

WORLD GOLD COUNCIL

Conferenza internazionale

“The Euro, the Dollar and Gold”

I rapporti tra le monete e l'oro

Intervento del Governatore della Banca d'Italia

Antonio Fazio

Roma, 17 novembre 2000

1. “Se un *gold standard* non fosse mai esistito, sarebbe stato necessario inventare qualcosa di simile”. Questa frase, tratta dalla monografia di Dennis Robertson (*Money*, 1928, p. 122), si riferisce a uno degli aspetti, positivi, del *gold standard*: la difesa dei banchieri centrali dalle pressioni per aumentare l’offerta di moneta. Dopo la Prima guerra mondiale, il ritorno all’oro fu in effetti l’obiettivo primario dei responsabili della politica economica, ai fini della stabilità monetaria.

I gravi squilibri economici generati dalla Prima guerra mondiale furono tuttavia tali da rendere arduo il ritorno al *gold standard*. L’inflazione, la crescita del debito pubblico, le riparazioni di guerra avrebbero comportato un costo così elevato, in termini di benessere, da impedire il rapido ristabilimento del riferimento all’oro.

La conferenza di Genova dell’aprile 1922 gettò le basi per innovare il sistema, con la creazione del *gold exchange standard*, in cui si affiancavano all’oro alcune valute convertibili e si assegnava alle banche centrali una più ampia autonomia; questa avrebbe dovuto essere volta a stabilizzare il valore dell’oro, attraverso la cooperazione internazionale. Il nuovo assetto, però, non possedeva la stessa credibilità del precedente regime e, allo stesso tempo, non lasciava margini di manovra sufficientemente ampi alle autorità monetarie. Queste, ancora culturalmente legate al precedente sistema, erano poco aperte alla cooperazione, mentre tendevano ad accumulare riserve auree, imprimendo in tal modo al sistema una forte spinta deflazionistica.

Il disordine monetario degli anni trenta creava l’esigenza di una nuova riforma, attuata nel secondo dopoguerra con gli accordi di Bretton Woods.

La sospensione della convertibilità del dollaro il 15 agosto 1971 recideva

ufficialmente il legame tra moneta legale e oro. Si trattò di una trasformazione epocale, dopo che per duemilacinquecento anni la moneta aveva sempre esplicitamente o implicitamente fatto riferimento a un metallo prezioso, in primo luogo e prevalentemente l'oro.

2. L'abbandono di un sistema monetario fondato, direttamente o indirettamente, sull'oro discendeva dai gravi squilibri delle economie formati fra le due guerre. Forte fu l'influenza degli avanzamenti della teoria monetaria.

Il principale obiettivo del *gold standard* può essere indicato con le parole di Ricardo: "Assicurare il pubblico contro tutte le variazioni nel valore della moneta che non siano quelle a cui va soggetto lo stesso standard e, nello stesso tempo, effettuare la circolazione con il mezzo meno costoso ..." (*Sui principi dell'economia politica e della tassazione*). E ancora: "L'esperienza mostra [...] che né uno Stato né una banca hanno mai avuto il potere illimitato di emettere cartamoneta, senza abusarne: in tutti gli Stati perciò l'emissione di cartamoneta dovrebbe essere soggetta a qualche freno e controllo; e nulla sembra così appropriato, a questo scopo, come l'obbligo imposto a chi emette cartamoneta di convertire i suoi biglietti in oro coniato oppure grezzo". Gli stessi concetti si ritrovano, a circa un secolo di distanza, negli scritti di Irving Fisher.

Il successo del *gold standard* fu determinato, tra l'altro, da un vasto consenso sul metallismo e sul modello classico; è parte essenziale di quest'ultimo la capacità di autoregolazione dell'economia.

La regola della reintegrazione, la cosiddetta *restoration rule*, che imponeva il ripristino della parità aurea dopo un periodo di sospensione per circostanze eccezionali, è parte essenziale del sistema. Le sospensioni per periodi limitati della convertibilità permettevano di superare difficoltà giudicate provvisorie. Il sistema consentiva un comportamento discrezionale solo entro limiti molto rigidi. L'oro

fungeva da àncora, sia per il sistema monetario sia per l'economia, vincolando il disegno delle politiche al mantenimento della parità.

Un sistema di moneta-merce, tuttavia, non è esente da debolezze, a causa dell'impossibilità di controllare la massa monetaria a fronte di variazioni esogene della quantità di metallo. Data la non neutralità di breve periodo della moneta, i costi in termini di benessere nei periodi deflazionistici erano elevati, come fu sperimentato in particolare negli ultimi decenni dell'Ottocento. Già nel periodo di massimo splendore del *gold standard* erano state avanzate numerose proposte per ovviare a queste difficoltà; si tratta della ripresa da parte di Jevons dello *standard* tabulare, del simmetallismo di Marshall, del dollaro compensato di Fisher. Wicksell suggerì di spezzare il legame con i metalli preziosi, anticipando così di un quarto di secolo la posizione radicale di Keynes nel *Tract on Monetary Reform* (1923).

L'effimero ritorno all'oro da parte dell'Inghilterra nella prima metà degli anni venti e, qualche anno dopo, il terribile impatto della Grande Depressione influenzarono fortemente il pensiero economico e politico.

La discussione sulla riforma monetaria uscì dall'ambito puramente accademico in cui era stata in precedenza confinata. I sostenitori della riforma (tra cui, anche se in modi diversi, economisti come Keynes, Fisher, Hawtrey, Robertson) sottolineavano soprattutto il carattere "artificiale" del valore dell'oro: la domanda di metallo dipendeva, in modo cruciale, anche dalle convenzioni che regolavano i sistemi monetari dei vari paesi. Mentre Keynes riteneva ormai superata la funzione monetaria dell'oro, altri economisti, come Fisher e Hawtrey, continuavano ad assegnargli un ruolo rilevante, prevedendo però che gli istituti di emissione ne neutralizzassero le variazioni di valore; con la conseguenza che l'oro diveniva esso stesso soggetto ad ancoraggio.

Il parere di Keynes, in precedenza considerato eterodosso, fu ampiamente accettato, in quanto si individuò nel malfunzionamento del sistema monetario una delle cause principali del propagarsi della Grande Depressione.

Alla vigilia della Seconda guerra mondiale, la necessità di riformare il sistema

rappresentava per gli economisti una sfida intellettuale. Per la prima volta nella storia, fu progettato da esperti un nuovo “ordine” monetario, per usare un termine del professor Mundell.

Gli architetti di Bretton Woods si prefissero l'obiettivo di ristabilire un regime di cambi fissi e di consentire a ciascun paese il perseguimento di politiche mirate alla piena occupazione grazie ai controlli sui movimenti di capitale. Variazioni della parità sarebbero state possibili solo in caso di un non precisamente definito “squilibrio fondamentale”.

Il sistema si tradusse in pratica in uno *standard* basato sul dollaro e su un regime di cambi fissi. Il peso dato agli obiettivi interni nell'attuazione della politica economica degli Stati Uniti nel corso degli anni sessanta incise negativamente sulla coerenza e sull'operatività del sistema, preparando la strada all'abbandono del riferimento all'oro e ai tassi di cambio fluttuanti.

3. Nel decennio seguente la fine di Bretton Woods l'economia mondiale fu caratterizzata da tassi di inflazione elevati e variabili. Successivamente, tale tendenza fu arrestata allorquando, assorbiti gli effetti degli shock reali degli anni settanta, le politiche monetarie si orientarono con più determinazione verso il ripristino della stabilità dei prezzi. I tassi di cambio flessibili si dimostrarono altamente volatili.

Nel corso degli ultimi trenta anni il sistema monetario internazionale si è venuto a trovare in una condizione nella quale l'espansione del credito e la creazione di moneta non sono vincolate, a livello globale, da regole cogenti. Dopo la svolta impressa alla fine degli anni settanta dalla politica della Riserva Federale, la limitazione quantitativa dello stock di moneta all'interno dei maggiori paesi ha posto un freno all'espansione monetaria. Tuttavia, in presenza di una moneta puramente fiduciaria, la possibilità di movimenti di capitali a breve termine tra le differenti aree del

globo ha portato a un sistema nel quale l'espansione del credito non è strettamente controllabile ed è in definitiva caratterizzata da instabilità.

In tale contesto la stabilità dei prezzi viene assicurata nei paesi più importanti; i comportamenti di questi ultimi influenzano a loro volta in qualche misura quella complessiva dell'economia mondiale.

La teoria economica ci ha insegnato in maniera rigorosa - si veda ad esempio l'analisi sviluppata da Patinkin - che è possibile, anche con una moneta puramente fiduciaria, determinare il livello dei prezzi allorché esiste il controllo della quantità nominale della stessa moneta da parte della banca centrale.

La creazione di importanti aree monetarie - l'euro, accanto al dollaro e allo yen - contribuisce alla stabilità dell'economia mondiale, anche se una parte rilevante della stessa economia rimane al di fuori di questi sistemi monetari.

L'espansione del credito su base internazionale è strettamente connessa con l'operatività e la stabilità dei sistemi bancari e dei mercati dei capitali.

Passi importanti si stanno compiendo nella direzione dell'applicazione, anche in paesi al di fuori delle principali aree monetarie, di standard di supervisione bancaria che in qualche modo contribuiscono alla ordinata espansione del credito e della moneta.

4. In assenza di un controllo rigoroso della quantità di moneta a livello mondiale, nel corso degli ultimi due decenni si sono verificate crisi che, pur se localizzate in alcune parti del globo, hanno portato a una combinazione di processi inflazionistici e deflazionistici, distruggendo una parte di risparmio accumulato nei sistemi bancari e inducendo rallentamenti nello sviluppo delle economie. Le crisi si sono fatte più frequenti e tendenzialmente più estese, attraverso fenomeni di contagio, nel corso

dell'ultimo quinquennio.

I notevoli progressi nell'informatica e nelle comunicazioni hanno favorito un'espansione dei flussi monetari internazionali e del complesso delle attività finanziarie molto più sostenuta di quella dell'economia mondiale. Ciò ha indubbiamente giovato alla crescita degli investimenti produttivi, su base internazionale, in un periodo caratterizzato da bassa inflazione, connessa anche con il dispiegarsi della concorrenza nel commercio di beni e servizi e soprattutto di materie prime.

Gli ultimi cinque anni sono stati caratterizzati da una crescita delle attività finanziarie, costituite da titoli pubblici e privati e da depositi bancari, molto rapida. L'espansione è iniziata nel 1995 in concomitanza con la decisione di effettuare massicci interventi sul mercato dei cambi per correggere gli squilibri tra le quotazioni del dollaro e delle monete deboli da un lato, e quelle dello yen e di altre valute forti dall'altro. Furono effettuati in quell'occasione interventi di vendita di yen contro acquisti di dollari per un ammontare equivalente ad alcune decine di miliardi di dollari; nel contempo fu avviata una politica di riduzione dei tassi di interesse sullo yen fino a portarli in prossimità dello zero.

L'espansione della liquidità denominata in yen permise il rafforzamento del dollaro e di altre monete deboli, tra le quali la lira, la peseta e la sterlina. Iniziava sul mercato globale un'attività di acquisto di titoli obbligazionari e azionari da parte di intermediari con alto grado di indebitamento; questi ultimi si rifornivano di fondi a basso costo e investivano poi nei principali mercati, anche con il ricorso a strumenti derivati.

Il parallelo, progressivo sviluppo della nuova economia negli Stati Uniti, consistente essenzialmente in un aumento della produttività di capitale e lavoro connesso con l'applicazione alle attività produttive di strumenti informatici su larga scala, ha indotto un afflusso di capitali verso gli Stati Uniti e un progressivo aumento delle quotazioni azionarie, che nel giro di cinque anni hanno all'incirca triplicato il loro

valore.

Il rapporto tra volume della ricchezza finanziaria - azioni, obbligazioni e massa monetaria - e volume annuo dell'attività economica misurata a prezzi correnti è cresciuto dal 240 al 360 per cento.

Lo sviluppo dei derivati consente di effettuare operazioni con un elevato *leverage*, accresce la velocità di circolazione dei saldi monetari utilizzati per transazioni finanziarie.

Il livello dei tassi di interesse e del costo del capitale è diminuito. La ripresa dell'economia mondiale, in atto dal 1999, è connessa con questi sviluppi.

L'economia degli Stati Uniti, operando a livello mondiale come un comparto ad alta crescita, da un lato attrae capitale, dall'altro, attraverso le importazioni, contribuisce al sostegno della stessa economia mondiale.

Il basso costo del capitale influisce positivamente sull'espansione degli investimenti in Europa e in altre aree del globo. Si è trattato di una sorta di applicazione su scala internazionale del processo, a suo tempo teorizzato da Tobin, di espansione monetaria che aumenta il valore dello stock di capitale in circolazione, in tal modo stimolando gli investimenti.

Il processo ha presentato finora uno svolgimento virtuoso senza eccessive pressioni sui prezzi grazie all'accresciuta concorrenza, all'aumento di produttività negli Stati Uniti. Il punto di debolezza di tale processo di sviluppo è costituito dal rincaro dei prezzi delle materie prime e dei prodotti energetici.

5. Oggi, le riserve auree in possesso delle banche centrali si collocano intorno alle 32.000 tonnellate. Circa un quarto dello stock totale del metallo.

L'oro rappresenta, al pari di altre attività reali, un'attività che può rivalutarsi in presenza di una sempre temibile inflazione generalizzata.

La rilevanza del metallo come ancora monetaria è venuta meno con l'emergere di più rigorose politiche monetarie negli anni ottanta e soprattutto negli anni novanta. Ma l'oro in periodi di crisi può costituire per un paese una sorta di riserva o di garanzia "di ultima istanza". Così avvenne, in particolare, in Italia nel corso degli anni settanta.

La visione sembra essere condivisa dalle banche centrali dei principali paesi industriali che, sottoscrivendo l'Accordo del settembre 1999, hanno riaffermato che l'oro rimane un elemento importante nella gestione delle riserve monetarie globali.

Spetta agli studiosi analizzare se e in quale misura, in un sistema monetario internazionale sicuramente ancora non coeso in molte sue parti, un riferimento all'oro, che ha svolto per millenni una funzione monetaria, nei prossimi decenni possa ancora contribuire a preservare la stabilità dei prezzi, fondamento per l'ordinato svolgimento dell'attività economica.

L'esperienza storica del secondo dopoguerra mostra che la stabilizzazione macroeconomica è stata sempre alla base dello sviluppo delle economie di maggior successo. Il mantenimento di questa stabilità, della solidità dei parametri fondamentali dell'economia, è compito precipuo dei governi e delle banche centrali.