sup>72</sup>, in contrasto con alcune interpretazioni del tempo<sup>73</sup> e con quella oggi prevalente<sup>74</sup>, deriva dal considerare come modello di riferimento il *gold specie standard* il cui carattere di automatismo avrebbe prevenuto eventuali squilibri sul mercato monetario.

Malgrado alcune diversità riguardo al metodo dell'economia e alla concezione dell'equilibrio<sup>75</sup>, Mises e Hayek anticipano le idee di Friedman sulla politica monetaria fondate sul rifiuto della discrezionalità. La differenziazione delle soluzioni, *gold standard* e *simple rule*, è connessa con la definitiva diffusione della *fiat*

September 1931), in *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. IX, Macmillan, London 1972, pp. 245 e 249).

<sup>71</sup> Hayek, *The Fate of the Gold Standard* cit., pp. 128-31.

<sup>72</sup> Id., *Prices and Production* cit., p. 128.

<sup>73</sup> Hawtrey, *The Art of Central Banking* cit., pp. 227-28; Id., *A Century of Bank Rate*, Longmans, Green, London 1938, pp. 272-73.

<sup>74</sup> M. Friedman, *A Program for Monetary Stability*, Fordham University Press, New York 1960; Friedman e Schwartz, *op. cit.*; Eichengreen, *Golden Fetters* cit.

<sup>75</sup> Un confronto approfondito fra l'approccio della scuola austriaca e quello neoclassico si trova nel recente articolo di S. Rosen, *Austrian and Neoclassical Economics: Any Gains from Trade?*, in «Journal of Economic Perspectives», vol. 11, Fall 1997, n. 4. Tuttavia, nelle sue opere giovanili sul ciclo e sulla moneta, Hayek sembra fare riferimento a un paradigma di equilibrio, come Robert Lucas, piuttosto che a un indirizzo evolucionistico.

money nel periodo che separa le due proposte e con il diverso atteggiamento nei confronti della proprietà di riequilibrio dell'economia, ma la visione sottostante è la stessa. Lo scetticismo condiviso da questi autori riguardo al funzionamento del tipo a cambio aureo, e del sistema di Bretton Woods successivamente, riflette una comune impostazione del disegno della politica monetaria. Il rifiuto del *gold standard* da parte di Friedman è motivato, da un lato, dal costo in termini di risorse che crea un incentivo a utilizzare strumenti fiduciari e, dall'altro, dalla non controllabilità dello stock di moneta che, in presenza di rigidità di prezzi e salari, rende costoso l'aggiustamento. Hayek riconosce questi costi, ma li considera necessari e comunque inferiori ai benefici di un sistema indipendente dalle interferenze del potere politico e in grado di assicurare la stabilità dell'economia<sup>76</sup>. L'uscita della sterlina dal *gold standard* nel settembre del 1931 segna, perciò, una frattura nella storia monetaria dovuta principalmente all'affermazione di un nuovo paradigma teorico<sup>77</sup>. Nelle sue conclusioni, Hayek correttamente prevede che non ci sarà un rapido ri-

<sup>76</sup> Hayek, *On 'Neutral Money'* cit., p. 161.

<sup>77</sup> «This abandonment of the gold standard undoubtedly implies a final break with the unique tradition of more than two hundred years, on the basis of which Britain has repeatedly returned to the gold standard at the cost of great sacrifices, even after periods of temporary shock to its currency unit. This time the sacrifices which had been made since 1921 were in vain, because the responsible authorities were unwilling or unable to exact what probably would have been the smaller sacrifices necessary to ensure the long-term position of the pound. The greatest responsibility for this, however, must be borne by those who initially opposed the return to the gold standard. For although their position was justifiable at that time, they did not abandon it even when the gold standard had been restored at its former parity, and fought with the utmost vigour against all the measures necessary if that standard were to be finally consolidated. It is beyond all doubt that they found an increasingly more receptive hearing within the management of the Bank. If one wanted to describe the abandonment of the gold standard in Britain as 'the economic consequences of Mr Keynes', and there are many reasons to do so, I believe that even today J.M. Keynes would still regard such a statement not as criticism but as praise» (Hayek, *The Fate of the Gold Standard* cit., pp. 132-33). Hayek riprende e sviluppa queste tesi in una serie di lezioni tenute a Ginevra presso il Graduate Institute of International Studies in cui, fra l'altro, ribadisce la sua contrarietà ad assegnare al *policymaker* il controllo della quantità di moneta perché ciò introdurrebbe un ulteriore elemento di instabilità (F.A. von Hayek, *Monetary Nationalism and International Stability* [1937], Longmans, Green, London 1939, p. 93).

torno all'oro, mentre si augura, ma questo non si realizzerà, il superamento delle idee sviluppate nell'ambito del Macmillan Committee e nel *Treatise* di Keynes<sup>78</sup>.

## 2. La grande depressione e il rovesciamento dello stato dell'arte

Nella storia del pensiero economico si è soliti distinguere due approcci antitetici: l'assolutismo e il relativismo<sup>79</sup>. Il primo considera l'evoluzione dell'analisi economica come un processo cumulativo, indipendente dalle condizioni politiche e sociali del momento. Il secondo, invece, sottolinea questa relazione di dipendenza, attribuendo agli eventi più importanti, e in generale all'«ambiente», un'influenza notevole sulla formulazione della teoria. Maffeo Pantaleoni è un critico feroce del relativismo, ma concede che l'insieme delle condizioni ambientali, pur senza incidere sulle caratteristiche della costruzione analitica, possa determinare una domanda di «dottrine scientifiche»<sup>80</sup>. La crisi del sistema moneta-

<sup>78</sup> Hayek, *The Fate of the Gold Standard* cit., p. 134.

<sup>79</sup> M. Blaug, *Economic Theory in Retrospect*, Cambridge University Press, Cambridge 1997, pp. 1-6.

<sup>80</sup> «E che influenza ha mai avuto l'ambiente, e ha desso ancora, sulle dottrine della chimica? Io comprendo che l'ambiente determini ora una *domanda*, poniamo, di esplosivi, come prima determinava una *domanda* di filtri amorosi: lo studio rivolto piuttosto alla ricerca di talune proprietà che di altre. Ma, il *risultato dell'indagine* è indipendente dall'ambiente. Le proprietà dei corpi sono quello che sono, e scoprirle, o non le scoprire, è questione d'ingegno e di metodo e di preparazione intellettuale, affinché anche il caso fortuito riesca fecondo. [...] In quanto al nesso tra istituzioni economiche, o vicende economiche da un lato, e teorie economiche dall'altro, è manifesto che è del genere già accennato allorché esaminavamo quale influenza potesse avere l'ambiente su altre scienze. La domanda crea la merce. [...] Ma, questa domanda del mercato non detta la risposta dello studio che a sua istigazione si intraprende. La questione sociale, come provoca le opere del George, così provoca quelle del Mallock e del Leroy-Beaulieu. Ed, in fondo, non è nemmeno, questa dell'ambiente, una domanda diretta di prodotti scientifici. È domanda di provvedimenti, cioè di misure pratiche, e, solo in quanto a queste occorre il sussidio di teorie, ne ricevono impulso le dottrine scientifiche. Se la marineria si sviluppa, avrà, indirettamente, interesse per più gente di prima l'idrostatica e la meccanica razionale e la termodinamica. Ma, l'ambiente in nessun modo colorisce le dottrine scientifiche, né da questo genere di nesso può dedursi alcuna giustificazione per trattare come gemelli e le verità che si scoprono e le baggianate che s'inventano» (M. Pantaleoni, *Dei criteri che debbo-*

rio internazionale fra le due guerre mondiali corrobora l'ipotesi di Pantaleoni; la crisi, infatti, stimolò un'intensa attività di ricerca e l'attenzione dei *policymakers*, come testimoniano numerosi comitati di studio e conferenze sull'argomento. Il graduale distacco dalla *commodity money* in quel periodo, accentuando l'elemento di volizione presente nelle istituzioni monetarie, dà particolare risalto al ruolo primario della teoria che, oltre a essere indipendente dal contesto ambientale, addirittura lo modella disegnando le regole del sistema. La direzione del progresso dell'analisi economica è, quindi, essenziale per comprendere le soluzioni adottate. La coerenza con il prevalente stato dell'arte è una condizione necessaria per operare determinate scelte, anche se non è sufficiente quando quelle scelte confliggono con altri obiettivi, specialmente di natura politica, come si verificherà durante i negoziati di Bretton Woods.

Considerando l'impatto dei mutamenti ambientali sulla domanda di «prodotti scientifici», la grande depressione costituisce un evento di portata tale da mettere in discussione la teoria economica nel suo complesso. Non a caso, la sola rivoluzione scientifica, nel senso di Kuhn<sup>81</sup>, riconosciuta dalla maggioranza degli economisti è quella iniziata con la pubblicazione della *General Theory*<sup>82</sup>, benché di recente David Laidler abbia messo in dubbio questa proposizione<sup>83</sup>. Le principali implicazioni del programma di ricerca keynesiano, scaturito dal rifiuto dell'ipotesi di equilibrio alla base del modello classico, sono generalmente condivise: espansione del ruolo del governo e attuazione di una politica macroeconomica attiva<sup>84</sup>. Per quanto concerne i riflessi sul sistema monetario internazionale, invece, non c'è un punto di vista unanime. Secondo Bordo e Eichengreen<sup>85</sup> la crisi del 1929 ha soltanto rallentato la trasformazione del sistema senza modificarne i ca-

*no informare la storia delle dottrine economiche*, in «Giornale degli Economisti», vol. XVII, Anno IX, Novembre 1898, pp. 418-20, corsivo nel testo).

<sup>81</sup> T.S. Kuhn, *The Structure of Scientific Revolutions*, II ed., University of Chicago Press, Chicago 1970.

<sup>82</sup> J.M. Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money* [1936], Macmillan, London 1964.

<sup>83</sup> D. Laidler, *Fabricating the Keynesian Revolution*, Cambridge University Press, Cambridge 1999.

<sup>84</sup> Bordo, Goldin e White (a cura di), *op. cit.*, pp. 10-18.

<sup>85</sup> Bordo e Eichengreen, *op. cit.*

ratteri perché, qualora fosse stata evitata, il *gold exchange standard* sarebbe sopravvissuto con successo negli anni Trenta e gli accordi di Bretton Woods non ci sarebbero stati. Nel secondo dopoguerra, la crescita dell'economia mondiale avrebbe fatto emergere un problema di scarsità di oro favorendo lo sviluppo di un *dollar-gold exchange standard* la cui difficile sostenibilità avrebbe comunque portato all'introduzione di cambi flessibili. Calomiris e Wheelock escludono effetti di rilievo derivanti dalla grande depressione sulla politica monetaria della FED, prendendo però una posizione diversa da Bordo e Eichengreen riguardo al sistema monetario. In assenza della crisi, il tipo oro sarebbe stato sospeso solo nel periodo bellico e il suo successivo ripristino avrebbe mantenuto un'elevata disciplina monetaria anche molto tempo dopo il conflitto. Invece, l'uscita dal *gold standard* nel 1933 altera in modo decisivo il corso degli eventi, indirizzandolo verso un più rapido passaggio alla *fiat money*<sup>86</sup>.

Ogni tentativo di risposta a una domanda «controfattuale» incontra un limite nella scelta di congetture specifiche che condizionano i risultati. I lavori appena citati trascurano due fattori essenziali: l'influenza della teoria monetaria sul disegno delle istituzioni e l'effetto della minimizzazione dei costi di transazione sulla introduzione di nuovi strumenti di pagamento. Oltre a incidere sulla funzionalità del sistema monetario, la crisi del 1929 ha un impatto devastante sullo stato dell'arte, portando alla definitiva affermazione della moneta manovrata e ponendo al centro della politica economica l'obiettivo del pieno impiego. L'intera concezione del meccanismo monetario viene ribaltata accelerando l'evoluzione verso la *fiat money*<sup>87</sup>. Anche nell'ambito del *commod-*

<sup>86</sup> C.W. Calomiris e D.C. Wheelock, *Was the Great Depression a Watershed for American Monetary Policy?*, in Bordo, Goldin e White (a cura di), *op. cit.*, p. 24, nota 1.

<sup>87</sup> Calomiris e Wheelock illustrano con chiarezza la resistenza dei *policy-makers* ad abbandonare il tipo oro, superata solo dopo lo shock del 1929. «The Great Depression did result in important institutional and ideological changes, however, and these changes made possible the sustained inflation of the 1960s. The fundamental change was the abandonment of the interwar gold standard and its subsequent replacement by the Bretton Woods dollar system. The Fed had carried out a discretionary monetary policy during the 1920s and early 1930s under the interwar gold exchange standard. Gold, however, remained an important barrier to discretion – a barrier that Fed officials were unwilling to breach, even as the economy collapsed in 1931. A new political

ity standard, i principali mutamenti del sistema erano determinati in passato dall'introduzione di elementi fiduciari al fine di risparmiare risorse. Perciò, i suddetti fattori, il progredire della teoria e l'incentivo a impiegare mezzi di pagamento meno costosi, non possono essere tralasciati nel valutare gli effetti della grande depressione sull'assetto monetario. Come si vedrà nel capitolo III, l'affermazione del pensiero keynesiano e il disegno di una *clearing union* hanno un'influenza decisiva sulle proposte di riforma elaborate all'inizio della seconda guerra mondiale.

La ricerca più recente<sup>88</sup> ha posto l'accento sul ruolo svolto dal sistema monetario internazionale nell'esacerbare e propagare la grande depressione, integrando ma anche contrastando l'ipotesi incentrata sulla caduta dello stock di moneta negli Stati Uniti<sup>89</sup>. In realtà, questo approccio era già stato introdotto negli anni Trenta. Diversi studiosi avevano individuato la causa della crisi nella contrazione monetaria mettendola in relazione con l'inadeguato funzionamento del sistema; la spiegazione era così diffusa da costituire pressoché un luogo comune. Non si tracciava una distinzione netta fra problematica monetaria interna e internazionale perché, nell'ambito del metallismo, i due aspetti erano strettamente collegati rendendo necessario considerare la dimensione internazionale del fenomeno.

Dopo il 1929 la riflessione sui fondamenti del sistema monetario si sviluppa lungo due direttrici opposte: la prima, prevalente fino alla metà degli anni Trenta, accetta l'ipotesi di equilibrio, mentre la seconda, rappresentata principalmente da Keynes, rifiuta quell'ipotesi. La pubblicazione della *General Theory* segna l'inizio di un'alternanza di paradigmi nei decenni successivi. Dopo il predominio del pensiero keynesiano, sarà Milton Friedman a guidare la «controrivoluzione» nella teoria monetaria e a riallacciare il legame con la tradizione classica, soprattutto in seguito ai primi risultati della ricerca sulla storia monetaria degli Stati

regime was required, first to devalue, and ultimately to replace the interwar gold standard with the Bretton Woods system» (ivi, p. 62).

<sup>88</sup> J.D. Hamilton, *Monetary Factors in the Great Depression*, in «Journal of Monetary Economics», vol. 19, March 1987, n. 2; P. Temin, *Lessons from the Great Depression*, The MIT Press, Cambridge (Mass.) 1989; Eichengreen, *Golden Fetters* cit.

<sup>89</sup> Friedman e Schwartz, *op. cit.*

Uniti. Già nell'aprile del 1954, in una conferenza tenuta a Stoccolma dal titolo *Why the American Economy is Depression-Proof*, egli individua nell'abbandono del tipo oro uno dei mutamenti essenziali che, insieme alle modifiche della struttura del sistema bancario e di quello fiscale, avrebbero evitato i fallimenti delle banche e aumentato la controllabilità dello stock di moneta, impedendo il ripetersi di una crisi di grandi proporzioni. Dall'esame dell'esperienza storica, Friedman giunge a una conclusione identica a quella degli studiosi degli anni Trenta: «[...] monetary contraction or collapse is an essential conditioning factor for the occurrence of a major depression»<sup>90</sup>. Questa proposizione viene qualificata precisando che si riferisce alle crisi più acute, confermando la continuità fra il suo approccio e quello classico. Nelle *Rhodes Memorial Lectures*, infatti, Cassel attribuisce alla grande depressione una natura diversa dalle fluttuazioni cicliche antecedenti al 1914<sup>91</sup>. La caratteristica essenziale è rappresentata da una cospicua flessione del livello dei prezzi, che è un fenomeno monetario e, quindi, ammette solo una spiegazione monetaria<sup>92</sup>. Malgrado si verificino shock di altro tipo, l'equilibrio monetario può essere sempre ristabilito dall'azione della banca centrale. Ipotesi che fanno riferimento a squilibri sul mercato delle merci o a una generalizzata sovrapproduzione sono prive di fondamento.

L'approccio di Cassel è condiviso dai maggiori economisti dell'epoca e viene sviluppato in diverse direzioni che, in parte, si ritroveranno nell'opera di Friedman. Il punto di partenza dell'analisi concerne la necessità di limitare l'ampiezza delle oscillazioni cicliche. Una forte espansione prelude a una caduta altrettanto cospicua dell'attività economica; perciò, bisogna prevenire le fasi di crescita eccessiva. Questo obiettivo è sostenuto non solo da esponenti dell'accademia<sup>93</sup> ma anche da alcuni *policymakers* co-

<sup>90</sup> M. Friedman, *Why the American Economy is Depression-Proof* [1954], in Id., *Dollars and Deficits. Inflation, Monetary Policy and the Balance of Payments*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs (N.J.) 1968, pp. 82-83.

<sup>91</sup> G. Cassel, *The Crisis in the World's Monetary System*, Clarendon Press, Oxford 1932.

<sup>92</sup> Ivi, pp. 41-49.

<sup>93</sup> J.W. Angell, *The General Objectives of Monetary Policy* (pp. 52-53); A.H. Hansen, *Monetary Policy in the Upswing* (p. 89) e J.H. Williams, *International*

me il governatore della FED Marriner Eccles<sup>94</sup>. La riduzione della variabilità del reddito è vista come una condizione necessaria per evitare che il sentiero di sviluppo si collochi in una regione in cui la stabilità dell'equilibrio non è garantita<sup>95</sup>. La prescrizione di politica è di rendere uniforme l'andamento della quantità di moneta in modo da evitare forti variazioni del reddito. Questa regola non è però in grado di cancellare le fluttuazioni cicliche di minore intensità, che sono comunque ineliminabili e costituiscono un problema trascurabile<sup>96</sup>. Sul piano istituzionale, il sistema deve quindi configurarsi in maniera diversa da un *commodity standard* che non consente di controllare lo stock di moneta<sup>97</sup>.

*Monetary Organization and Policy* (p. 26). Tutti e tre i lavori sono pubblicati in Gayer (a cura di), *op. cit.*

<sup>94</sup> M.S. Eccles, *Controlling Booms and Depressions*, in Gayer (a cura di), *op. cit.*, pp. 3-4.

<sup>95</sup> Eccles espone con chiarezza questo punto: «Those who believe in nature taking its course argue that there are forces that tend to restore the flow of income when it is disturbed. [...] The answer to this argument is that it is true as far as it goes, but it does not go far enough. It assumes a condition of stable national income, and this is precisely the condition that is absent during a general downswing. [...] Similarly, in depressions, when incomes are falling, a reduction in prices may fail to stimulate demand. This is particularly likely to happen if a further continued fall in prices is generally expected. Thus a departure from stability, although it may set in motion corrective forces, also unfortunately produces intensifying and aggravating ones. Our recent experience is grim witness to the fact that these latter forces may far outweigh the corrective forces for an impossibly long period. Before the self-generating forces of deflation in the last depression were exhausted or were offset by positive government action, the national income had been cut in half, and a sixth of our population was being supported out of public funds. Now that we are on the upswing, the self-generating forces of revival might carry us into another boom unless we are prepared to take corrective action in time» (ivi, pp. 7-8).

<sup>96</sup> Angell, *op. cit.*, p. 83.

<sup>97</sup> Al riguardo Fisher si esprime in modo netto. «Finally, for the benefit of those who object to a 'managed' currency and imagine that we still have an 'automatic' one, it should be stated with emphasis that we have long ceased to have any 'automatic' system. Our system was already full of discretion even before the Banking Act of 1935. In fact, this discretion came with our 10% deposit banking system and applied to central banks in most countries, certainly in ours. The question now is not at all whether we shall have an automatic (unmanaged) or a discretionary (managed) currency. The question is whether we prefer an irresponsible management or a responsible management with a definite objective of stabilization» (Fisher, *100 per cent Money cit.*, pp. 213-14). Angell attribuisce al funzionamento del sistema monetario un ruolo cruciale nelle fluttuazioni. «The criminal characteristic of the money and banking systems that have

La convergenza di opinioni nell'attribuire al funzionamento del sistema monetario un ruolo chiave nella crisi del 1929 discende da una visione comune del meccanismo che lega la quantità di moneta al livello dei prezzi e all'attività economica. La non neutralità della moneta nel breve periodo, principio basilare della teoria classica<sup>98</sup>, assume particolare rilievo dopo la grande depressione. Le dimensioni di quest'ultima inducono a inquadrare la non neutralità oltre il contesto ciclico e a formulare ipotesi nuove come la «debt-deflation theory» di Fisher<sup>99</sup>. Non ci si discosta, però, da un modello di equilibrio, facendo risalire la gravità della crisi al cattivo funzionamento del *commodity standard* e specialmente al mancato rispetto delle regole alla base dell'aggiustamento teorizzato da Hume.

L'approccio dominante, illustrato con efficacia da Ralph Hawtrey, è incentrato sulla dinamica dello stock di moneta la cui regolazione previene il manifestarsi di crisi di grandi dimensioni.

hitherto existed in nearly all modern countries is that they have been inherently unstable within wide limits, and that they have usually worked to *intensify* fluctuations in both directions rather than to damp them down. In so-called good times, when the total money volume of economic activity is increasing, most money and banking systems also greatly increase the quantity of circulating money; indeed, this is one of the favorite ways of augmenting the current volume of new private investment rapidly. But the increase in the quantity of money, if regarded by the business community as 'normal,' is itself likely to intensify the changes which are already under way. [...] All this taken alone might not be a conclusive condemnation. But if expansion does at last cease, and gives way to the beginning of contraction, the money and banking system suddenly turns about, and now intensifies the general *fall*. As bank investments are sold and as bank loans are called or allowed to run off, the quantity of money declines; this decline and the circumstances out of which it arises engender new fear, and accentuate the fall in expectation and the rise in idle balances of cash which are developing anyway; the growing struggle for business solvency compels many liquidations of inventories and other holdings, which further increases the banks' desire to reduce their commitments, and thus further contracts the quantity of money; and thus a downward spiral of interactions is initiated. Once well under way, as is only too familiar, the decline can go to disastrous lengths before it is checked» (Angell, *op. cit.*, pp. 83-85, corsivo nel testo).

<sup>98</sup> R. Cantillon, *Essai sur la Nature du Commerce en Général* [1734], Frank Cass, London 1959; Galiani, *op. cit.*; D. Hume, *Of Money* [1752], in Id., *Writings cit.*

<sup>99</sup> I. Fisher, *The Debt-Deflation Theory of Great Depressions*, in «Econometrica», vol. 1, October 1933.

Come farà Friedman qualche decennio più tardi, Hawtrey mette l'accento sulla stabilità degli aggregati monetari al fine di evitare ampie oscillazioni dell'economia, che per natura è stabile<sup>100</sup>. A questo proposito, la tempestività dell'azione del banchiere centrale diventa cruciale. Uno dei problemi del tipo oro è la lentezza del suo operare, che risulta fatale nel caso di uno shock come quello del 1929<sup>101</sup>. La contiguità del pensiero di Hawtrey e di Friedman non si limita alla visione del meccanismo monetario, che sottolinea il nesso fra la moneta e il reddito nominale, ma concerne anche i fondamenti della politica monetaria. In particolare, Hawtrey pone in risalto l'effetto dei ritardi nella trasmissione degli impulsi monetari e la mancanza di conoscenza per attuare con successo una politica discrezionale<sup>102</sup>. Si diffonde,

<sup>100</sup> «If [...] general unemployment is caused by a contraction of the flow of money relative to the level of wages, it can be avoided by a suitable regulation of the flow of money. Beneath the many-sided controversies that have prevailed among economists in regard to trade depressions and the trade cycle in the past twenty years lies a measure of agreement. Whatever the causes adduced or the remedies recommended, an implication of all theories (though sometimes deeply concealed) is that a contraction of the flow of money is an invariable accompaniment of a depression, and an expansion of the flow of money is an indispensable concomitant of a remedy. [...] Trade depressions are caused by monetary contractions. Monetary contractions are resorted to to raise the value of the monetary unit when it has fallen too low. So it must not be allowed to fall too low. The best way to avoid an undesirable monetary contraction is to take care that there shall never be an undesirable expansion» (R.G. Hawtrey, *Economic Destiny*, Longmans, Green, London 1944, pp. 228-29). Lo stesso concetto è espresso da Alvin Hansen. «Currently, we are immersed in the upswing phase of the cycle, and we are compelled to grapple with the no less difficult problems to which it gives rise. Certain it is that we shall never achieve reasonable economic stability unless we learn to master the boom. For the boom is the progenitor of the depression» (Hansen, *op. cit.*, p. 89). Angell trae una lezione immediata da questa ipotesi. «The inference is hence at least worth considering that with a different type of money and banking system, so operated that the quantity of money in the hands of the general public remained constant or was even gradually increased after 1929, a good deal of the decline in the money volume of world economic activity could have been avoided. Nor is it wholly improbable that preventing the wide declines which actually occurred in the quantity of money, with their accompaniments of self-feeding waves of liquidation and fear, would also have checked the struggle for increased cash liquidity itself, would thus have prevented at least a part of the actual fall in velocity, and in this indirect way too would have checked the decline in general activity» (Angell, *op. cit.*, pp. 57-58).

<sup>101</sup> Hawtrey, *Economic Destiny* cit., p. 234.

<sup>102</sup> Hawtrey, *The Art of Central Banking* cit., pp. 280-82.

quindi, un'idea di *managed money* la cui quantità deve essere stabilizzata.

La gran parte degli economisti condivide questa analisi corroborata dall'evidenza empirica della grande depressione. Hawtrey, fra l'altro, sottolinea il carattere internazionale del fenomeno, data l'incapacità del singolo paese di far fronte alle difficoltà del sistema bancario in presenza delle regole del *gold standard*, e suggerisce di istituire un «international lender of last resort»<sup>103</sup>. Inoltre, egli attribuisce l'esito catastrofico della crisi alla mancata comprensione delle sue cause: un'errata politica monetaria esacerbata dal cattivo funzionamento del sistema monetario<sup>104</sup>. È la massiccia accumulazione di oro in Francia e negli Stati Uniti, connessa con l'incasso delle riparazioni di guerra, il *primum movens* di un processo alimentato dal mancato operare del meccanismo di aggiustamento. Gli altri paesi furono costretti a prendere misure restrittive per difendere le riserve auree, accelerando la deflazione e il crollo del sistema<sup>105</sup>. L'ipotesi basata sui difetti del meccanismo monetario<sup>106</sup> si accompagna al riconoscimento della natura peculiare della depressione del 1929, affatto distinta dalle esperienze precedenti<sup>107</sup>. Questa concezione è coerente con un ap-

<sup>103</sup> Ivi, p. 228.

<sup>104</sup> Vedi *supra*, cap. I, nota 41.

<sup>105</sup> Cassel, *The Crisis* cit., pp. 64-65.

<sup>106</sup> Id., *The Theory* cit., pp. 507-508.

<sup>107</sup> «The fact that the gold-receiving countries failed to use their increasing gold reserves for extending the effective supply of means of payment must be regarded as abnormal and, therefore, as an independent cause of the fall in prices at the side of the maldistribution of gold itself. Had the gold been used in a normal way prices in France and the United States would have risen above the price-level of the outside world. This would have led to an export of gold which would have saved the outside world from a further fall in prices and helped it to maintain the Gold Standard. Thus it may truly be said, that the breakdown of the Gold Standard was the result of a flagrant mismanagement of this monetary mechanism. *The payment of war debts in conjunction with the unwillingness to receive payment in the normal form of goods led to unreasonable demands on the world's monetary gold stocks; and the claimants failed to use in a proper way the gold that they had accumulated*» (Cassel, *The Crisis* cit., pp. 71-72, corsivo nel testo). Hawtrey espone lo stesso punto di vista richiamando l'attenzione sulla assenza di concertazione nell'ambito del *gold exchange standard*. «This sudden new demand for gold started a great monetary contraction in the world, and the wealth value of gold was forced up. In other words, prices in terms of gold units fell. The pressure was caused

proccio di equilibrio nell'ambito del quale una disoccupazione massiccia e persistente dipende da cause monetarie e richiede, quindi, una terapia monetaria.

In seguito agli effetti dirompenti della deflazione, la riflessione sul sistema monetario non si limita ad alcuni aspetti del suo *modus operandi*, ma concerne i suoi stessi fondamenti. Come osserva Hawtrey: «The result of the tremendous deflation of the nineteen-thirties was to bring the entire traditional monetary system into disrepute»<sup>108</sup>. Il consenso sulla necessità di una riforma non si accompagna, tuttavia, a un chiaro orientamento riguardo alle soluzioni da proporre. Il fatto più rilevante è il capovolgimento dell'opinione prevalente a favore del *gold standard*. Quello che era considerato, fino al 1914, un modello ideale è visto come la fonte dei profondi squilibri degli anni Trenta e l'ostacolo maggiore al ripristino di relazioni monetarie stabili<sup>109</sup>. Insieme con il problema ge-

not, as in the nineteenth-century trade cycle, by the application of a corrective to a preceding state of inflation, but by the abandonment of an expedient previously in operation for economising the monetary use of gold. The pressure was intensified by the American Stock Market crisis in the autumn of 1929, and in the course of 1930 the situation had got quite out of control. The principle of the international gold standard, requiring all countries within its sphere to keep pace with one another, came once again into force; the agonies of depression were being inflicted on each by all the rest. Had concerted action been possible, all might have agreed to stop contracting credit, and the further progress of the depression might have been checked. Indeed a concerted expansion of credit might have gone further and restored normal activity. By the summer of 1930 there had been a general adoption of low bank rates, 'cheap money' as it is called. But by then the vicious circle of credit contraction had become firmly joined, and cheap money by itself had no longer the power to break it, at any rate within a reasonable limit of time» (Hawtrey, *Economic Destiny* cit., pp. 88-89).

<sup>108</sup> Hawtrey, *Currency and Credit* cit., p. 426.

<sup>109</sup> L'assenza di un indirizzo unanime nel disegnare un nuovo sistema è chiaramente illustrato da Viner. «Probabilmente verso la fine del decennio 1930-40 non un solo paese era del tutto soddisfatto della situazione monetaria vigente. Ma non v'era accordo in merito alla direzione da prendere per andare alla ricerca del miglioramento. V'era chi desiderava un ritorno al rigido 'gold standard' anteriore al 1914, senza introdurvi mutamenti di sorta. Altri ne sognava invece un tipo diverso, amministrato da tutte le nazioni ed inteso ad apportare la duplice stabilità sia dei cambi che dei livelli dei prezzi mondiali, epperò tale che fosse scevro del gran difetto del 'gold standard' tradizionale, che rendeva il mondo soggetto a continue tendenze deflazionistiche od inflazionistiche dei prezzi a seconda dei fortuiti sviluppi nell'ambito della

nerale di una massiccia disoccupazione, la ricostruzione del sistema monetario rappresentava una vera e propria sfida intellettuale. In una prima fase, si definiscono le condizioni per un rilancio del *gold exchange standard* basato sul presupposto, non facile da realizzare, di stabilizzare il valore dell'oro attraverso la cooperazione: estinguere le riparazioni di guerra, liberalizzare il commercio internazionale e i movimenti di capitale, ridurre la domanda di riserve auree da parte delle banche centrali<sup>110</sup>. Successivamente, il di-

scoperta di nuovi campi auriferi o in quello della tecnica dell'estrazione dell'oro. Altri ancora, specialmente i paesi totalitari, sollecitavano un allontanamento permanente e completo dei loro sistemi monetari dall'oro ed un'ulteriore estensione ed intensificazione dei controlli dei cambi amministrati su base nazionale e con obiettivi angustamente nazionalistici e talvolta apertamente aggressivi» (J. Viner, *Due piani per la stabilizzazione economica internazionale* [1943], in Id., *Commercio internazionale e sviluppo economico. Saggi di economia internazionale*, Utet, Torino 1957, pp. 562-63). Rogers pone in rilievo il cambiamento radicale dell'approccio al sistema monetario e la rilevanza della politica di Roosevelt nell'attuarlo. «To describe the recent currency experiences of the United States is to recount one the strangest and most dramatic episodes in monetary history. While occasional depreciation of the world's chief units of value has apparently been the rule rather than the exception in past ages, the motivating influence in every earlier recorded experience seems to have been the financial needs of the sovereign (and more recently of the government) rather than the economic well-being of the country. Until 1933, history had failed to record a single instance of a great country's resorting to currency depreciation for the avowed and sole purpose of reviving internal prosperity. The honor of initiating so drastic and so far-reaching a remedy for domestic ills fell to the United States under the leadership of Franklin D. Roosevelt» (J.H. Rogers, *Monetary Initiative in a Traditional World*, in Gayer, a cura di, *op. cit.*, p. 99). Mlynarsky descrive efficacemente il mutamento dello stato dell'arte. «The classical doctrine of the automatic standard was thus opposed by the conception of a managed currency. More and more economists were accepting the principles of the new school. Today Keynes appears to have the greatest number of adherents; according to him the gold parity should be changed from time to time. Foreign-exchange quotations should fluctuate within limits broader than those of the gold point, for instance within 5 per cent of a given parity. The issue of bank notes should be severed from gold movements and controlled only from the point of view of stabilizing the purchasing power of money as the most important consideration. Without going into technical details, and without discussing the shortcomings or advantages of the new doctrine, it can be stated that it is a complete reversal of the Ricardian theory and hence quite revolutionary with regard to the classical doctrine» (F. Mlynarsky, *Proportionalism and Stabilization Policy*, in Gayer, a cura di, *op. cit.*, p. 272).

<sup>110</sup> Cassel, *The Crisis cit.*, pp. 89-92.

stacco dal *commodity standard* si accentua, anche se in modo diseguale per i diversi autori<sup>111</sup>.

La critica del tipo oro, quindi, non rappresenta più un punto di vista rivoluzionario, specialmente dopo la fissazione della nuova parità del dollaro nel gennaio 1934. La proposta apparentemente «shocking»<sup>112</sup> avanzata da Keynes nel *Tract*, ossia di separare l'emissione di banconote dalla riserva aurea, è ormai accettata dalla maggioranza degli studiosi. La visione dei *policymakers* resta ancora legata al sistema metallico<sup>113</sup>, ma la forza degli even-

<sup>111</sup> Il progressivo allontanamento dal sistema metallico è evidente nel pensiero di Cassel che nel volume del 1936, a differenza delle pubblicazioni precedenti, rigetta decisamente il *gold standard*. «I spent many years of hard work fighting for the restoration of an international gold standard. But when success seemed within reach, the forces of destruction again set in and swept away everything that had been accomplished. Careful examination of subsequent events has convinced me that a new attempt at restoration would be hopeless. But more than that: in the light of the experience that we now possess the shortcomings and defects of the gold standard appear to be so fundamental that the very idea of a return to such a system of money must be rejected as extremely hazardous; and we shall henceforth have to devote all our efforts to building up a new monetary system, entirely independent of gold» (G. Cassel, *The Downfall of the Gold Standard* [1936], Augustus M. Kelley, New York 1966, pp. VI-VII). Il fondamento analitico di questa proposizione sta nel rifiuto di un meccanismo monetario «automatico», come mostra Angell. «[...] most students at the present day are agreed that monetary policy can and should be a continuous thing, designed not merely to meet acute emergencies but also to prevent such emergencies from appearing, and in general to keep the tempo of economic activity on as even and rational a basis as possible. [...] That is, monetary policy should be planned and operated not only to deal with acute booms and collapse after they have occurred, but also to counteract as far as possible the less extreme fluctuations in which booms and collapse presumably originate, while at the same time securing continuously a reasonably full utilization of the existing factors and techniques of production» (Angell, *op. cit.*, pp. 52-53).

<sup>112</sup> Vedi *supra*, cap. II, nota 50.

<sup>113</sup> Cassel illustra i limiti e le contraddizioni dei piani di ritorno al *gold standard* elaborati da gruppi di studio e da organismi internazionali, fra i quali la Banca dei regolamenti internazionali, la Camera di commercio internazionale, la Società delle nazioni (Cassel, *The Downfall cit.*, pp. 230-34). Nel suo volume del 1932, apparso nel pieno della depressione, aveva notato l'attaccamento dei responsabili della politica economica alle idee tradizionali. «There are still many people, even in responsible positions, who do not understand that what has happened is something much more serious than a temporary abandonment of the Gold Standard, and who believe that the old system can be restored as soon as exchanges happen to return for a moment to

ti impone scelte diverse, essenzialmente lo sganciamento dall'oro o l'introduzione di controlli sul mercato dei cambi. Il suggerimento di una moneta manovrata resta di carattere generale e, data la resistenza del tipo a cambio aureo quale modello di riferimento, rivela a volte un'incoerenza di fondo dovuta al perseguimento di obiettivi interni mantenendo allo stesso tempo la parità aurea<sup>114</sup>. Questo è il problema essenziale, già sottolineato da Keynes<sup>115</sup>, conseguente all'allontanamento dalla moneta-merce, al centro anche dell'odierno dibattito sulla possibilità di comporre la cosiddetta «irreconcilable trilogy», ovvero «holy trinity» o «eternal triangle»: cambi fissi, libertà dei movimenti di capitale, politica economica discrezionale. In seguito alla crisi del *gold standard*, gli economisti hanno inizialmente un atteggiamento di prudenza per la scarsa familiarità con una problematica diversa e con l'operare di regole alternative. Un esempio rilevante indicato da Cassel è quello di una parità aurea di carattere provvisorio, percepita come tale dagli agenti economici<sup>116</sup>. Data l'alta probabilità di revisione verso il basso della parità, sorge un'opportunità speculativa particolare, una «one-way bet», che costituirà una delle obiezioni principali mosse da Friedman al sistema di Bretton Woods<sup>117</sup>. Queste intuizioni non portano, fino agli anni Trenta, a un organico disegno di riforma. Eccettuate le soluzioni estreme sostenute da una ristretta minoranza, come il ripristino del *gold standard* e l'introduzione di cambi flessibili, l'approccio prevalente si fonda sull'ipotesi monetaria della grande depressione. Perciò, l'attenzione si concentra sui meccanismi in grado di migliorare il controllo dello stock di moneta al fine di stabilizzare l'attività economica e il livello dei prezzi<sup>118</sup>.

their old level or to any other level believed to be desirable. This is a very superficial view. If the analysis which I have given in these lectures is correct we are confronted now with a complete breakdown of the old international Gold Standard system, including the very position of gold as a standard of value» (Cassel, *The Crisis* cit., p. 88).

<sup>114</sup> Cassel, *The Downfall* cit., pp. 240-41.

<sup>115</sup> Vedi *supra*, § 1.

<sup>116</sup> *Ibid.*

<sup>117</sup> M. Friedman, *The Case for Flexible Exchange Rates*, in Id., *Essays in Positive Economics*, The University of Chicago Press, Chicago 1953.

<sup>118</sup> Angell, *op. cit.*, pp. 53-54.

Irving Fisher suggerisce un coefficiente di riserva pari al 100 per cento, un provvedimento che avrebbe impedito la caduta dei depositi dopo il 1929<sup>119</sup>. Gli squilibri di natura reale, infatti, hanno un ruolo limitato nelle crisi maggiori che, invece, originano da un eccesso di indebitamento nei confronti delle banche accompagnato dalla deflazione. La riforma, correggendo un «faulty system», previene il propagarsi del processo cumulativo di *debt-deflation*<sup>120</sup> durante il quale il rimborso dei debiti conduce, attraverso la contrazione dei depositi, a una restrizione monetaria e a una crescita del valore reale dell'indebitamento. Da questa analisi emergerebbe un contrasto con la teoria quantitativa<sup>121</sup>, attribuibile in realtà a un'enfasi diversa su alcune caratteristiche del meccanismo monetario. Secondo Fisher, è possibile fermare la deflazione creando moneta in modo da aumentare la domanda di beni e di *inputs* produttivi e far risalire i prezzi. Oltre a sottolineare l'importanza della scomparsa del governatore Strong per comprendere l'evoluzione della politica della FED, egli individua anche il ruolo essenziale del sistema monetario internazionale nel diffondere la crisi<sup>122</sup>.

Distinguendosi da chi suggerisce di innovare il sistema, Ralph Hawtrey considera il *gold exchange standard* un «ideal plan»<sup>123</sup>

<sup>119</sup> Fisher, *100 per cent Money* cit., cap. VII.

<sup>120</sup> Id., *The Debt-Deflation Theory* cit.; Id., *100 per cent Money* cit., pp. 121-24.

<sup>121</sup> F.G. Steindl, *Was Fisher a Practicing Quantity Theorist?*, in «Journal of the History of Economic Thought», vol. 19, Fall 1997, n. 2.

<sup>122</sup> Fisher, *100 per cent Money* cit., p. 129. «If the 'debt-deflation theory' is correct, the infectiousness of depressions internationally is chiefly due to a common gold (or other) monetary standard and there should be found little tendency for a depression to pass from a deflating to an inflating, or stabilizing, country. A study has been made to test the last named hypothesis and it has been found to be substantially correct. For instance, it was found that, in the depression of 1929-35, when one gold standard country had a depression with a rising value of gold, all gold standard countries were practically sure to catch the contagion, because prices fell alike in all. But silver standard countries and countries with a managed paper currency escaped, as their price levels were rising or stable. [...] In the above analysis it is clear that one essential link is a reduction in check-book money. In still more detail it was shown in Chapter IV how such a reduction is caused by the contest for cash between banks and the public» (ivi, pp. 133-34). Per un'analisi della proposta di Fisher si veda l'articolo di W.R. Allen, *Irving Fisher and the 100 percent Reserve Proposal*, in «Journal of Law and Economics», vol. XXXVI, October 1993.

<sup>123</sup> Hawtrey, *The Art of Central Banking* cit., p. 250.

che non soffre di difetti strutturali ma del mancato rispetto delle sue regole, prima fra tutte la cooperazione volta a stabilizzare il valore dell'oro. Mentre nel corso degli anni Venti i principi emersi dalla conferenza di Genova vengono seguiti, successivamente le banche centrali non stabilizzano la quantità di moneta e quindi il reddito<sup>124</sup>. Invece che alle riserve auree, un segnale troppo tardivo che si manifesta dopo l'effetto sulla domanda, bisogna guardare ad altre variabili, come il livello dei prezzi o il prodotto, e attenuare le fluttuazioni cicliche attraverso la regolazione del credito<sup>125</sup>. Ribadendo la sua adesione al tipo a cambio aureo anche dopo la grande depressione, Hawtrey sottolinea la necessità di evitare non tanto un «managed standard» quanto un «mismanagement», cioè un'eccessiva instabilità dello stock di moneta<sup>126</sup>. Il punto debole di questa costruzione sta nella piena fiducia riposta nella cooperazione per conseguire l'obiettivo di prezzi stabili. Infatti, la perdita di credibilità nel mantenimento della parità fa venir meno la premessa della cooperazione<sup>127</sup>. Il riferimento al *gold standard* quale origine del meccanismo cooperativo<sup>128</sup> sembra inappropriato dato il passaggio al sistema a cambio aureo, caratterizzato da un minore grado di credibilità.

Una proposta alternativa, al di fuori del *mainstream*, è lo schema di *commodity reserve currency* elaborato da Benjamin Graham<sup>129</sup> e dal suo più noto omonimo Frank D. Graham<sup>130</sup>. L'unità di conto è definita da un paniere composto da quantità prefissate di un certo numero di merci, invece di una sola come nel *gold standard*, in modo da stabilizzare il livello dei prezzi ed evitare crisi di sovrapproduzione. Malgrado le critiche, questa riforma viene suggerita periodicamente, come testimonia il dibattito fra Hayek e Keynes sull'«*Economic Journal*» nel 1943; inoltre, un memorandum sull'argomento sarebbe stato presentato alla conferenza di

<sup>124</sup> Ivi, p. 243.

<sup>125</sup> Ivi, pp. 257, 262 e 301.

<sup>126</sup> Hawtrey, *A Century of Bank* cit., p. 273.

<sup>127</sup> Vedi *supra*, § 1.

<sup>128</sup> Hawtrey, *A Century of Bank* cit., p. 254.

<sup>129</sup> B. Graham, *Storage and Stability*, McGraw-Hill, New York 1937; Id., *World Commodities and World Currency*, McGraw-Hill, New York 1944.

<sup>130</sup> F.D. Graham, *The Primary Functions of Money and their Consummation in Monetary Policy*, in «*American Economic Review. Papers and Proceedings*», vol. 30, March 1940, n. 1.

Bretton Woods<sup>131</sup>. Secondo i suoi fautori la *commodity reserve currency*, la cui analisi esula dai confini di questo lavoro, possiede tutte le qualità del *gold standard* senza averne i difetti. In realtà, al costo in termini di risorse caratteristico di ogni moneta-merce, si aggiunge la complessità del suo funzionamento. Le versioni del progetto si distinguono per la diversa enfasi posta sugli aspetti essenziali; fra questi, l'accumulo di merci per fini strategici, trattato anche da Keynes<sup>132</sup>, occupa un posto di rilievo. Prevale, invece, un obiettivo di stabilizzazione di un particolare mercato quando gli interventi dell'autorità non riguardano il paniere nel suo complesso ma uno o più beni. Nonostante la fondatezza di molte critiche<sup>133</sup>, lo schema è stato riproposto negli anni Sessanta da Hart, Kaldor e Tinbergen<sup>134</sup>. Più recentemente, Robert Hall ha suggerito un'unità di conto composta da quattro beni che si distinguono per la stabilità di prezzo<sup>135</sup>. Il suo piano, ispirato ai principi della «new monetary economics», non prevede l'accumulo di scorte, né la convertibilità dell'unità monetaria nelle merci componenti il paniere.

In generale, nel corso degli anni Trenta si verifica un'ampia convergenza verso la posizione radicale di Keynes del 1923. Cassel

<sup>131</sup> B. Graham e J. Hirsch, *Stockpiles for Stability. Buffer Stocks and International Monetary Policy*, Memorandum Presented to the Mexico City Conference of IMF and BRD, September 2, Committee for Economic Stability, New York 1952.

<sup>132</sup> J.M. Keynes, *The Policy of Government Storage of Foodstuffs and Raw Materials*, in «Economic Journal», vol. 48, September 1938, n. 191.

<sup>133</sup> J.M. Clark, *The Proposal for a Composite Commodity Currency*, in *Economic Essays in Honour of Gustav Cassel* [1933], Frank Cass, London 1967; vedi lo scambio di articoli sul «Journal of Political Economy» che contrappone, da un lato, W.T.M. Beale, Jr., M.T. Kennedy e W.J. Winn, *Commodity Reserve Currency: A Critique*, in «Journal of Political Economy», vol. 50, August 1942, n. 4, e, dall'altro, B. Graham, *The Critique of Commodity-Reserve Currency. A Point-by-Point Reply*, in «Journal of Political Economy», vol. 51, February 1943, n. 1, e F.D. Graham, *Commodity-Reserve Currency: A Criticism of the Critique*, in «Journal of Political Economy», vol. 51, February 1943, n. 1, con una replica di W.J. Winn, *Commodity-Reserve Currency: A Rejoinder*, in «Journal of Political Economy», vol. 51, February 1943, n. 1.

<sup>134</sup> A.G. Hart, N. Kaldor e J. Tinbergen, *The Case for an International Commodity Reserve Currency*, Geneva, United Nations Conference on Trade and the Development, 17 February 1964, in N. Kaldor, *Essays on Economic Policy*, vol. II, Gerald Duckworth, London 1964.

<sup>135</sup> R.E. Hall, *Explorations in the Gold Standard and Related Policies for Stabilizing the Dollar*, in Id. (a cura di), *Inflation: Causes and Effects*, University of Chicago Press, Chicago 1982.

ne ribadisce il contenuto – «Clearly, the only way to a permanent stabilization of the world's monetary system is to make the supply of credit entirely independent of the gold reserves of central banks»<sup>136</sup> – e giudica la richiesta di un ritorno all'oro come un omaggio solo formale al *gold standard* cui non corrisponde un'effettiva intenzione<sup>137</sup>. Peraltro, la completa flessibilità dei cambi riscuote scarsi consensi se non nell'ambito di un sistema di «free currencies»<sup>138</sup> che persegue l'obiettivo di stabilizzazione dei prezzi con politiche discrezionali, considerata la scarsa propensione dei singoli paesi alla cooperazione. Questo approccio considera diverse aree valutarie, modellate sullo *sterling bloc*, fra le quali i cambi sono liberi di fluttuare<sup>139</sup>.

La peculiarità dei contributi di Keynes di precorrere le tendenze dello stato dell'arte, già emersa nel *Tract*, si manifesta anche nel *Treatise on Money*. Sebbene l'apparato analitico di quest'opera sia stato criticato attribuendo alle «equazioni fondamentali» una natura tautologica, la discussione della finanza internazionale tratta alcuni punti essenziali che saranno poi al centro del dibattito precedente gli accordi di Bretton Woods. Benché un *international standard* possa difficilmente fare a meno di una base aurea, l'esclusione dell'oro dalla circolazione e la sua gestione da parte di un'autorità sovranazionale permettono di attuare un sistema «ideale». La soluzione del problema cruciale di conciliare la disciplina di un *commodity standard* con la flessibilità necessa-

<sup>136</sup> Cassel, *The Downfall* cit., p. 229.

<sup>137</sup> La pagina finale del volume di Cassel sottolinea la profonda trasformazione del sistema. «To summarize our conclusions: A restoration of the gold standard is not to be reckoned with. The belief in the gold standard may still live on for some years as a creed to which people pay lip-service. But for all practical purposes the gold standard is a thing that belongs to the past. We are actually passing through a period of transformation in which the foundations of a new and more reliable monetary system are being laid. This task is the concern of those who have their eyes turned towards the future. What has happened since 1928, when the first tentative restoration of the gold standard was accomplished, has fully justified the title of this work: the Downfall of the Gold Standard now stands out as the most prominent and definite feature of the economic history of our generation» (ivi, pp. 257-58).

<sup>138</sup> E. Lindahl, *International Economic Reconstruction Realized through Rational Management of Free Currencies*, in Gayer (a cura di), *op. cit.*, pp. 311-312.

<sup>139</sup> Cassel, *The Downfall* cit., pp. 247-48.

ria al perseguimento di obiettivi interni<sup>140</sup> va ricercata in un compromesso, in quanto i singoli paesi non sono disposti a sacrificare le proprie finalità di politica economica per salvaguardare la sostenibilità del sistema<sup>141</sup>. Ampliando la banda di oscillazione del prezzo dell'oro al due per cento, si scoraggia la mobilità dei capitali e si crea uno spazio per manovrare il tasso d'interesse a breve. Infatti, l'elevata mobilità dei capitali alla base di un *international standard* deve essere rifiutata perché determina un aggiustamento repentino che, in un contesto dominato da rigidità e frizioni, ha effetti perniciosi<sup>142</sup>. Sul piano fattuale, questo punto di vista è corroborato da fattori contingenti, quali la diversa funzione di reazione delle banche centrali, e in particolare della FED, e soprattutto la rigidità dei salari. Scrivendo prima dell'uscita della sterlina dal tipo oro, Keynes invita in modo pragmatico ad accettare comunque l'esistenza di un *international standard*, rimandando al futuro la realizzazione di un sistema in cui il valore dell'oro sia regolato da un'autorità sovranazionale e si conceda maggiore autonomia alle politiche nazionali<sup>143</sup>. Al momento della pubblicazione del *Treatise*, i primi segni della grande depressione fanno intuire le potenziali conseguenze di tassi d'interesse elevati ereditati dalla guerra e di un avvitamento del processo defla-

<sup>140</sup> «This, then, is the dilemma of an international monetary system – to preserve the advantages of the stability of the local currencies of the various members of the system in terms of the international standard, and to preserve at the same time an adequate local autonomy for each member over its domestic rate of interest and its volume of foreign lending» (Keynes, *A Treatise on Money* cit., vol. II, p. 304).

<sup>141</sup> Ivi, pp. 300-306.

<sup>142</sup> «If we deliberately desire that there should be a high degree of mobility for international lending, both for long and for short periods, then this is, admittedly, a strong argument for a fixed rate of exchange and a rigid international standard. What, then, is the reason for hesitating before we commit ourselves to such a system? Primarily a doubt whether it is wise to have a Currency System with a much wider ambit than our Banking System, our Tariff System and our Wage System. Can we afford to allow a disproportionate degree of mobility to a single element in an economic system which we leave extremely rigid in several other respects? If there was the same mobility internationally in all other respects as there is nationally, it might be a different matter. But to introduce a mobile element, highly sensitive to outside influences, as a connected part of a machine of which the other parts are much more rigid, may invite breakages» (ivi, pp. 334-35).

<sup>143</sup> Ivi, pp. 330-38.

zionistico<sup>144</sup>. La terapia suggerita consiste in una politica monetaria fortemente espansiva da parte della FED per ridurre il tasso d'interesse. Data la maggiore apertura internazionale, il Regno Unito non può attuare tale politica e deve invece aumentare gli investimenti pubblici<sup>145</sup>.

Nell'ultimo capitolo, Keynes illustra due ipotesi di riforma: la prima caratterizzata da poche innovazioni, in parte già suggerite nella conferenza di Genova (divieto di circolazione dell'oro, ruolo maggiore delle riserve in valuta, banda di oscillazione del 2 per cento); la seconda, più radicale, basata sulla fondazione di una banca centrale sovranazionale. Quest'ultima emette una moneta che, insieme con l'oro, è parte delle riserve delle banche centrali nazionali; inoltre, opera come una banca centrale all'interno di un paese, manovrando il tasso d'interesse ed effettuando operazioni di mercato aperto con l'obiettivo di stabilizzare il valore dell'oro ed evitare pressioni sul livello dei prezzi di origine internazionale.

Nel corso degli anni Trenta la maggioranza degli economisti si pone il problema di ridisegnare il sistema monetario, i cui difetti sono considerati all'origine della grande depressione, restando nell'ambito di un modello basato sull'ipotesi di equilibrio. Keynes, invece, porta un attacco frontale a questa ipotesi, prefiggendosi di ricostruire i fondamenti della teoria economica. Impegnato in un compito di così vasta portata, in quel periodo pubblica solo alcuni brevi scritti in tema di istituzioni monetarie nei quali traspare comunque il messaggio della *General Theory*. Partecipando a una trasmissione radiofonica con un intervento dal titolo eloquente, *Poverty in Plenty: Is the Economic System Self-Adjusting?*<sup>146</sup>, Keynes di-

<sup>144</sup> «If we leave matters to cure themselves, the results may be disastrous. Prices may continue below the cost of production for a sufficiently long time for entrepreneurs to feel that they have no recourse except an assault on the money-incomes of the factors of production. This is a dangerous enterprise in a society which is both capitalist and democratic. It would be foolish of us to come to grief at a time when the pace of technical improvements is so great that we might, if we choose, be raising our standard of life by a measurable percentage every year. It has been my rôle for the last eleven years to play the part of Cassandra, first on the Economic Consequences of the Peace and next on those of the Return to Gold; – I hope that it may not be so on this occasion» (ivi, p. 385).

<sup>145</sup> Ivi, pp. 369-77.

<sup>146</sup> J.M. Keynes, *Poverty in Plenty: Is the Economic System Self-Adjusting?* [1934], in *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. XIII, Macmillan, London 1973.

vide gli economisti in due gruppi a seconda della risposta affermativa o negativa data al quesito. Egli si schiera nel secondo, fra gli «eretici», e, proponendosi di sfidare gli avversari sul loro stesso terreno, preannuncia di essere riuscito a trovare un punto debole nel modello ortodosso<sup>147</sup>.

Riguardo alla ricostruzione del sistema monetario, nel saggio *The Means to Prosperity* Keynes traccia un piano dettagliato che ha diversi punti di contatto con quello emerso a Bretton Woods<sup>148</sup>. Un'autorità internazionale emette *gold-notes* assegnate ai singoli paesi, per un controvalore di obbligazioni dei rispettivi Governi, secondo quote determinate in base alle riserve auree detenute a una certa data<sup>149</sup>; il potere di voto è proporzionale alla quota del paese.

<sup>147</sup> «Now I range myself with the heretics. I believe their flair and their instinct move them towards the right conclusion. But I was brought up in the citadel and I recognise its power and might. A large part of the established body of economic doctrine I cannot but accept as broadly correct. I do not doubt it. For me, therefore, it is impossible to rest satisfied until I can put my finger on the flaw in that part of the orthodox reasoning which leads to the conclusions which for various reasons seem to me to be unacceptable. I believe that I am on my way to do so. There is, I am convinced, a fatal flaw in that part of the orthodox reasoning which deals with the theory of what determines the level of effective demand and the volume of aggregate employment; the flaw being largely due to the failure of the classical doctrine to develop a satisfactory theory of the rate of interest» (ivi, p. 489, corsivo nel testo). Includendo Lionel Robbins nel primo gruppo di studiosi, Keynes illustra lucidamente, in poche frasi, i principi essenziali della posizione classica e l'importanza attribuita da questa alle disfunzioni del sistema monetario. «Professor Robbins [...] stresses the effect of business mistakes under the influence of the uncertainty and the false expectations due to the faults of post-war monetary systems. These authorities do not, of course, believe that the system is automatically or immediately self-adjusting. But they do believe that it has an inherent tendency towards self-adjustment, if it is not interfered with and if the action of change and chance is not too rapid» (ivi, p. 487).

<sup>148</sup> J.M. Keynes, *The Means to Prosperity* [1933], in *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. IX, Macmillan, London 1972, pp. 358-60.

<sup>149</sup> Il ruolo preminente dell'oro in questo progetto induce alcuni commentatori ad attribuire a Keynes un improvviso mutamento d'opinione, che egli stesso respinge in una lettera al direttore dell'«Economist» il 20 marzo 1933. «[...] I should like [...] to remind you that my recent advocacy of gold as an international standard is nothing new. At all stages of the post-war developments the concrete proposals which I have brought forward from time to time have been based on the use of gold as an international standard, whilst discarding it as a rigid national standard. The qualifications which I have added to this have been always the same, though the precise details have varied; namely (1) that the parities between national standards and gold should not

La creazione di *gold-notes* e il tasso d'interesse sulle obbligazioni sono fissati in funzione dell'obiettivo di stabilità dei prezzi. Il progetto implica «a qualified return to the gold standard»: è ammessa una revisione della parità e i punti dell'oro possono differire fino a cinque punti percentuali per evitare cospicui e subitanei movimenti di capitale<sup>150</sup>.

Ulteriori riflessioni su questi temi sono contenute in un articolo sul futuro dei cambi<sup>151</sup>. Dopo aver sottolineato le difficoltà derivanti dalla politica del blocco dell'oro per giungere a tassi di cambio di equilibrio, condizione necessaria per varare qualsiasi riforma, Keynes discute due problemi relativi alle fluttuazioni di breve periodo e a uno squilibrio persistente. Riguardo al primo, si ribadisce l'idea sviluppata in *The Means to Prosperity* di controllare il tasso d'interesse per sostenere l'occupazione<sup>152</sup>, mentre il secondo si risolve con una modifica della parità. Questa impostazione, già presente nel *Tract*<sup>153</sup>, segna un capovolgimento dei principi alla base del sistema: la *restoration rule*, fondamento del *commodity standard*, viene rifiutata permettendo l'attuazione di una politica discrezionale. Auspicare ancora un ritorno all'oro, come fa un rapporto della Banca dei regolamenti internazionali, significa vivere «in an unreal world, a fool's world»<sup>154</sup>. Infatti, una restrizione monetaria volta a difendere la parità ha effetti negativi sul reddito e sull'occupazione a meno che non comporti una discesa dei salari nominali, circostanza che difficilmente si verifica. Nelle conclusioni dell'articolo, Keynes pone l'oro al centro del sistema escludendo l'impiego di attività in sterline, o denominate in una moneta

be rigid, (2) that there should be a wider margin than in the past between the gold points, and (3) that if possible some international control should be formed with a view to regulating the commodity value of gold within certain limits. You will find that this was my opinion in 1923 when I published my *Tract on Monetary Reform* (see Chapter 5) and again in 1930 when I published my *Treatise on Money* (see chapters 36 and 38); just as it is today, as set forth in my articles in *The Times* and in my pamphlet *The Means to Prosperity*» (J.M. Keynes, Lettera a «The Economist», 20 marzo 1933, in *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. XXI, Macmillan, London 1982, p. 186).

<sup>150</sup> Keynes, *The Means to Prosperity* cit., p. 362.

<sup>151</sup> J.M. Keynes, *The Future of the Foreign Exchanges* [1935], in *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. XXI, Macmillan, London 1982.

<sup>152</sup> Ivi, pp. 365-66.

<sup>153</sup> Vedi *supra*, § 1 e cap. II, nota 161.

<sup>154</sup> Keynes, *The Future of the Foreign Exchanges* cit., p. 367.

emessa dalla BRI, nelle riserve dei singoli paesi<sup>155</sup>. Perciò, le innovazioni proposte tengono conto della necessità di un ancoraggio del livello dei prezzi, ma non rigido come nel *gold standard*. L'introduzione di un divario ampio fra i punti dell'oro, non più legato ai costi di trasferimento del metallo, crea uno spazio di manovra per il *policymaker* nel breve periodo. Nel lungo termine, la parità aurea può essere modificata a fronte di uno squilibrio strutturale.

Al di là dei contributi, pur notevoli, a un nuovo modo di concepire il sistema monetario, è nella *General Theory* che Keynes imprime una svolta alla teoria economica, costruendo un modello dal quale emerge un ruolo attivo della politica economica. Benché nel libro il tema delle istituzioni monetarie non sia affrontato, nel penultimo capitolo in cui vengono rivalutate le tesi del mercantilismo, si sottolinea l'impossibilità di perseguire obiettivi interni nel tipo oro, propugnando una manovra «autonoma» del tasso d'interesse e un programma di investimenti per raggiungere la piena occupazione<sup>156</sup>. Questa impalcatura analitica costituirà la base dei lavori propedeutici al negoziato di Bretton Woods.

### 3. La trasformazione del sistema monetario

Le vicende degli anni Venti e Trenta sconvolgono l'ordine monetario senza portare a un nuovo assetto. In realtà, si avvia in quel periodo una mutazione del sistema che condurrà nei successivi decenni a un *fiat money standard*, un cambiamento epocale prodotto da una combinazione di forze diverse. Il progresso della teoria fa emergere i limiti della moneta-merce. Il tentativo di superarli con l'introduzione del tipo a cambio aureo fallisce e sfocia nella grande depressione, il cui impatto ribalta lo stato dell'arte allontanandolo definitivamente dalla *commodity money*. Il contrasto fra i risultati raggiunti dalle due commissioni di studio, il Cunliffe Committee nel 1918 e il Macmillan Committee nel 1931, rivela una frattura nell'evoluzione delle istituzioni monetarie.

Nel primo dopoguerra, l'obiettivo è di superare la fase di disordine monetario e ripristinare il *gold standard*. Le conclusioni

<sup>155</sup> Ivi, p. 368.

<sup>156</sup> Keynes, *The General Theory* cit., pp. 348-49.

della conferenza di Genova mirano a temperare la rigidità del sistema prebellico senza comprometterne le proprietà. Il progetto viene attaccato sia dagli studiosi conservatori sia da quelli radicali, a volte con argomentazioni analoghe incentrate sul carattere ibrido del *gold exchange standard*, rispetto al quale il tipo oro e la *fiat money* offrono una soluzione migliore. I primi criticano la coerenza del nuovo disegno, sottolineando la differenza di specie e non di grado fra il tipo oro e le sue varianti. Mises fa risalire la trasformazione del sistema a Smith e Ricardo, favorevoli a una circolazione di soli strumenti fiduciari per risparmiare risorse<sup>157</sup>. L'«ingot plan» di Ricardo sostituisce l'oro con la carta moneta introducendo, però, un margine di manovra per l'istituto di emissione. La convertibilità dovrebbe assicurare il mantenimento della parità, ma la conversione dei biglietti può essere a volte scoraggiata. Secondo Mises, «gli economisti – incluso l'autore di questo libro – non si resero conto del fatto che questo mette in mano ai governi il potere di manipolare facilmente la moneta nazionale»<sup>158</sup>.

I fautori del *gold exchange standard* hanno ben presente il possibile conflitto fra la fissità del cambio e la stabilizzazione dei prezzi attuata attraverso una politica discrezionale, ma assumono che le proprietà del tipo oro restino valide. Tuttavia, la credibilità, sulla quale poggiano le regole del gioco e in definitiva la stabilità del sistema, non è la stessa. E soprattutto, non rappresenta una soluzione il suggerimento di Hawtrey, che anticipa la tesi Eichengreen<sup>159</sup>, di compensare la minore credibilità con una più intensa cooperazione internazionale. La relazione fra queste, come è stato già illustrato<sup>160</sup>, non consente di trarre vantaggio da un *trade-off* per assicurare la sostenibilità del tipo a cambio aureo.

Gli economisti radicali, Keynes in primo luogo, concentrano l'attenzione sulle implicazioni dell'ipotesi di non neutralità della moneta nel breve periodo. Nel *Tract*, si suggerisce di recidere completamente il legame con l'oro per i riflessi che una rigida disciplina monetaria ha sull'equilibrio degli altri mercati nel mec-

<sup>157</sup> L. von Mises, *L'azione umana. Trattato di economia* [1949], Utet, Torino 1959, pp. 752-53.

<sup>158</sup> Ivi, p. 753.

<sup>159</sup> Eichengreen, *Golden Fetters* cit.

<sup>160</sup> Vedi *supra*, § 1.

canismo di aggiustamento e, quindi, sul prodotto e sull'occupazione<sup>161</sup>. La cooperazione, requisito essenziale per la stabilizzazione del valore dell'oro è difficile da realizzare perché potrebbe compromettere il conseguimento degli obiettivi interni<sup>162</sup>.

Nel corso degli anni Venti, comunque, la posizione di Keynes rimane minoritaria. È lo shock del 1929 a far emergere le disfunzioni del tipo a cambio aureo, anche per il mancato adeguamento delle banche centrali alle sue regole, e a spostare il baricentro dello stato dell'arte. La gravità della crisi induce anche i *policy-makers* a cambiare approccio, benché in ritardo e in ordine sparso. Gli sviluppi successivi alla grande depressione pongono le premesse per la trasformazione del sistema monetario in quanto minano l'ipotesi di equilibrio, fondamento della teoria economica classica e del *gold standard*. Sul finire degli anni Trenta, prevale l'idea di considerare instabile il sistema economico e di individuare nel tipo oro uno dei principali fattori di disequilibrio<sup>163</sup>. Si afferma, quindi, l'esigenza di un sistema monetario che assicuri

<sup>161</sup> Considerando i limiti del Cunliffe Report, «an unadulterated pre-war prescription» (Keynes, *A Tract on Monetary* cit., p. 194), egli sottolinea le conseguenze sull'occupazione della mancata stabilizzazione del potere d'acquisto. È la base del rifiuto del *gold standard* nel quale l'ancoraggio della parità scarica gli effetti dell'aggiustamento sugli altri mercati. «Of all the omissions from the Cunliffe Report the most noteworthy is the complete absence of any mention of the problem of the stability of the price-level; and it cheerfully explains how the pre-war system, which it aims at restoring, operated to bring back equilibrium by deliberately causing a 'consequent slackening of employment'. The Cunliffe Report belongs to an extinct and an almost forgotten order of ideas. Few think on these lines now; yet the Report remains the authorised declaration of our policy, and the Bank of England and the Treasury are said still to regard it as their marching orders» (ivi, p. 195).

<sup>162</sup> Ivi, pp. 176-77.

<sup>163</sup> «The experience of the past decade has not been kind to the hard-shelled gold advocates or to the orthodox 'natural forces' economists. In the war on depression, traditional economic doctrines have proved impractical. Wherever the 'natural forces' group had their way and programs of inaction, retrenchment, and adherence to gold held sway, business remained sick and budgets continued unbalanced. Orthodox deflation, by sinking selling prices below certain costs, disrupts that theoretical equilibrium so dear to the hearts of old-line economists and sends the economy into the vicious spiral of falling prices» (R.A. Lester, *Monetary Experiments*, Princeton University Press, Princeton 1939, p. 294). Nel suo volume, Lester esamina le esperienze monetarie diverse dal *gold standard*, nelle colonie inglesi del Nord America e nei paesi scandinavi fra le due guerre mondiali, per corroborare l'ipotesi sottostante a una *managed money*.

un grado di flessibilità sufficiente a conseguire obiettivi interni di politica economica. In questo contesto, Keynes anticipa alcuni elementi chiave delle proposte che saranno discusse a Bretton Woods: la costituzione di un'autorità monetaria sovranazionale, l'ancoraggio all'oro, l'ampliamento della banda di oscillazione intorno alla parità, il controllo dei movimenti di capitale. Il capovolgimento della visione una volta dominante dà un impulso decisivo alla transizione verso la *fiat money*.

L'affermarsi di un orientamento innovativo non cancella del tutto il ruolo dell'oro che, anche nelle proposte keynesiane, mantiene un posto di rilievo. In generale, qualunque sistema monetario necessita di un'ancora per determinare le grandezze nominali. Per due millenni e mezzo una merce ha svolto questa funzione e i progetti di riforma hanno semplicemente suggerito tipi diversi di ancora. Nel XX secolo, invece, un puro segno si sostituisce alla merce introducendo una cesura nell'evoluzione monetaria. La premessa di questo cambiamento epocale è il superamento del metallismo, naturale complemento di una visione di equilibrio, dettato dall'esigenza di ridurre gli effetti derivanti delle variazioni dello stock di moneta. Negli ultimi decenni, l'ulteriore innovazione costituita da mezzi di pagamento non tangibili porta a immaginare uno scenario privo di moneta fisica, sollevando il problema dei requisiti minimi di un sistema monetario. In un'economia di puro credito, infatti, emerge il fenomeno wickselliano di indeterminatezza del livello dei prezzi<sup>164</sup>; la fissazione di un'unità di conto, il *numéraire* walrasiano, permette di determinare i prezzi relativi ma non il livello dei prezzi. La soluzione fornita da Patinkin comporta il controllo della quantità nominale del mezzo di scambio da parte della banca centrale affinché le variazioni del livello dei prezzi producano, attraverso un eccesso di domanda, un effetto sugli altri mercati<sup>165</sup>.

Indipendentemente dalla necessità di uno stock di moneta tangibile, la questione teorica essenziale sottostante al disegno del si-

<sup>164</sup> K. Wicksell, *Lectures on Political Economy*, vol. II [1906], Routledge, London 1946, pp. 87-126; J. Hicks, *Critical Essays in Monetary Theory*, Clarendon Press, Oxford 1967, pp. 9-10.

<sup>165</sup> D. Patinkin, *Financial Intermediaries and the Logical Structure of Monetary Theory*, in «American Economic Review», vol. 51, March 1961, n. 1.

stema monetario concerne, in ultima analisi, la possibilità o meno di portare l'economia su un più elevato sentiero di benessere attraverso lo strumento monetario. Le posizioni contrapposte nel dibattito, tuttora irrisolto, sulla condotta ottimale della politica monetaria derivano dalla diversa combinazione di ipotesi diverse, concernenti l'equilibrio dell'economia e l'insieme di informazioni a disposizione degli agenti. In un approccio più generale che rifiuti gli assunti estremi di informazione completa o nulla, l'informazione è allocata secondo criteri di ottimalità come ogni risorsa scarsa. La politica monetaria risulta efficace quando i provvedimenti assunti sono di intensità abbastanza ridotta da non indurre una revisione delle aspettative da parte degli agenti<sup>166</sup>.

<sup>166</sup> F. Cesarano, *Note sulla teoria della politica monetaria*, in «Moneta e Credito», vol. 44, settembre 1991, n. 175; Id., *Expectations and Monetary Policy* cit.

### III

## L'ORDINE MONETARIO DI BRETTON WOODS

L'accordo tripartito del 25 settembre 1936 fra Stati Uniti, Regno Unito e Francia rappresenta l'ultimo tentativo, prima della guerra, di dare un nuovo assetto alle istituzioni monetarie internazionali. L'obiettivo è di porre fine alle svalutazioni competitive per consentire la rimozione dei controlli sul commercio e il ripristino del multilateralismo degli scambi. L'accordo non raggiunge pienamente le sue finalità, ponendo al più un freno ai comportamenti destabilizzanti degli anni precedenti, ma indica a grandi linee il disegno di un nuovo insieme di regole<sup>1</sup>. Emerge, in particolare, l'esigenza di coordinamento fra i diversi paesi per predisporre, attraverso un negoziato, un quadro istituzionale volto alla stabilità. Allo scoppio del conflitto, la riflessione su questo tema non impegna tanto gli economisti quanto i *policymakers*; infatti, il dibattito in ambito accademico si sviluppa solo dopo la pubblicazione dei progetti di riforma ufficiali.

Fin dall'inizio delle ostilità, i maggiori paesi belligeranti si pongono il problema della riorganizzazione del sistema monetario. In Germania Walther Funk, ministro dell'Economia e presidente della Reichsbank, si propone di sostituire il *gold standard*, simbolo dell'egemonia britannica, e Londra, centro della finanza internazionale, con un Nuovo Ordine, con sede a Berlino<sup>2</sup>. Il progetto, secondo l'illustrazione del vicepresidente della banca centrale tede-

<sup>1</sup> Eichengreen, *Golden Fetters* cit., pp. 379-82.

<sup>2</sup> W. Funk, *Wirtschaftliche Neuordnung Europas*, M. Müller und Sohn, Berlin 1940.

sca Puhl<sup>3</sup>, introduce un meccanismo di *clearing* fra i paesi dell'Europa continentale nel quale anche alla lira è riservato un certo ruolo. Il piano prevede controlli sulle partite correnti da attenuare, però, nel dopoguerra allo scopo di realizzare il multilateralismo degli scambi. In realtà, la politica tedesca è di sopravvalutare il marco riducendo le ragioni di scambio dei paesi satelliti e regolare, quindi, il commercio attraverso accordi bilaterali<sup>4</sup>. Malgrado la definizione di «sistema multiangolare», il disegno mira a porre la Germania in una posizione di supremazia per trarre cospicui vantaggi dai rapporti economici con i paesi nella sua orbita.

Le proposte di riforma del Regno Unito e degli Stati Uniti rappresentano la risposta al Nuovo Ordine e costituiscono il punto di partenza dei negoziati di Bretton Woods. Nelle pagine seguenti, l'analisi di questi lavori muove da una prospettiva di teoria monetaria, non di storia diplomatica o politica<sup>5</sup>. È opportuno, comun-

<sup>3</sup> E. Puhl, *Europäische Währungs- und Kreditordnung*, in «Die Deutsche Volkswirtschaft», 9. Jahrgang, Oktober 1940, Heft 3.

<sup>4</sup> H.S. Ellis, *The Problem of Exchange Systems in the Postwar World*, in «American Economic Review. Papers and Proceedings», vol. 32, March 1942, n. 1, pp. 199-200.

<sup>5</sup> Per una ricostruzione da questo angolo visuale, si vedano: R.N. Gardner, *Sterling-Dollar Diplomacy: The Origins and the Prospects of Our International Economic Order*, McGraw-Hill, New York 1969; R.W. Oliver, *International Economic Co-operation and the World Bank*, Macmillan, London 1975; R.F. Kahn, *Historical Origins of the International Monetary Fund*, in A.P. Thirlwall (a cura di), *Keynes and International Monetary Relations. The Second Keynes Seminar Held at the University of Kent at Canterbury 1974*, Macmillan, London 1976; A. van Dormael, *Bretton Woods. Birth of a Monetary System*, Macmillan, London 1978; J.G. Ikenberry, *The Political Origins of Bretton Woods*, in M.D. Bordo e B. Eichengreen (a cura di), *A Retrospective on the Bretton Woods System*, The University of Chicago Press, Chicago 1993, e H. James, *International Monetary Cooperation since Bretton Woods*, International Monetary Fund and Oxford University Press, Washington (D.C.)-Oxford 1996. Accanto a quelli ufficiali, fin dal 1941 circolano altri progetti elaborati da funzionari governativi, docenti universitari e ricercatori indipendenti [J.K. Horsefield, *The International Monetary Fund 1945-1965: Twenty Years of International Monetary Cooperation*, vol. I, *Chronicle*, International Monetary Fund, Washington (D.C.) 1969, pp. 16-18], ispirati all'accordo tripartito oppure alla costituzione di un fondo per stabilizzare i cambi ed eliminare i controlli sul commercio. I suggerimenti degni di nota sono quelli di Jacob Viner, favorevole a un *gold standard* modificato in modo da consentire revisioni del prezzo dell'oro approvate da un organismo internazionale, e di John Williams basato su rapporti di cambio fissi fra le «key currencies», dollaro e sterlina, e

que, ricordare le tappe più importanti precedenti la conferenza del luglio 1944. La prima versione del piano Keynes appare l'8 settembre 1941, poche settimane dopo la firma dell'*Atlantic Charter*: una dichiarazione congiunta di Churchill e Roosevelt sui principi informatori delle relazioni economiche internazionali dopo la cessazione del conflitto. Alle trattative per la Carta Atlantica aveva partecipato lo stesso Keynes<sup>6</sup>. La stesura del piano White sembra iniziare nello stesso periodo<sup>7</sup>, ma Harrod avanza dubbi in proposito<sup>8</sup>. Questi primi contributi hanno una circolazione limitata agli ambienti governativi; solo dopo una prolungata fase di discussione, entrambi i progetti vengono pubblicati nel corso del 1943<sup>9</sup>. L'intensa attività di confronto e di revisione dei due piani culmina con la redazione del documento base della conferenza, il *Joint Statement by Experts on the Establishment of an International Monetary Fund*, del 21 aprile 1944.

regole meno rigide per le altre valute. Il progetto di Williams, però, viene accantonato proprio perché discrimina fra i diversi paesi (Williams, *International Monetary Organization* cit.).

<sup>6</sup> Kahn, *op. cit.*, pp. 5-6.

<sup>7</sup> Horsefield, *The International Monetary Fund* cit., vol. I, pp. 11-12.

<sup>8</sup> Kahn, *op. cit.*, p. 11.

<sup>9</sup> Nel testo, i termini «piano Keynes» e «piano White» si riferiscono rispettivamente ai documenti ufficiali del 7 aprile 1943 e del 10 luglio 1943 riprodotti in J.K. Horsefield, *The International Monetary Fund 1945-1965: Twenty Years of International Monetary Cooperation*, vol. III, *Documents*, International Monetary Fund, Washington (D.C.) 1969, pp. 19-36; 83-96. Nel luglio 1942, il Tesoro britannico viene inaspettatamente in possesso del piano statunitense; alla fine di agosto, una copia della proposta di Keynes è inviata a White (ivi, vol. I, p. 16). La reazione di Keynes alla lettura del documento americano, ricavata da due lettere del 3 agosto a Richard Hopkins e a Frederick Philips, è negativa riguardo ai contenuti, più possibilista per gli sviluppi futuri. «[...] the Harry White scheme [...] is a tremendous labour to read and digest in full. It obviously won't work. But nothing could be more encouraging than the general attitude shown and the line of approach indicated». «I have also been making a study of the Harry White document. Seldom have I been simultaneously so much bored and so much interested. [...] The general attitude of mind seems to me most helpful and also enlightening. But the actual technical solution strikes me as quite hopeless. He has not seen how to get round the gold standard difficulties and has forgotten all about the useful concept of bank money. But is there any reason why, when once the advantages of bank money have been pointed out to him, he should not collect and re-arrange his other basic ideas round this technique?» (CW 25, pp. 158-159). I riferimenti ai *Collected Writings* di Keynes recano la sigla CW seguita dal numero del volume.

Il cammino che, nell'arco di un triennio, conduce agli accordi di Bretton Woods è alquanto complicato e laborioso. Le versioni delle proposte di riforma si succedono numerose per effetto di un continuo vaglio critico attinente non solo alla loro coerenza analitica ma anche alle implicazioni politiche. La complessità del processo è legata alla eccezionalità del compito: per la prima volta un gruppo di esperti disegna un nuovo ordine monetario internazionale.

### 1. I progetti di riforma e la preparazione del negoziato

La riflessione sull'assetto monetario internazionale inizia subito dopo lo scoppio del conflitto. Come spiega il ministro del Tesoro americano Henry Morgenthau nella prefazione al piano White<sup>10</sup>, non bisogna giungere alla fine delle ostilità impreparati ad affrontare i problemi della ricostruzione; inoltre, la predisposizione tempestiva di un programma di cooperazione internazionale può contribuire all'esito positivo della guerra rafforzando l'alleanza contro le potenze dell'Asse. Nel Regno Unito si lavora alla riforma monetaria già nell'autunno del 1940; negli Stati Uniti si comincia nei primi mesi dell'anno seguente. In questo paragrafo, gli sviluppi del piano Keynes e del piano White saranno considerati separatamente per effettuare poi un confronto.

Keynes viene invitato dal ministero dell'Informazione a parlare alla radio per criticare il Nuovo Ordine e contrastare la propaganda tedesca, ma egli esclude una riesumazione del *gold standard* in quanto il rifiuto del sistema aureo propugnato da Funk è essenzialmente corretto<sup>11</sup>. Piuttosto, la linea da seguire è quella di

<sup>10</sup> Horsefield, *The International Monetary Fund* cit., vol. III, p. 84.

<sup>11</sup> Rispondendo ad Harold Nicolson il 20 novembre 1940, Keynes scrive: «Your Department [the Ministry of Information] think that they are making a good joke at Funk's expense by saying 'gold will have no place in this brave new world' and quoting German propaganda to the effect that 'gold will no longer control the destinies of a nation' etc. Well, obviously I am not the man to preach the beauties and merits of the pre-war gold standard. In my opinion about three-quarters of the passages quoted from the German broadcasts would be quite excellent if the name of Great Britain were substituted for the Germany or the Axis, as the case may be. If Funk's plan is taken at its face value, it is excellent and just what we ourselves ought to be thinking of doing.

migliorare il progetto ponendo tutti i paesi in condizioni di parità. In questa fase iniziale, Keynes non è ancora pronto per disegnare un piano alternativo e illustra solo alcuni principi generali, anche di carattere politico, suggeriti sia dai suoi contributi teorici, sia dalle crisi del periodo fra le due guerre. Alla fine delle ostilità, la ripresa economica della Germania deve essere sostenuta per non lasciare spazio all'espansione sovietica<sup>12</sup>. L'obiettivo è di evitare gli errori del trattato di Versailles predisponendo, fra l'altro, un pacchetto di aiuti immediati ai paesi usciti dal conflitto, l'European Reconstruction Fund.

Al ritorno dagli Stati Uniti nell'agosto 1941 dopo le trattative per la Carta Atlantica, Keynes redige due memorandum: un documento di carattere generale sulla riforma delle istituzioni monetarie e la versione originaria del suo piano, *Proposals for an International Currency Union*<sup>13</sup>. Nel primo, dopo aver sottolineato la contraddizione fra le disfunzioni del sistema negli anni Venti e Trenta e l'ipotesi di un meccanismo di aggiustamento «automatico», si attribuisce il successo del *gold standard* al ruolo svolto da Londra quale centro finanziario nello spostare l'onere dell'aggiustamento dal paese debitore a quello creditore. Constatato il fallimento delle soluzioni sperimentate dopo la grande guerra, Keynes riconosce l'originalità dell'idea di Schacht di fare a meno di una moneta internazionale: il commercio torna ad assumere i caratteri del baratto e si eliminano i problemi creati dal meccanismo monetario. Bisogna, quindi, puntare a un «refinement and improve-

If it is to be attacked, the way to do it would be to cast doubt and suspicion on its *bona fides*» (CW 25, p. 2). In un documento successivo, «Proposals to counter the German 'New Order'», Keynes ribadisce la validità dell'approccio tedesco proponendo, però, di applicarlo correttamente e non con la finalità di sfruttare le altre nazioni. «I have, therefore, taken the line that what we offer is the same as what Dr Funk offers, except that we shall do it better and more honestly. This is important. For a proposal to return to the blessings of 1920-33 will not have much propaganda value. The virtue of free trade depends on international trade being carried on by means of what is, in effect, *barter*. After the last war *laissez-faire* in foreign exchange led to chaos. Tariffs offer no escape from this. But in Germany Schacht and Funk were led by force of necessity to evolve something better. In practice they have used their new system to the detriment of their neighbours. But the underlying idea is sound and good» (CW 25, pp. 8-9, corsivo nel testo).

<sup>12</sup> Ivi, pp. 9-13.

<sup>13</sup> Ivi, pp. 21-40.

ment of the Schachtian device»<sup>14</sup>, coinvolgendo nel processo di aggiustamento anche i paesi creditori. Keynes previene la critica di considerare utopistico il suo schema<sup>15</sup> perché troppo complesso. In realtà, la sua ipotesi estende a un contesto internazionale, attraverso un'International Clearing Union, alcuni principi fondamentali dell'evoluzione monetaria: lo sviluppo di mezzi di scambio meno costosi e la ricerca di soluzioni ottimali dal punto di vista macroeconomico. L'obiettivo è di eliminare gli elevati costi di aggiustamento e gli altri inconvenienti del *gold standard* basando il sistema sul «principle of banking», analogamente a quanto avviene all'interno dei singoli paesi.

Il secondo memorandum traduce il quadro analitico in un insieme di clausole che, malgrado le successive modifiche, contiene già i punti essenziali del futuro piano Keynes. Le banche centrali nazionali depositano le riserve presso una International Clearing Bank le cui funzioni sono quelle tipiche di una banca centrale; pur potendo introdurre controlli valutari sulle operazioni dei residenti, e in particolare sui movimenti di capitale, devono rendere disponibile il proprio saldo attivo a favore di altre banche centrali. Vigé un cambio fisso con la moneta emessa dalla *clearing bank*, definita in oro; le banche centrali hanno facoltà di versare oro nel loro *clearing account* ma non di ritirarlo. A ciascuna banca è assegnata una quota il cui ammontare fissa il tetto allo scoperto di conto che è, comunque, soggetto a limiti; in caso di sconfinamento, il paese può svalutare fino al 5 per cento o essere obbligato a farlo in determinati casi. *Mutatis mutandis* nel caso di un saldo attivo; qualora questo superi l'ammontare della quota, l'eccedenza dovrà essere depositata in un fondo di riserva per far fronte a circostanze eccezionali.

La circolazione dei due memorandum non suscita molte reazioni negli ambienti del Tesoro, mentre stimola i commenti di diversi economisti: Kahn, Meade, Hawtrey e, in seguito, Robbins e Robertson<sup>16</sup>. In particolare, Hawtrey richiama l'attenzione sull'inadeguatezza del limite del 5 per cento alle variazioni del cambio e sull'assenza di meccanismi di stabilizzazione del potere d'acquisto dell'unità di conto e di penalizzazione per i debitori. Que-

<sup>14</sup> Ivi, p. 24.

<sup>15</sup> Ivi, p. 33.

<sup>16</sup> Ivi, pp. 40-42.

st'ultima critica diviene in seguito così ricorrente da far etichettare la proposta di Keynes come inflazionistica<sup>17</sup>. La revisione del testo darà origine, nel corso di un anno e mezzo, a numerose versioni fino alla presentazione del piano Keynes, molto più dettagliato e caratterizzato da una nuova terminologia<sup>18</sup>, ma essenzialmente basato sugli stessi principi.

Nella pagina iniziale, il piano pone l'accento sull'indipendenza della politica economica interna e sulla necessità che il sistema monetario non interferisca con essa<sup>19</sup>. Il tentativo è di ricreare condizioni di stabilità nelle relazioni monetarie internazionali in un regime di cambi fissi assegnando, nel contempo, un discreto spazio di manovra ai *policymakers*. Il meccanismo dovrebbe assicurare: il

<sup>17</sup> In una lettera a Keynes del luglio 1942, Harrod sottolinea la necessità di sanzionare più duramente i paesi che accumulano debiti (ivi, p. 157, nota 2). Rolf Lüke fa risalire l'idea centrale del piano Keynes a un progetto di «Clearing House» presentato da Schacht a una conferenza internazionale nel febbraio del 1929. Tale progetto fallisce per l'opposizione americana motivata dal carattere inflazionistico della proposta, la stessa obiezione che gli Stati Uniti muoveranno al piano Keynes. «[...] one very important clause, which was not contained in the written draft but revealed to the author by Shepard Morgan, was that Germany itself would have no access to Clearing House credits. Except that a 'Bank for International Settlements' was subsequently founded, Schacht's plan was never realised, the reason, as Shepard Morgan pointed out, being precisely this clause. The American delegation saw in it a device on the part of Schacht to expose Germany's neighbour and creditor countries to inflation, by which Germany, the only country unaffected, would correspondingly benefit. This was the same 'inflationary' argument which is regarded as being responsible for the failure of the Keynes Plan 14 years later» (R.E. Lüke, *The Schacht and the Keynes Plans*, in «Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review», March 1985, n. 152, p. 73).

<sup>18</sup> Nella seconda stesura, la moneta della International Clearing Bank viene denominata «grammor» e, nella terza, «bancor» (i due termini, secondo Horsefield, *The International Monetary Fund* cit., vol. I, p. 18, appaiono rispettivamente nella prima e nella quarta versione). Il «grammor», un'unità di conto pari a un grammo di oro, era alla base di uno dei progetti presentati alla conferenza monetaria di Parigi del 1867 in cui si auspicava l'introduzione di una moneta universale (W.W. Haines, *Keynes, White, and History*, in «Quarterly Journal of Economics», vol. 58, November 1943, n. 1, pp. 122-23). Dopo la pubblicazione, Keynes illustra il suo piano alla Camera dei Lords il 18 maggio 1943 e chiede suggerimenti sul nome da dare all'unità di conto (CW 25, p. 271). Egli apprezza il termine «mondor» coniato da Viner al quale riferisce di aver ricevuto più di cento proposte di denominazione della moneta internazionale (ivi, p. 321); quella di Robertson è il «winfrank» (ivi, p. 302).

<sup>19</sup> Horsefield, *The International Monetary Fund* cit., vol. III, p. 19.

multilateralismo degli scambi, la stabilità dei tassi di cambio impedendo il ricorso alle svalutazioni competitive, uno stock di moneta non condizionato dagli imprevedibili sviluppi del mercato dell'oro e dai comportamenti dei paesi detentori di cospicue riserve, il coinvolgimento dei paesi creditori nel processo di aggiustamento, la presenza di un'istituzione internazionale di carattere tecnico e non politico. Per non offrire il fianco alla critica di un'eccessiva creazione di moneta, Keynes predispone una serie di limitazioni particolarmente rigide per i debitori, prevedendo anche una riduzione generalizzata e proporzionale delle quote qualora si verifici «an excess of world purchasing power»<sup>20</sup>. L'essenza del piano è di evitare ampie oscillazioni della liquidità nel processo di aggiustamento mettendo a disposizione dei paesi in temporanea difficoltà le linee di credito della Clearing Union<sup>21</sup>; si evita così che il *modus operandi* del sistema monetario sia esso stesso causa di cadute del prodotto. I controlli sui movimenti di capitale assicurerebbero le condizioni per attuare un'efficace politica economica. Infine, si respinge la critica di costringere i paesi a rinunciare a una consistente fetta di sovranità in quanto tale rinuncia non è molto diversa da quella derivante dall'adesione a trattati commerciali.

Il piano Keynes rappresenta uno stadio avanzato di organizzazione monetaria fondato sul principio della compensazione. L'aspetto più problematico concerne l'autonomia della politica economica in presenza di un *adjustable peg*. I controlli sui movimenti di capitale dovrebbero rendere coerente il progetto, ma la loro efficacia è discutibile. Inoltre, una finalità essenziale della riforma, ossia l'eliminazione dell'asimmetria dell'aggiustamento

<sup>20</sup> Ivi, p. 25.

<sup>21</sup> Ribadendo l'analogia con il sistema bancario interno, il piano sottolinea il beneficio derivante dall'eliminazione degli effetti di «hoarding». «In short, the analogy with a national banking system is complete. No depositor in a local bank suffers because the balances, which he leaves idle, are employed to finance the business of someone else. Just as the development of national banking systems served to offset a deflationary pressure which would have prevented otherwise the development of modern industry, so by extending the same principle into the international field we may hope to offset the contractionist pressure which might otherwise overwhelm in social disorder and disappointment the good hopes of our modern world. The substitution of a credit mechanism in place of hoarding would have repeated in the international field the same miracle, already performed in the domestic field, of turning a stone into bread» (ivi, p. 27).

all'origine delle disfunzioni nel periodo fra le due guerre, sembra di dubbia realizzazione. Nel *gold standard* la proprietà simmetrica è connaturata alle caratteristiche del sistema, che non soffre del *redundancy problem* mundelliano in quanto l'oro svolge il ruolo di n.ma valuta eliminando il grado di libertà riscontrato in un assetto composto da più *fiat monies*. Il livello dei prezzi si determina sul mercato dell'oro, il quale costituisce l'ancora del sistema e disciplina le autorità monetarie. Nell'International Clearing Union, benché il bancor sia definito in termini di oro, i vincoli al comportamento dei *policymakers* potrebbero risultare inefficaci in quanto alle regole «impersonali» del *gold standard* si sostituisce il potere sanzionatorio di un'autorità, che può rivelarsi insufficiente. La sostenibilità dello schema potrebbe allora venir meno nel caso in cui la politica economica acquistasse una larga autonomia. Il potenziale inflazionistico del piano Keynes, quindi, non deriva tanto da un difetto intrinseco delle sue regole quanto, più in generale, dall'eventuale incompatibilità fra lo spazio di manovra assegnato al *policymaker* e un regime di cambi fissi privo dell'ancora della moneta-merce.

Questi rilievi analitici si riflettono specularmente nel disegno istituzionale. In un sistema nato da un accordo e gestito da un organismo internazionale sorge un problema relativo alla ripartizione del potere decisionale, con una tendenza alla polarizzazione del potere stesso intorno a uno solo o a un numero molto ridotto di paesi membri. L'estensione del «principle of banking» a un contesto internazionale incontra un limite nell'assenza di un'autorità di governo sovranazionale. È un limite di natura politica, ma ha rilevanti implicazioni sul piano economico: innanzitutto, mostra il venir meno della disciplina imposta dalla moneta-merce e la parallela accentuazione della discrezionalità insita nell'evoluzione verso la *fiat money*; inoltre, crea uno iato nella dimensione della sovranità necessaria ad assicurare la sostenibilità del sistema<sup>22</sup>; infine, fa emergere il conflitto fra cambi fissi e indipenden-

<sup>22</sup> Nella seconda versione della sua proposta, Keynes avverte la necessità di un maggior numero di regole per rendere possibile l'applicazione del «principle of banking» a livello internazionale. «In only one important respect must an International Bank differ from the model suitable to a national bank within a closed system, namely that much more must be settled by rules and by general principles agreed beforehand and much less by day-to-day discre-

za della politica economica, uno dei fattori del fallimento dell'ordine monetario di Bretton Woods. Risultato di un trentennio di riflessioni da parte di Keynes, l'International Clearing Union tenta di conciliare la flessibilità della politica economica interna con la stabilità delle relazioni monetarie internazionali. Pur improntata al radicalismo come le precedenti proposte di riforma, la Clearing Union riceve comunque un'accoglienza più favorevole in quanto sullo sfondo dell'intero disegno c'è il messaggio della *General Theory*.

Al carattere decisamente innovativo del piano Keynes si contrappone quello conservatore del piano White. Una stesura preliminare dell'aprile 1942 già contiene le linee essenziali della proposta definitiva: la costituzione di uno Stabilization Fund e di una banca per la ricostruzione e lo sviluppo, il versamento di quote in oro e in titoli di Stato, la possibilità di variare il cambio per correggere uno «squilibrio fondamentale». Il testo, di scarsa originalità, illustra pedissequamente le norme di funzionamento del Fondo e il suo tenore è tale da affaticare il lettore<sup>23</sup>. A differenza

tion. To give confidence in, and understanding of, what is afoot, it is necessary to prescribe beforehand certain definite principles of policy, particularly in regard to the maximum limits of permitted overdraft and the provisions proposed to keep the scale of individual credits and debits within a reasonable amount, so that the system is in stable equilibrium with proper and sufficient measures taken in good time to reverse excessive movements of individual balances in either direction» (CW 25, p. 45).

<sup>23</sup> Le impressioni di Keynes sulla prima stesura del piano White sono state già riportate nel cap. III, nota 9. Commentando la versione finale, egli dà il seguente giudizio. «[...] the proposed Stabilisation Fund [...] makes no attempt to use the banking principle and one-way gold convertibility and is in fact not much more than a version of the gold standard, which simply aims at multiplying the effective volume of the gold base. Nearly all the consequences aimed at could be equally well attained by halving prices in every country, or, more simply still, by devaluing all exchanges in terms of gold, so that they would maintain their relative values, but everyone's gold reserve would go twice as far as before in meeting adverse international balances. This is the basic mistake of the plan. Put this way, one sees how inadequate it is to solve the real problem. The scheme is only helpful to those countries which have a gold reserve already and is only helpful to them in proportion to the amount of such gold reserve. If, however, a country has only a little gold and, therefore, needs much support, the scheme provides on the contrary that it shall receive only a little support. To him that hath it is given» (ivi, p. 160). Alla luce di queste reazioni, è difficile comprendere il resoconto di Horsefield: «When the Stabilization Fund proposals reached London in July 1942, Keynes was on the

del piano Keynes che non cambia molto rispetto a quello inviato a Morgenthau nell'agosto 1942, il progetto statunitense è oggetto di numerose revisioni, soprattutto dopo gli incontri avuti da White a Londra nell'ottobre dello stesso anno<sup>24</sup>. Conviene, quindi, concentrare l'attenzione sulla versione definitiva del 10 luglio 1943.

L'istituzione di un International Stabilization Fund ha lo scopo di evitare i problemi del periodo fra le due guerre e si propone di stabilizzare i cambi, superare gli squilibri temporanei di bilancia dei pagamenti, creare condizioni favorevoli al commercio, eliminare il bilateralismo e le altre restrizioni agli scambi internazionali. I membri versano quote, in oro e in valuta del paese, per un totale di almeno cinque miliardi di dollari. L'unità monetaria del Fondo è l'*unitas*, definita pari a una quantità di oro equivalente a dieci dollari. I tassi di cambio fluttuano entro margini stabiliti dal Fondo e possono variare solo per correggere uno «squilibrio fondamentale» della bilancia dei pagamenti con l'approvazione di tre quarti dei voti. L'accumularsi di una posizione creditoria è regolato dalla cosiddetta clausola della «moneta scarsa», uno degli aspetti più discussi del piano White. Il Fondo si adopera per acquistare dagli altri membri la moneta scarsa e predispone uno schema di ripartizione dell'offerta; inoltre, invita il paese a scoraggiare l'accumulo di oro e valute da parte dei residenti.

whole very favorably impressed with them. He found them somewhat diffuse and in need of some tightening up, but he thought it 'striking and encouraging that the general objects' of the White Plan were the same as those which he had been pursuing. In particular, he pointed out that the concessions of national sovereignty recommended were the same as, or greater than, in the Keynes Plan, and that the White Plan's attitude toward laissez faire and the regulation of foreign trade did not differ materially from that of the United Kingdom» (Horsefield, *The International Monetary Fund* cit., vol. I, p. 26).

<sup>24</sup> Ivi, pp. 30-32. Durante la gestazione della loro proposta, gli Stati Uniti invitano nel maggio 1943 anche i rappresentanti di quarantasei paesi a formulare osservazioni. Continua, intanto, la trattativa con il Regno Unito e, in un incontro nella sede dell'ambasciata britannica a Washington il 23 giugno dello stesso anno, gli americani assumono una posizione rigida su quattro punti: 1) il cambio della sterlina non deve variare fino all'inizio delle operazioni da parte del Fondo; 2) l'impegno degli Stati Uniti non può superare i 3 miliardi di dollari; 3) il funzionamento del Fondo deve basarsi sul versamento di quote da parte dei paesi e non sullo scoperto di conto; 4) gli Stati Uniti mantengono il potere di veto sulle variazioni del valore del dollaro o dell'*unitas*, l'unità di conto del piano White (ivi, p. 48).

È stato spesso osservato<sup>25</sup> che le differenze fra i progetti britannico e statunitense risalgono, oltre che a visioni antitetiche dell'aggiustamento, a una divergenza di interessi. Il Regno Unito è preoccupato soprattutto dal problema della disoccupazione, particolarmente acuto negli anni Venti e Trenta, e dalla consistenza di «sterling balances» a fronte delle massicce importazioni dai paesi del blocco della sterlina durante la guerra. Gli Stati Uniti, in virtù della forte competitività, hanno invece accumulato una cospicua posizione creditoria e gran parte delle riserve auree mondiali. Tali contrasti hanno senza dubbio influenzato l'architettura dei due disegni ma, nell'ambito di questo lavoro, l'intento è di soffermarsi sulle diversità analitiche rilevanti per comprendere la struttura e i limiti delle riforme suggerite.

Gli obiettivi delle due proposte sono analoghi: il multilateralismo degli scambi, un regime di cambi fissi, la soluzione degli squilibri temporanei con ridotti costi di benessere, il coinvolgimento dei paesi creditori nel processo di aggiustamento. Gli strumenti per conseguirli sono diversi. Il piano Keynes mira a superare la carenza di liquidità, connessa con il lento e macchinoso operare del *gold standard*, attraverso l'introduzione di un sistema di *clearing* nel quale ciascun paese può far ricorso a uno scoperto di conto in caso di difficoltà. Questa modalità di accesso al credito, tuttavia, viene rifiutata dagli Stati Uniti<sup>26</sup>. La politica bancaria inglese dell'*overdraft*, che attribuisce al prenditore di fondi l'iniziativa di indebitarsi, risulta poco familiare agli esperti americani abituati a dare alla banca la facoltà di concedere prestiti. Perciò, nel piano White le quote sono effettivamente versate, mentre nel piano Keynes fissano soltanto un limite alle posizioni debitorie e creditorie presso la Clearing Union soddisfacendo la proprietà di simmetria. Quest'ultima, nella proposta statunitense, dovrebbe essere assicurata dalla clausola della moneta scarsa che, secondo Eichengreen, nasce invece per far fronte all'emergenza del *dollar shortage*, superata la quale non viene mai utilizzata<sup>27</sup>.

<sup>25</sup> B. Eichengreen, *Hegemonic Stability Theories of the International Monetary System*, in R.N. Cooper, B. Eichengreen, C.R. Henning, G. Holtham e R.D. Putnam (a cura di), *Can Nations Agree? Issues in International Economic Cooperation*, The Brookings Institution, Washington (D.C.) 1989, pp. 263-64.

<sup>26</sup> Vedi *supra*, cap. III, nota 24.

<sup>27</sup> Eichengreen, *Hegemonic Stability Theories* cit., pp. 266-67.

Un'altra caratteristica distintiva del piano Keynes non accolta dagli americani è l'introduzione di una moneta internazionale, il *bancor*, che avrebbe di fatto sminuito il ruolo dell'oro. Oltre a definire il *bancor* quale unità di conto, l'oro in effetti non svolge altre funzioni essenziali proprio perché la finalità del progetto è di recidere ogni legame con il *gold standard*. Un'innovazione così radicale preoccupava gli americani in quanto sarebbe stata difficilmente accettata dai politici<sup>28</sup> creando ostacoli insormontabili all'approvazione della riforma da parte del Congresso. Per contro, il piano White segue un approccio più tradizionale, sottolineando il principio della libertà commerciale e l'ancoraggio all'oro. L'avversione degli Stati Uniti per i controlli valutari si iscrive in questa visione, coerente peraltro con la elevata competitività del paese e la posizione di creditore netto nei confronti dell'estero. Perciò, la critica di Keynes, che paragona la prima versione del piano White a una variante del *gold standard*<sup>29</sup>, non è infondata. In realtà, bisogna muovere da questa osservazione per comprendere le disfunzioni cui andrà incontro il sistema di Bretton Woods. Ai difetti del tipo a cambio aureo sperimentati tra le due guerre si aggiungeranno le tensioni generate dal ruolo assegnato alla politica economica dalla rivoluzione keynesiana.

## 2. Il dibattito sulle proposte britannica e statunitense

Il piano Keynes e il piano White si prefiggono di disegnare un complesso di regole dal quale scaturirà un nuovo ordine monetario<sup>30</sup>. La loro pubblicazione desta interesse nell'ambiente acca-

<sup>28</sup> Horsefield, *The International Monetary Fund* cit., vol. I, p. 30.

<sup>29</sup> Vedi *supra*, cap. III, nota 23.

<sup>30</sup> «The Bretton Woods agreements, negotiated largely between Britain and the United States and signed by forty-four nations in 1944, were remarkable in a variety of ways. First, they represented an unprecedented experiment in international rule making and institution building – rules and institutions for post-war monetary and financial relations. Second, the Bretton Woods agreements were the decisive step in the historic reopening of the world economy. Agreement was reached, at least in principle, whereby the world economy would abandon regional currency and trade groupings in favor of a liberal multilateral system. Third, Bretton Woods created an entirely new type of open system – something that the capitalist world had not seen

demico suscitando commenti di diverso carattere: analitico<sup>31</sup>, pedagogico<sup>32</sup>, storico<sup>33</sup>. Nelle pagine seguenti, si considerano solo quelli del primo gruppo concentrandosi sugli aspetti critici dei due progetti per verificarne la coerenza e i limiti.

Da un confronto con il *gold standard*, *benchmark* naturale per una loro valutazione, le riforme vengono considerate artificiose, costituite da misure *ad hoc* e addirittura incoerenti<sup>34</sup>. Tali perplessità sono manifestate non solo dagli economisti conservatori ma anche da coloro, e sono la maggioranza, che rifiutano il tipo oro ponendo in risalto i problemi emersi dopo la grande guerra: la non controllabilità dello stock di moneta, l'asimmetria del meccanismo di aggiustamento dovuto al mancato rispetto delle regole del gioco da parte dei paesi in surplus, i movimenti di capitale destabilizzanti, l'impatto della rigidità dei salari sull'occupazione<sup>35</sup>. Persino Hayek, pur restando un sostenitore del *gold standard*, sottolinea il difetto derivante dalla lentezza con cui l'offerta di oro si adegua alla domanda<sup>36</sup>. La generalità degli studiosi non esprime una preferenza per una delle proposte e mette in luce debolezze e incoerenze di ciascuna di esse partendo talvolta da una visione aprioristica. Come nota Horsefield, le recensioni han-

before. The Anglo-American agreements established sophisticated rules that would attempt to reconcile openness and trade expansion with the commitments of national governments to full employment and economic stabilization. At its heart, the Bretton Woods accord was an unprecedented experiment in international economic constitution building» (Ikenberry, *op. cit.*, p. 155).

<sup>31</sup> F.A. Lutz, *The Keynes and White Proposals*, in *Essays in International Finance*, n. 1, Princeton University Press, Princeton 1943.

<sup>32</sup> E.F. Schumacher, *The New Currency Plans*, in «Bulletin, Institute of Statistics, Oxford», vol. 5, August 1943, n. 5, supplement.

<sup>33</sup> Haines, *op. cit.*

<sup>34</sup> Nelle conclusioni del suo saggio, Lutz afferma: «It is interesting to step back and to look at the plans as a whole. Unlike the classical economists, most modern economists do not favor solutions of economic problems which are based on principles. Instead they advocate, in each concrete instance, measures devised *ad hoc* which, if ingenious from a technical point of view, may contradict other measures devised in other fields. The result is that the pattern of economic policy of modern governments is far from being a model of logical consistency» (Lutz, *op. cit.*, pp. 20-21).

<sup>35</sup> Ivi, pp. 3-4; J. Robinson, *The International Currency Proposals*, in «Economic Journal», vol. 53, June-September 1943, n. 210-211, pp. 161-62.

<sup>36</sup> F.A. von Hayek, *A Commodity Reserve Currency*, in «Economic Journal», vol. 53, June-September 1943, n. 210-211, pp. 177-78.

no spesso un carattere partigiano: le critiche al piano Keynes si ritrovano prevalentemente negli autori statunitensi e viceversa<sup>37</sup>.

Il piano White è assimilato al *gold exchange standard*. In un paese in deficit, l'equilibrio si ristabilisce attraverso la deflazione, sacrificando il pieno impiego<sup>38</sup>. Oltre all'eccessiva macchinosità e alla scarsa trasparenza degli obiettivi<sup>39</sup>, si notano le carenze di alcune soluzioni, come quella relativa all'accumulo di posizioni creditorie<sup>40</sup>. Quando la valuta di un paese diviene «scarsa» il Fondo la raziona, ma questo contraddice lo spirito e la lettera del piano, contrario al mantenimento dei controlli<sup>41</sup>. La soluzione più ovvia,

<sup>37</sup> Horsefield, *The International Monetary Fund* cit., vol. I, p. 32.

<sup>38</sup> Schumacher, *op. cit.*, p. 25.

<sup>39</sup> Robinson, *op. cit.*, p. 167. «The Keynes plan has the advantage of a simpler structure and shows, clearly, the nature of the economic phenomenon behind the transactions of the international institution. It also avoids the quite unnecessary trouble, imposed upon the member states by the White plan, of going through the procedure of paying in contributions» (Lutz, *op. cit.*, p. 6). Il lapidario commento di Schumacher, nella conclusione del suo articolo, assume un tono quasi offensivo. «Many of the [American] Plan's provisions are somewhat difficult to decipher in their significance, and the authors of the memorandum have done little to explain what motives have led them to their specific recommendations. It may not be unfair to suggest that they themselves were perhaps not always aware of the technical and economic consequences of their own scheme» (Schumacher, *op. cit.*, pp. 28-29). Frank Graham, notando l'affinità delle proposte con il tipo a cambio aureo, pone in risalto il ruolo preminente degli Stati Uniti nel futuro sistema. «The fact that the 'unitas' (which is Dr. White's name for the international monetary unit he would set up) is, except against an all but unanimous vote to the contrary, to be kept unchanged in dollar and in gold value, would seem to mean, in effect, that, in his plan American monetary policy would be the 'norm'. After a short period of transition is passed, moreover, great difficulties are to be put in the way of a change in the gold value of the currency of any adhering country. The 'new' system, if adopted, would then (aside from a few dubious frills and a still more dubious bias toward control of capital movements) be not much else than a reversion to the traditional international gold standard. One wonders why such a reversion was not proposed in the first place and gets the impression that the plan is designed to cajole an admission to that standard by countries that would not otherwise adopt it» (F.D. Graham, *Fundamentals of International Monetary Policy*, in *Essays in International Finance*, n. 2, Princeton University Press, Princeton 1943, p. 13, nota 11, corsivo nel testo).

<sup>40</sup> Robinson, *op. cit.*, p. 170.

<sup>41</sup> Lutz, *op. cit.*, p. 15; Robinson, *op. cit.*, p. 167; Schumacher, *op. cit.*, pp. 22-24. Al punto 5 del paragrafo I del piano White, si indica fra gli scopi dell'International Stabilization Fund quello di: «[...] reduce the use of such foreign exchange restrictions, bilateral clearing arrangements, multiple currency

suggerita da Lutz, è l'apprezzamento del cambio o l'inflazione<sup>42</sup>. Nel progetto statunitense, non viene registrata la consistenza della posizione creditoria di un paese<sup>43</sup>; a questo proposito, però, il punto essenziale è un altro: mentre Keynes si sforza di disegnare un sistema simmetrico, White fissa regole più stringenti per i debitori. Entrambi, comunque, non predispongono un meccanismo atto a prevenire politiche che generano uno squilibrio fondamentale<sup>44</sup>. Il Fondo o la Clearing Union dovrebbero permettere il superamento di crisi temporanee della bilancia dei pagamenti attraverso le loro linee di credito, reintroducendo quindi la funzione stabilizzante svolta dai movimenti di capitale nel *gold standard*. Tuttavia, l'oro non costituisce affatto il fondamento del nuovo sistema ed è, anzi, «quite unnecessary or even a nuisance under both schemes»<sup>45</sup>; di fatto, la sua presenza si spiega anche con la necessità di non andare contro gli interessi dei produttori del metallo e degli Stati Uniti, detentori di massicce riserve auree. La somiglianza al tipo a cambio aureo<sup>46</sup> riflette solo i caratteri del meccanismo di aggiustamento in un regime di cambi fissi. Infatti, entrambi i piani, e in particolare quello proposto da Keynes, si muovono nella direzione di un progressivo distacco dalla moneta-merce, assegnando alla politica economica un ruolo cruciale nel perseguire l'obiettivo della piena occupazione. I controlli sui movimenti di capitale dovrebbero assicurare la coerenza del disegno; non si tiene conto, però, del principale mutamento avvenuto nel sistema monetario, la perdita di credibilità connessa con la transizione dal *gold standard* al *gold exchange standard*<sup>47</sup>.

devices, and discriminatory foreign exchange practices as hamper world trade and the international flow of productive capital» (Horsefield, *The International Monetary Fund* cit., vol. III, p. 86).

<sup>42</sup> Lutz, *op. cit.*, p. 16. Peraltro, Viner rileva che la maggioranza richiesta (quattro quinti nella prima versione del piano White, tre quarti in quella definitiva) per approvare una variazione della parità rende questa virtualmente impossibile. Quindi, il regime di cambio diventa estremamente rigido, più rigido dello stesso *gold standard* (Viner, *Due piani per la stabilizzazione* cit., p. 574).

<sup>43</sup> Robinson, *op. cit.*, p. 170.

<sup>44</sup> Lutz, *op. cit.*, p. 17.

<sup>45</sup> Ivi, p. 20.

<sup>46</sup> Vedi *supra*, cap. III, nota 39.

<sup>47</sup> La profondità del cambiamento è testimoniata dall'evoluzione del significato di convertibilità dal tipo oro all'ordine monetario di Bretton Woods e dalla diversa valenza del regime di cambi fissi nei due sistemi. «Under the classical

Il piano Keynes è oggetto di diverse critiche; la più ricorrente è il suo carattere inflazionistico. Secondo Lutz, un'espansione monetaria, uguale in tutti i paesi in modo da non creare squilibri nei conti con l'estero, non incontrerebbe un limite nelle regole della Clearing Union<sup>48</sup>. De Vegh, invece, rileva il cospicuo ammontare del totale delle quote, non meno di 25 miliardi di dollari, richiamando l'attenzione sulla forte domanda di credito prevista nel dopoguerra<sup>49</sup>. La preoccupazione degli americani è di dover sopportare oneri troppo alti durante la ricostruzione dell'Europa subendo le decisioni del nuovo organismo internazionale. Questo timore si accompagna al rifiuto del bancor. Dal punto di vista tecnico, la Clearing Union contiene una serie di misure per evitare l'accumulo di debito<sup>50</sup>, ma Lutz nota due inconvenienti prodotti dalla svalutazione cui sono obbligati i paesi con una posizione debitoria superiore a un quarto della quota da oltre un

gold standard, *convertibility* referred to the ability of a private individual freely to convert a unit of any national currency into gold at the official fixed price. A suspension of convertibility meant that the exchange rate between gold and a national currency became flexible, but the individual could still freely transact in either asset. By the eve of World War II, *convertibility* referred to the ability of a private individual freely to make and receive payments in international transactions in terms of the currency of another country. Under Bretton Woods, *convertibility* meant the freedom for individuals to engage in current account transactions without being subject to exchange controls. Tew refers to this as 'market convertibility' and distinguishes it from 'official convertibility,' whereby the monetary authorities of each country must be freely willing to buy and sell foreign exchange (primarily dollars) to keep the parity fixed (within the 1% margin) and the United States must be freely willing to buy and sell gold to maintain the fixed price of \$35.00 per ounce (within the 1% margin). He refers to both market and official convertibility as 'Bretton Woods convertibility'» (Bordo, *The Bretton Woods* cit., pp. 37-38, nota 30, corsivo nel testo).

<sup>48</sup> Lutz, *op. cit.*, pp. 7-10.

<sup>49</sup> I. De Vegh, *The International Clearing Union*, in «American Economic Review», vol. 33, September 1943, n. 3, pp. 38-41 e 46.

<sup>50</sup> In una conferenza tenuta a Chicago il 26 agosto 1943 alla quale partecipano i membri del Board of Directors delle banche federali, Robertson sgombra il campo dalle preoccupazioni americane. «It is arguable that the proudest day in the life of the Manager of the Clearing Union would be that on which, as a result of the smooth functioning of the correctives set in motion by the Plan, there were *no* holders of international money – on which he was able to show a balance sheet with zero on both sides of the account» (D.H. Robertson, *The Post-War Monetary Plans*, in «Economic Journal», vol. LIII, December 1943, n. 212, p. 359, corsivo nel testo).

biennio<sup>51</sup>. Innanzitutto, il provvedimento dovrebbe essere attuato mentre il debito aumenta e non quando, raggiunto il nuovo punto di equilibrio, è diventato costante; in secondo luogo, la percezione di uno stato di crisi, come aveva già osservato Cassel e sottolineerà poi Friedman, creerebbe una «one-way bet» per gli speculatori.

In generale, la difficoltà di accettare un sistema analiticamente innovativo come il piano Keynes si intreccia, sul piano politico, con la difesa di interessi particolari. Robertson considera il ancor così essenziale che la sua eliminazione porterebbe a riconsiderare l'affidabilità dell'intero schema keynesiano, ma nota l'opportunità di non presentare agli altri paesi una riforma imposta dagli Stati Uniti e dal Regno Unito<sup>52</sup>. Frank Graham, quindi, pone il problema dell'esercizio del potere discrezionale derivante dall'abbandono della moneta-merce da parte della «dominant country [...] which, somehow, manages to corral the bulk of the world's gold»<sup>53</sup>. I due progetti, infatti, non discutono l'adeguamento della politica monetaria degli altri paesi a quella della «dominant country» se non trattando delle regole attinenti al riequilibrio dei conti con l'estero. La maggiore flessibilità del piano britannico si spiega anche con l'esigenza di contemperare gli effetti dell'ancoraggio alla politica monetaria americana, avendo Keynes previsto il futuro predominio degli Stati Uniti.

Le obiezioni di carattere politico sollevate da Frank Graham rilevano pure da un punto di vista teorico. Mentre un *commodity standard* priva *de facto* il singolo paese della sovranità monetaria, l'evoluzione verso una moneta manovrata permette l'esercizio di un potere discrezionale ma, allo stesso tempo, mina la credibilità del sistema in quanto accentua un elemento di volizione il cui controllo è nelle mani di un'autorità governativa. In seguito alle crisi degli anni Venti e Trenta, le proposte di riforma disegnano nuove regole trasferendo a un organismo internazionale una quota di sovranità monetaria, relativamente limitata nel piano statunitense, più consistente in quello britannico<sup>54</sup>. Il punto essenziale è risol-

<sup>51</sup> Lutz, *op. cit.*, pp. 12-13.

<sup>52</sup> Robertson, *The Post-War* cit., pp. 355-60.

<sup>53</sup> F.D. Graham, *Fundamentals* cit., p. 12.

<sup>54</sup> Keynes prefigura un ruolo più ampio dell'International Clearing Union, non confinato alla sfera monetaria, assegnandole compiti riguardanti le rela-

vere la latente incoerenza fra una politica monetaria autonoma e un regime di cambi fissi. Mentre il piano White introduce modifiche limitate rispetto al *gold exchange standard* al quale viene paragonato, il piano Keynes innova radicalmente attraverso il principio della compensazione. È l'idea centrale del sistema di puro credito di Wicksell<sup>55</sup> ripresa oggi dalla «new monetary economics» che pone in risalto la distinzione fra la moneta e un «accounting system of exchange»<sup>56</sup>. L'International Clearing Union rappresenta un sistema siffatto; il bancor, l'unità di conto definita in termini di oro, ne costituisce l'ancora. La sua sostenibilità, tuttavia, fa sorgere dubbi in quanto l'attuazione di una politica economica discrezionale volta al mantenimento del pieno impiego potrebbe essere in conflitto con l'equilibrio della Clearing Union che non deve creare «excessive purchasing power and hence an inflation of prices»<sup>57</sup>. Le regole del piano Keynes possono rivelarsi insufficienti a evitare questa evenienza se il meccanismo per disciplinare il comportamento dei *policymakers* è inefficace o poco credibile; in realtà, il sistema si tiene solo se le politiche dei partecipanti sono coerenti con un regime di cambi fissi. In astratto, tale meccanismo potrebbe essere surrogato da un potere dell'autorità internazionale così ampio da condizionare la politica economica dei paesi membri. E, infatti, Keynes assegna alla Clearing Union

zioni con agenzie internazionali per lo sviluppo, la difesa, il controllo dei mercati delle materie prime. «The Clearing Union might become the instrument and the support of international policies in addition to those which it is its primary purpose to promote. This deserves the greatest possible emphasis. The Union might become the pivot of the future economic government of the world» (Horsefield, *The International Monetary Fund* cit., vol. III, p. 33). Conscio delle possibili critiche, egli valuta la rinuncia alla sovranità imposta dal suo piano analoga a quella prevista dai trattati commerciali; inoltre, ogni partecipante può ritirarsi dall'accordo in qualsiasi momento (ivi, p. 36). Nell'incontro annuale dell'American Economic Association, Ellis sottolinea l'importanza di un trasferimento di sovranità all'organismo internazionale per il successo della riforma (H.S. Ellis, *Can National and International Monetary Policies Be Reconciled?*, in «American Economic Review. Papers and Proceedings», vol. 34, March 1944, n. 1). Per Opie, invece, è sufficiente una continua consultazione fra i paesi e il nuovo organismo (R. Opie, *Can National and International Monetary Policies Be Reconciled? Discussion*, in «American Economic Review. Papers and Proceedings», vol. 34, March 1944, n. 1).

<sup>55</sup> Wicksell, *Lectures* cit., pp. 87-126.

<sup>56</sup> Fama, *op. cit.*

<sup>57</sup> Horsefield, *The International Monetary Fund* cit., vol. III, p. 34.

un ruolo tale da renderla «a genuine organ of truly international government»<sup>58</sup>. Ma, sul piano politico, la realizzazione di questa finalità sembra oltremodo difficile.

La complessità di disegnare una riforma coerente e sostenibile si evince dalle critiche a entrambi i progetti. Notando il loro carattere contraddittorio, Lutz predice i problemi di funzionamento oltre il periodo di transizione<sup>59</sup>. Frank Graham individua il contrasto fra politica economica discrezionale e poteri attribuiti a un'istituzione internazionale e propone di risolverlo attraverso i cambi flessibili<sup>60</sup>. I rilievi mossi alle proposte di Keynes e White comunque non sono motivati da una difesa del *gold standard*, ormai rifiutato dalla maggioranza degli economisti. Ribadendo questo punto di vista, Viner considera il ritorno all'oro «un sogno ad occhi aperti e [...] anche [...] un sogno non troppo bello. Un *gold standard* internazionale non regolato metterebbe il mondo in una camicia di forza monetaria che impedirebbe di adottare tanto politiche desiderabili quanto politiche insensate»; un *dollar standard*, invece, «potrebbe funzionare in modo splendido»<sup>61</sup>, ma l'esperienza storica solleva dubbi sulla sua corretta gestione da parte degli Stati Uniti. A questa profetica intuizione, Viner fa seguire un'analisi del-

<sup>58</sup> Ivi, p. 35.

<sup>59</sup> «The two plans discussed in this paper are an illustration of the point [the inconsistency of economic policy]. They avoid clear-cut solutions such as the gold standard, or a paper standard, or one single Central Bank for all countries would offer. Free exchange markets but also foreign exchange control, fixed exchange rates but also currency depreciation (and in addition perhaps a small dose of deflation), the use of gold as international currency but without its having any role as an integral part of the mechanism of international adjustments; all these ideas are merged into one plan. It is unlikely that such a combination will work satisfactorily. It seems more probable that one of the mutually inconsistent ideas worked into the plans will win out. As it stands, the least desirable, foreign exchange control, would seem to have the best chance. The plans have great advantages for the period immediately following the war inasmuch as they provide reserves of international currency, for those countries which will need them to finance an import surplus, and offer a method of avoiding complete chaos in the foreign exchange market. They have, moreover, the merit of bringing before the public an important problem which deserves extensive discussion. But they do not give a solution which can be regarded as satisfactory for the long run» (Lutz, *op. cit.*, p. 21).

<sup>60</sup> F.D. Graham, *Fundamentals cit.*, pp. 10-20; Id., *Can National and International Monetary Policies Be Reconciled? Discussion*, in «American Economic Review. Papers and Proceedings», vol. 34, March 1944, n. 1, pp. 400-401.

<sup>61</sup> Viner, *Due piani per la stabilizzazione cit.*, pp. 563-64.

le due proposte improntata a un giudizio, nel complesso, positivo. Pur rilevando alcune insufficienze – l'assenza di un freno all'inflazione, l'inefficacia dei controlli sui cambi, il possibile sfruttamento dei paesi creditori nel piano Keynes e la somiglianza del piano White al tipo a cambio aureo – egli auspica una riforma che incorpori gli aspetti migliori di ciascun progetto<sup>62</sup>.

Hayek, uno degli ultimi sostenitori del *gold standard*, ne ricorda i vantaggi<sup>63</sup>: la creazione di una moneta internazionale senza sottomettere ogni paese a un'autorità sovranazionale, l'automatismo e quindi la prevedibilità della politica monetaria, la proprietà stabilizzante delle variazioni dello stock di moneta. Una *commodity reserve currency* manterrebbe tali vantaggi ovviando nello stesso tempo al principale inconveniente del tipo oro, ossia il lento aggiustamento dell'offerta di metallo. L'articolo di Hayek, pur privo di originalità, è degno di nota perché suscita la replica di Keynes che coglie l'occasione per chiarire l'essenza del suo piano<sup>64</sup>. Questo rimedia in modo diverso dalle soluzioni suggerite in passato ai due difetti della moneta-merce, la non controllabilità della quantità di moneta e i riflessi negativi dell'aggiustamento sull'occupazione. Per quanto concerne il primo, la Clearing Union opera attraverso la velocità e non il volume della circolazione come nel *tabular standard* di Marshall, nel dollaro compensato di Fisher e nella *commodity reserve currency* riproposta da Hayek. Riguardo al secondo, il piano permette a ciascun partecipante di seguire una propria politica di prezzi e salari. Qualora si verifichi un sensibile scostamento dall'equilibrio, il paese deve rivedere le sue politiche ovvero, se ciò si rivela inattuabile, variare il cambio<sup>65</sup>. Diversamente dal *gold standard*, quindi, bisogna lasciare alla politica economica

<sup>62</sup> Ivi, p. 586.

<sup>63</sup> Hayek, *A Commodity Reserve* cit., p. 176.

<sup>64</sup> J.M. Keynes, *The Objective of International Price Stability*, in «Economic Journal», vol. 53, June-September 1943, n. 210-211.

<sup>65</sup> Rispondendo a un articolo di Frank Graham (*Keynes vs. Hayek on a Commodity Reserve Currency*, in «Economic Journal», vol. 54, December 1944, n. 215-216), Keynes ribadisce i concetti illustrati nel commento ad Hayek. Pur non opponendosi in linea di principio al *tabular standard*, egli invita a considerare il modo politicamente più opportuno di legare le monete nazionali a una moneta internazionale per mezzo di un «orderly, yet elastic method» (J.M. Keynes, *Keynes vs. Hayek on a Commodity Reserve Currency. Note*, in «Economic Journal», vol. 54, December 1944, n. 215-216, p. 429) evitando, in particolare, una pressione esterna sui salari e un attacco agli interessi dei produttori di oro.

un ampio spazio di manovra<sup>66</sup>. L'interpretazione del piano Keynes fornita dal suo stesso autore conferma la stretta connessione fra il contributo della *General Theory* e le finalità del piano: capovolgere il disegno del sistema monetario in modo che questo, invece di costituire un vincolo, permetta di perseguire l'obiettivo della piena occupazione. È un avanzamento della concezione, già sviluppata nel *Tract*, che piega le rigide regole del *gold standard* al fine di creare uno spazio di manovra per il *policymaker* e accrescere il benessere sociale<sup>67</sup>. Questo approccio, oltre all'impatto sull'architettura delle istituzioni monetarie del dopoguerra, accelera la transizione verso la *fiat money*. Il rifiuto dell'ipotesi classica di equilibrio nella *General Theory* pone le premesse per spezzare l'ultimo legame con la moneta-merce.

### 3. La conferenza di Bretton Woods

Dopo la pubblicazione delle proposte britannica e americana si apre una fase di trattative che culmina con la stesura di un documento comune, il *Joint Statement by Experts on the Establishment of an International Monetary Fund* del 21 aprile 1944<sup>68</sup>. La maggiore forza contrattuale degli Stati Uniti emerge fin dall'inizio del negoziato e ne condiziona l'andamento anche dopo la conferenza

<sup>66</sup> «The fundamental reason for thus limiting the objectives of an international currency scheme is the impossibility, or at any rate the undesirability, of imposing stable price-levels from without. The error of the gold-standard lay in submitting national wage-policies to outside dictation. It is wiser to regard stability (or otherwise) of internal prices as a matter of internal policy and politics. Commodity standards which try to impose this from without will break down just as surely as the rigid gold-standard» (Keynes, *The Objective* cit., p. 187).

<sup>67</sup> Vedi *supra*, cap. II, § 1. Fin dal primo dopoguerra, Keynes ha sostenuto con vigore il distacco dalla moneta-merce. Perciò, la sua enfasi sulla introduzione di regole monetarie, rilevata da A.H. Meltzer (*Keynes on Monetary Reform and International Economic Order*, in F. Capie e G.E. Wood, a cura di, *Monetary Economics in the 1980s*, Macmillan, London 1989), va correttamente interpretata. L'intento di Keynes non è di ingabbiare il *policymaker* ma, al contrario, di ampliare il suo raggio di azione. Infatti, le regole dell'International Clearing Union hanno lo scopo di assicurarne la sostenibilità, non certo di vincolare il comportamento delle banche centrali (vedi *infra*, cap. III, nota 79).

<sup>68</sup> Horsefield, *The International Monetary Fund* cit., vol. III, pp. 128-35.

di Bretton Woods<sup>69</sup>. Keynes, consapevole di tale supremazia, fa del tutto per condurre in porto la riforma malgrado assista al progressivo accantonamento del suo progetto. Dall'esame dei documenti ufficiali<sup>70</sup> e del materiale disponibile nei *Collected Writings*<sup>71</sup> si ricava un'idea immediata del suo sforzo per smussare i conflitti e chiarire i contenuti della sua proposta<sup>72</sup>. Per contro, White porta

<sup>69</sup> In una lettera inviata a Kahn da Savannah il 13 marzo 1946 nel corso dell'incontro inaugurale del Fondo monetario internazionale, Keynes osserva: «The Americans have no idea how to make these institutions into operating international concerns, and in almost every direction their ideas are bad. Yet they plainly intend to force their own conception through regardless of the rest of us. The Americans think they have the right to call the tune on practically every point. If they knew the music that would not matter so much; but unfortunately they don't» (Kahn, *op. cit.*, pp. 25-26). L'intero negoziato è, infatti, caratterizzato dal contrasto fra l'elevato livello di conoscenze e lo scarso peso politico della delegazione britannica da un lato, e la modesta qualità accademica e il potere predominante di quella statunitense dall'altro. La differenza fra le personalità di Keynes e White non poteva essere maggiore; la descrive efficacemente Richard Gardner. «What powerful and contradictory forces were at work in this association! The sources of friction were obvious enough. Both were proud, sensitive, and self-confident to the point of arrogance. Not much else did they have in common. White was an ambitious middle-class boy who had made good; Keynes an urbane product of cultured academic stock. The first set little store by social conventions; the second was the product of a society where manners were the mark of a man. One bore a deep resentment of the advantages that heredity could bestow; the other possessed the well-bred Englishman's easy self-confidence. Veterans of the Anglo-American negotiations recall how, in the midst of some controversy, White would address Keynes as 'your Royal Highness', sitting back with an ironic smile to watch the latter's ill-disguised irritation. It was certainly a wonder that these two could get along together at all. [...] Occasionally bitterness would creep in. Keynes would take White out of his depth; White would feel, but not admit, his intellectual inferiority; he would say something to remind Keynes that he, not Keynes, represented the stronger party in the negotiations. There would be angry words; papers would be thrown on the floor; one of them would stalk out of the room. The other negotiators would stay to patch up the quarrel. The next day the same procedure would be repeated. Eventually a tentative agreement would be reached, which could be submitted to the respective Governments for approval. In this way, slowly, almost imperceptibly, there emerged the terms of the financial compromise» (Gardner, *op. cit.*, pp. 111-12). Horsefield ha tracciato un ritratto analogo dei due protagonisti (Horsefield, *International Monetary Fund cit.*, vol. I, pp. 55-56).

<sup>70</sup> Id., *International Monetary Fund cit.*, voll. I e III.

<sup>71</sup> CW 25 e 26.

<sup>72</sup> Come nota il curatore dei *Collected Writings*, Keynes, in una lettera a David Waley, «added after the word 'diplomacy' in his first paragraph '— the

avanti la politica americana favorevole a una riforma poco innovativa, non dissimile dal *gold exchange standard*, che tuteli gli interessi del paese con le più alte riserve auree (quasi il 60 per cento dello stock mondiale alla fine del 1945; sfioreranno il 75 per cento alla fine del 1949 superando le 22.000 tonnellate). L'esito del negoziato, come è ben noto, non si discosta molto dal piano White<sup>73</sup>. Ma questa è una lettura riduttiva dell'influenza di Keynes perché l'evoluzione del sistema monetario internazionale verso un *dollar standard*, connessa con il ruolo primario delle politiche macroeconomiche, è il portato della rivoluzione keynesiana.

meanest occupation known to man'» (CW 26, p. 117, n. 33). Scrivendo a Roy Harrod il 27 aprile 1943, egli anticipa gli sviluppi delle trattative. «I fully expect that we shall do well to compromise with the American scheme and very likely accept their dress in the long run. But I am sure that it would be premature to do so at present. For one thing, their plan is very far from being a firm offer. The real risk, I always have thought, is that they will run away from their own plan, let alone ours. By continuing to press ours, there is at least a little chance that they may develop some patriotic fervour for their own» (CW 25, p. 268). Qualche settimana dopo, in un dibattito alla Camera dei Lords il 18 maggio, Keynes respinge le preoccupazioni degli Stati Uniti di dover sopportare oneri cospicui. «There is one important respect in which the British proposals seem to be gravely misunderstood in some quarters in the United States. There is no foundation whatever for the idea that the object of the proposals is to make the United States the milch cow of the world in general and of this country in particular. In fact the best hope for the lasting success of the plan is the precise contrary. The plan does not require the United States, or any other country, to put up a single dollar which they themselves choose or prefer to employ in any other way whatever. The essence of it is that if a country has a balance in its favour which it does not choose to use in buying goods or services or making overseas investment, this balance shall remain available to the Union – not permanently, but only for just so long as the country owning it chooses to leave it unemployed. That is not a burden on the creditor country. It is an extra facility to it, for it allows it to carry on its trade with the rest of the world unimpeded, whenever a time lag between earning and spending happens to suit its own convenience. I cannot emphasise this too strongly. This is not a Red Cross philanthropic relief scheme, by which the rich countries come to the rescue of the poor. It is a piece of highly necessary business mechanism, which is at least as useful to the creditor as to the debtor» (CW 25, pp. 276-77).

<sup>73</sup> Eichengreen corregge questo giudizio unanime mettendo in evidenza le concessioni strappate dagli inglesi riguardo alla variazione dei tassi di cambio e ai controlli valutari (Eichengreen, *Hegemonic Stability Theories* cit., pp. 263-267). Tuttavia, tali concessioni, soprattutto la prima, non sembrano così determinanti in quanto l'influenza degli Stati Uniti sulle decisioni resta elevata anche in assenza di un vero e proprio diritto di veto.

Il *Joint Statement* rappresenta il punto di arrivo di due posizioni alquanto distanti e contiene gli elementi essenziali degli *Articles of Agreement* approvati a Bretton Woods esattamente tre mesi dopo<sup>74</sup>. Fin dall'inizio gli Stati Uniti intendono dominare il confronto. Al termine di una serie di incontri con circa venticinque paesi, Harry White avverte Keynes<sup>75</sup> dell'errore di presentare al Congresso una proposta che rischi di essere bocciata<sup>76</sup>. Keynes, pur conscio del contrasto fra le richieste americane e il suo piano, minimizza le differenze mirando al successo del negoziato, come appare dal paragrafo I che precede il testo del *Joint Statement*<sup>77</sup>. Nell'apertura del discorso tenuto alla Camera dei Lords il 23 maggio 1944, egli riconosce il venir meno delle caratteristiche di «elegance, clarity and logic in the Clearing Union plan», ma considera il *Joint Statement* «a considerable improvement on either of its parents»<sup>78</sup> accentuandone gli aspetti positivi: il mantenimento dei controlli valutari nella fase di transizione postbellica, il ripristino della convertibilità in relazione al ruolo di Londra quale centro finanziario, l'aumento dello stock di riserve, la distribuzione dell'onere dell'aggiustamento anche sui paesi creditori, l'istituzione di un organismo internazionale che costituisce un foro per discutere e prevenire eventuali problemi. Antepoendo il perseguimento di obiettivi interni alla stabilità del cambio, la riforma ribalta l'ordine monetario: la politica economica è indirizzata non al sostegno della parità come nel *gold standard* ma al raggiungimento della piena occupazione<sup>79</sup>. Questo cambiamento epocale rappresenta il riflesso

<sup>74</sup> Gardner, *op. cit.*, p. 110.

<sup>75</sup> CW 25, pp. 335-38.

<sup>76</sup> Per evitare questo, il progetto deve contenere quattro elementi, analoghi a quelli indicati nel cap. III, nota 24: 1) un impegno finanziario ridotto, non superiore a tre miliardi di dollari; 2) il versamento di quote costituite in parte da oro; 3) un legame fra quote e poteri di voto; 4) un accordo sui tassi di cambio dei principali paesi. Negli *Articles of Agreement* questi elementi si ritrovano sostanzialmente tutti, compreso il primo in quanto il totale delle quote previsto dagli accordi, pari a 8,8 miliardi di dollari, deve essere confrontato con i 26 miliardi proposti da Keynes (Eichengreen, *Hegemonic Stability Theories* cit., pp. 265-66).

<sup>77</sup> CW 25, pp. 437-42; Horsefield, *International Monetary Fund* cit., vol. III, pp. 128-31.

<sup>78</sup> CW 26, p. 10.

<sup>79</sup> «If I have any authority to pronounce on what is and what is not the essence and meaning of a gold standard, I should say that this plan is the exact

sul sistema monetario della rivoluzione keynesiana fondata sul rifiuto dell'ipotesi di equilibrio del modello classico.

I preparativi per la conferenza di Bretton Woods<sup>80</sup> cominciano nell'aprile 1944. Il 25 maggio il segretario del Tesoro americano Morgenthau, con l'assenso del presidente Roosevelt, invita quarantaquattro nazioni a partecipare alla conferenza, che avrà inizio il primo luglio<sup>81</sup>. Fra diciassette di queste si tiene, nella seconda

opposite of it. The plan in its relation to gold is, indeed, very close to proposals which I advocated in vain as the right alternative, when I was bitterly opposing this country's return to gold. The gold standard, as I understand it, means a system under which the external value of a national currency is rigidly tied to a fixed quantity of gold which can only honourably be broken under *force majeure*; and it involves a financial policy which compels the internal value of the domestic currency to conform to this external value as fixed in terms of gold» (ivi, p. 17). Nella pagina successiva aggiunge: «The plan not merely confirms the de-thronement [of gold] but approves it by expressly providing that it is the duty of the Fund to alter the gold value of any currency if it is shown that this will be serviceable to equilibrium. In fact, the plan introduces in this respect an epoch-making innovation in an international instrument, the object of which is to lay down sound and orthodox principles. For instead of maintaining the principle that the internal value of a national currency should conform to a prescribed *de jure* external value, it provides that its external value should be altered if necessary so as to conform to whatever *de facto* internal value results from domestic policies, which themselves shall be immune from criticism by the Fund. Indeed, it is made the duty of the Fund to approve changes which will have this effect. That is why I say that these proposals are the exact opposite of the gold standard. They lay down by international agreement the essence of the new doctrine, far removed from the old orthodoxy» (ivi, pp. 18-19). La portata di tale cambiamento è testimoniata dalla mole di lavoro svolto per la stesura della riforma, come sottolinea lo stesso Keynes nella conclusione del discorso alla Camera dei Lords. «The proposals which are before your Lordships are the result of the collaboration of many minds and the fruit of the collective wisdom of the experts of many nations. I have spent many days and weeks in the past year in the company of experts of this country, of the Dominions, of our European Allies and of the United States; and, in the light of some past experience I affirm that these discussions have been without exception a model of what such gatherings should be – objective, understanding, without waste of time or expense of temper. I dare to speak for the much abused so-called experts. I even venture sometimes to prefer them, without intending any disrespect, to politicians. The common love of truth, bred of a scientific habit of mind, is the closest of bonds between the representatives of divers nations» (ivi, pp. 20-21).

<sup>80</sup> Horsefield, *The International Monetary Fund* cit., vol. I, capp. 4 e 5.

<sup>81</sup> In aggiunta alle delegazioni ufficiali, viene invitato anche il rappresentante della Danimarca ma a titolo personale, in quanto non è stato costituito formalmente un governo danese in esilio (ivi, vol. I, p. 79). Queste informa-

metà di giugno ad Atlantic City, un incontro preliminare con lo scopo specifico di eliminare i contrasti più evidenti fra Regno Unito e Stati Uniti. Non si arriva però a un testo definitivo perché, come spiega Keynes<sup>82</sup> in una lettera a Richard Hopkins, White non vuole presentare ai paesi e ai membri della delegazione statunitense assenti ad Atlantic City un documento già completo sul quale apporre solo un timbro di approvazione.

Il giorno stabilito settecotrenta partecipanti, il triplo rispetto alle previsioni, convengono al Mount Washington Hotel di Bretton Woods, New Hampshire, riaperto per l'occasione dopo due anni di chiusura. I lavori, durati fino al 22 luglio, sono suddivisi fra tre commissioni riguardanti il Fondo, la Banca mondiale e la cooperazione finanziaria internazionale, presiedute rispettivamente da White, Keynes e dal messicano Eduardo Suarez. L'impegno chiesto ai delegati è pressante e si svolge in condizioni non certo ideali<sup>83</sup>; i documenti prodotti sono cinquecento per un totale di circa milleduecento pagine. Gran parte delle divergenze, però, sono affrontate in riunioni informali fra i paesi maggiori. A questo riguardo, i contatti degli Stati Uniti con l'Unione Sovietica nei primi mesi del 1944 avevano fatto emergere differenze su alcuni aspetti della trattativa. I sovietici puntavano a di-

zioni sono tratte dal citato lavoro di Horsefield, al quale si rinvia per una cronistoria dettagliata.

<sup>82</sup> CW 26, p. 61.

<sup>83</sup> Keynes fornisce un'icastica testimonianza dell'atmosfera. «It is as though [...] one had to accomplish the preliminary work of many interdepartmental and Cabinet committees, the job of the [...] draftsmen, and the passage [...] of two intricate legislative measures of large dimensions, all this carried on in committees and commissions numbering anything up to 200 persons in rooms with bad acoustics, shouting through microphones, many of those present [...] with an imperfect knowledge of English, each wanting to get something on the record which would look well in the press down at home, and [...] the Russians only understanding what was afoot with the utmost difficulty. [...] We have all of us worked every minute of our waking hours [...] all of us [...] are all in» (citato in Horsefield, *International Monetary Fund* cit., vol. I, p. 92). Fra l'altro, le precarie condizioni di salute di Keynes subiscono un repentino peggioramento come annota Lionel Robbins nel suo diario: «[...] throughout the Conference we have all felt that as regards Keynes's health we were on the edge of a precipice. There was one evening of prostration at Atlantic City, two the first week here, three last week, and I now feel that is a race between the exhaustion of his powers and the termination of the Conference» (CW 26, p. 97, n. 25).

minuire il loro contributo, aumentare il potere di voto, non attribuire al Fondo la facoltà di fissare il cambio del rublo, ridurre i versamenti in oro dei paesi occupati. Nonostante la partecipazione alla conferenza di Bretton Woods, l'Unione Sovietica non ratifica il trattato; al di là dei contrasti di tipo tecnico, lo scontro politico fra Est e Ovest emerso nel dopoguerra chiude ogni spazio alla cooperazione, non solo in campo monetario. Del resto, anche all'interno del blocco occidentale, la firma degli accordi non segna l'inizio di una fase di collaborazione ma di conflitto. La discussione non si limita all'interpretazione delle clausole fondamentali, come l'articolo VIII sulla convertibilità e le sue implicazioni per le *sterling balances*<sup>84</sup>, e concerne anche aspetti puramente funzionali, quali la scelta della sede del Fondo e della Banca, il loro modello organizzativo e il relativo assetto economico<sup>85</sup>.

Questi risvolti del dibattito si inquadrano nel contesto più generale della trasformazione in atto nel sistema dalla fine del *gold standard*. Nelle intenzioni dei suoi architetti, la costruzione di

<sup>84</sup> J. Gold, *The Multilateral System of Payments. Keynes, Convertibility, and the International Monetary Fund's Articles of Agreement*, International Monetary Fund, Washington (D.C.) 1981.

<sup>85</sup> Questi problemi danno luogo a un'aspra trattativa il cui esame, però, esula dal presente lavoro; si accenneranno in breve gli episodi più rilevanti. Secondo Keynes le nuove istituzioni dovrebbero avere sede in due città diverse, Londra e New York. A Bretton Woods la questione non viene risolta; il 10 luglio, gli americani propongono che il Fondo e la Banca siano ospitati nel paese con la quota più alta mentre i britannici ottengono di rinviare la decisione alla prima riunione. A Savannah nel marzo 1946, gli Stati Uniti, con l'appoggio della Cina e di alcune nazioni sudamericane fanno passare la scelta di Washington quale sede di entrambi gli organismi provocando il risentimento degli inglesi e di numerose altre delegazioni. Al ritorno da Savannah, in un rapporto sui lavori della conferenza redatto a bordo della *Queen Mary*, Keynes così commenta. «These methods, however, were felt to be distasteful by many, including several of the Americans, who sympathised with and apologised to us behind the scenes, and created for a time a disagreeable atmosphere, though the cloud gradually lifted towards the end» (CW 26, p. 222). In una lettera a Kahn del 13 marzo, egli si lamenta dell'indirizzo di gestione voluto dagli americani, basato su un organico gonfiato e altissimi salari allo scopo di cattivarsi i favori di molti stati membri, in particolare di quelli sudamericani (ivi, pp. 217; 225). Secondo il racconto di Sir George Bolton, durante il viaggio Keynes scrive un feroce articolo di condanna della politica americana, ma Rowe-Dutton e lo stesso Bolton lo convincono a distruggere il testo per non compromettere gli interessi della Gran Bretagna (Kahn, *op. cit.*, pp. 28-29).

Bretton Woods avrebbe dovuto ripristinare la simmetria nel meccanismo di aggiustamento e il multilateralismo nel commercio internazionale in un regime di cambi fissi, assegnando ai singoli paesi una discreta autonomia per attuare una politica economica indirizzata al pieno impiego. In realtà, il nuovo ordine monetario, per le intrinseche difficoltà di realizzazione e per il fatto stesso di essere il prodotto di un disegno elaborato da esperti, accelera il processo evolutivo verso la *fiat money*. Un siffatto progetto non ha precedenti<sup>86</sup>; presuppone almeno un'identità di approccio, un paradigma teorico generalmente accettato, ma anche questo non sembra sufficiente ad assicurare la validità del risultato. Infatti, il negoziato apre un confronto fra i partecipanti il cui esito è determinato dalla rispettiva forza contrattuale. Ne deriva un compromesso che, come quello raggiunto a Bretton Woods, è meno coerente delle proposte originarie per la sua natura ibrida<sup>87</sup>. Mentre il piano Keynes e il piano White forniscono soluzioni più nitide, rispettivamente un innovativo schema di *clearing* e un *gold exchange standard* riveduto, le reciproche concessioni<sup>88</sup> sfociano in un accordo poco consistente, ingenerando dubbi sulla sua tenuta nel lungo periodo.

Già alla fine dei lavori si apre un ampio dibattito sugli aspetti essenziali della costruzione di Bretton Woods, in primo luogo la sua coerenza<sup>89</sup>. Trascurando gli interventi di alcuni protagonisti

<sup>86</sup> Vedi *supra*, cap. III, nota 30.

<sup>87</sup> «Both the Keynes and the White plans are hybrids of these unsuccessful parents [the system of fixed exchange rates of the latter half of the 1920's and the Tripartite Agreement of 1936]. The fruit of their own marriage shows all the weaknesses to be expected from the inbreeding of defective stocks» (F.D. Graham, *Fundamentals* cit., p. 14). Riguardo alle trattative di Bretton Woods, Gardner nota: «But the elaboration of detailed rules was by itself no guarantee of Anglo-American collaboration; the rules would work only if they reflected a genuine consensus between the two countries on the means by which multilateral payments might be achieved» (Gardner, *op. cit.*, p. 143).

<sup>88</sup> M. De Cecco, *Origins of the Post-War Payments System*, in «Cambridge Journal of Economics», vol. 3, March 1979, n. 1, p. 53.

<sup>89</sup> I contributi al simposio apparso sulla «Review of Economic Statistics» nel novembre 1944 focalizzano alcuni punti cruciali. «The great issue of international economic collaboration is to find methods by which domestic policies aiming at high-level employment may be reconciled with freer international trade and investment. Means must be found whereby domestic policies do not restrain international cooperation while the necessity for balancing payments in and out of national economies does not introduce instability into do-

sti del negoziato<sup>90</sup>, poco interessanti in quanto mirano solo a difendere il contenuto degli accordi<sup>91</sup>, i risultati della conferenza sono analizzati sia dal punto di vista politico che da quello tecnico. Il primo non viene considerato in questa sede, ma è opportuno un breve cenno sull'acuirsi delle tensioni fra Stati Uniti e Regno Unito. Da parte americana, le obiezioni ricorrenti al nuovo sistema – il timore di dover sostenere gran parte dell'onere finanziario, la limitatezza delle risorse del Fondo, l'insufficienza del meccanismo di aggiustamento – comportano pressioni sulla Gran Bretagna per giungere alla convertibilità della sterlina e accettare la concessione di un prestito per fronteggiare le difficoltà del do-

mestic employment» (J.B. Condliffe, *Exchange Stabilization and International Trade*, in «Review of Economic Statistics», vol. XXVI, November 1944, n. 4, p. 166). «It will be one of the most delicate tasks of the Fund to arbitrate the conflict between the principle of exchange stability and the principle of non-interference with domestic policies. Since these two principles characterize the positions of the gold standard and of Lord Keynes respectively, one cannot be surprised to find the Fund Agreement rather obscure in this respect and inclined to leave it to the Board and the Executive Directors gradually to solve by experience and according to given circumstances what cannot be crystallized in unequivocal formulae right at the beginning» (G.N. Halm, *The International Monetary Fund*, in «Review of Economic Statistics», vol. XXVI, November 1944, n. 4, p. 172).

<sup>90</sup> E.M. Bernstein, *A Practical International Monetary Policy*, in «American Economic Review», vol. 34, December 1944, n. 4; Id., *Scarce Currencies and the International Monetary Fund*, in «Journal of Political Economy», vol. LIII, March 1945, n. 1; H.D. White, *The Monetary Fund: Some Criticisms Examined*, in «Foreign Affairs», vol. 23, January 1945, n. 2.

<sup>91</sup> Alcuni di questi articoli (A.E. Bourneuf, *Professor Williams and the Fund*, in «American Economic Review», vol. 34, December 1944, n. 4) rispondono alle critiche di John Williams, il fautore delle «key currencies». Bernstein, che sarà direttore del Research Department del Fondo dal 1946 al 1958, è un'eminenza grigia all'interno della delegazione americana, come testimonia, mettendo in evidenza anche i suoi limiti, Keynes in una lettera a Eady il 3 ottobre 1943. «Both the currency scheme and the investment scheme are, I think, largely the fruit of the brain not of Harry [White] but of his little attaché, Bernstein. It is with him rather than Harry that the pride of authorship lies. And when we seduce Harry from the true faith, little Bernstein wins him back again in the course of the night. Bernstein is a regular little rabbi, a reader out of the Talmud, to Harry's grand political high rabbidom. He is very clever and rather sweet, but knows absolutely nothing outside the turns and twists of his own mind. There is, as I have expressed it, a very high degree of endogamy between his ideas. The chap knows every rat run in his local ghetto, but it is difficult to persuade him to come out for a walk with us on the high ways of the world» (CW 25, p. 364).

poguerria. Al contrario, gli inglesi sottolineano l'assenza di obblighi stringenti per i paesi creditori e si oppongono a una subitanea applicazione delle nuove regole<sup>92</sup>. Il prevalere della posizione americana, come è noto, comporterà gravi ripercussioni sull'economia inglese.

Sul piano tecnico, si rileva innanzitutto un problema già incontrato nel *gold exchange standard*, ossia la posizione di forza di un paese creditore di fronte a una richiesta di rivalutazione<sup>93</sup>. Nello stipulare accordi di cooperazione economica internazionale, gli Stati sovrani si comportano come agenti razionali che massimizzano la propria funzione obiettivo. Quindi, il negoziato è dominato dal paese leader e, in alcuni casi come quello concernente la clausola della moneta scarsa, può produrre un risultato carente dal punto di vista del benessere della collettività internazionale. La clausola, infatti, contrasta con una finalità essenziale della riforma: il ripristino della multilateralità degli scambi<sup>94</sup>. Frank Graham, mettendo in evidenza alcune analogie del sistema di Bretton Woods con l'accordo tripartito del 1936, ribadisce l'impossibilità di conciliare un regime di cambi fissi con una politica monetaria attiva<sup>95</sup>. In assenza di controlli valutari, l'autonomia

<sup>92</sup> R.F. Mikesell, *The International Monetary Fund*, in «Journal of Political Economy», vol. 57, October 1949, n. 5, p. 395, nota 2.

<sup>93</sup> Halm, *op. cit.*, p. 174.

<sup>94</sup> Ivi, p. 173; F.D. Graham, *The Cause and Cure of «Dollar Shortage»*, in *Essays in International Finance*, n. 10, Princeton University Press, Princeton 1949, p. 12.

<sup>95</sup> «It would seem that, after all this, we might have learned that we cannot both have our cake and eat it. We should know that we must either forgo fixed exchange rates or national monetary sovereignty if we are to avoid the disruption of equilibrium in freely conducted international trade or the system of controls and inhibitions which is the only alternative when the internal values of independent currencies deviate – as they always tend to do – from what was, perhaps, a correct relationship when the fixed rates of exchange were set up. Yet the old error was, to all intents and purposes, again repeated in the International Monetary Organization which did not much curtail national monetary sovereignty. It is true that some concessions were made to the consequent demand for flexibility in exchange relationships. But there is, nevertheless, a strong bias in the statute toward the ideal of rates maintained unchanged for an indefinitely lengthy period, and not even the slightest provision for the adoption, by the various participating countries, of the congruent monetary policies without which a system of fixed exchange rates simply does not make sense» (F.D. Graham, *The Cause and the Cure cit.*, p. 6, corsivo nel testo).

della politica economica dei paesi membri<sup>96</sup> scarica l'aggiustamento sul cambio. Questa conclusione è corroborata dalla progressiva affermazione del pensiero di Keynes, che assegna all'obiettivo del pieno impiego un'assoluta priorità<sup>97</sup>.

Diversamente da queste letture critiche, autori noti come Simons, Nurkse e Viner si esprimono in maniera non negativa sul disegno di Bretton Woods. Anticipando interpretazioni successive, Simons vede il Fondo come un'agenzia con un compito di coordinamento delle politiche monetarie e fiscali e individua nella stabilità del potere d'acquisto del dollaro la condizione essenziale per il successo del sistema<sup>98</sup>. Nurkse dà un giudizio positivo sul raggiungimento delle finalità degli accordi; eventuali conflitti fra equilibrio interno ed esterno possono essere risolti attraverso la politica commerciale per far fronte a difficoltà temporanee, ovvero attraverso il tasso di cambio per superare problemi di carattere strutturale<sup>99</sup>. Confermando il suo atteggiamento favorevole già espresso nei confronti dei piani Keynes e White, Viner, pur non pronunciandosi in modo chiaro sull'esito della riforma, la considera necessaria e vede il futuro delle relazioni monetarie internazionali costellato da una serie di negoziati<sup>100</sup>. Oltre a rispondere alle obie-

<sup>96</sup> Halm, *op. cit.*, p. 174.

<sup>97</sup> Difendendo la coerenza degli accordi, Bernstein pone il perseguimento della piena occupazione come condizione per mantenere l'equilibrio internazionale. «No one who has worked closely with these proposals has claimed that the Fund and the Bank can do more than provide a favorable environment for the expansion of international trade and investment. Other measures are necessary. The most important single step that countries can take to facilitate the work of the Fund and the Bank is to pursue policies for full employment. It will not be possible to maintain international balance if in any of the great industrial countries there is large and prolonged unemployment. The Bretton Woods Conference recognized that the harmonization of national policies designed to promote and maintain high levels of employment is essential to a successful international monetary policy» (Bernstein, *A Practical cit.*, pp. 782-83).

<sup>98</sup> H.C. Simons, *The Future International Position of the United States as Affected by the Fund and Bank. Discussion*, in «American Economic Review. Papers and Proceedings», vol. 35, May 1945, n. 2.

<sup>99</sup> R. Nurkse, *International Monetary Policy and the Search for Economic Stability*, in «American Economic Review. Papers and Proceedings», vol. 37, May 1947, n. 2, p. 577.

<sup>100</sup> J. Viner, *Gli accordi di Bretton Woods [1944] e La cooperazione economica internazionale [1947]*, entrambi in Id., *Commercio internazionale e sviluppo economico. Saggi di economia internazionale*, Utet, Torino 1957; Id., *In-*

zioni più ricorrenti, egli non condivide la previsione di un *dollar shortage*<sup>101</sup> e giudica l'opposizione dei banchieri al nuovo sistema in aperta contraddizione con i loro stessi obiettivi<sup>102</sup>.

In generale, la visione prevalente nell'immediato dopoguerra è di diffuso scetticismo riguardo all'efficacia dei meccanismi di mercato, orientando la scelta degli strumenti di politica economica verso i controlli. Un caso specifico è rappresentato dal cosiddetto «elasticity pessimism» riguardante i ridotti valori delle elasticità di domanda e offerta nella condizione di Bickerdike, che implicano un peggioramento della bilancia commerciale in seguito a una svalutazione<sup>103</sup>. Il favore per i controlli è, comunque, temperato dalla raccomandazione di rimuoverli al più presto<sup>104</sup> perché non possono risolvere squilibri strutturali, che richiedono invece una variazione del cambio.

Il predominio di questa concezione antitetica alle forze di mercato emerge chiaramente dalla discussione di un problema al centro del dibattito nel secondo dopoguerra, il *dollar shortage*. La previsione di un cospicuo e persistente surplus della bilancia americana si basa sulla convinzione di un'insufficienza del meccanismo di aggiustamento. Da un lato, l'approccio classico è ormai rifiutato in quanto la banca centrale può sterilizzare l'afflusso di oro riducendo drasticamente i suoi effetti sul reddito e sul livello dei prezzi, come nei primi anni Trenta. Dall'altro, l'approccio keynesiano non conduce certamente al riequilibrio dei conti con l'estero se l'aumento del reddito, dovuto alla crescita delle esportazioni, non è accompagnato da un incremento degli investimenti<sup>105</sup>. Peraltro, non

*ternational Finance in the Postwar World*, in «Journal of Political Economy», vol. LV, April 1947, n. 2.

<sup>101</sup> Viner, *Gli accordi di Bretton Woods* cit., p. 596, nota 1.

<sup>102</sup> Id., *La cooperazione economica* cit., p. 633.

<sup>103</sup> Bloomfield annovera tra i «pessimisti» Balogh, Hansen, Kalecky, Lerner e Tinbergen. Bloomfield, tuttavia, non condivide la loro opinione e, percorrendo i risultati di ricerche più recenti, collega l'efficacia della svalutazione alla lunghezza del periodo preso in considerazione (A.I. Bloomfield, *International Monetary Policy and the Search for Economic Stability. Discussion*, in «American Economic Review. Papers and Proceedings», vol. 37, May 1947, n. 2, pp. 582-83).

<sup>104</sup> Nurkse, *International Monetary Policy* cit., pp. 373-74.

<sup>105</sup> L.A. Metzler, *The Theory of International Trade*, in H.S. Ellis (a cura di), *A Survey of Contemporary Economics*, Blakiston, Philadelphia 1948.

mancano i tentativi di riabilitare il modello classico. Fels si domanda le ragioni del successo del *gold standard* prima della grande guerra e ipotizza che, nel più lungo periodo, un aumento dello stock di oro abbia effetto sul reddito e sui prezzi in concomitanza di una fase espansiva del ciclo<sup>106</sup>. Perciò, il meccanismo classico di aggiustamento non è affatto inefficace ed è stato accantonato troppo in fretta. Citando Lloyd Metzler, «the pendulum has now swung too far in the anti-classical direction»<sup>107</sup>, Fels invita a riconsiderare la teoria classica<sup>108</sup>. A questo proposito, Frank Graham fa risalire allo sviluppo della *managed currency* negli anni Venti la rottura dello *specie-flow mechanism* e l'emergere degli squilibri fra le due guerre: è questa l'origine del *dollar shortage* e dell'incoerenza del disegno di Bretton Woods<sup>109</sup>. Il mantenimento di tassi di cambio non di equilibrio distorce il commercio internazionale e intensifica lo sbilancio dei conti con l'estero. Proponendo i cambi flessibili, Graham anticipa la critica di Friedman concernente la «one-way bet» offerta agli speculatori da un sistema di cambi fissi ma aggiustabili<sup>110</sup>; la riforma approvata a Bretton Woods è priva di coerenza e, in mancanza di coordinamento delle politiche monetarie, è destinata a fallire<sup>111</sup>. Oltre a questa obiezione di carattere gene-

<sup>106</sup> R. Fels, *Gold and International Equilibrium*, in «American Economic Review», vol. 39, December 1949, n. 6, pp. 1282-283.

<sup>107</sup> Metzler, *op. cit.*, p. 254.

<sup>108</sup> Fels, *op. cit.*, p. 1283.

<sup>109</sup> F.D. Graham, *The Cause and Cure* cit. Vedi anche *supra*, cap. III, nota 95.

<sup>110</sup> Friedman, *The Case* cit.

<sup>111</sup> «In the establishment of the International Monetary Fund in 1945 we had not learned the obvious lessons of the inter-war period and had forgotten that the days of the sacred repute of gold had long since passed away. The Fund, therefore, not only repeated the errors of most of its predecessor organizations but has added noxious features never before embodied in any international agreement. All this is the result not of malevolence but of a stubborn refusal to face facts. Uncoordinated national monetary policies, non-discriminatory, multilateral, trade on the basis of free enterprise, and exchange rates fixed, even provisionally, cannot be made to mix. We must choose between them. If we insist on fixed exchange rates we must proceed immediately to the coordination of national monetary policies on a covenanted basis or we shall lose our bone in pursuit of a shadow. If a covenanted coordination of national monetary policies is held to be impracticable, the sooner we abandon any effort to keep unchanging exchange relationships between the various national currencies the better it will be for all concerned. This will require the reform, or demise, of the

rale, i rilievi specifici riguardano l'enfasi eccessiva sul problema della deflazione e sull'obiettivo del pieno impiego, e il ricorso ai controlli valutari. La rinuncia a questi ultimi e la flessibilità delle economie sono necessarie per accrescere l'efficacia dell'aggiustamento e ridurre i costi in un contesto di integrazione monetaria<sup>112</sup>. Nel suo commento, Lerner individua nella mobilità del lavoro il criterio di sostenibilità di un regime di cambi fissi anticipando il contributo di Mundell alle aree valutarie ottimali<sup>113</sup>.

All'indomani della conferenza di Bretton Woods, il dibattito è influenzato dalla diffusione del pensiero keynesiano, ma è proprio Keynes a mettere in guardia da un netto rifiuto della teoria classica. Già il discorso inaugurale, tenuto a Savannah il 9 marzo 1946, rivela un certo pessimismo in contrasto con il tono degli scritti precedenti<sup>114</sup>. Ricordando la fragilità delle istituzioni internazionali, spesso strumentalizzate dai paesi più forti, egli raccomanda di salvaguardare il carattere internazionale del Fondo e della Banca mondiale in quanto la fiducia riposta in entrambi gli organismi è legata a un approccio scevro di interessi di parte, altrimenti la politica prevale<sup>115</sup>. L'intervento di Savannah sembra correggere il suo giudizio, sempre positivo, dei risultati conseguiti a Bretton Woods. Un analogo intento si ritrova nel suo ultimo

International Monetary Organization» (F.D. Graham, *The Cause and Cure* cit., pp. 14-15).

<sup>112</sup> E. Wood, *International Monetary Policy and the Search for Economic Stability. Discussion*, in «American Economic Review. Papers and Proceedings», vol. 37, May 1947, n. 2.

<sup>113</sup> A.P. Lerner, *International Monetary Policy and the Search for Economic Stability. Discussion*, in «American Economic Review. Papers and Proceedings», vol. 37, May 1947, n. 2, p. 594; R.A. Mundell, *A Theory of Optimum Currency Areas*, in «American Economic Review», vol. 51, September 1961.

<sup>114</sup> CW 26, pp. 215-17.

<sup>115</sup> «I hope that Mr Kelchner has not made any mistake and that there is no malicious fairy, no Carabosse, whom he has overlooked and forgotten to ask to the party. For if so the curses which that bad fairy will pronounce will, I feel sure, run as follows: – 'You two brats shall grow up politicians; your every thought and act shall have an *arrière-pensée*; everything you determine shall not be for its own sake or on its own merits but because of something else.' If this should happen, then the best that could befall – and that is how it might turn out – would be for the children to fall into an eternal slumber, never to waken or be heard of again in the courts and markets of Mankind» (CW 26, pp. 216-17).

articolo<sup>116</sup> in cui, attraverso un dettagliato esame statistico della bilancia dei pagamenti americana, Keynes mette in dubbio alcune proposizioni generalmente accettate. Data la pressione al rialzo sui prezzi negli Stati Uniti, la previsione di un *dollar shortage* nei cinque-dieci anni successivi viene rifiutata sulla base dell'ipotesi dello *specie-flow mechanism* e, in generale, delle forze che determinano l'equilibrio nella teoria classica<sup>117</sup>. Quest'ultima man-

<sup>116</sup> J.M. Keynes, *The Balance of Payments of the United States*, in «Economic Journal», vol. LVI, June 1946, n. 222.

<sup>117</sup> «In the long run more fundamental forces may be at work, if all goes well, tending towards equilibrium, the significance of which may ultimately transcend ephemeral statistics. I find myself moved, not for the first time, to remind contemporary economists that *the classical teaching embodied some permanent truths of great significance, which we are liable to-day to overlook because we associate them with other doctrines which we cannot now accept without much qualification*. There are in these matters deep undercurrents at work, natural forces, one can call them, or even the *invisible hand*, which are operating towards equilibrium. If it were not so, we could not have got on even so well as we have for many decades past. The United States is becoming a high-living, high-cost country beyond any previous experience. Unless their internal, as well as their external, economic life is to become paralysed by the Midas touch, they will discover ways of life which, compared with the ways of the less fortunate regions of the world, must tend towards, and not away from, external equilibrium» (ivi, p. 185, corsivo aggiunto). Commentando con favore nella pagina successiva la proposta americana di una conferenza sulla liberalizzazione commerciale, Keynes aggiunge: «We have here sincere and thoroughgoing proposals, advanced on behalf of the United States, expressly directed towards creating a system which allows the classical medicine to do its work. It shows how much modernist stuff, gone wrong and turned sour and silly, is circulating in our system, also incongruously mixed, it seems, with age-old poisons, that we should have given so doubtful a welcome to this magnificent, objective approach which a few years ago we should have regarded as offering incredible promise of a better scheme of things» (ivi, p. 186).

<sup>118</sup> «I do not suppose that the classical medicine will work by itself or that we can depend on it. We need quicker and less painful aids of which exchange variation and overall import control are the most important. But in the long run these expedients will work better and we shall need them less, if the classical medicine is also at work. And if we reject the medicine from our systems altogether, we may just drift on from expedient to expedient and never get really fit again. The great virtue of the Bretton Woods and Washington proposals, taken in conjunction, is that they marry the use of the necessary expedients to the wholesome long-run doctrine» (ivi, p. 186). Nella conclusione, tuttavia, traspare una nota di pessimismo sulla consistenza della soluzione raggiunta e, quindi, sul suo duraturo successo. «No one can be certain of anything in this age of flux and change. Decaying standards of life at a time when our command over the production of material satisfactions is the greatest ever, and

tiene una sua validità, altrimenti non si spiegherebbe il successo del *gold standard* prima del 1914. Infine, dopo aver riconosciuto l'utilità dei controlli sul commercio e della variazione del cambio nel breve periodo, egli richiama l'attenzione sui limiti di tali espedienti e ribadisce l'importanza del meccanismo classico di aggiustamento nel più lungo termine<sup>118</sup>.

In definitiva, le discussioni iniziali sul sistema di Bretton Woods individuano i problemi al centro del dibattito successivo. Data l'improponibilità di un ritorno all'oro e la crescente attenzione per il contributo keynesiano, gli economisti decisamente contrari al progetto sono pochi, sebbene molti rilevino il possibile conflitto fra un regime di cambi fissi e una politica economica volta al conseguimento di obiettivi interni, condizionando il successo di Bretton Woods alla composizione di quel conflitto<sup>119</sup>. È nella complessità di questo compito che va ricercata l'origine dei problemi del nuovo ordine monetario e della sua crisi successiva.

Lo sforzo dei protagonisti degli accordi del 1944 è di costruire il sistema su fondamenta solide. Nel breve periodo, le politiche monetarie e fiscali sono indirizzate alla piena occupazione e il *buffer* delle riserve consente di far fronte a temporanee difficoltà della bilancia dei pagamenti. Nel medio termine, il permanere di un disequilibrio richiede un diverso orientamento delle politiche ovvero una variazione della parità qualora si verifichi un non meglio definito «squilibrio fondamentale»<sup>120</sup>. Il tentativo degli architetti di Bretton Woods è di predisporre un disegno coe-

a diminishing scope for individual decision and choice at a time when more than before we should be able to afford these satisfactions, are sufficient to indicate an underlying contradiction in every department of our economy. No plans will work for certain in such an epoch. But if they palpably fail, then, of course, we and everyone else will try something different» (ivi, p. 186).

<sup>119</sup> «The experience of the thirties has demonstrated the pitfalls of monetary isolation along purely national lines and the difficulties of reconciling domestic stability and prosperity with international balance. The Bretton Woods agreements, without returning to the full subordination of national monetary policies to the single goal of exchange stability, have sought to re-establish some mechanism designed to protect the international economy against autarkistic excesses in the monetary field» (R. Triffin, *National Central Banking and the International Economy*, in «Review of Economic Studies», vol. XIV (2), 1946-47, n. 36, p. 58).

<sup>120</sup> J. Williamson, *On the System in Bretton Woods*, in «American Economic Review. Papers and Proceedings», vol. 75, May 1985, n. 2.

rente, in grado di superare gli inconvenienti registrati fra le due guerre mondiali. Negli anni successivi alla conferenza, tuttavia, alcuni importanti sviluppi riportano quel disegno nell'alveo del *gold exchange standard*, accentuandone le peculiarità e i difetti.

Nella storia del sistema monetario, le cesure sono il risultato di shock rilevanti e di sostanziali avanzamenti della teoria<sup>121</sup>. Nel secondo dopoguerra, due fattori cruciali spezzano la continuità del processo evolutivo: il predominio schiacciante degli Stati Uniti nelle relazioni economiche internazionali e la definitiva affermazione del pensiero keynesiano. Le regole del gioco si allontanano dallo spirito del trattato, producendo molteplici conseguenze. Innanzitutto, la maggior parte delle monete è agganciata al dollaro, riflettendo il naturale atteggiamento dei banchieri centrali teso a farsi scudo di un'ancora monetaria per arginare le interferenze del governo<sup>122</sup>; quindi, una variazione della parità viene considerata un evento eccezionale e si impone un regime di cambi fissi. Inoltre, la proprietà di simmetria è invalidata e il comportamento del paese leader diventa essenziale per garantire la sostenibilità dell'ordine monetario. Sotto la spinta della rivoluzione keynesiana, l'importanza assunta dall'obiettivo dell'occupazione accentua le tensioni cui è soggetto il sistema, le quali, dovendo necessariamente scaricarsi sul disegno delle politiche o sul cambio, rendono il meccanismo di *adjustable peg* estremamente vulnerabile. A questo riguardo, bisogna distinguere la posizione degli Stati Uniti da quella degli altri paesi. Diversamente da questi, obbligati a correggere la politica economica in caso di squilibrio per non alterare la parità, il paese leader può trascurare il vincolo esterno e perseguire gli obiettivi interni in quanto utilizza il grado di libertà derivante dal *redundancy problem* mundelliano. Allo stesso tempo, l'n.mo paese deve assicurare l'ancoraggio del sistema mantenendo stabile il livello dei prezzi; perciò, la solidità dell'architettura di Bretton Woods poggia, in ultima analisi, sulla capacità del paese leader di disciplinare la propria politica economica in funzione di quell'obiettivo.

Nella mutata temperie culturale, il *policymaker* attribuisce alla stabilità del potere d'acquisto minore importanza rispetto al

<sup>121</sup> Cesarano, *Monetary Systems* cit.

<sup>122</sup> Vedi *infra*, cap. III, nota 125.

pieno impiego. Non valendo più la proprietà simmetrica, gli Stati Uniti possono puntare al mantenimento dell'occupazione, lasciando andare alla deriva il sistema. Il nuovo ordine monetario diviene allora non più sostenibile.

La trasformazione in un *dollar standard*, tuttavia, non è immediata. I banchieri centrali continuano ad assegnare all'oro un ruolo non trascurabile accumulando, ad eccezione degli Stati Uniti, cospicue riserve auree. Il contrasto che oppone coloro che fanno iniziare il *dollar standard* negli anni Sessanta, e più precisamente nel 1968 con l'abbandono del *gold pool*<sup>123</sup>, a chi data tale evoluzione già dal 1950<sup>124</sup> sottintende una diversità di opinione riguardo al carattere del regime di Bretton Woods: un vero e proprio *gold exchange standard* oppure un sistema puramente fiduciario. Il comportamento delle banche centrali era coerente con la prima interpretazione anche se mancavano i presupposti per garantire la vitalità del tipo a cambio aureo. Lo stesso ritardo culturale con cui negli anni Venti le autorità monetarie si adeguarono al passaggio dal *gold standard* al *gold exchange standard* sembra ripetersi nel secondo dopoguerra, quando la progressiva affermazione della *fiat money* non viene affatto percepita<sup>125</sup>. In ta-

<sup>123</sup> Williamson, *On the System* cit., p. 77; Bordo, *The Bretton Woods* cit., p. 74. Come afferma John Williamson: «Bretton Woods ratified the gold-exchange standard, it did not legislate a dollar standard» (Williamson, *On the System* cit., p. 75).

<sup>124</sup> McKinnon, *op. cit.*, p. 15.

<sup>125</sup> Friedman pone in risalto il conservatorismo estremo dei banchieri centrali e il loro attaccamento al *gold standard*, ribadendo la debolezza delle istituzioni nate a Bretton Woods. «The central bankers of the world – [...] the extreme right of the political spectrum – [...] and numerous other proponents of a fully operative gold standard are fervent defenders of the price system in most other manifestations. Yet they oppose its application to exchange rates because they cling to the shadow of rigid rates in the hope of getting the substance of external restraints on domestic monetary policy. The result has been support for a system which makes the worst of both worlds. The postwar system of exchange rates, temporarily rigid but subject to change from time to time by governmental action, can provide neither the certainty about exchange rates and the freedom from irresponsible governmental action of a fully operative gold standard, nor the independence of each country from the monetary vagaries of other countries, nor the freedom of each country to pursue internal monetary stability in its own way that are provided by truly flexible exchange rates. This postwar system sacrifices the simultaneous achievement of the two major objectives of vigorous multilateral trade and independence

le contesto, anche se gli Stati Uniti avessero raggiunto una non effimera stabilità dei prezzi, le determinanti del *Triffin dilemma* avrebbero comunque messo in tensione il sistema. In assenza di una mutata concezione del meccanismo monetario fondata sul completo distacco dalla merce lungo le linee anticipate da Keynes fin dal 1923, un comportamento virtuoso del paese leader non sarebbe forse stato sufficiente a mantenere in vita il nuovo assetto.

Le proprietà di equilibrio del sistema di Bretton Woods appaiono fragili. Manca soprattutto un meccanismo credibile in grado di far rispettare le regole necessarie per la sostenibilità. Il graduale processo di abbandono del *commodity standard*, iniziato all'indomani della grande guerra, comporta l'introduzione di istituzioni monetarie. È una conseguenza della diffusione di elementi fiduciari<sup>126</sup>; quindi, alcune importanti funzioni, prima svolte dal mercato, vengono affidate ai responsabili delle istituzioni. Ciò aveva già sollevato difficoltà sul piano interno; su quello internazionale poi, il problema diventa estremamente complesso<sup>127</sup>. Al

of internal monetary policy on the altar of the essentially minor objective of a rigid exchange rate» (M. Friedman, *Why the Dollar Shortage?*, in «The Freeman», vol. 4, 14 December 1953, n. 6, in Id., *Dollars and Deficits. Inflation, Monetary Policy and the Balance of Payments*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, N.J., 1968, p. 217).

<sup>126</sup> Hicks, *Critical Essays* cit., cap. I; Id., *Monetary Theory* cit.

<sup>127</sup> Su questo punto, economisti dall'orientamento così diverso come Hayek e Hicks esprimono lo stesso parere, sebbene la posizione di Hicks sia più possibilista. «Here my aim has merely been to show that whatever our views about the desirable behaviour of the total quantity of money, they can never legitimately be applied to the situation of a single country which is part of an international economic system, and that any attempt to do so is likely in the long run and for the world as a whole to be an additional source of instability. This means of course that a really rational monetary policy could be carried out only by an international monetary authority, or at any rate by the closest cooperation of the national authorities and with the common aim of making the circulation of each country behave as nearly as possible as if it were part of an intelligently regulated international system. But I think it also means that so long as an effective international monetary authority remains an utopian dream, any mechanical principle (such as the gold standard) which at least secures some conformity of monetary changes in the national area to what would happen under a truly international monetary system is far preferable to numerous independent and independently regulated national currencies. If it does not provide a really rational regulation of the quantity of money, it at any rate tends to make it behave on roughly foreseeable lines, which is of the greatest importance» (Hayek, *Monetary Nationalism* cit., pp. 93-94). «But how

di là della sua coerenza, il quadro istituzionale riflette, sia nel disegno che nell'applicazione, il peso politico dei partecipanti. Di fatto, mentre la gran parte dei paesi membri osserverà la disciplina imposta dalle regole del gioco, la politica economica americana seguirà un indirizzo contrastante, in particolare negli anni Sessanta. L'intento di ripristinare una consistente struttura delle relazioni monetarie si infrange contro il cambiamento dello stato dell'arte determinato dalla *General Theory*<sup>128</sup>. In ultima analisi, lo shock del 1929, mettendo in dubbio l'ipotesi di equilibrio dell'economia, inaugura una politica economica indirizzata alla piena occupazione. La costruzione di Bretton Woods rappresenta il tentativo finale di mantenere un legame delle istituzioni monetarie con la merce, il cui fallimento segna il definitivo passaggio alla *fiat money*.

Nonostante le approfondite analisi della riforma, non si trovano cenni sulla possibile diffusione della moneta-segno. Si identifica una tendenza nella direzione di un «independent monetary management on the national scale»<sup>129</sup>, ma non il definitivo allontanamento dal *commodity standard*<sup>130</sup>. Data l'affinità al tipo a

should the powers, which governments have been unwilling to entrust to their own Central Banks (once they have realized what is involved) be entrusted to an International Bank? That is the dilemma, the old dilemma, to which we have now come back, on the international plane. Stated like that, the problem looks insoluble. In such black and white terms, it probably is. But to set rules against no rules is to make too sharp an opposition. Can we find rules that are acceptable to national pride, and to national self-interest, and which yet give scope for some minimum of management – just enough to give the international credit structure the security it so sorely needs? It will be a narrow passage, but one must hope that there will be a way through» (Hicks, *Monetary Theory* cit., p. 173).

<sup>128</sup> Lo stesso Keynes, in un passo molto citato di quell'opera, sottolinea l'importanza della teoria economica nell'influenzare il corso degli eventi. «[...] the ideas of economists and political philosophers, both when they are right and when they are wrong, are more powerful than is commonly understood. Indeed the world is ruled by little else. [...] soon or late, it is ideas, not vested interests, which are dangerous for good or evil» (Keynes, *The General Theory* cit., pp. 383-84). E anche Hayek nota: «[...] I do believe that in the long run human affairs are guided by intellectual forces» (Hayek, *Monetary Nationalism* cit., p. 94).

<sup>129</sup> Triffin, *National Central Banking* cit., p. 54.

<sup>130</sup> Paradossalmente, l'unico riferimento alla transizione verso la moneta-segno nel Regno Unito e negli Stati Uniti nel corso degli anni Trenta è di Benjamin Graham, lo strenuo assertore della *commodity reserve currency* (B.

cambio aureo della soluzione adottata a Bretton Woods, i critici ne individuano presto i difetti sulla base dell'esperienza degli anni Venti e Trenta, suggerendo che l'aggiustamento degli eventuali squilibri avvenga attraverso le variazioni del cambio e i controlli. Invece, non si considera appieno l'impatto del paradigma della *General Theory* sulla politica economica e sui residui legami con la moneta-merce. Contrariamente alle convinzioni del momento, infatti, la crisi del sistema sarà innescata dal comportamento deviante del paese leader. Il timore degli americani durante l'intero negoziato di diventare la «milch cow»<sup>131</sup> del resto del mondo risulterà infondato e la crisi sarà determinata dal motivo opposto: il perseguimento da parte degli Stati Uniti di finalità interne in contrasto con quelle internazionali e, in definitiva, con la sostenibilità del sistema.

Il mutamento di indirizzo nella teoria economica nel corso degli anni Trenta capovolge il modello del *gold standard* fondato sul mantenimento della parità. Le misure di politica diventano di segno opposto: in seguito a un deficit della bilancia dei pagamenti provocato da una caduta delle esportazioni, bisogna espandere la domanda interna per compensare la diminuzione del reddito e dell'occupazione. La prescrizione sarebbe stata esattamente contraria nel tipo oro che, malgrado un certo grado di flessibilità dovuto alla sterilizzazione dei flussi monetari, era governato dal mercato della merce-moneta, come dimostra la stabilità del potere d'acquisto nel lunghissimo periodo<sup>132</sup>. Nel secondo dopoguerra alcuni paesi, e soprattutto il Regno Unito, attuano politiche senza tener conto dei limiti temporali cui è soggetta la loro efficacia e, trascurando le conclusioni dello stesso Keynes<sup>133</sup>, si propongono di risolvere problemi strutturali attraverso provvedimenti di breve periodo con esiti disastrosi. Perciò, la costruzione di Bretton Woods, divenuta ben più rigida rispetto agli originali piani di riforma, non regge all'urto delle forze che agiscono nella transizione verso la moneta-segno, rivelando la scarsa consistenza del-

Graham, *Money as Pure Commodity*, in «American Economic Review. Papers and Proceedings», vol. 37, May 1947, n. 2, pp. 305-306).

<sup>131</sup> Vedi *supra*, cap. III, nota 72.

<sup>132</sup> Nurkse, *International Monetary Policy* cit., p. 576.

<sup>133</sup> Vedi *supra*, cap. III, nota 118.

le regole del gioco. Il legame con l'oro è solo apparente; di fatto, un regime di cambi fissi tra diverse *fiat monies* caratterizza il sistema, che manca dei presupposti di credibilità e coerenza per essere sostenibile. Con l'attuazione degli accordi, questi problemi emergono in maniera vistosa trascinando il nuovo ordine monetario verso una crisi insanabile.

## IV

### CONCLUSIONI

Negli anni Trenta, il sistema monetario internazionale attraversa una crisi senza precedenti in concomitanza della cospicua accumulazione di oro in Francia e Stati Uniti; nei primi anni Settanta, il definitivo distacco dall'oro segna la fine dell'ordine monetario di Bretton Woods. L'antinomia di tali episodi illustra icasticamente la chiave interpretativa di questo lavoro: la transizione dalla *commodity money* alla *fiat money*. Gli accordi di Bretton Woods coincidono con una fase critica di tale passaggio sul quale il mutamento di indirizzo dell'analisi economica ha un peso determinante.

All'indomani della prima guerra mondiale, l'obiettivo dei *policymakers* è di ripristinare il tipo oro, ma gli economisti più originali come Fisher e Keynes propongono assetti istituzionali diversi disegnati in funzione di una politica economica attiva. Nei suoi appunti per un discorso tenuto al National Liberal Club nel dicembre 1922, Keynes considera il progresso della teoria monetaria «one of biggest jumps forward ever achieved in economic science»<sup>1</sup>. L'idea essenziale è di piegare le regole del *commodity standard*, in cui le politiche e l'economia nel suo complesso si modificano per essere coerenti con il mantenimento della parità, al fine di raggiungere più elevati livelli di benessere. In quel periodo, questi contributi non rappresentano lo stato dell'arte e il loro impatto sul comportamento delle autorità monetarie è trascurabile. Peraltro, anche le innovazioni introdotte con il *gold exchange standard* non sono affatto accettate dai banchieri centrali, ancora

<sup>1</sup> CW 19, p. 160.

legati al tipo oro<sup>2</sup>; si pongono perciò le premesse di una crisi irreversibile della moneta-merce.

In seguito all'esperienza traumatica della grande depressione, il *gold standard* viene rifiutato dalla maggioranza degli studiosi, soprattutto dopo il diffondersi del messaggio della *General Theory*. Il progetto di Bretton Woods nasce in questo contesto. Il compromesso raggiunto è il risultato di un confronto politico e tecnico che soffre di una sfasatura temporale fra avanzamento della teoria economica e disegno del quadro istituzionale, approdando a una soluzione di scarsa coerenza. Il tentativo di coniugare la piena occupazione con un regime di cambi fissi è sviluppato in modo innovativo nel piano Keynes e in maniera più tradizionale nel piano White. Il prevalere di quest'ultimo, in una temperie dominata dal pensiero keynesiano, accentua le incongruenze della costruzione di Bretton Woods. I controlli sui movimenti di capitale, lungi dal rendere coerente la struttura del sistema, ne rivelano i limiti nelle fasi critiche esacerbate dall'operare dell'*adjustable peg*. La convertibilità del dollaro in oro rappresenta soltanto un residuo legame con la moneta-merce ma non costituisce un'ancora effettiva. Con la progressiva trasformazione in un *fiat money standard*, si manifesta il *redundancy problem* mundelliano, assente nel tipo oro; grazie al grado di libertà di cui gode, l'n<sup>mo</sup> paese può attuare una politica monetaria indipendente. Si ribalta, perciò, l'ideale delle parità irrevocabili emerso durante il *gold standard* quando, nel 1887, Marshall si avventurava nella seguente previsione: «[...] verrà il giorno in cui sarà considerato contrario alla ragione che

<sup>2</sup> «The banks which apply the pure gold standard – in other words, those which do not include foreign exchange in their fundamental or secondary reserves – enjoy a higher prestige than those which apply the gold exchange standard. The former are regarded as a higher, the latter as a lower type of bank. The belief prevails that the first class has greater power and greater resources. Such a classification is devoid of scientific justification. Nevertheless it exists, and the Central Banks must reckon with it. As a result of it, banks tend to abandon the gold exchange standard as soon as the economic position of the country has improved and as soon as fairly large reserves have been amassed for the support of the currency. Thus the gold exchange standard is regarded as a transitory system, and Central Banks which have already accumulated considerable foreign exchange reserves endeavour to increase their stock of gold in order to raise their prestige thereby. Frequently, they do this without any real need» (F. Mlynarsky, *The Functioning of the Gold Standard*, League of Nations, Geneva 1931, p. 89).

un paese regoli la sua moneta senza tener conto degli altri paesi, così come lo sarebbe l'adozione di codici di segnalazione marittima che non tenessero alcun conto dei codici di segnalazione degli altri paesi»<sup>3</sup>. In quel momento, il successo del tipo oro era visto come un progresso sostanziale nel disegno delle istituzioni, che aveva posto fine al disordine monetario dei secoli passati. Dopo gli accordi di Bretton Woods, il raggiungimento della piena occupazione diviene il fulcro della politica economica. Gran parte dei motivi addotti per spiegare il crollo del sistema – i difetti strutturali del progetto, come il *gold exchange standard* e le parità fisse ma aggiustabili, la mancata stabilizzazione del livello dei prezzi da parte degli Stati Uniti, la riluttanza dei paesi industriali a seguire la politica americana per concentrarsi invece sulle proprie finalità<sup>4</sup> – sono riconducibili a questo fattore. Una disamina delle regole del gioco rivela solo i particolari di un problema generale dovuto all'aver calato uno schema istituzionale rigido, analogo al tipo a cambio aureo, in un approccio che sfocia nel mantenimento del pieno impiego. In definitiva, l'influenza della teoria monetaria sull'evoluzione e sulla sostenibilità dell'assetto istituzionale è decisiva. Le proprietà e il successo del *gold standard* poggiavano sul metallismo e sul modello classico fondato sull'ipotesi di equilibrio. Il rifiuto di entrambi è all'origine della transizione epocale dalla moneta-merce alla moneta-segno; il regime di Bretton Woods segna uno snodo di questo percorso in cui l'adeguamento delle istituzioni è in ritardo rispetto alla svolta radicale dell'analisi economica. Perciò, la costruzione non tiene e il nuovo ordine monetario si rivela solo un ultimo, caduco tentativo di conservare un legame con la moneta-merce.

Alla luce di queste considerazioni, l'enigma del sistema di Bretton Woods posto in risalto da Eichengreen<sup>5</sup>, ossia il suo notevole ma effimero successo, trova una spiegazione. L'attuazione di una politica economica volta al pieno impiego rafforza inizialmente il processo di crescita; allo stesso tempo, la graduale trasformazione in un *dollar standard* elimina la maggiore fonte di squilibrio dei primi anni Trenta in quanto i paesi in surplus non

<sup>3</sup> Citato in Viner, *Due piani per la stabilizzazione* cit., p. 561.

<sup>4</sup> Bordo, *The Bretton Woods* cit., p. 83.

<sup>5</sup> Vedi *supra*, p. 4.

accumulano solo oro ma anche attività in dollari. Questi sviluppi favorevoli perdurano fino a quando i vincoli del sistema, cambi fissi e convertibilità, mettono alla prova la coerenza dell'intera costruzione. Quest'ultima poggia sul comportamento del paese leader che, muovendo dal pensiero keynesiano, trascura l'obiettivo di stabilità dei prezzi. Perciò, gli effetti positivi di breve periodo pongono le premesse per l'accumularsi di squilibri che sarà impossibile comporre nell'ambito delle regole del gioco.

Forse il contributo di Bretton Woods è di aver prodotto una spinta ideale verso la liberalizzazione del commercio internazionale, principio già presente nell'*Atlantic Charter*. Il progresso su questo terreno sarà necessariamente lento e, peraltro, si realizzerà attraverso altri organismi, come la European Payments Union per quanto concerne il multilateralismo degli scambi. L'assetto scaturito dagli accordi del 1944, invece, non costituisce una riforma soddisfacente; la scarsa consistenza dei suoi fondamenti porterà il nuovo ordine monetario internazionale verso una crisi insanabile.

Da quell'esperienza si trae una lezione per il futuro. Lo sviluppo della *fiat money* è per sua natura irreversibile. Guardare all'attuale assetto istituzionale come a un «non sistema» denota solo l'assenza di un insieme di regole scritte, non certo di un modello. Questo è chiaramente individuabile nell'ipotesi di offerta di moneta competitiva applicata a un contesto internazionale<sup>6</sup>. Dopo la scomparsa di ogni relazione con la merce e la diffusione dei cambi flessibili, ciascun paese emette una propria *fiat money* distinguibile dalle altre con le quali è in concorrenza. In prospettiva, sarà ancora il prevalente stato dell'arte, e in particolare la validità o meno attribuita all'ipotesi di equilibrio dell'economia, a indirizzare l'evoluzione delle istituzioni monetarie. Anche con il superamento di un mezzo di scambio tangibile, la visione prevalente riguardo all'efficacia dell'azione del *policymaker* resterà comunque determinante. Si potrà, quindi, ritornare a un credibile regime di cambi fissi solo in presenza di un modello teorico largamente condiviso che implichi un disegno di politica economica coerente con quel regime.

<sup>6</sup> B. Klein, *The Competitive Supply of Money*, in «Journal of Money, Credit and Banking», vol. 6, November 1974; F. Cesarano, *Competitive Money Supply: The International Monetary System in Perspective*, in «Journal of Economic Studies», vol. 26, 1999, n. 3.

## BIBLIOGRAFIA

- W.R. Allen, *Irving Fisher and the 100 percent Reserve Proposal*, in «Journal of Law and Economics», vol. XXXVI, October 1993, pp. 703-17.
- J.W. Angell, *The General Objectives of Monetary Policy*, in A.D. Gayer (a cura di), *The Lessons of Monetary Experience*, George Allen and Unwin, London 1937.
- W.T.M. Beale, Jr., M.T. Kennedy e W.J. Winn, *Commodity Reserve Currency: A Critique*, in «Journal of Political Economy», vol. 50, August 1942, n. 4, pp. 579-94.
- B.S. Bernanke, *The World on a Cross of Gold. A Review of «Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939»*, in «Journal of Monetary Economics», vol. 31, April 1993, n. 2, pp. 251-267.
- E.M. Bernstein, *A Practical International Monetary Policy*, in «American Economic Review», vol. 34, December 1944, n. 4, pp. 771-84.
- E.M. Bernstein, *Scarce Currencies and the International Monetary Fund*, in «Journal of Political Economy», vol. LIII, March 1945, n. 1, pp. 1-14.
- F. Black, *Banking and Interest Rates in a World Without Money: The Effects of Uncontrolled Banking*, in «Journal of Bank Research», vol. 1, Autumn 1970, n. 3, pp. 9-20.
- M. Blaug, *Economic Theory in Retrospect*, Cambridge University Press, Cambridge 1997.
- F.L. Block, *The Origins of International Economic Disorder*, University of California Press, Berkeley 1977.
- A.I. Bloomfield, *International Monetary Policy and the Search for Economic Stability. Discussion*, in «American Economic Review. Papers and Proceedings», vol. 37, May 1947, n. 2, pp. 581-87.
- A.I. Bloomfield, *Monetary Policy under the International Gold Standard: 1880-1914*, Federal Reserve Bank of New York, New York 1959.
- M.D. Bordo, *The Gold Standard: The Traditional Approach*, in M.D. Bordo e A.J. Schwartz (a cura di), *A Retrospective on the Classical Gold Standard, 1821-1931*, The University of Chicago Press, Chicago 1984.
- M.D. Bordo, *The Bretton Woods International Monetary System: A Historical Overview*, in M.D. Bordo e B. Eichengreen (a cura di), *A Ret-*

- respective on the Bretton Woods System*, The University of Chicago Press, Chicago 1993.
- M.D. Bordo, E.U. Choudhri e A.J. Schwartz, *Was Expansionary Monetary Policy Feasible During the Great Contraction? An Examination of the Gold Standard Constraint*, National Bureau of Economic Research, Working Paper 7125, May 1999, pp. 3-49.
- M.D. Bordo e B. Eichengreen, *Implications of the Great Depression for the Development of the International Monetary System*, in M.D. Bordo, C. Goldin e E.N. White (a cura di), *The Defining Moment. The Great Depression and the American Economy in the Twentieth Century*, The University of Chicago Press, Chicago 1998.
- M.D. Bordo, C. Goldin e E.N. White (a cura di), *The Defining Moment*, The University of Chicago Press, Chicago 1998.
- M.D. Bordo e F.E. Kydland, *The Gold Standard As a Rule: An Essay in Exploration*, in «Explorations in Economic History», vol. 32, October 1995, n. 4, pp. 423-64.
- M.D. Bordo e H. Rockoff, *The Gold Standard as a 'Good Housekeeping Seal of Approval'*, in «Journal of Economic History», vol. 56, June 1996, n. 2, pp. 389-428.
- M.D. Bordo e A.J. Schwartz (a cura di), *A Retrospective on the Classical Gold Standard, 1821-1931*, The University of Chicago Press, Chicago 1984.
- A.E. Bourneuf, *Professor Williams and the Fund*, in «American Economic Review», vol. 34, December 1944, n. 4, pp. 840-47.
- A.E. Bourneuf, *The Future International Position of the United States as Affected by the Fund and Bank. Discussion*, in «American Economic Review. Papers and Proceedings», vol. 35, May 1945, n. 2, pp. 289-94.
- C.W. Calomiris e D.C. Wheelock, *Was the Great Depression a Watershed for American Monetary Policy?*, in M.D. Bordo, C. Goldin e E.N. White (a cura di), *The Defining Moment*, The University of Chicago Press, Chicago 1998.
- R. Cantillon, *Essai sur la Nature du Commerce en Général* [1734], Frank Cass, London 1959.
- G. Cassel, *Money and Foreign Exchange after 1914*, Constable, London 1922.
- G. Cassel, *The Theory of Social Economy* [1932], Augustus M. Kelley, New York 1967.
- G. Cassel, *The Crisis in the World's Monetary System*, Clarendon Press, Oxford 1932.
- G. Cassel, *The Downfall of the Gold Standard* [1936], Augustus M. Kelley, New York 1966.
- F. Cesarano, *Milton Friedman and Some Exponents of the Austrian School*, in «Revue Internationale d'Histoire de la Banque», vol. 7, 1973, pp. 161-84.

- F. Cesarano, *The Rational Expectations Hypothesis in Retrospect*, in «American Economic Review», vol. 73, March 1983, n. 1, pp. 198-203.
- F. Cesarano, *On the Role of the History of Economic Analysis*, in «History of Political Economy», vol. 15, Spring 1983, n. 1, pp. 63-82.
- F. Cesarano, *Law and Galiani on Money and Monetary Systems*, in «History of Political Economy», vol. 22, Summer 1990, n. 2, pp. 321-340.
- F. Cesarano, *Note sulla teoria della politica monetaria*, in «Moneta e Credito», vol. 44, settembre 1991, n. 175, pp. 323-42.
- F. Cesarano, *The New Monetary Economics and the Theory of Money*, in «Journal of Economic Behavior and Organization», vol. 26, May 1995, n. 3, pp. 445-55.
- F. Cesarano, *On the Effectiveness of Changes in Money Supply: The Puzzle of Mill's View*, in «History of Political Economy», vol. 28, Fall 1996, n. 3, pp. 459-73.
- F. Cesarano, *Hume's Specie-Flow Mechanism and Classical Monetary Theory: An Alternative Interpretation*, in «Journal of International Economics», vol. 45, June 1998, n. 1, pp. 173-86.
- F. Cesarano, *Expectations and Monetary Policy: A Historical Perspective*, in «The Manchester School», vol. 66, September 1998, n. 4, pp. 439-452.
- F. Cesarano, *Monetary Systems and Monetary Theory*, in «Kredit und Kapital», 32. Jahrgang, 1999, Heft 2, pp. 192-208.
- F. Cesarano, *Competitive Money Supply: The International Monetary System in Perspective*, in «Journal of Economic Studies», vol. 26, 1999, n. 3, pp. 188-200.
- J.M. Clark, *The Proposal for a Composite Commodity Currency*, in *Economic Essays in Honour of Gustav Cassel [1933]*, Frank Cass, London 1967.
- S.V.O. Clarke, *The Reconstruction of the International Monetary System: The Attempts of 1922 and 1933*, Princeton Studies in International Finance, n. 33, Princeton University, Princeton 1973.
- Committee on Currency and Foreign Exchanges after the War, *First Interim Report* (Rapporto del Cunliffe Committee), Cmd. 9182, HMSO, London [1918], in B. Eichengreen (a cura di), *The Gold Standard in Theory and History*, Methuen, New York 1985.
- Committee on Finance and Industry, *Report* (Rapporto del Macmillan Committee), Cmd. 3897, HMSO, London 1931.
- J.B. Condliffe, *Exchange Stabilization and International Trade*, in «Review of Economic Statistics», vol. XXVI, November 1944, n. 4, pp. 166-69.
- F. Cotula e L. Spaventa (a cura di), *La politica monetaria tra le due guerre 1919-1935*, «Collana storica» della Banca d'Italia, Laterza, Roma-Bari 1993.

- G. Davies, *A History of Money: From Ancient Times to the Present Day*, The University of Wales Press, Cardiff 1994.
- M. De Cecco, *Origins of the Post-War Payments System*, in «Cambridge Journal of Economics», vol. 3, March 1979, n. 1, pp. 49-61.
- M. De Cecco, *The International Gold Standard*, Frances Pinter, London 1984.
- M. De Cecco, *Gold Standard*, in J. Eatwell, M. Milgate e P. Newman (a cura di), *The New Palgrave. A Dictionary of Economics*, Macmillan, London 1987.
- M. De Cecco (a cura di), *L'Italia e il sistema monetario internazionale 1919-1936*, «Collana storica» della Banca d'Italia, Laterza, Roma-Bari 1993.
- I. De Vegh, *The International Clearing Union*, in «American Economic Review», vol. 33, September 1943, n. 3, pp. 534-56.
- I. De Vegh, *Peace Aims, Capital Requirements, and International Lending*, in «American Economic Review. Papers and Proceedings», vol. 35, May 1945, n. 2, pp. 253-61.
- A. van Dormael, *Bretton Woods. Birth of a Monetary System*, Macmillan, London 1978.
- M.S. Eccles, *Controlling Booms and Depressions*, in A.D. Gayer (a cura di), *The Lessons of Monetary Experience*, George Allen and Unwin, London 1937.
- B. Eichengreen (a cura di), *The Gold Standard in Theory and History*, Methuen, New York 1985.
- B. Eichengreen, *Hegemonic Stability Theories of the International Monetary System*, in R.N. Cooper, B. Eichengreen, C.R. Henning, G. Holtham e R.D. Putnam (a cura di), *Can Nations Agree? Issues in International Economic Cooperation*, The Brookings Institution, Washington (D.C.) 1989.
- B. Eichengreen, *International Monetary Instability between the Wars: Structural Flaws or Misguided Policies?*, in Y. Suzuki, J. Miyake e M. Okabe (a cura di), *The Evolution of the International Monetary System*, University of Tokyo Press, Tokyo 1990.
- B. Eichengreen, *Golden Fetters. The Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939*, Oxford University Press, Oxford 1992.
- B. Eichengreen, *International Monetary Arrangements for the 21<sup>st</sup> Century*, The Brookings Institution, Washington (D.C.) 1994.
- B. Eichengreen, *Globalizing Capital. A History of the International Monetary System*, Princeton University Press, Princeton 1996.
- B. Eichengreen e M. Flandreau (a cura di), *The Gold Standard in Theory and History*, Routledge, London 1997.
- H.S. Ellis, *The Problem of Exchange Systems in the Postwar World*, in «American Economic Review. Papers and Proceedings», vol. 32, March 1942, n. 1, pp. 195-205.

- H.S. Ellis, *Can National and International Monetary Policies Be Reconciled?*, in «American Economic Review. Papers and Proceedings», vol. 34, March 1944, n. 1, pp. 385-95.
- E.F. Fama, *Banking in the Theory of Finance*, in «Journal of Monetary Economics», vol. 6, January 1980, n. 1, pp. 39-57.
- M. Fanno, *Lezioni di economia politica. Parte speciale: La moneta e i sistemi monetari*, Cedam, Padova 1932.
- R. Fels, *Gold and International Equilibrium*, in «American Economic Review», vol. 39, December 1949, n. 6, pp. 1281-283.
- I. Fisher, *The Purchasing Power of Money* [1911], Augustus M. Kelley, New York 1963.
- I. Fisher, *A Compensated Dollar*, in «Quarterly Journal of Economics», vol. XXVII, February 1913, pp. 213-35.
- I. Fisher, *What an International Conference on the High Cost of Living Could Do*, Institut International de Statistique, XIV Session, n. 25, September 1913.
- I. Fisher, *Stabilizing the Dollar*, Macmillan, New York 1920.
- I. Fisher, *The Debt-Deflation Theory of Great Depressions*, in «Econometrica», vol. 1, October 1933, pp. 337-57.
- I. Fisher, *100 per cent Money* [1935], The City Printing Company, New Haven 1945.
- M. Flandreau, *Central Bank Co-operation in Historical Perspective: A Sceptical View*, in «Economic History Review», vol. 50, November 1998, n. 4, pp. 735-63.
- M. Flandreau, J. Le Cacheux e F. Zumer, *Stability Without a Pact? Lessons from the European Gold Standard, 1880-1914*, in «Economic Policy», vol. 26, April 1998, pp. 117-62.
- M. Friedman, *The Case for Flexible Exchange Rates*, in Id., *Essays in Positive Economics*, The University of Chicago Press, Chicago 1953.
- M. Friedman, *Why the Dollar Shortage?*, in «The Freeman», vol. 4, 14 December 1953, n. 6, in Id., *Dollars and Deficits. Inflation, Monetary Policy and the Balance of Payments*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs (N.J.) 1968.
- M. Friedman, *Why the American Economy is Depression-Proof* [1954], in Id., *Dollars and Deficits. Inflation, Monetary Policy and the Balance of Payments*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs (N.J.) 1968.
- M. Friedman, *A Program for Monetary Stability*, Fordham University Press, New York 1960.
- M. Friedman, *Real and Pseudo Gold Standards*, in «Journal of Law and Economics», vol. IV, October 1961, ristampato in Id., *Dollars and Deficits. Inflation, Monetary Policy and the Balance of Payments*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs (N.J.) 1968.
- M. Friedman, *The Political Economy of International Monetary Ar-*

- rangements, in Id., *Dollars and Deficits. Inflation, Monetary Policy and the Balance of Payments*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs (N.J.) 1968.
- M. Friedman, *The Resource Cost of Irredeemable Paper Money*, in «Journal of Political Economy», vol. 94, June 1986, n. 3, pp. 642-47.
- M. Friedman, *Money Mischief*, Harcourt Brace Jovanovich, New York 1992.
- M. Friedman, *John Maynard Keynes*, in Federal Reserve Bank of Richmond «Economic Quarterly», vol. 83, Spring 1997, n. 2, pp. 2-23.
- M. Friedman e A.J. Schwartz, *A Monetary History of the United States 1867-1960*, Princeton University Press, Princeton 1963.
- W. Funk, *Wirtschaftliche Neuordnung Europas*, M. Müller und Sohn, Berlin 1940.
- F. Galiani, *Della moneta* [1751], Feltrinelli, Milano 1963.
- G.M. Gallarotti, *The Anatomy of an International Monetary Regime: The Classical Gold Standard*, Oxford University Press, Oxford 1995.
- R.N. Gardner, *Sterling-Dollar Diplomacy: The Origins and the Prospects of Our International Economic Order*, McGraw-Hill, New York 1969.
- A.D. Gayer (a cura di), *The Lessons of Monetary Experience*, George Allen and Unwin, London 1937.
- A. Giovannini, *Bretton Woods and Its Precursors: Rules Versus Discretion in the History of International Monetary Regimes*, in M.D. Bordo e B. Eichengreen (a cura di), *A Retrospective on the Bretton Woods System*, The University of Chicago Press, Chicago 1993.
- J. Gold, *The Multilateral System of Payments. Keynes, Convertibility, and the International Monetary Fund's Articles of Agreement*, International Monetary Fund, Washington (D.C.) 1981.
- B. Graham, *Storage and Stability*, McGraw-Hill, New York 1937.
- B. Graham, *The Critique of Commodity-Reserve Currency. A Point-by-Point Reply*, in «Journal of Political Economy», vol. 51, February 1943, n. 1, pp. 66-69.
- B. Graham, *World Commodities and World Currency*, McGraw-Hill, New York 1944.
- B. Graham, *Money as Pure Commodity*, in «American Economic Review. Papers and Proceedings», vol. 37, May 1947, n. 2, pp. 304-307.
- B. Graham e J. Hirsch, *Stockpiles for Stability. Buffer Stocks and International Monetary Policy*, Memorandum Presented to the Mexico City Conference of IMF and BRD, September 2, Committee for Economic Stability, New York 1952.
- F.D. Graham, *The Primary Functions of Money and their Consummation in Monetary Policy*, in «American Economic Review. Papers and Proceedings», vol. 30, March 1940, n. 1, pp. 1-16.
- F.D. Graham, *Commodity-Reserve Currency: A Criticism of the Critique*, in «Journal of Political Economy», vol. 51, February 1943, n. 1, pp. 70-75.

- F.D. Graham, *Fundamentals of International Monetary Policy*, in *Essays in International Finance*, n. 2, Princeton University Press, Princeton 1943.
- F.D. Graham, *Can National and International Monetary Policies Be Reconciled? Discussion*, in «American Economic Review. Papers and Proceedings», vol. 34, March 1944, n. 1, pp. 399-401.
- F.D. Graham, *Keynes vs. Hayek on a Commodity Reserve Currency*, in «Economic Journal», vol. 54, December 1944, n. 215-216, pp. 422-429.
- F.D. Graham, *The Cause and Cure of «Dollar Shortage»*, in *Essays in International Finance*, n. 10, Princeton University Press, Princeton 1949.
- W.W. Haines, *Keynes, White, and History*, in «Quarterly Journal of Economics», vol. 58, November 1943, n. 1, pp. 120-33.
- R.E. Hall, *Explorations in the Gold Standard and Related Policies for Stabilizing the Dollar*, in Id. (a cura di), *Inflation: Causes and Effects*, University of Chicago Press, Chicago 1982.
- R.E. Hall, *Irving Fisher's Self-Stabilizing Money*, in «American Economic Review. Papers and Proceedings», vol. 87, May 1997, n. 2, pp. 436-438.
- G.N. Halm, *The International Monetary Fund*, in «Review of Economic Statistics», vol. XXVI, November 1944, n. 4, pp. 170-75.
- J.D. Hamilton, *Monetary Factors in the Great Depression*, in «Journal of Monetary Economics», vol. 19, March 1987, n. 2, pp. 145-69.
- A.H. Hansen, *Monetary Policy in the Upswing*, in A.D. Gayer (a cura di), *The Lessons of Monetary Experience*, George Allen and Unwin, London 1937.
- A.G. Hart, N. Kaldor e J. Tinbergen, *The Case for an International Commodity Reserve Currency*, Geneva, United Nations Conference on Trade and Development, 17 February 1964, in N. Kaldor, *Essays on Economic Policy*, vol. II, Gerald Duckworth, London 1964.
- R.G. Hawtrey, *The Gold Standard*, in «Economic Journal», vol. XXIX, December 1919, n. 116, pp. 428-42.
- R.G. Hawtrey, *The Genoa Resolutions on Currency*, in «Economic Journal», vol. XXXII, September 1922, n. 127, pp. 290-304.
- R.G. Hawtrey, *The Gold Standard in Theory and Practice* [1927], Longmans, Green, London 1947.
- R.G. Hawtrey, *Money*, in *The Encyclopaedia Britannica*, Fourteenth Edition, vol. 15, Encyclopaedia Britannica, New York 1929.
- R.G. Hawtrey, *The Art of Central Banking* [1932], Frank Cass, London 1970.
- R.G. Hawtrey, *A Century of Bank Rate*, Longmans, Green, London 1938.
- R.G. Hawtrey, *Economic Destiny*, Longmans, Green, London 1944.
- R.G. Hawtrey, *Currency and Credit*, Longmans, Green, London 1950.

- F.A. von Hayek, *Prices and Production* [1931], Augustus M. Kelley, New York 1967.
- F.A. von Hayek, *The Fate of the Gold Standard* [1932], in Id., *Money, Capital & Fluctuations*, a cura di R. McCloughry, Routledge & Kegan Paul, London 1984.
- F.A. von Hayek, *On 'Neutral Money'* [1933], in Id., *Money, Capital & Fluctuations*, a cura di R. McCloughry, Routledge & Kegan Paul, London 1984.
- F.A. von Hayek, *Monetary Theory and the Trade Cycle* [1933], Augustus M. Kelley, New York 1966.
- F.A. von Hayek, *Monetary Nationalism and International Stability* [1937], Longmans, Green, London 1939.
- F.A. von Hayek, *A Commodity Reserve Currency*, in «Economic Journal», vol. 53, June-September 1943, n. 210-211, pp. 176-84.
- J. Hicks, *Critical Essays in Monetary Theory*, Clarendon Press, Oxford 1967.
- J. Hicks, *Monetary Theory and History. An Attempt at Perspective*, in Id., *Critical Essays in Monetary Theory*, Clarendon Press, Oxford 1967.
- J. Hicks, *A Theory of Economic History*, Oxford University Press, Oxford 1969.
- J.K. Horsefield, *The International Monetary Fund 1945-1965: Twenty Years of International Monetary Cooperation*, vol. I, *Chronicle*, International Monetary Fund, Washington (D.C.) 1969.
- J.K. Horsefield, *The International Monetary Fund 1945-1965: Twenty Years of International Monetary Cooperation*, vol. III, *Documents*, International Monetary Fund, Washington (D.C.) 1969.
- D. Hume, *Letter to Oswald, 1 November 1750*, in Id., *Writings on Economics*, a cura di E. Rotwein, The University of Wisconsin Press, Madison 1970.
- D. Hume, *Of Money* [1752], in Id., *Writings on Economics*, a cura di E. Rotwein, The University of Wisconsin Press, Madison 1970.
- D. Hume, *Of The Balance of Trade* [1752], in Id., *Writings on Economics*, a cura di E. Rotwein, The University of Wisconsin Press, Madison 1970.
- D. Hume, *Writings on Economics*, a cura di E. Rotwein, The University of Wisconsin Press, Madison 1970.
- J.G. Ikenberry, *The Political Origins of Bretton Woods*, in M.D. Bordo e B. Eichengreen (a cura di), *A Retrospective on the Bretton Woods System*, The University of Chicago Press, Chicago 1993.
- H. James, *International Monetary Cooperation since Bretton Woods*, International Monetary Fund and Oxford University Press, Washington (D.C.), Oxford 1996.
- S.W. Jevons, *Money and the Mechanism of Exchange* [1875], Kegan Paul, London 1878.

- S.W. Jevons, *Investigations in Currency and Finance*, Macmillan, London 1884.
- R.F. Kahn, *Historical Origins of the International Monetary Fund*, in A.P. Thirlwall (a cura di), *Keynes and International Monetary Relations. The Second Keynes Seminar Held at the University of Kent at Canterbury 1974*, Macmillan, London 1976.
- J.M. Keynes, *A Tract on Monetary Reform*, Macmillan, London 1923.
- J.M. Keynes, *The Economic Consequences of Mr Churchill* [1925], in *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. IX, Macmillan, London 1972.
- J.M. Keynes, *A Treatise on Money*, Macmillan, London 1930.
- J.M. Keynes, *The End of the Gold Standard (27 September 1931)*, in *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. IX, Macmillan, London 1972.
- J.M. Keynes, *The International Gold Problem* [1931], in *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. XXX, Macmillan, London 1989.
- J.M. Keynes, *The Means to Prosperity* [1933], in *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. IX, Macmillan, London 1972.
- J.M. Keynes, Lettera a «The Economist», 20 March 1933, in *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. XXI, Macmillan, London 1982.
- J.M. Keynes, *Poverty in Plenty: Is the Economic System Self-Adjusting?* [1934], in *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. XIII, Macmillan, London 1973.
- J.M. Keynes, *The Future of the Foreign Exchanges* [1935], in *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. XXI, Macmillan, London 1982.
- J.M. Keynes, *The General Theory of Employment, Interest and Money* [1936], Macmillan, London 1964.
- J.M. Keynes, *The Policy of Government Storage of Foodstuffs and Raw Materials*, in «Economic Journal», vol. 48, September 1938, n. 191, pp. 449-60.
- J.M. Keynes, *The Objective of International Price Stability*, in «Economic Journal», vol. 53, June-September 1943, n. 210-211, pp. 185-87.
- J.M. Keynes, *Keynes vs. Hayek on a Commodity Reserve Currency. Note*, in «Economic Journal», vol. 54, December 1944, n. 215-216, pp. 429-30.
- J.M. Keynes, *The Balance of Payments of the United States*, in «Economic Journal», vol. LVI, June 1946, n. 222, pp. 172-87.
- J.M. Keynes, *Activities 1922-1929: The Return to Gold and Industrial Policy*, *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, a cura di D. Moggridge, vol. XIX, Macmillan, London 1981.

- J.M. Keynes, *Activities 1940-1944. Shaping the Post-War World: The Clearing Union, The Collected Writings of John Maynard Keynes*, a cura di D. Moggridge, vol. XXV, Macmillan, London 1980.
- J.M. Keynes, *Activities 1941-1946. Shaping the Post-War World: Bretton Woods and Reparations, The Collected Writings of John Maynard Keynes*, a cura di D. Moggridge, vol. XXVI, Macmillan, London 1980.
- C.P. Kindleberger, *The World in Depression 1929-1939*, Allen Lane, London 1973.
- B. Klein, *The Competitive Supply of Money*, in «Journal of Money, Credit and Banking», vol. 6, November 1974, n. 4, pp. 423-53.
- P.R. Krugman, *The International Role of the Dollar: Theory and Prospect*, in J.F.O. Bilson e R.C. Marston (a cura di), *Exchange Rate Theory and Practice*, The University of Chicago Press, Chicago 1984, ristampato in P.R. Krugman, *Currencies and Crises*, The MIT Press, Cambridge (Mass.) 1992.
- T.S. Kuhn, *The Structure of Scientific Revolutions*, II ed., University of Chicago Press, Chicago 1970.
- D. Laidler, *The Golden Age of the Quantity Theory*, Philip Allan, New York 1991.
- D. Laidler, *Fabricating the Keynesian Revolution*, Cambridge University Press, Cambridge 1999.
- W.D. Lastrapes e G. Selgin, *The Check Tax: Fiscal Folly and the Great Monetary Contraction*, in «Journal of Economic History», vol. 57, December 1997, n. 4, pp. 859-78.
- J. Law, *Money and Trade Considered with a Proposal for Supplying the Nation with Money* [1705], Augustus M. Kelley, New York 1966.
- A.P. Lerner, *International Monetary Policy and the Search for Economic Stability. Discussion*, in «American Economic Review. Papers and Proceedings», vol. 37, May 1947, n. 2, pp. 592-94.
- R.A. Lester, *Monetary Experiments*, Princeton University Press, Princeton 1939.
- E. Lindahl, *International Economic Reconstruction Realized through Rational Management of Free Currencies*, in A.D. Gayer (a cura di), *The Lessons of Monetary Experience*, George Allen and Unwin, London 1937.
- R.E. Lüke, *The Schacht and the Keynes Plans*, in «Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review», March 1985, n. 152, pp. 65-76.
- F.A. Lutz, *The Keynes and White Proposals*, in *Essays in International Finance*, n. 1, Princeton University Press, Princeton 1943.
- A. Marshall, *Money Credit & Commerce*, Macmillan, London 1923.
- J.C. Martinez Oliva e M.L. Stefani, *Dal piano Marshall all'Unione europea dei pagamenti. Alle origini dell'integrazione economica europea, in Stabilità e sviluppo negli anni Cinquanta. L'Italia nel contesto in-*

- ternazionale*, a cura di F. Cotula, «Collana storica» della Banca d'Italia, Laterza, Roma-Bari 2000.
- D.N. McCloskey e R.J. Zecher, *How the Gold Standard Worked, 1880-1913*, in J.A. Frenkel e H.G. Johnson (a cura di), *The Monetary Approach to the Balance of Payments*, George Allen and Unwin, London 1976.
- D.N. McCloskey e R.J. Zecher, *The Success of Purchasing Power Parity: Historical Evidence and its Implications for Macroeconomics*, in M.D. Bordo e A.J. Schwartz (a cura di), *A Retrospective on the Classical Gold Standard, 1821-1931*, The University of Chicago Press, Chicago 1984.
- R.I. McKinnon, *The Rules of the Game: International Money in Historical Perspective*, in «Journal of Economic Literature», vol. XXXI, March 1993, n. 1, pp. 1-44.
- A.H. Meltzer, *Keynes on Monetary Reform and International Economic Order*, in F. Capie e G.E. Wood (a cura di), *Monetary Economics in the 1980s*, Macmillan, London 1989.
- L.A. Metzler, *The Theory of International Trade*, in H.S. Ellis (a cura di), *A Survey of Contemporary Economics*, Blakiston, Philadelphia 1948.
- R.F. Mikesell, *The International Monetary Fund*, in «Journal of Political Economy», vol. 57, October 1949, n. 5, pp. 395-412.
- J.S. Mill, *Essays on Some Unsettled Questions in Political Economy*, Parker, London 1844.
- J.S. Mill, *Principles of Political Economy* [1848], a cura di W. Ashley, Augustus M. Kelley, New York 1987.
- L. von Mises, *The Theory of Money and Credit* [1912], Liberty Classics, Indianapolis 1980.
- L. von Mises, *Monetary Stabilization and Cyclical Policy* [1928], in I.M. Kirzner, *Classics in Austrian Economics*, vol. III, *The Age of Mises and Hayek*, William Pickering, London 1994.
- L. von Mises, *L'azione umana. Trattato di economia* [1949], Utet, Torino 1959.
- F. Mlynarsky, *The Functioning of the Gold Standard*, League of Nations, Geneva 1931.
- F. Mlynarsky, *Proportionalism and Stabilization Policy*, in A.D. Gayer (a cura di), *The Lessons of Monetary Experience*, George Allen and Unwin, London 1937.
- D.E. Moggridge, *Keynes and the International Monetary System 1909-46*, in J.S. Cohen e G.C. Harcourt (a cura di), *International Monetary Problems and Supply-Side Economics. Essays in Honour of Lorie Tarshis*, Macmillan, London 1986.
- R.A. Mundell, *A Theory of Optimum Currency Areas*, in «American Economic Review», vol. 51, September 1961, pp. 657-65.

- R.A. Mundell, *The Future of the International Financial System*, in A.L.K. Acheson, J.F. Chant e M.F.J. Prachowny (a cura di), *Bretton Woods Revisited*, Macmillan, London 1972.
- R. Nurkse, *International Currency Experience. Lessons of the Inter-War Period*, League of Nations, Geneva 1944.
- R. Nurkse, *International Monetary Policy and the Search for Economic Stability*, in «American Economic Review. Papers and Proceedings», vol. 37, May 1947, n. 2, pp. 569-80.
- M. Obstfeld e K. Rogoff, *The Mirage of Fixed Exchange Rates*, in «Journal of Economic Perspectives», vol. 9, Fall 1995, n. 4, pp. 73-96.
- R.W. Oliver, *International Economic Co-operation and the World Bank*, Macmillan, London 1975.
- R. Opie, *Can National and International Monetary Policies Be Reconciled? Discussion*, in «American Economic Review. Papers and Proceedings», vol. 34, March 1944, n. 1, pp. 396-99.
- J. Oswald of Dunnikier, *Letter to Hume, 10 October 1750*, in D. Hume, *Writings on Economics*, a cura di E. Rotwein, The University of Wisconsin Press, Madison 1970.
- M. Pantaleoni, *Dei criteri che debbono informare la storia delle dottrine economiche*, in «Giornale degli Economisti», vol. XVII, Anno IX, Novembre 1898, pp. 407-31.
- D. Patinkin, *Financial Intermediaries and the Logical Structure of Monetary Theory*, in «American Economic Review», vol. 51, March 1961, n. 1, pp. 95-116.
- A.C. Pigou, *The Value of Money*, in «Quarterly Journal of Economics», vol. 32, November 1917, n. 1, pp. 38-65.
- A.C. Pigou, *Industrial Fluctuations*, Macmillan, London 1927.
- E. Puhl, *Europäische Währungs- und Kreditordnung*, in «Die Deutsche Volkswirtschaft», 9. Jahrgang, Oktober 1940, Heft 3, pp. 946-50.
- J. Redmond, *The Gold Standard between the Wars*, in S.N. Broadberry e N.F.R. Crafts (a cura di), *Britain in the International Economy*, Cambridge University Press, Cambridge 1992.
- D.H. Robertson, *Essays in Monetary Theory* [1928], Staples Press, London 1940.
- D.H. Robertson, *Money* [1928], Cambridge University Press, Cambridge 1970.
- D.H. Robertson, *The Post-War Monetary Plans*, in «Economic Journal», vol. LIII, December 1943, n. 212, pp. 352-60.
- J. Robinson, *The International Currency Proposals*, in «Economic Journal», vol. 53, June-September 1943, n. 210-211, pp. 161-75.
- J.H. Rogers, *Monetary Initiative in a Traditional World*, in A.D. Gayer (a cura di), *The Lessons of Monetary Experience*, George Allen and Unwin, London 1937.

- S. Rosen, *Austrian and Neoclassical Economics: Any Gains from Trade?*, in «Journal of Economic Perspectives», vol. 11, Fall 1997, n. 4, pp. 139-52.
- P.A. Samuelson, *A Corrected Version of Hume's Equilibrating Mechanisms for International Trade*, in J.S. Chipman e C.P. Kindleberger (a cura di), *Flexible Exchange Rates and the Balance of Payments: Essays in Memory of E. Sohmen*, North Holland, Amsterdam 1980.
- T.J. Sargent, *A Primer on Monetary and Fiscal Policy*, in «Journal of Banking & Finance», vol. 23, 1999, n. 10, pp. 1463-482.
- R.S. Sayers, *The Return to Gold, 1925*, in L.S. Pressnell (a cura di), *Studies in the Industrial Revolution*, London 1960, ristampato in S. Pollard (a cura di), *The Gold Standard and Employment Policies between the Wars*, Methuen, London 1970.
- E.F. Schumacher, *The New Currency Plans*, in «Bulletin, Institute of Statistics, Oxford», vol. 5, supplement, August 1943, n. 5, pp. 8-29.
- J.A. Schumpeter, *History of Economic Analysis*, Oxford University Press, Oxford 1954.
- H.C. Simons, *The Future International Position of the United States as Affected by the Fund and Bank. Discussion*, in «American Economic Review. Papers and Proceedings», vol. 35, May 1945, n. 2, pp. 294-96.
- F.G. Steindl, *Monetary Interpretations of the Great Depression*, University of Michigan Press, Ann Arbor 1995.
- F.G. Steindl, *Was Fisher a Practicing Quantity Theorist?*, in «Journal of the History of Economic Thought», vol. 19, Fall 1997, n. 2, pp. 241-60.
- S. Sumner, *News, Financial Markets, and the Collapse of the Gold Standard: 1931-1932*, in A.J. Field, G. Clark e W.A. Sundstrom (a cura di), *Research in Economic History*, vol. 17, London 1997.
- P. Temin, *Lessons from the Great Depression*, The MIT Press, Cambridge (Mass.) 1989.
- P. Temin e B.A. Wigmore, *The End of One Big Deflation*, in «Explorations in Economic History», vol. 27, October 1990, n. 4, ristampato in B. Eichengreen (a cura di), *Monetary Regime Transformations*, Edward Elgar, Aldershot 1992.
- H. Thornton, *An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*, J. Hatchard, London 1802.
- R. Triffin, *National Central Banking and the International Economy*, in «Review of Economic Studies», vol. XIV (2), 1946-47, n. 36, pp. 53-75.
- R. Triffin, *The Myth and Realities of the So-called Gold Standard*, in Id., *The Evolution of the International Monetary System: Historical Reappraisal and Future Perspectives*, Princeton University Press, Princeton 1964, ristampato in B. Eichengreen (a cura di), *The Gold Standard in Theory and History*, Methuen, New York 1985.

- G. Tullock, *Paper Money. A Cycle in Cathay*, in «Economy History Review», vol. IX, April 1957, n. 3, pp. 393-407.
- J. Viner, *Due piani per la stabilizzazione economica internazionale* [1943], in Id., *Commercio internazionale e sviluppo economico. Saggi di economia internazionale*, Utet, Torino 1957.
- J. Viner, *Gli accordi di Bretton Woods* [1944], in Id., *Commercio internazionale e sviluppo economico. Saggi di economia internazionale*, Utet, Torino 1957.
- J. Viner, *La cooperazione economica internazionale* [1947], in Id., *Commercio internazionale e sviluppo economico. Saggi di economia internazionale*, Utet, Torino 1957.
- J. Viner, *International Finance in the Postwar World*, in «Journal of Political Economy», vol. LV, April 1947, n. 2, pp. 97-107.
- H.D. White, *The French International Accounts. 1890-1913*, Harvard University Press, Cambridge (Mass.) 1933.
- H.D. White, *The Monetary Fund: Some Criticisms Examined*, in «Foreign Affairs», vol. 23, January 1945, n. 2, pp. 195-210.
- K. Wicksell, *Interest and Prices* [1898], Augustus M. Kelly, New York 1965.
- K. Wicksell, *Lectures on Political Economy*, vol. II [1906], Routledge, London 1946.
- D. Williams, *The 1931 Financial Crisis*, in «Yorkshire Bulletin of Economic and Social Research», vol. 15, November 1963, n. 2, pp. 92-110, ristampato in M. Thomas (a cura di), *The Disintegration of the World Economy Between the World Wars*, vol. II, Edward Elgar, Cheltenham 1996.
- J.H. Williams, *International Monetary Organization and Policy*, in A.D. Gayer (a cura di), *The Lessons of Monetary Experience*, George Allen and Unwin, London 1937.
- J. Williamson, *The Failure of World Monetary Reform, 1971-74*, New York University Press, New York 1977.
- J. Williamson, *Keynes and the International Economic Order*, in D. Worswick e J. Trevithick (a cura di), *Keynes and the Modern World*, Cambridge University Press, Cambridge 1983.
- J. Williamson, *On the System in Bretton Woods*, in «American Economic Review. Papers and Proceedings», vol. 75, May 1985, n. 2, pp. 74-79.
- W.J. Winn, *Commodity-Reserve Currency: A Rejoinder*, in «Journal of Political Economy», vol. 51, February 1943, n. 1, pp. 175-77.
- E. Wood, *International Monetary Policy and the Search for Economic Stability. Discussion*, in «American Economic Review. Papers and Proceedings», vol. 37, May 1947, n. 2, pp. 583-87.

## INDICI



## INDICE DEI NOMI

- Acheson, A.L.K., 6n.  
 Allen, W.R., 87n.  
 Angell, J.W., 78n, 79n, 80n, 81n, 85n, 86n.  
 Aristotele, 16.  
 Ashley, W., 16n.  
 Attwood, T., 16n.
- Baffi, P., vi.  
 Balogh, T., 132n.  
 Beale, W.T.M., Jr., 89n.  
 Bernanke, B.S., 36n, 37n, 47n.  
 Bernstein, E.M., 129n, 131n.  
 Bickerdike, C.F., 132.  
 Bilson, J.F.O., 15n.  
 Black, F., 25n.  
 Blaug, M., 74n.  
 Block, F., 41n.  
 Bloomfield, A.I., 13n, 132n.  
 Bolton, G., 127n.  
 Bordo, M.D., 4n, 11n, 19 e n, 20n, 35n, 36n, 39n, 49n, 75 e n, 76 e n, 101n, 116n, 138n, 145n.  
 Bourneuf, A.E., 129n.  
 Broadberry, S.N., 11n.
- Calomiris, C.W., 76 e n.  
 Cantillon, R., 9n, 80n.  
 Capie, F., 121n.  
 Cassel, G., 35n, 59n, 60n, 67n, 70, 72, 78 e n, 82n, 84n, 85n, 86 e n, 89 e n, 90n, 117.  
 Cesarano, F., v-VIII, 11n, 15n, 16n, 25n, 46n, 50n, 53n, 69n, 99n, 137n, 146n.  
 Chant, J.F., 6n.  
 Chipman, J.S., 10n.
- Choudhri, E.U., 36n.  
 Churchill, W., 28 e n, 29 e n, 30, 47, 102.  
 Clark, G., 38n.  
 Clark, J.M., 89n.  
 Clarke, S.V.O., 28n, 39n, 41n, 45n.  
 Condliffe, J.B., 129n.  
 Cooper, R.N., 111n.  
 Cotula, F., 34n.  
 Crafts, N.F.R., 11n.
- Davies, G., 5n.  
 De Cecco, M., 3 e n, 10n, 34n, 128n.  
 De Vegh, I., 116 e n.  
 Dormael, A. van, 101n.
- Eady, W., 129n.  
 Eatwell, J., 3n.  
 Eccles, M.S., 79 e n.  
 Eichengreen, B., 4 e n, 8 e n, 9n, 10n, 12n, 15n, 18, 19n, 20n, 22n, 26n, 27n, 28n, 32 e n, 35 e n, 36 e n, 39n, 40n, 41n, 43n, 44n, 47n, 72n, 75 e n, 76, 77n, 96 e n, 100n, 101n, 111 e n, 123n, 145.  
 Ellis, H.S., 101n, 118n, 132n.
- Fama, E.F., 25n, 118n.  
 Fanno, M., 41n, 42n.  
 Fels, R., 133 e n.  
 Field, A.J., 38n.  
 Fisher, I., 35n, 36n, 51 e n, 52n, 53 e n, 54 e n, 55n, 62, 65, 67n, 72, 79n, 80 e n, 87 e n, 120, 143.  
 Flandreau, M., 10n, 12n, 19n, 44n.  
 Friedman, M., 5n, 31 e n, 34n, 35n, 36 e n, 38 e n, 42n, 52n, 58n, 61n,

- 69 e n, 72 e n, 73, 77 e n, 78 e n,  
81, 86 e n, 117, 133 e n, 138n,  
139n.  
Funk, W., 100 e n, 103 e n, 104n.
- Galiani, F., 20n, 50n, 80n.  
Gallarotti, G.M., 20n.  
Gardner, R.N., 101n, 122n, 124n,  
128n.  
Gayer, A.D., 36n, 55n, 79n, 84n, 90n.  
George, H., 74n.  
Gervaise, I., 9n.  
Giannini, C., 3n.  
Giovannini, A., 19 e n.  
Gold, J., 76n, 92n, 127n.  
Goldin, C., 35n, 49n, 75n, 76n.  
Graham, B., 88 e n, 89n, 140n.  
Graham, F.D., 88 e n, 89n, 114n, 117  
e n, 119 e n, 120n, 128n, 130 e n,  
133 e n, 134n.  
Grigg, J., 29 e n.
- Haines, W.W., 106n, 113n.  
Hall, R.E., 54 e n, 89 e n.  
Halm, G.N., 129n, 130n, 131n.  
Hamilton, J.D., 77n.  
Hansen, A.H., 78n, 81n, 132n.  
Harrod, R., 102, 106n, 123n.  
Hart, A.G., 89 e n.  
Hawtrey, R.G., 24n, 30n, 31n, 33n,  
35n, 56 e n, 57 e n, 58n, 66 e n,  
67n, 72 e n, 81 e n, 82 e n, 83 e n,  
87 e n, 88 e n, 96, 105.  
Hayek, F.A. von, 16n, 55 e n, 56n, 68,  
70 e n, 71 e n, 72 e n, 73 e n, 74n,  
88, 113 e n, 120 e n, 139n, 140n.  
Henning, C.R., 111n.  
Hicks, J., 3n, 50n, 98n, 139n.  
Hirsch, J., 89n.  
Holtham, G., 111n.  
Hoover, H., 40, 41n.  
Hopkins, R., 102n, 126.  
Horne, R., 26n.  
Horsefield, J.K., 101n, 102n, 103n,  
106n, 109n, 112n, 113, 114n,  
118n, 121n, 122n, 124n, 125n,  
126n.  
Hume, D., 9 e n, 10, 11 e n, 12-13,  
18, 64n, 80 e n.
- Ikenberry, J.G., 101n.
- James, H., 101n.  
Jevons, S.W., 17n, 18n.
- Kahn, R.F., 101n, 102n, 105, 122n,  
127n.  
Kaldor, N., 89 e n.  
Kalecky, M., 132n.  
Kennedy, J., 4.  
Kennedy, M.T., 89n.  
Keynes, J.M., VI-VII, 13 e n, 14, 26 e  
n, 28, 29 e n, 30 e n, 38-39, 46-47,  
55, 57n, 60n, 61 e n, 62 e n, 63 e  
n, 64 e n, 65, 66 e n, 67n, 68-69,  
71n, 72, 73n, 74, 75n, 77, 84n, 85,  
88, 89 e n, 90-91, 92 e n, 93 e n, 94  
e n, 95 e n, 96-98, 101n, 102 e n,  
103 e n, 104 e n, 105, 106 e n, 107,  
108 e n, 109 e n, 110 e n, 111-12,  
114 e n, 115-16, 117 e n, 118-19,  
120 e n, 121 e n, 122 e n, 123 e n,  
124 e n, 125n, 126 e n, 127n, 128  
e n, 129n, 131, 134, 135 e n, 139,  
140n, 141, 143-44.  
Kindleberger, C.P., 10n, 43n.  
Kirzner, I.M., 69n.  
Klein, B., 146n,  
Krugman, P.R., 15n.  
Kuhn, T.S., 75 e n.  
Kydland, F.E., 19 e n.
- Laidler, D., 53n, 75 e n.  
Lastrapes, W.D., 35n.  
Law, J., 6, 49n, 50 e n.  
Le Cacheaux, J., 19n.  
Lerner, A.P., 132n, 134 e n.  
Leroy-Beaulieu, P.-P., 74n.  
Lester, R.A., 97n.  
Lindahl, E., 90n.  
Lowe, J., 18n.  
Lucas, R.E., 72n.  
Lüke, R.E., 106n.  
Lutz, F.A., 113n, 114n, 115 e n, 116  
e n, 117n, 119.
- Mallock, W.H., 74n.  
Marshall, A., 4, 18n, 53n, 59n, 63 e  
n, 120, 144.

- Marston, R.C., 15n.  
 McCloskey, D.N., 11n, 14n.  
 McCloughry, R., 70n.  
 McKenna, R., 29n.  
 McKinnon, R.I., 6n, 13n, 14n, 19n, 138n.  
 Meade, J.E., 105.  
 Meltzer, A.H., 121n.  
 Metzler, L.A., 132n, 133 e n.  
 Mikesell, R.F., 130n.  
 Milgate, M., 3n.  
 Mill, J.S., 16 e n, 17 e n, 70 e n.  
 Mises, L. von, 55, 68, 69 e n, 72, 96 e n.  
 Miyake, J., 44n.  
 Mlynarsky, F., 84n, 144n.  
 Morgan, S., 106n.  
 Morgenthau, H., 103, 110, 125.  
 Mundell, R.A., 5 e n, 6, 134 e n.
- Newman, P., 3n.  
 Newton, I., 15.  
 Nicolson, H., 103n.  
 Norman, M., 29n, 34n, 66n.  
 Nurkse, R., 8n, 13 e n, 22n, 25n, 131 e n, 132n, 141n.
- Obstfeld, M., 22 e n.  
 Okabe, M., 44n.  
 Oliver, R.W., 101n.  
 Opie, R., 118n.  
 Oswald of Dunnikier, J., 9n, 11n.
- Pantaleoni, M., 74 e n, 75.  
 Patinkin, D., 98 e n.  
 Pearson, F., 41n.  
 Philips, F., 102n.  
 Pigou, A.C., 54 e n, 59n, 62, 63n, 67, 70.  
 Pollard, S., 28n.  
 Prachowny, M.F.J., 6n.  
 Pressnell, L.S., 28n.  
 Puhl, E., 101 e n.  
 Putnam, R.D., 111n.
- Redmond, J., 11n, 24n, 25n, 28n.  
 Ricardo, D., 64, 96.  
 Robbins, L., 93n, 105, 126n.
- Robertson, D.H., 51n, 58n, 59n, 66n, 105, 106n, 116n, 117 e n.  
 Robinson, J., 113n, 114n, 115n.  
 Rockoff, H., 20n.  
 Rogers, J.H., 84n.  
 Rogoff, K., 22 e n.  
 Roosevelt, F.D., 40, 41n, 42n, 84n, 102, 125.  
 Rosen, S., 72n.  
 Rotwein, E., 9n.  
 Rowe-Dutton, E., 127n.
- Samuelson, P.A., 10n.  
 Sargent, T.J., 21n.  
 Say, J.-B., 70.  
 Sayers, R.S., 28n, 29n.  
 Schacht, H., 32, 34n, 66n, 104 e n, 106n.  
 Schumacher, E.F., 113n, 114n.  
 Schumpeter, J.A., 16 e n.  
 Schwartz, A.J., 11n, 35n, 36 e n, 38 e n, 42n, 72n, 77n.  
 Selgin, G., 35n.  
 Simons, H.C., 131 e n.  
 Smith, A., 96.  
 Spaventa, L., 34n.  
 Steindl, F.G., 35n, 87n.  
 Strong, B., 32, 33n, 34n, 66n, 87.  
 Suarez, E., 126.  
 Sumner, S., 38 e n.  
 Sundstrom, W.A., 38n.  
 Suzuki, Y., 44n.
- Taft, W., 54n, 55n.  
 Taussig, F.W., 10n.  
 Temin, P., 36n, 40n, 77n.  
 Thirlwall, A.P., 101n.  
 Thomas, M., 32n.  
 Thornton, H., 16n.  
 Thurber, J., 10n.  
 Tinbergen, J., 89 e n, 132n.  
 Toniolo, G., 3n.  
 Triffin, R., 10n, 136n, 139, 140n.  
 Tullock, G., 5n.
- Vanderlint, J., 9n.  
 Viner, J., 83n, 84n, 101n, 106n, 115n, 119 e n, 131 e n, 132n, 145n.

- Waley, D., 122n.  
Walras, L., 18n.  
Warburg, J., 41n.  
Warburton, C., 35n.  
Warren, G., 41n.  
Wheelock, D.C., 76 e n.  
White, E.N., 35n, 49n, 75n, 76n.  
White, H.D., vi-vii, 10n, 102 e n,  
103, 109 e n, 110 e n, 111-12, 114  
e n, 115 e n, 118-20, 122 e n,  
123-24, 126, 128 e n, 129n, 131,  
144.  
Wicksell, K., 65n, 66n, 98n, 118 e n.
- Wigmore, B.A., 40n.  
Williams, D., 32n.  
Williams, J.H., 36n, 78n, 101n, 102n,  
129n.  
Williamson, J., 136n, 138n.  
Wilson, W., 55n.  
Winn, W.J., 89n.  
Wood, E., 134n.  
Wood, G.E., 121n.
- Zecher, R.J., 11n, 14n.  
Zumer, F., 19n.

## INDICE DEL VOLUME

<i>Presentazione</i> di M. de Cecco	v
Introduzione	3
I. Il sistema monetario internazionale fra le due guerre mondiali	8
1. L'equilibrio monetario internazionale e le proprietà del «gold standard», p. 9 - 2. Il sistema monetario fra le due guerre, p. 23 - 3. Credibilità del sistema e ruolo della teoria monetaria, p. 43	
II. Il sistema monetario nell'analisi economica	49
1. Le critiche al tipo oro e i limiti del «gold exchange standard», p. 51 - 2. La grande depressione e il rovesciamento dello stato dell'arte, p. 74 - 3. La trasformazione del sistema monetario, p. 95	
III. L'ordine monetario di Bretton Woods	100
1. I progetti di riforma e la preparazione del negoziato, p. 103 - 2. Il dibattito sulle proposte britannica e statunitense, p. 112 - 3. La conferenza di Bretton Woods, p. 121	
IV. Conclusioni	143
<i>Bibliografia</i>	147
<i>Indice dei nomi</i>	163



## COLLANA STORICA DELLA BANCA D'ITALIA

### Documenti

- I *L'Italia e il sistema finanziario internazionale 1861-1914*, a cura di Marcello De Cecco.
- II *Gli istituti di emissione in Italia. I tentativi di unificazione 1843-1892*, a cura di Renato De Mattia.
- III *Giolitti e la nascita della Banca d'Italia nel 1893*, a cura di Guglielmo Negri.
- IV *La Banca d'Italia dal 1894 al 1913. Momenti della formazione di una banca centrale*, a cura di Franco Bonelli.
- V *La Banca d'Italia e l'economia di guerra 1914-1919*, a cura di Gianni Toniolo.
- VI *L'Italia e il sistema finanziario internazionale 1919-1936*, a cura di Marcello De Cecco.
- VII *La Banca d'Italia e il sistema bancario 1919-1936*, a cura di Giuseppe Guarino e Gianni Toniolo.
- VIII *La politica monetaria tra le due guerre 1919-1935*, a cura di Franco Cotula e Luigi Spaventa.
- IX *La Banca d'Italia tra l'autarchia e la guerra 1936-1945*, a cura di Alberto Caracciolo.
- X *La Banca d'Italia e il risanamento post-bellico 1945-1948*, a cura di Sergio Ricossa ed Ercole Tuccimei.
- XI Luigi Einaudi, *Diario 1945-1947*, a cura di Paolo Soddu - Fondazione Luigi Einaudi, Torino.
- XII *La normativa sulla Banca d'Italia dalle origini a oggi*, a cura della Consulenza Legale della Banca d'Italia.
- XIII *Donato Menichella. Stabilità e sviluppo dell'economia italiana 1946-1960*, a cura di Franco Cotula, Cosma O. Gelsomino e Alfredo Gliobianco.

## Statistiche

- I.1 *I conti economici dell'Italia. 1. Una sintesi delle fonti ufficiali 1890-1970*, a cura di Guido M. Rey.
- I.2 *I conti economici dell'Italia. 2. Una stima del valore aggiunto per il 1911*, a cura di Guido M. Rey. Scritti di Giovanni Federico, Stefano Fenoaltea, Mauro Marolla, Massimo Roccas, Ornello Vitali, Vera Zamagni.
- I.3 *I conti economici dell'Italia. 3\*\*. Il valore aggiunto per il 1891, 1938 e 1951*, a cura di Guido M. Rey. Scritti di Giovanni Federico, Stefano Fenoaltea, Carlo Bardini, Vera Zamagni, Patrizia Battilani.
- II *I bilanci degli istituti di emissione 1894-1990*, a cura di Massimiliano Caron e Luciano Di Cosmo del Servizio Ragioneria della Banca d'Italia, con la collaborazione del Banco di Napoli, del Banco di Sicilia e dell'Ufficio Italiano dei Cambi.
- III *I bilanci delle aziende di credito 1890-1936*, a cura di Franco Cotula, Tullio Raganelli, Valeria Sannucci, Stefania Alieri, Elio Cerrito dell'Ufficio Ricerche Storiche della Banca d'Italia, con la consulenza scientifica di Ornello Vitali.

## Contributi

### Ricerche per la storia della Banca d'Italia

- I *Rapporti monetari e finanziari internazionali 1860-1914. Le banche di emissione in Italia fino all'inizio del Novecento. Statistiche storiche: il cambio della lira 1861-1979. Elementi di normativa sulle banche di emissione 1859-1918.* Scritti di Sergio Cardarelli, Pierluigi Ciocca, Alfredo Gliobianco, Peter Hertner, Massimo Roccas, Valeria Sannucci, Ercole Tuccimei, Adalberto Ulizzi.
- II *Problemi di finanza pubblica tra le due guerre 1919-1939.* Scritti di Alberto Baccini, Domenicantonio Fausto, Giuseppe Felicetti, Andrea Ripa di Meana, Giancarlo Salvemini, Vera Zamagni.
- III *Finanza internazionale, vincolo esterno e cambi 1919-1939.* Scritti di Pier Francesco Asso, Andrea Santorelli, Marina Storaci, Giuseppe Tattara.

- IV *L'organizzazione della Banca d'Italia 1893-1947. La Banca d'Italia e la tesoreria dello Stato.*  
Scritti di Alberto M. Contessa, Angelo De Mattia, Pasquale Ferro, Giuseppe Mulone, Ercole Tuccimei.
- V *Il mercato del credito e la Borsa. I sistemi di compensazione. Statistiche storiche: salari industriali e occupazione.*  
Scritti di Stefano Baia Curioni, Rita Brizi, Giovanni Ferri, Paolo Garofalo, Cosma O. Gelsomino, Sandra Petricola, Vera Zamagni.
- VI *La bilancia dei pagamenti italiana 1914-1931. I provvedimenti sui cambi in Italia 1919-1936. Istituzioni e società in Italia 1936-1948. Ascesa e declino della Banca di emissione 1694-1913.*  
Scritti di Gian Carlo Falco, Gabriella Raitano, Alberto Monticone, Giorgio Fodor.
- VII.1 *Stabilità e sviluppo negli anni Cinquanta. L'Italia nel contesto internazionale*, a cura di Franco Cotula. Scritti di Franco Cotula, Juan Carlos Martinez Oliva, Maria Lucia Stefani, Giorgio Fodor, Eugenio Gaiotti.
- VII.2 *Stabilità e sviluppo negli anni Cinquanta. Problemi strutturali e politiche economiche*, a cura di Franco Cotula.  
Scritti di Antonio Fazio, Guido M. Rey, Pier Francesco Asso, Antonello Biagioli, Claudio Picozza, Cosma O. Gelsomino, Giorgio Fodor, Salvatore Cafiero, Domenicantonio Fausto, Paolo Garofalo, Daniela Colonna.  
Commenti di Marcello De Cecco, Augusto Graziani, Antonio Pedone, Paolo Sylos Labini, Franco Tutino.
- VII.3 *Stabilità e sviluppo negli anni Cinquanta. Politica bancaria e struttura del sistema finanziario*, a cura di Franco Cotula.  
Scritti di Giorgio Albareto, Maurizio Trapanese, Alfredo Gigliobianco, Giandomenico Piluso, Gianni Toniolo, Pier Francesco Asso, Gabriella Raitano, Paolo Croce, Federico Barbiellini Amidei, Claudio Impenna, Paolo Garofalo, Daniela Colonna.  
Commenti di Paolo Baratta, Francesco Cesarini, Giangiacomo Nardozi, Marco Pagano, Giovanni Battista Pittaluga.
- VIII *La Banca d'Italia in Africa*, di Ercole Tuccimei.
- IX *Gli accordi di Bretton Woods. La costruzione di un ordine monetario internazionale*, di Filippo Cesarano.



Filippo Cesarano, capo dell'Ufficio Ricerche Storiche della Banca d'Italia, ha studiato alla University of Chicago. Ha svolto attività di ricerca in qualità di *visiting scholar* in diverse università: Nederlandse Economische Hogeschool, UCLA, Harvard e Stanford. È autore di numerosi saggi di teoria monetaria e di storia dell'analisi economica.

