

SISTEMA MONETARIO INTERNAZIONALE

Mercato dei cambi

Le operazioni di negoziazione (acquisto e vendita) delle valute straniere costituiscono il **mercato dei cambi** (o valutario), **dove si incontrano la domanda e l'offerta di valuta estera in funzione del cambio**. Naturalmente, la domanda di una valuta è funzione inversa del cambio nel senso che diminuisce quando il cambio aumenta e aumenta quando il cambio diminuisce, **mentre l'offerta è funzione diretta del cambio** nel senso che aumenta quando il cambio aumenta e diminuisce quando il cambio diminuisce.

I rapporti economici internazionali sono costituiti da una successione di pagamenti dal paese considerato verso gli altri paesi e da questi verso il paese considerato, che deve perseguire il raggiungimento, almeno nel medio periodo, dell'**equilibrio tra pagamenti e riscossioni internazionali**. **L'equilibrio dovrà concernere non solo pagamenti e riscossioni relativi a scambi commerciali ma l'intero complesso di pagamenti e riscossioni che intercorrono tra un paese e il resto del mondo e che sono contabilizzati nella bilancia dei pagamenti.**

Cambi e controllo dei cambi

Le operazioni di acquisto e vendita delle valute straniere danno luogo alla formazione dei tassi di cambio tra le diverse valute. Occorre, quindi, analizzare preliminarmente il concetto di cambio. Il **cambio può essere definito come lo scambio di una moneta con un'altra moneta** (es. euro contro dollari). **Secondo Samuelson**, il tasso di cambio esprime, in termini di moneta nazionale, il prezzo dell'unità monetaria estera e, quindi, misura il potere di acquisto di una moneta espresso in termini di un'altra moneta (cambio EUR/USD).

Le operazioni di cambio possono riguardare:

- a) Biglietti di banca e monete metalliche divisionarie (**cambio manuale**)
- b) Titoli di credito emessi in moneta estera come assegni bancari e circolari e cambiali (**cambio traiettizio**). I titoli emessi in moneta estera sono detti **divise**.

A seconda della qualità delle valute, il cambio può essere:

- 1) **Cambio cable**: effettuato tramite circuiti telematici.
- 2) **Cambio cheque**: *relativo a titoli di crediti esigibili sulla piazza estera*. (Es cambiali in moneta estera con scadenza a 30, 60, 90 giorni)
- 3) **Cambio banconote**

In passato, era usato anche il **Cambio Telegrafico** (o **cable** o **T.T.**). Era il cambio applicata dalla banca per ordinare via telegrafo ad una corrispondente straniera di eseguire il pagamento richiesto e, nel caso del cambio incerto, valeva la seguente relazione: Cambio telegrafico > cambio a vista > cambio a scadenza. Nel caso del cambio certo valeva, invece, la seguente relazione: Cambio telegrafico < cambio a vista < cambio a scadenza

Il cambio di una moneta rispetto ad un'altra moneta assume valori leggermente diversi a seconda che si tratti di acquisto o vendita di divise. Nel primo caso, il cambio è detto **denaro** ed è il cambio al quale la banca acquista divise in cambio di denaro (es @ USD/EUR = 1,0643); il secondo è detto **lettera** ed è il cambio al quale la banca vende divise in cambio di denaro (es @ USD/EUR = 1,0645); in tal caso lettera sta per divisa. Il cambio lettera è in genere, maggiore del cambio denaro.

Il cambio può essere oggetto di due diversi modi di quotazione:

- 1) **Incerto per certo**. La quotazione incerto per certo è la più usata a livello internazionale. Indica il prezzo variabile (**valore incerto**) espresso in moneta nazionale di una determinata quantità fissa (**valore certo**) di moneta estera. Esempio: in passato, a Milano, occorrevano 625 lire italiane per 1 dollaro, 128 lire per 1 franco francese, 1.748 lire italiane per 1 lira sterlina. Oggi 1,08 dollari per 1 CHF.
- 2) **Certo per incerto**. La quotazione certo per incerto è quella usata per l'euro. Indica il numero variabile (**valore incerto**) di unità di valuta estera acquistabile con una quantità fissa (**valore certo**) di moneta nazionale. Esempio: in passato, a Londra, con 1 lira sterlina si acquistavano 1.800 lire italiane e 2,83 dollari. Nell'Euro zona, il cambio EUR/USD 1,07 indica che con 1 euro si acquistano 1,07 dollari.

Attualmente, la maggioranza dei paesi quota incerto per certo mentre, prima dell'introduzione dell'euro, la quotazione certo per incerto era praticata, secondo il FMI, solo dalla Gran Bretagna, da alcune sue ex colonie e da alcuni paesi già aderenti all'area della sterlina e, precisamente, da Gran Bretagna, Irlanda, Cipro, Malta, Australia, Nuova Zelanda, Sudafrica, Malawi, Gambia, Ghana. Tuttavia, la Gran Bretagna quota incerto per certo nei confronti di alcuni paesi (Portogallo, paesi extraeuropei). Quotano al certo le piazze asiatiche come Thailandia e Hong Kong. Quotano certo per incerto anche rispetto alla sterlina, oltre all'euro, i paesi dell'area euro. Il dollaro è quotato incerto per certo nei confronti di euro, dollaro australiano, sterlina inglese.

Nel regime di cambi fluttuanti, il corso dei cambi può risultare instabile in relazione alle oscillazioni della domanda e dell'offerta. L'instabilità del cambio potrebbe dar luogo a fenomeni speculativi, cioè ad acquisti e vendite di valuta per trarre profitto dalle variazioni dei cambi. In regime di cambi flessibili, le differenze giornaliere in più o in meno tra offerta e domanda di moneta danno luogo rispettivamente all'**apprezzamento** o al **deprezzamento** della moneta.

Qualora il cambio GBP/USD fosse 1,2700, si pagherebbero \$1,27 per acquistare £1,00. Se il giorno successivo, il @ GBP/USD salisse da 1,2700 a 1,5000, il dollaro si sarebbe deprezzato del 18,11 per cento. Al contrario, se in seguito il cambio scendesse a 1,35, il dollaro si sarebbe apprezzato del 10 per cento.

Tabella 1

VALUTE PIÙ SCAMBIATE AL MONDO

Denominazione	Simbolo	Denominazione	Simbolo
Dollaro statunitense	USD	Dollaro canadese	CAD
Euro	EUR	Franco svizzero	CHF
Yen giapponese	JPY	Renminbi cinese	CNH
Sterlina inglese	GBP	Corona svedese	SEK
Dollaro australiano	AUD	Dollaro neozelandese	NZD

Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali che misura il turnover ogni tre anni.

Nel regime di cambi fissi, invece, per indicare una modifica in più o in meno del livello del cambio si parla più precisamente di **svalutazione** o di **rivalutazione** della moneta, a seconda che la nuova parità decisa dalle autorità monetarie sia superiore o inferiore a quella precedente. Ad esempio, durante la prima guerra mondiale, gli USA aumentarono il rapporto dollaro/oro da \$ 20,67 a \$ 35 per oncia, cioè svalutarono il dollaro del 69,33 per cento mentre, nel 1926, il Regno d'Italia fissò il rapporto lira/sterlina a 90 lire per una sterlina, svalutando la propria moneta del 28 per cento.

Le cause della svalutazione sono da ricercarsi in un processo inflazionistico o in uno squilibrio strutturale della bilancia commerciale. Nel caso di una bilancia commerciale in disavanzo, la svalutazione rende più competitivi i prodotti nazionali favorendo le esportazioni e dall'altro rende più cari i prodotti stranieri e scoraggia le importazioni. Più esportazioni e meno importazioni favoriranno il riequilibrio della bilancia commerciale. Dal canto suo, la rivalutazione rende più cari i prodotti nazionali e rende meno competitive le esportazioni, dall'altro aumenta la competitività dei prodotti stranieri e incoraggia le importazioni. Meno esportazioni e più importazioni favoriranno il riequilibrio della bilancia commerciale.

Regimi monetari internazionali

Analogamente ai rapporti economici interni, anche i rapporti economici internazionali non possono prescindere dall'uso della moneta. La moneta assolve, dunque, funzioni valide sia sul piano interno che sul piano internazionale.

Nonostante sia possibile contare vari tipi di regimi monetari internazionali, la regolamentazione monetaria dei rapporti economici internazionali può essere sintetizzata in tre principali regimi.

- a) Regime dei cambi fissi
- b) Regime dei cambi fluttuanti
- c) Regime dei cambi flessibili.

Nel regime dei **cambi fissi**, i tassi di cambio sono fissi e sono consentite solo modeste oscillazioni in più o in meno entro limiti prefissati e ristretti. Il più noto regime di cambi fissi fu quello adottato nel 1944 dalla Conferenza mondiale di Bretton Woods, che prevedeva un sistema di cambi agganciato al dollaro USA, all'epoca, la moneta più forte sul mercato internazionale. Inoltre, i dollari detenuti dalle banche centrali degli altri paesi erano convertibili in oro da parte della Federal Reserve. Per questo motivo il regime fu detto *dollar exchange standard*. I paesi aderenti all'accordo avevano fissato un apporto di cambio tra la loro moneta e il dollaro. Tale rapporto doveva rimanere fisso, salvo la possibilità di oscillazioni entro l'1 per cento in più o in meno. Il dollaro era convertibile in oro in base ad una determinata rapporto (35 dollari per oncia troy da grammi 31,10348). Il *dollar exchange standard* cessò di esistere nel 1971, quando il presidente Richard Nixon decise la sospensione della convertibilità del dollaro in oro. –Nel regime dei cambi fissi, le autorità monetarie intervengono nel mercato valutario con operazioni di acquisto o vendita delle valute.

Nel regime dei **cambi fluttuanti**, l'andamento dei cambi è determinato solamente dal mercato, cioè dall'andamento della domanda e dell'offerta di valuta e, in definitiva, dalla bilancia dei pagamenti, senza che vi siano interventi dell'autorità monetaria. Il regime dei cambi fluttuanti espone, coloro che effettuano scambi internazionali, al rischio di cambio. Infatti, tra il momento in cui viene concluso il contratto e il momento del pagamento intercorre del tempo e il tasso di cambio può subire variazioni.

La libera fluttuazione dei cambi può avere ripercussioni sugli scambi internazionali. Se il cambio sale, le esportazioni tendono a ridursi e ciò può riflettersi negativamente sulla produzione e sull'occupazione. Al contrario, se il cambio scende, le esportazioni aumentano e si potrebbe avere un aumento dell'inflazione dovuto alla maggiore domanda di beni. In pratica, la libera fluttuazione dei cambi rappresenta un caso teorico in quanto difficilmente le autorità monetarie lasciano che il cambio vari in relazione all'andamento della domanda e dell'offerta di valuta.

L'influenza del cambio sui prezzi interni e, in genere, sulle principali variabili economiche, costringe le autorità monetarie ad intervenire sul mercato per controllare il corso dei cambi. Si parla allora di fluttuazione amministrata o pilotata o sporca.

Il regime dei **cambi flessibili** è un regime intermedio tra quello dei cambi fissi e quello dei cambi fluttuanti. Prevede che il valore di alcune valute sia agganciato ad una moneta di riferimento, ma sono previsti margini di oscillazione più ampi rispetto al regime dei cambi fissi.

Le banche centrali possono intervenire nel mercato dei cambi con il duplice obiettivo di ridurre le oscillazioni del tasso di cambio e di orientare il tasso di cambio verso i valori desiderati.

Il regime dei cambi flessibili è subentrato nel 1973 a quello dei cambi fissi tramontato a seguito della fine degli accordi di *Bretton Woods*. Oggi le quattro maggiori valute del mondo – dollaro, euro, yen, sterlina – sono tutte libere di fluttuare.

Sistema di Bretton Woods

Al fine di evitare il ripetersi dei disordini economici e sociali degli anni Trenta, USA, Gran Bretagna e altri 43 Paesi si riunirono dal 1 al 22 luglio 1944 a Bretton Woods per elaborare un accordo che portò alla nascita del Fondo Monetario Internazionale (FMI), della Banca Mondiale (WB), della Banca Internazionale per la Ricostruzione e lo Sviluppo (BIRS) e del sistema dei cambi di Bretton Woods. Sotto la guida di J.M. Keynes e del diplomatico statunitense H.D. White, questi paesi definirono per la prima volta un accordo per regolare le transazioni finanziarie internazionali.

La conferenza elaborò uno schema di gestione dei tassi di cambio che ha preso il nome di sistema di Bretton Woods e che sostituì il sistema aureo troppo rigido e, a volte, causa di un aggravamento delle crisi economiche. Il sistema di Bretton Woods prevedeva una parità per ciascuna valuta sia rispetto all'oro che rispetto al dollaro USA. In quanto "moneta chiave", la parità del dollaro fu fissata solo rispetto all'oro nella misura di \$ 35 per oncia troy di gr. 31,10348.

Le altre valute, alle quali erano consentite solo oscillazioni limitate in un sistema di cambi fissi a parità centrale, furono definite sia in termini di oro che di dollari. Ad esempio, la parità della moneta italiana (l'Italia aveva aderito agli accordi di Bretton Woods il 15 marzo 1947 associandosi al FMI e alla WB) era stabilita in gr. 0,0014218736 di oro e data la parità del dollaro con l'oro fino di gr. 0,888671, la parità ufficiale della lira rispetto al dollaro statunitense fu pari a 625 lire per 1 dollaro.

Il sistema prevedeva che, quando una valuta si disallineava eccessivamente dal suo valore appropriato o "fondamentale", la parità poteva essere cambiata. Il marco tedesco, ad esempio, fu rivalutato più volte, mentre la sterlina inglese fu svalutata nel 1967 da 2,80 a 2,40 dollari per sterlina.

La possibilità di adattare i cambi quando insorgeva uno squilibrio fondamentale era la differenza principale tra il sistema di Bretton Woods e il sistema aureo. Il sistema di Bretton Woods era un sistema di cambi fissi ma aggiustabili.

Gli accordi di Bretton Woods prevedevano anche l'obbligo per gli USA di cambiare i dollari in oro al prezzo di 35 dollari per oncia troy di metallo fino. Era questo, infatti, il prezzo ufficiale dell'oro fissato nel 1934 dal presidente Roosevelt e destinato a rimanere inalterato fino al 1971 quando gli Usa aumentarono il prezzo ufficiale dell'oro a 38 dollari l'oncia troy e, quindi, la moneta statunitense venne svalutata.

Il dollaro divenne così la base di tutte le transazioni internazionali tanto che i prezzi di alcune beni furono fissati in dollari (ad esempio, il prezzo del petrolio oscillò tra il 1966 e il 1975 da un minimo di 2,4 a un massimo di 11,20 dollari per barile da 159 litri). D'altra parte, negli anni Cinquanta del Novecento, gli USA rappresentavano la principale economia mondiale e detenevano il 70 per cento delle riserve auree del mondo.

Strumenti finanziari del FMI

Allo scopo di accrescere i livelli di liquidità internazionale, il FMI si è dotato dei seguenti strumenti:

1) **Diritti normali di prelievo** (*drawing rights*). Si tratta della prima forma di credito creata dal FMI.

Consistono in contratti di riporto di valuta con i quali le banche centrali dei paesi con difficoltà di bilancia dei pagamenti ottengono valuta estera (soprattutto dollari) in cambio di moneta nazionale con l'impegno di riacquistare la valuta estera entro un certo termine a un tasso di cambio e a un tasso di interesse contrattualmente stabiliti. Sono previsti limiti entro i quali gli Stati membri possono ottenere i prestiti.

2) **Diritti speciali di prelievo** (*special drawing rights*). Consistono in somme prese a prestito dai paesi in deficit a valere sulle riserve valutarie depositate dai paesi che registrano un avanzo della bilancia dei pagamenti in un conto speciale aperto dal FMI. Hanno circolazione limitata in quanto possono essere utilizzati solo dalle banche centrali dei paesi aderenti; costituiscono quindi, una moneta di conto e non una vera e propria moneta per cui vengono detti anche oro – carta.

3) **Crediti stand by**. Consistono in aperture di credito concesse dal FMI per la durata media di dodici mesi e rinnovabili. Sono subordinati all'invio da parte del paese richiedente di una circostanziata lettera di intenti nella quale devono essere indicate le misure di politica economica che intende adottare per risolvere i propri problemi finanziari a livello interno ed internazionale. In seguito, esperti del FMI visiteranno il paese richiedente per fornire consulenza e per verificare se gli impegni presi con la lettera di intenti possono essere onorati.

4) **Oil facilities**. Consistono in facilitazioni creditizie per i paesi aderenti al FMI con bilancia dei pagamenti in deficit soprattutto a causa degli aumenti del prezzo del petrolio a valere su risorse finanziarie fornite al Fondo dai paesi esportatori di petrolio riuniti nell'OPEC integrate da versamenti di alcuni paesi industrializzati (USA; Germania, Giappone).

Nel complesso, l'introduzione in tempi diversi degli strumenti finanziari del FMI ha favorito la crescita della liquidità con conseguenti benefici per il commercio internazionale anche se, sotto il profilo dell'economia reale, l'azione del Fondo non sempre è risultata tempestiva ed adeguata come nel caso della Grecia nel 2009 – 2011.

Scarsità e eccesso di dollari in Europa

Nei primi anni successivi alla seconda guerra mondiale, il funzionamento del FMI è stato nel complesso deludente in quanto non riuscì a fronteggiare la scarsità di dollari che si era venuta a creare in Europa dopo il 1945. I fondi in dollari erogati a titolo di donazione dagli USA ai Paesi del Vecchio Continente per la ricostruzione del potenziale industriale europeo (*Piano Marshall*) vennero utilizzati per l'acquisto negli Stati Uniti di generi alimentari e di impianti industriali per cui i dollari tornarono negli USA. Non solo, la scarsità di esportazioni dei paesi europei impediva loro di ottenere in pagamento la valuta americana.

Fino al 1955, le bilance dei pagamenti dei paesi europei erano in disavanzo cronico e gli aiuti americani servirono a sanare tale disavanzo; d'altra parte, la bilancia commerciale USA era in costante surplus (esportazioni > importazioni), mentre la bilancia dei pagamenti era in sostanziale pareggio.

Le risorse del FMI erano insufficienti a fronteggiare questa situazione e, quindi, a d onorare i suoi compiti istituzionali. I suddetti fattori determinarono una scarsità di dollari (*dollar gap*), che provocava continui problemi all'equilibrio dei conti con l'estero per quasi tutti i paesi europei.

Intorno alla metà degli anni Cinquanta, i principali paesi europei (Germania, Olanda, Belgio, Italia, Francia) e il Giappone misero a segno significativi aumenti di produttività che favorì la crescita delle esportazioni sia verso gli USA sia verso altri paesi che venivano pagate quasi esclusivamente in dollari. Nel contempo, l'export statunitense manifestò una tendenza a contrarsi, mentre le spese degli USA aumentarono enormemente a causa dei costi crescenti della guerra di Corea e del mantenimento di importanti contingenti di truppe al di fuori dei confini nazionali. Le tendenze sopra ricordate causarono una progressiva riduzione del surplus della bilancia commerciale degli USA, mentre aumentava costantemente il deficit della bilancia dei pagamenti, che gli Stati Uniti coprivano con l'invio all'estero di oro e di dollari.

Per finanziare una parte del deficit della bilancia dei pagamenti gli USA inviarono oro ai paesi creditori tanto che, tra il 1949 e il 1964, le riserve auree degli USA scesero da 24 a 15 miliardi di dollari. L'altra parte del deficit fu finanziata con divise americane a breve scadenza accettate dai paesi europei e dal Giappone il cui importo, però, era superiore a quello delle riserve auree statunitensi, pregiudicando la capacità degli USA di convertire in oro i dollari detenuti dalle banche centrali degli altri paesi.

Crollo del sistema di Bretton Woods

Il crescente squilibrio fra la quantità di dollari in circolazione, specie al di fuori degli Stati Uniti, e la quantità di riserve auree degli USA determinarono il crollo del sistema di Bretton Woods.

Tra il 1960 e il 1970, infatti, oltre che per i persistenti saldi negativi della bilancia dei pagamenti americana, i depositi in dollari presso le banche europee ed asiatiche (cd eurodollari) erano cresciuti sensibilmente per effetto dei seguenti altri fattori:

- a) Il trasferimento dalle banche americane alle banche europee delle riserve in dollari dei paesi dell'Est Europa
- b) Il divieto di remunerare i depositi a vista e il tetto massimo del 3 per cento per i tassi sui depositi a risparmio o vincolati (cd "*Regulation Q*") esistenti negli USA, che hanno indotto le banche americane ad aprire filiali prima nella City di Londra e successivamente in numerose altre piazze europee
- c) Un'enorme massa di dollari (petrodollari) depositati, a partire dalla crisi petrolifera del 1973, presso le banche dei Paesi aderenti all'OPEC
- d) Lo sviluppo delle imprese multinazionali che investivano ingenti quantitativi di dollari nei Paesi dove localizzano impianti ed unità produttive.

Questi fattori produssero un enorme aumento delle giacenze di dollari fuori dagli USA che aumentarono dagli importi pressoché nulli del 1945 a 50 miliardi di dollari nei primi anni Settanta. I dollari depositati presso banche europee vennero denominati eurodollari e costituirono il segmento più significativo del mercato delle xenovalute, cioè delle valute depositate presso banche che operano al di fuori del paese d'origine.

Il crescente squilibrio fra la quantità di dollari depositati presso le banche dei paesi industrializzati e la quantità di oro posseduta dagli USA aveva minato le fondamenta del sistema di Bretton Woods. Nel 1971, infatti, all'estero erano in circolazione 53,3 miliardi di dollari, mentre le riserve uree degli USA ammontavano a 10 miliardi; nel 1973, gli eurodollari ammontavano a 82 miliardi per cui se i possessori di dollari avessero chiesto la conversione in oro in base alla parità ufficiale (35 dollari per oncia troy), gli USA sarebbero stati in grado di convertire meno del 20 per cento del totale. Nel 1968, i paesi aderenti al FMI accolsero la richiesta degli USA di creare il doppio mercato dell'oro, con un *mercato ufficiale*, riservato alle banche centrali, nel quale il prezzo dell'oro era sempre di 35 dollari per oncia troy, e il *mercato libero* riservato a privati e banche ordinarie dove il prezzo dell'oro era determinato dall'incontro della domanda e dell'offerta.

Negli anni successivi, divenne sempre più evidente l'impossibilità degli Stati Uniti di difendere il prezzo dell'oro in termini di dollari e di convertire in oro gli eurodollari sulla base delle parità concordate.

STIME DELLE CONSISTENZE DEL MERCATO DELL'EURODOLLARO*(Dati a fine anno e in miliardi di dollari)*

Aree e operatori	Origini		Impieghi	
	1964	1970	1964	1970
Interno dell'area (Europa occidentale)	4,4	21,0	5,0	17,4
Di cui:				
Residenti non bancari	1,8	9,7	2,3	10,1
Banche	2,6	11,3	2,7	7,3
Area esterna	4,6	25,0	4,0	28,6
Di cui:				
Stati Uniti (1)	1,5	4,2	2,2	12,7
Altri paesi	3,1	20,8	1,8	15,9
Totale	9,0	46,0	9,0	46,0

(1) I dati del 1964 includono il Canada.

Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionale, Basilea, 1964 e 1970.

Non solo, le banche centrali dei paesi industrializzati ridussero, a partire dalla fine degli anni Sessanta, i loro interventi sui mercati valutari per cui i cambi cominciarono a fluttuare oltre il limite dell'1 per cento stabilito dagli accordi di Bretton Woods. In pratica, il sistema monetario internazionale aveva finito per assumere le caratteristiche di un regime di cambi fluttuanti.

In pratica, quando il 16 agosto del 1971, il presidente degli USA, Richard Nixon dichiarò l'inconvertibilità del dollaro in oro, il sistema di Bretton Woods aveva cessato di esistere già da alcuni anni anche a causa della crescente insofferenza mostrata dagli altri paesi aderenti agli accordi del 1944 verso un sistema monetario internazionale che accordava al dollaro e, quindi, agli USA una indubbia posizione di privilegio nel regolamento delle transazioni commerciali.

Dollar standard

Nel 1971, il dollaro cessava, almeno apparentemente, di essere *de jure* la moneta internazionale per eccellenza ma lo diventava *de facto*. Negli anni successivi, caratterizzati dal passaggio ai cambi flessibili (stabiliti cioè ogni giorno dai rapporti di forza che si venivano a creare sui mercati finanziari fra domanda ed offerta delle varie valute), il dollaro subì dei deprezzamenti; ma consolidò il suo ruolo egemone di moneta mondiale. Generando malumori ma nessuna vera alternativa, almeno fino alla creazione dell'euro.

Il sistema monetario oggi basato in larga misura sul dollaro USA (dollar standard) risente delle tensioni che i cambi di rotta della politica monetaria statunitense creano al di fuori degli Stati Uniti non solo nei periodi di debolezza del dollaro USA (e di politica monetaria statunitense lassista), ma anche in periodi di politica restrittiva della Fed e di dollaro forte, che possono generare turbolenze ancora più intense. Per ridurre tali tensioni, da quando è stato formalmente lanciato a Bretton Woods nel 1944, il sistema monetario incentrato sul dollaro USA ha subito profondi cambiamenti, di norma in risposta a crisi sistemiche. I cambi di rotta nella politica monetaria statunitense continuano tuttavia ad amplificare i cicli economici o addirittura a innescare crisi in altri Paesi. Sebbene la Federal Reserve statunitense in collaborazione con altre banche centrali abbia sviluppato degli strumenti per limitare le ripercussioni negative, permane l'esigenza di un cambiamento sistemico.

Nonostante che il dollaro USA rappresenti oggi poco più del 60 per cento delle riserve globali di divise detenute dalle banche centrali, in calo rispetto a oltre l'80 per cento dei primi anni Settanta, al momento nessuna moneta appare in grado di sostituire il dollaro USA come moneta di riferimento. Né l'euro né il renminbi, infatti, possono essere considerati monete alternative «egemoni», mentre la creazione di una moneta globale resta un'utopia che necessiterebbe di un ambiente geopolitico fortemente collaborativo.

Anche in assenza di calamità geopolitiche ed economiche, probabilmente vi sarà un ulteriore indebolimento del ruolo del dollaro USA nelle riserve globali di divise a causa di tre fattori: la minore necessità di riserve valutarie in un mondo dove i tassi di cambio sono fluttuanti, le politiche attive di diversificazione delle banche centrali e il maggiore impiego di linee di swap tra banche centrali.

L'euro rappresenta circa il 20 per cento delle riserve globali di divise ed è quindi secondo, dietro solo al dollaro USA, inoltre è liberamente negoziabile oltre confine – prerequisito essenziale per una moneta di riferimento – tuttavia è evidente che i responsabili politici dell'Eurozona non si stanno adoperando per far assumere alla loro moneta un tale ruolo. L'assenza di un'unione fiscale, di un asset comune «sicuro» e di un'unione bancaria sono ulteriori ostacoli all'assunzione di un ruolo dominante nel sistema monetario globale.

La Cina è invece un'entità fiscale unica e le sue poche grandi banche possono essere considerate banche di importanza centrale per la gestione della moneta. Il renminbi non possiede tuttavia la terza caratteristica essenziale per essere considerato un concorrente del dollaro USA: la mobilità dei capitali a livello internazionale. Sembra improbabile che la Cina arrivi a liberalizzare e aprire totalmente i suoi mercati finanziari alle transazioni transfrontaliere e questo è il motivo principale per cui la quota di renminbi presenti nelle riserve globali di divise è ancora così piccola.

È invece probabile che emerga gradualmente un nuovo sistema monetario più orientato alla multipolarità, in seguito all'aumento del commercio bilaterale di molti Paesi, al rafforzamento dei mercati dei capitali locali nei Paesi emergenti e alle iniziative volte a sviluppare sistemi di assicurazione reciproca

Sistema monetario europeo

Il 13 marzo 1979, entrò in vigore il sistema monetario europeo (SME), sottoscritto dai paesi membri dell'allora Comunità economica europea (ad eccezione del Regno Unito, entrato nel 1990) e che ha cessato di esistere il 31 dicembre 1998 con la creazione dell'Unione economica e monetaria dell'Unione europea. Era un accordo monetario nato per mantenere una parità di cambio prefissata (stabilita dagli Accordi europei di cambio), che poteva oscillare entro una fluttuazione del $\pm 2,25\%$ (del ± 6 per cento per Italia, Gran Bretagna, Spagna e Portogallo), avendo a riferimento un'unità di conto comune (l'ECU), determinata in rapporto al valore medio dei cambi del paniere delle divise dei paesi aderenti.

Fu concepito alla luce del decennio precedente caratterizzato da una forte inflazione in Europa e nei paesi occidentali, per garantire la stabilità dei cambi valutari. L'accordo prevedeva che nel caso di eccessiva rivalutazione o svalutazione di una moneta rispetto a quelle del paniere, il governo nazionale doveva adottare le necessarie politiche monetarie che ristabilissero l'equilibrio di cambio entro la banda. Il sistema prescriveva inoltre che ogni Stato membro conferisse a un fondo comune il 20 per cento delle riserve in valuta e in oro.

In seguito alle turbolenze che nel 1992 avevano colpito il meccanismo dei cambi (con l'uscita di Gran Bretagna e Italia), l'accordo fu revisionato nel 1993 con l'innalzamento dei margini di oscillazione della valuta fino al ± 15 per cento, un maggiore coordinamento delle politiche monetarie, e l'ulteriore liberalizzazione dei movimenti di capitale. Fu inoltre costituito nel 1994 l'Istituto monetario europeo, con sede a Francoforte, antenato della BCE.

Euro

L'euro, valuta comune di venti stati membri dell'Unione europea, fu introdotto per la prima volta nel 1999 (come unità di conto virtuale); la sua introduzione sotto forma di denaro contante avvenne per la prima volta nel 2002, in dodici degli allora quindici Stati dell'Unione. Negli anni successivi la valuta è stata progressivamente introdotta da altri stati membri giungendo, nel 2023, a venti stati UE su ventisette (la cosiddetta zona euro) che adottano l'euro come propria valuta legale. Le banconote e le monete euro entrarono in circolazione nei primi 12 sistemi monetari aderenti il 1° gennaio 2002. Le vecchie valute coesistero con la nuova divisa fino al 28 febbraio 2002 (tranne il franco francese, 17 febbraio, e la sterlina irlandese, 9 febbraio), data in cui cessò il loro corso legale e non poterono essere accettate per i pagamenti. Per il marco tedesco, in realtà, il corso legale era cessato il 31 dicembre 2001, ma le sue monete e banconote potevano comunque essere utilizzate durante il periodo di coesistenza. Sebbene non più riconosciute legalmente per effettuare dei pagamenti, è stata lasciata la possibilità di convertire le vecchie valute in euro presso le banche centrali nazionali per tempi successivi alla cessazione del corso.

. Tabella 3

TASSI DI CONVERSIONE FRA L'EURO E LE VENTI VALUTE ADERENTI

Denominazione	Valore	Denominazione	Valore
Escudo portoghese	200,482 PTE	Scellino austriaco	13,7603 ATS
Fiorino olandese	2,20371 NLG	Sterlina irlandese	0,787564 IEP
Franco belga	40,3399 BEF	Dracma greca	340,750 GRD
Franco francese	6,55957 FRF	Tallero sloveno	239,640 SIT
Franco lussemburghese	40,3399 LUF	Lira cipriota	0,585274 CYP
Lira italiana	1936,27 ITL	Lira maltese	0,429300 MTL
Marco tedesco	1,95583 DEM	Corona slovacca	30,1260 SKK
Marco finlandese	5,94573 FIM	Corona estone	15,6466 EEK
Peseta spagnola	166,386 ESP	Lats lettone	0,702804 LVL
Scellino austriaco	13,7603 ATS	Litas lituano	3,45280 LTL
Sterlina irlandese	0,787564 IEP	Kuna croata	7,53450 HRK

Alcune organizzazioni economiche internazionali

Alcune funzioni di regolazione o di intervento nei pagamenti internazionali sono attribuite ad organizzazioni economiche internazionali appositamente costituite, soprattutto dopo la seconda guerra mondiale, quando, alla luce delle gravi e ricorrenti crisi valutarie intercorse tra il 1920 e il 1940, è stata sentita la necessità di salvaguardare il funzionamento dei mercati valutari, affiancando alle autorità nazionali un'autorità sovranazionale.

Le principali istituzioni economiche internazionali sono:

- 1) **Fondo Monetario Internazionale.** Nasce nel 1945 con 25 membri. Attualmente comprende 188 paesi membri (ultima adesione Sudan del Sud a maggio 2012). Ha sede a Washington, DC (USA) ed i suoi principali obiettivi sono:
 - a) Assistere i paesi con difficoltà nel reperire fondi finanziari per ripagare i propri creditori internazionali («difficoltà di bilancia dei pagamenti»)
 - b) Assicurare il buon funzionamento del sistema internazionale dei pagamenti
 - c) Prestare assistenza finanziaria ai paesi con difficoltà di bilancia dei pagamenti attraverso credito (crediti pendenti il 18/8/2011: 282 mld US\$)
 - d) Fornire assistenza tecnica per la formazione delle istituzioni economiche (es. banca centrale) ai paesi emergenti e in transizione

I mezzi di finanziamento sono costituiti dal versamento di quote da parte dei paesi aderenti, commisurate al loro peso economico di cui il 25 per cento in valuta "accettata internazionalmente" (dollaro, yen, sterlina, euro, oppure DSP) e il 75 per cento in valuta nazionale. Dispone di un capitale di 365 mld US\$ (marzo 2012).

- 2) **Banca Mondiale.** Nasce nel 1944 e, come il FMI, è frutto degli accordi di Bretton Woods. Comprende gli stessi membri del FMI ed ha la sede principale a Washington, DC (USA). Fa parte del gruppo Banca Mondiale la Banca Internazionale per la Ricostruzione e lo Sviluppo (1944). Gli obiettivi principali sono:
 - a) Lotta alla povertà
 - b) Assistenza finanziaria e tecnica allo sviluppo
 - c) Sostegno e promozione per una crescita equilibrata del commercio internazionale (in collaborazione con il FMI).

I finanziamenti sono costituiti da quote dei paesi membri e dall'emissione di obbligazioni sottoscritte da operatori pubblici e privati di rating elevato (AAA). Eroga prestiti, generalmente agevolati e per progetti specifici (a differenza del FMI): prestiti senza interesse per i paesi più poveri da restituire in 35-40 anni, finanziamenti per investimenti specifici (5-10 anni), finanziamenti a favore di «politiche per lo sviluppo» (1-3 anni), per aiutare l'attuazione di politiche strutturali.

In Europa operano, invece, il Sistema Europeo di Banche Centrali, la Banca Centrale Europea, la Banca Europea dei Regolamenti Internazionali.

- a) Il **Sistema Europeo di Banche Centrali** (SEBC) è stato istituito dal Trattato di Maastricht nel 1992. E' costituito dalla Banca Centrale Europea e dalle Banche Centrali nazionali dei 27 stati membri dell'UE, a prescindere dall'adozione della moneta unica da parte di alcuni di questi. Non ha personalità giuridica necessaria per regolare le Banche centrali o la BCE, ma costituisce un accordo di coordinamento fra le stesse. I suoi obiettivi sono il mantenimento della stabilità dei prezzi, come obiettivo principale e prioritario e il sostegno delle politiche economiche dell'UE, al fine di raggiungere e mantenere un elevato livello di occupazione negli stati che ne fanno parte, fatto salvo il primo. Gli altri compiti del Sistema sono riguardano lo svolgimento di operazioni sui cambi, la detenzione e la gestione di riserve in valute estere, la vigilanza sulla solidità degli enti e del sistema bancario e finanziario, la promozione del regolare funzionamento dei sistemi di pagamento. Il SEBC (che comprende al suo interno l'Eurosistema) ha anche il compito di fissare il tasso ufficiale di riferimento (TUR), ovvero il costo del denaro per le altre banche e per i clienti delle stesse.
- b) La Banca Centrale Europea (BCE) è la banca centrale incaricata dell'attuazione della politica monetaria per i venti Paesi dell'Unione europea che hanno aderito alla moneta unica formando la cosiddetta zona euro, nonché della politica di vigilanza sugli enti creditizi. Istituita il 1° giugno 1998 succedendo all'Istituto monetario europeo, in vista dell'introduzione dell'euro il 1° gennaio 1999,¹ e in passato chiamata anche *Eurotower*, dal nome del grattacielo di Francoforte dove, fino all'ottobre 2014, aveva sede.

L'obiettivo prioritario della BCE, secondo quanto stabilito dallo statuto stesso e dal Trattato sul funzionamento dell'Unione europea, è il controllo dell'andamento dei prezzi. Questo tipo di obiettivo si definisce mandato individuale, in opposizione al mandato duale della Federal Reserve, che promuove stabilità dei prezzi e piena occupazione. Nello specifico l'obiettivo è assicurare che il tasso di inflazione di medio periodo sia simmetrico al 2%. Gli altri obiettivi della BCE possono essere perseguiti solo se non compromettono l'obiettivo di controllo dell'inflazione. Gli strumenti "classici" attraverso cui la BCE regola l'offerta di moneta sono:

1) Fissazione dei tassi d'interesse di policy (quello sulle operazioni di rifinanziamento principali, quello sulle operazioni di rifinanziamento marginale e quello sui depositi overnight presso la banca centrale)

2) Operazioni di mercato aperto

3) Operazioni su iniziativa delle controparti, per la gestione giornaliera della liquidità

4) Modifiche del coefficiente di riserva obbligatorio delle banche

Le "operazioni di mercato aperto" si svolgono tramite acquisto (o vendita) di titoli in cui si crea (o assorbe) base monetaria. In genere sono operazioni a "pronti contro termine", cioè temporanee. Questo tipo di operazione si inserisce nel principio di libero mercato adottato dall'Unione Europea. Le "operazioni di rifinanziamento principale" sono le operazioni più importanti della BCE: infatti la maggior parte della base monetaria offerta è fornita tramite questa modalità. Un altro strumento sono le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine.

Dal 1 gennaio 2023, il capitale della BCE ammonta a € 10.825.007.069,61 euro; è sottoscritto dalle Banche Centrali Nazionali (BCN) di tutti gli Stati membri dell'UE, le uniche autorizzate alla sottoscrizione e alla detenzione del capitale sociale della BCE.

La sottoscrizione di tale capitale sociale è stata effettuata secondo un criterio di ripartizione proporzionale alla percentuale di ciascuno stato membro dell'Unione europea al PIL comunitario e alla popolazione dell'Unione. La BCE adegua le quote con cadenza quinquennale e ogni volta che si verifica un cambiamento del numero di BCN partecipanti al capitale della BCE. L'ultima modifica è intervenuta il 1° febbraio 2020 a seguito dell'uscita dall'UE del Regno Unito.

- c) La **Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI)** è una società anonima per azioni e ha sede a Basilea. Fondata nel 1930, promuove la cooperazione in campo monetario e finanziario e funge da banca e da forum per le banche centrali. E' la più antica istituzione finanziaria internazionale. Fornisce assistenza finanziaria alle banche centrali e concede loro fondi con e senza garanzia collaterale, è centro di ricerca e sede d'incontro tra i banchieri centrali per la valutazione della congiuntura internazionale, elabora documentazione statistica sull'attività bancaria internazionale, esercita compiti di vigilanza ed è agente e fiduciario per rilevanti transazioni internazionali. Non opera con privati. Ne sono azioniste 60 banche tra cui la Banca centrale europea anche se l'elenco degli azionisti non risulta pubblico.

I tre organi decisionali più importanti sono l'Assemblea generale delle banche centrali aderenti, il Consiglio di amministrazione e la Direzione. I governatori delle banche centrali dei paesi membri della BRI si incontrano con cadenza bimensile per scambiare le proprie vedute sull'evoluzione dell'economia mondiale e del sistema finanziario internazionale, nonché per guidare e sorvegliare i lavori dei diversi comitati tra i quali riveste particolare importanza il *Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria*, fondato nel 1974 dai presidenti delle banche centrali dei 10 paesi più industrializzati per stabilire accordi sui requisiti patrimoniali degli istituti bancari (*accordi di Basilea*). Nel 2017, in seguito agli insegnamenti della crisi del 2008-09, il Comitato di Basilea ha pubblicato un pacchetto di riforme, denominato Basilea III, teso a inasprire le prescrizioni in materia di fondi propri e liquidità delle banche che, avrebbero dovuto entrare in vigore nel 2022. L'obiettivo di una maggiore stabilità del sistema finanziario viene perseguito mediante un sistema a tre pilastri: definizione dei fondi propri e dei fondi propri minimi per i rischi di credito, definizione del processo di sorveglianza dei fondi propri, definizione degli obblighi delle banche di pubblicazione delle informazioni.

d) La **WTO** (*World Trade Organization*). L'Organizzazione mondiale del commercio, è stata creata allo scopo di supervisionare i numerosi accordi commerciali tra gli stati membri. Vi aderiscono¹ 164 Paesi e altri 26 paesi stanno negoziando l'adesione, che rappresentano oltre il 97 per cento del commercio mondiale di beni e servizi. La sede si trova, dal 1995, a Ginevra. La WTO è stata istituita il 1° gennaio 1995 alla conclusione dell'Uruguay Round, i negoziati che tra il 1986 e il 1994 hanno impegnato i paesi aderenti al G.A.T.T., e ha sostituito quest'ultimo organismo. Di quest'ultimo ha infatti recepito gli accordi adottati (tra cui il GATT, il GATS e il TRIPS) con l'incarico di amministrarli ed estenderli. Presenta una struttura simile a quella di analoghi organismi internazionali.

Negli anni immediatamente successivi alla fine del secondo conflitto mondiale e, più precisamente, nel 1947, 37 paesi diedero vita al G.A.T.T. (*General Agreement on Tariffs and Trade*) per ridurre l'utilizzo di politiche restrittive non tariffarie (contingentamenti alle importazioni e premi alle esportazioni), armonizzare le politiche tariffarie dei paesi aderenti, diminuire i dazi doganali sui beni. Per raggiungere queste finalità il G.A.T.T. ha promosso numerose conferenze internazionali tra le quali rivestì particolare importanza quella tenuta a Ginevra dal 1964 al 1967 e nota come "*Kennedy Round*" dal nome del presidente degli USA che l'aveva caldeggiata. Le trattative portarono a una riduzione delle tariffe che per alcuni prodotti arrivarono anche al 50 per cento. Non tutti i provvedimenti produssero gli effetti sperati a causa della risorgenza di politiche protezionistiche dovute alla crisi petrolifera del 1973. Il WTO si prefigge l'abolizione o la riduzione delle barriere tariffarie anche per i servizi e le proprietà intellettuali. Gli stati aderenti sono tenuti a garantire agli altri membri dell'organizzazione lo "status" di "*nazione più favorita*", vale a dire che le condizioni applicate al paese più favorito (cioè quello al quale vengono applicate il minor numero di restrizioni) sono applicate (salvo alcune eccezioni minori) a tutti gli altri stati.

La cooperazione internazionale ha favorito nel corso degli anni l'aggregazione di vari paesi in alcuni forum per favorire l'internazionalità economica e la concertazione delle politiche economiche che vedono la partecipazione alle riunioni periodiche dei ministri delle finanze e dei governatori delle banche centrali.

Tabella 4

ALCUNE SIGLE CHE IDENTIFICANO GRUPPI DI PAESI CON DIVERSO GRADO DI SVILUPPO Dal G8 al G20

G8	G5	G6	G14	G20
Gruppo degli otto Paesi più sviluppati dell'emisfero Nord	Gruppo delle cinque principali economie emergenti	Gruppo delle cinque principali economie emergenti più l'Egitto	Vertice che include i Paesi del G8 e del G6	Gruppo dei Paesi più sviluppati più l'Unione Europea
Canada	Sudafrica	G5 +	G8 + G6	G8+G5+
Francia	Brasile	Egitto		Argentina
Germania	Cina			Australia
Italia	India			Indonesia
Giappone	Messico			Arabia Saudita
Russia				Corea del Sud
Gran Bretagna				Turchia
Stati Uniti				Unione Europea