

Robert Triffin

Dollaro, Euro
e moneta mondiale

Società editrice il Mulino

I grandi economisti contemporanei

Nell'ambito della sezione di economia di questa «Collezione di testi e di studi», la Società editrice il Mulino pubblica, in collaborazione con la Compagnia di San Paolo di Torino, una serie organica di volumi antologici dedicati ai grandi economisti contemporanei. Ogni volume raccoglie, di ciascun autore, i contributi più significativi, scelti e ordinati con l'obiettivo di delineare un quadro articolato e completo della sua produzione scientifica. La serie è curata da Terenzio Cozzi e Stefano Zamagni. Sono finora usciti volumi dedicati a:

PIERO SRAFFA
FRIEDRICH A. VON HAYEK
ROY F. HARROD
SIMON KUZNETS
JOAN V. ROBINSON
JOHN R. HICKS
JAMES E. MEADE
RONALD H. COASE
TJALLING C. KOOPMANS
RICHARD A. MUSGRAVE
GEORGE J. STIGLER
ROBERT TRIFFIN
MILTON FRIEDMAN
ALBERT O. HIRSCHMAN
PAUL A. SAMUELSON
HERBERT A. SIMON

FRANCO MODIGLIANI
JAMES TOBIN
JAMES M. BUCHANAN
KENNETH J. ARROW
EDMOND MALINVAUD
ROBER M. SOLOW
FRANK H. HAHN
AMARTYA K. SEN

Compagnia di San Paolo

Collezione di testi e di studi

Economia

ISBN 88-15-06319-6

Copyright © 1997 by Società editrice il Mulino, Bologna. Traduzione di Giacomo Calzolari (saggio 1), Paolo Canton (saggi 5, 6, 9), Fabio Masini (saggi 2, 7, 10 e Appendice), Domenico Menicucci (Introduzione), Annalisa Pontieri (saggio 3), Gianandrea Staffiero (saggio 4). Revisione di Marco Cantalupi.

È vietata la riproduzione, anche parziale, con qualsiasi mezzo effettuata, compresa la fotocopia, anche ad uso interno o didattico, non autorizzata.

Indice

Presentazione, *di Alfonso Iozzo* p. 9

Introduzione, *di Alfred Steinherr* 13

PARTE PRIMA: I PRIMI CONTRIBUTI TEORICI

1. La teoria della sopravvalutazione monetaria e la svalutazione belga 39

2. Moneta internazionale contro moneta nazionale 95

PARTE SECONDA: LA RICOSTRUZIONE EUROPEA E L'ECESSO DI DOLLARI

3. I compiti che ci attendono 101

4. La crisi del dollaro e dell'oro: il futuro della convertibilità 143

PARTE TERZA: RIFORME MONETARIE INTERNAZIONALI E REGIONALI

5. Dall'Uep all'integrazione monetaria europea: speranze, disillusioni e risultati 193

6. Il sistema monetario internazionale del duemila 227

Robert Triffin, uno scienziato cosmopolita

Il lavoro di Triffin come accademico e come consulente di numerose istituzioni nazionali e sovranazionali è stato ispirato dalla convinzione che gli economisti debbano fornire un contributo attivo alla definizione delle regole di politica economica nel quadro di un processo democratico di decisioni collettive. Si tratta di una convinzione che egli ha difeso e messo in pratica con tale lucidità intellettuale e probità morale da averlo portato, con previsioni quasi profetiche, ad individuare la necessità della cooperazione economica fra nazioni e fra gruppi regionali e i mezzi per raggiungere tale cooperazione.

La sua carriera accademica, che risale a mezzo secolo fa, iniziò in Belgio e a Harvard. Il suo talento come economista speculativo dedito ad analisi tecnicamente sottili e ad applicazioni matematiche si sviluppò inizialmente durante il periodo trascorso a Harvard, che all'epoca offriva una gamma eccezionalmente vasta di maestri e «discepoli». In quell'ambiente straordinario, sotto il fascino della coinvolgente personalità di Schumpeter, Triffin fu portato a sfidare le sempre più raffinate teorie dell'equilibrio economico generale e della concorrenza monopolistica.

La tradizione liberale dell'Università americana, gli anni trascorsi alla Federal Reserve e al Fondo monetario internazionale e, una volta lasciati gli Stati Uniti, l'influenza di Tinbergen e Monet (e ancora, non secondaria, l'ispirazione religiosa derivata in particolare da Teilhard de Chardin) si combinarono per dare un'impronta ancora più marcata di

Si tratta della presentazione fatta dal professor Paolo Baffi, quale presidente della giuria, in occasione della consegna a Robert Triffin del Premio San Paolo per l'Economia 1987.

integrità alle opinioni che egli espresse nel suo lavoro di ricerca e di consulenza, completamente libero da influenze politiche ed indipendentemente dalle opinioni dei dirigenti delle istituzioni nelle quali era impiegato – un fatto questo che lo costrinse, quando sorsero conflitti o così richiedeva la coerenza, a dover cambiare il proprio ambiente di lavoro.

In un saggio autobiografico, il professor Triffin affermava che il suo cognome avrebbe dovuto forse essere associato al suono e al significato dell'espressione latina *tres fines* (vale a dire «tre confini»), e arrivava a identificare tali confini con le seguenti tre aree geografiche: gli Stati Uniti, l'Europa e l'America Latina. Permettetemi di avanzare una diversa interpretazione del suo cognome e suggerire che le aree in questione siano probabilmente non di natura geografica ma si debbano semmai riferire ai tre principali campi dell'attività di Triffin – la Banca centrale, l'Università, le organizzazioni internazionali – fra le quali periodicamente si giostrava inseguendo i temi al centro dei dibattiti più accesi, così come farebbe un combattente che desidera essere sempre in prima linea.

È opinione comune che dopo i suoi anni a Harvard, il nostro studioso sia diventato sempre più attento alla ricerca nel campo dei problemi monetari mondiali e delle cause dell'instabilità risultante dalle negoziazioni economico-politiche e dagli accordi raggiunti al termine della prima guerra mondiale. Altrettanto noto è il fatto che egli sia stato il primo studioso a mettere in evidenza come le crisi ricorrenti nelle relazioni economiche esterne scaturiscano da un dilemma fondamentale fra la sovranità nazionale che regna nelle decisioni di politica economica e le incompatibilità internazionali inerenti a tali decisioni «atomistiche».

Le proposte di riforma delle istituzioni monetarie internazionali realizzate da Triffin negli ultimi decenni sono state numerose. Nel mio archivio personale conservo ancora la copia di un memorandum scritto per il Federal Reserve Board datato 1953, vale a dire l'anno in cui Triffin, prima di chiunque altro, aveva anticipato la fine dell'era della «scarsità di dollari» e l'avvento dell'«ingorgo di dollari». È significativo che nel testo del memorandum, le proposte relative all'aggiustamento dell'Unione europea dei pagamenti a una condizione emergente di convertibilità siano classificate co-

me schemi «Triffin» e «non-Triffin», come se egli stesso costituisse una categoria di riferimento.

Le proposte di Triffin sono basate sulla ben fondata convinzione che «tenere in ordine la propria casa» senza onorare altri impegni sul piano internazionale non è una condizione sufficiente per garantire la stabilità monetaria. Si tratta di un concetto centrale che ricorre sovente nella sua riflessione analitica. Era già presente nei suoi primi lavori e può essere individuato anche nelle sue memorie non pubblicate, alcune delle quali furono scritte durante i suoi numerosi soggiorni in Italia negli anni Cinquanta. Lo stesso tema riaffiora in gran parte della sua produzione più recente, incluso lo studio che presentò lo scorso anno a una conferenza organizzata dall'Atlantic Institute for International Affairs.

Una conclusione connessa allo specifico punto di vista adottato da Triffin è che i meriti intrinseci di un qualsiasi ordine monetario sovranazionale dovrebbero essere valutati non solo per l'impatto sul commercio multilaterale e sulle transazioni finanziarie che è in grado di assicurare, ma anche rispetto alle obbligazioni reciproche e agli elementi di stabilità del sistema che entrano in gioco a livello istituzionale. Anche nell'eventualità in cui le politiche di stabilizzazione perseguite da singoli paesi fossero appropriate, sarebbe comunque necessario affidarsi ad accordi internazionali e a organizzazioni la cui funzione primaria sia, nelle parole di Triffin, quella «di agevolare la prevenzione di eventuali insuccessi delle politiche di *first best* e minimizzare le conseguenze negative di quelle che non possono essere evitate».

Le sue proposte di riforma istituzionale circa la realizzazione di unioni regionali e dell'integrazione monetaria, il cui interesse è intrinsecamente politico, sono valorizzate dalla qualità analitica dei modelli monetari per economie aperte che Triffin contribuì a sviluppare con originalità metodologica.

A causa del suo interesse per una speculazione teorica che si concretizzi in opzioni pratiche di politica economica, Triffin tendeva a respingere ipotesi irrealistiche verificabili solo attraverso il ragionamento matematico astratto. Egli preferiva invece focalizzare l'attenzione sui modelli di aggiustamento della bilancia dei pagamenti per sistemi a *gold standard* e a valute convertibili, modelli che assegnano una

priorità alla interazione fra eventi economici e scelte nazionali di politica economica e permettono una percezione più precisa dell'evoluzione dell'economia mondiale in uno dei suoi caratteri più salienti, vale a dire la crescente integrazione fra paesi diversi.

In un saggio del 1947, pubblicato dal Board of Governors della Federal Reserve, Triffin offriva una spiegazione originale dei mezzi attraverso i quali la situazione negativa della bilancia dei pagamenti nel Regno Unito (paese che fino al 1914 aveva costituito il cuore del sistema del *gold standard*) fu gradualmente rovesciata. Più esattamente, egli osservava che il riequilibrio del debito estero poteva essere ottenuto attraverso un miglioramento delle ragioni di scambio del paese, piuttosto che controllando l'indice generale dei prezzi, come invece previsto dal modello di Hume, o limitando la domanda aggregata, come prevedeva la scuola keynesiana. Triffin notava che l'apprezzamento reale della sterlina dipendeva da una diminuzione dei prezzi internazionali delle materie prime, la cui domanda tendeva a contrarsi ogni volta che il Regno Unito aumentava il suo tasso ufficiale di sconto e con esso il costo del credito interno – una variabile correlata negativamente con il volume di materie prime detenute nel paese. Il risultato era che il peso delle misure di aggiustamento finiva per ricadere sul resto del mondo e in particolare sui paesi esportatori di prodotti di base.

Secondo Triffin, il sistema monetario mondiale dopo la seconda guerra mondiale si era trovato ad affrontare lo stesso problema di iniqua distribuzione dei costi di aggiustamento. Il sistema a cambi fissi basato sulla convertibilità del dollaro in oro era in contrasto con la teoria chiave di Triffin che sosteneva la necessità di mantenere il carattere di reciprocità nelle obbligazioni internazionali. Inoltre, il sistema monetario internazionale creato a Bretton Woods in realtà faceva emergere una «questione di fiducia» dovuta alla incompatibilità fra un aumento delle passività nazionali denominate in dollari (aumento tra l'altro necessario per rifornire di capitali la produzione mondiale e la crescita degli scambi) e la stabilità nei valori di cambio fra dollaro e oro, un fattore centrale del sistema.

Con le parole di Triffin:

In un sistema siffatto, un'offerta inadeguata di oro viene accompagnata da una crescente accumulazione di valute nazionali come valute di riserva internazionali. Tale accumulazione interessa inevitabilmente sempre più le valute «più sicure» dei maggiori paesi creditori e finisce per determinare una importazione unilaterale di capitali da parte loro; proprio i paesi che dovrebbero prestare capitali agli altri si trovano così inconsapevolmente a prendere a prestito capitali a breve termine. Tali movimenti, di per sé, non alleviano la scarsità di oro ma semplicemente la camuffano come scarsità delle suddette valute chiave. Per poter contribuire alla necessaria espansione della liquidità mondiale, occorrerebbe stimolare ulteriori esportazioni compensatorie di capitali da parte dei paesi «chiave» o una contrazione dei loro surplus di parte corrente. Entrambe queste reazioni, tuttavia, non possono che condurre a un progressivo deterioramento delle loro riserve nette fino al punto in cui la loro valuta non apparirà più come la «più sicura» per gli investimenti da parte degli altri paesi.

Oltre a soffermarsi sulla natura asimmetrica di un sistema basato su valute nazionali con funzione di riserva, Triffin mise in evidenza la sua instabilità intrinseca molto prima dell'agosto 1971, quando il Governo degli Stati Uniti – guidato da potenti forze da lui già acutamente individuate – decise di sospendere la convertibilità del dollaro in oro. Verso la fine del 1960, si erano già notati in realtà i segnali di tale instabilità strutturale, quando i mercati monetari internazionali registrarono vendite speculative di dollari Usa e corrispondenti richieste di conversione in oro di riserve denominate in dollari. Nel corso di quell'anno, per la prima volta dagli anni Trenta, l'ammontare delle passività a breve statunitensi denominate in dollari nei confronti di istituzioni ufficiali estere – in crescita a causa delle cifre continuamente negative di parte corrente Usa – si trovarono a eccedere l'entità delle riserve auree.

Negli anni sessanta Triffin svolse un ruolo attivo nell'allora diffuso dibattito sulla riforma monetaria internazionale, che vide la partecipazione di Maxwell Stamp (1962), Edward Bernstein (1963), Albert Hart, Nicholas Kaldor e Jan Tinbergen (1964), Robert Roosa (1965), Franco Modigliani e Peter Kenen (1966). Esisteva un accordo unanime sui difetti del sistema allora in vigore e ognuno credeva desiderabile affidarsi a una organizzazione monetaria centralizzata dotata

del potere di creare liquidità internazionale sotto forma di moneta fiduciaria.

Tali emissioni fiduciarie centralizzate avrebbero dovuto compensare la scarsità di oro e allontanare l'instabilità intrinseca al sistema del *gold exchange standard*, assicurando allo stesso tempo un risparmio di risorse reali frutto del passaggio alla moneta fiduciaria come mezzo di scambio.

L'elemento peculiare della proposta di riforma di Triffin era il fatto di prevedere uno speciale meccanismo di distribuzione relativo al «signoraggio». La distribuzione del risparmio di risorse reali doveva essere determinata dagli interessi di mercato pagati ai possessori delle riserve create come controvalore dell'ammontare di oro e valute nazionali depositate presso le istituzioni centrali. La creazione di riserve, inoltre, doveva avvenire sulla base di un tasso annuale fisso, compatibile con il tasso desiderato di crescita del reddito e degli scambi mondiali: il tasso era modificabile da una maggioranza qualificata di paesi partecipanti al sistema.

Un altro elemento significativo delle teorie e delle conseguenti proposte di Triffin a livello istituzionale è rintracciabile nell'importanza che l'autore ha sempre assegnato al concetto di «gruppi regionali», vale a dire quelle entità territoriali realizzate fra paesi geograficamente contigui, con affinità culturali ed economiche ed estremamente integrati rispetto alle loro attività commerciali. Ciò in virtù del fatto che accordi di questo tipo sono considerati più semplici da realizzare e mantenere nel tempo e nei quali la rigidità delle obbligazioni reciproche è ammorbidita da adeguati meccanismi di consultazione e accordi cooperativi. Su questo aspetto, Triffin ha scritto numerosi articoli e ha contribuito personalmente allo sviluppo di sistemi internazionali in particolare in Europa e America Latina. Speciale menzione meritano gli studi sulle unioni economiche regionali: il ruolo estremamente stimolante da lui giocato nelle fasi di avvio di numerose organizzazioni regionali di cooperazione economica; e, infine, i suoi sforzi per promuoverne la crescita futura su scala più vasta.

L'impegno di Triffin è risultato decisivo rispetto alla creazione dell'Unione europea dei pagamenti, entrata in funzione nel 1950, e del Sistema monetario europeo. Il successo di quest'ultimo, anche in termini di stabilizzazione dei tassi

reali di cambio, dovrebbe servire da termine di paragone per valutare le fondamentali riforme del sistema monetario internazionale ancora necessarie.

Per ragioni che oltrepassano la semplice opportunità di indicare le tappe fondamentali della carriera del professor Triffin, vale la pena richiamare l'attenzione sul fatto che già dagli anni sessanta, allo scopo di investigare sulle condizioni economiche dei gruppi regionali allora esistenti in modo da contrastare inopportuni trend ciclici, Triffin aveva avuto modo di suggerire l'urgenza di definire criteri presuntivi e indicatori di «pericolo» basati su un insieme di variabili economiche decisamente simili a quelle selezionate più recentemente dai maggiori paesi industrializzati allo scopo di valutare il grado di compatibilità delle politiche economiche nazionali in un contesto internazionale.

Nel considerare le questioni legate ai gruppi regionali, l'autore non solo fece affidamento sulla propria familiarità con i problemi economici internazionali ma fece largo uso degli strumenti tipici dell'analisi monetaria, incluso lo studio di contabilità nazionale dei movimenti nazionali e internazionali di capitale. In particolare, egli contribuì allo sviluppo della metodologia per la creazione e l'utilizzazione delle risorse finanziarie successivamente codificata in una serie di volumi pubblicati dall'Oece. In un articolo pubblicato insieme a Herbert Grubel e apparso nel novembre 1962 sulla «Review of Economics and Statistics», Triffin utilizzò tali schemi e, in particolare, basandosi sull'identità esistente fra la creazione complessiva di moneta attraverso i canali interno ed estero e la variazione del reddito nominale depurato delle fluttuazioni nella velocità di circolazione della moneta, osservò che già dagli anni cinquanta il processo di aggiustamento nei sei paesi fondatori della Cee era simile a quello registrato da un'economia regionale, per la quale un deficit di bilancia dei pagamenti è uno strumento di controllo delle pressioni inflazionistiche innescate da un eccesso di liquidità decisamente più valido del controllo dei prezzi e dei redditi.

La realizzazione di forme associative economico-moneta-rie su base regionale costituisce, secondo Triffin, uno stadio indispensabile e intermedio rispetto al più ambizioso e difficile progetto di integrazione monetaria mondiale. In effetti, il progetto di riforma del sistema monetario internazionale

ideato da Triffin, fondato sulla necessità di un centro di produzione di riserve centralizzato, non prevedeva esattamente la soppressione delle sovranità monetarie nazionali. Esso implicava semplicemente che la sovranità dovesse essere limitata e, ancora più significativo, che dovesse realizzarsi una più stretta cooperazione economica. Tuttavia, nell'applicazione ai problemi dei gruppi regionali, le brillanti riflessioni di Triffin si spingevano ancora oltre. A quel livello infatti, egli riuscì a percepire con estrema chiarezza i vari stadi di un processo che avrebbe portato all'integrazione monetaria e all'adozione di una moneta comune emessa da un'organizzazione sovranazionale.

L'uso di una moneta comune che circola insieme ad altre valute nazionali rappresenta, usando un'espressione dello stesso Triffin, «il simbolo, più che la sostanza, dell'integrazione monetaria». Inoltre, l'amalgamarsi finale di monete nazionali in una valuta comune costituisce un elemento distintivo della transizione dall'integrazione monetaria a una vera e propria unione monetaria, la quale da un punto di vista istituzionale non può essere separata dall'unificazione politica.

La definizione di unione monetaria di Triffin finisce quindi per coincidere con l'idea di Einaudi di Federazione europea, fra le cui funzioni dovrebbe esserci quella di regolare l'offerta di moneta. Secondo Einaudi «singoli paesi fra loro federati vedrebbero terminare i propri diritti di stampare moneta in una denominazione particolare, con peso e titolo standard, o di mantenere in piedi banche centrali dotate dell'autorità di emettere moneta in modo indipendente».

A giudizio di entrambi gli autori, il maggior vantaggio di un tale sistema consisterebbe nell'abolizione della sovranità nazionale nei singoli stati membri. Einaudi sosteneva, nel saggio intitolato *I problemi economici della Federazione europea*, che la sovranità nazionale era sovente responsabile di una «distorsione» della moneta perpetrata attraverso l'imposta da inflazione; mentre Triffin affermava, invece, in *Europe and the Money Muddle* che la sovranità nazionale risulta inadeguata «come cardine ispiratore delle decisioni politiche e della loro esecuzione in un mondo interdipendente».

Sebbene le relazioni economiche complessive abbiano continuato a deteriorarsi, negli ultimi otto anni (lungo un

percorso iniziato qualcosa come venti anni fa) i paesi europei hanno registrato risultati economici sempre più convergenti e, nonostante le difficoltà, un grado più elevato di cooperazione economica. Tali sviluppi a livello regionale hanno implicato, specialmente per i paesi che hanno aderito agli accordi dello Sme, una certa limitazione della sovranità nazionale in campo economico.

Forse lo stesso professor Triffin ci rivelerà se l'autonomia nazionale dovrebbe costituire l'oggetto di ulteriori limitazioni anche su scala mondiale; o se ritiene che un approccio adeguato per superare l'attuale disordine possa essere invece individuato nelle proposte avanzate durante l'ultimo vertice dei G7, che in sostanza sosteneva l'uso di indicatori di compatibilità di politica economica e si affidava all'impegno congiunto a favore di una stabilizzazione dei tassi di cambio.

Sono passati quarant'anni da quando il Piano Marshall venne ufficialmente annunciato a Harvard. Durante questo periodo, la mente prolifica di Triffin e la sua natura sempre attenta e curiosa hanno senza dubbio trovato molte occasioni di soddisfazione e allo stesso tempo di amarezza.

Egli ha potuto vedere il validarsi delle sue teorie pionieristiche e l'applicazione delle sue indicazioni tecniche attraverso la realizzazione e il graduale consolidarsi – a livello del «gruppo regionale» europeo – di un sistema multilaterale di libero scambio e di controllo basato su obbligazioni e concessioni reciproche.

Egli ha tuttavia scoperto che si sono realizzate anche le sue più oscure profezie relative all'inevitabile crollo di un sistema monetario internazionale basato su valute nazionali di riserva. Credo tuttavia nessuna gratificazione intellettuale che egli può aver tratto dall'infallibile precisione delle sue previsioni possa alleviare il suo sgomento di scienziato cosmopolita ancora preoccupato per la penosa gestione che attualmente affligge le questioni monetarie mondiali.

PAOLO BAFFI