

Il problema dei debiti internazionali nel periodo tra le due guerre mondiali *

1. La storia dei debiti internazionali coincide con la storia della finanza internazionale. È vecchia di secoli ed è strettamente legata alla storia politica internazionale. L'elemento politico è stato raramente assente dalla finanza internazionale per la ragione molto semplice che, in molti casi, e per lungo tempo nella maggioranza dei casi, sebbene i creditori fossero per lo più case finanziarie private, i debitori erano autorità politiche. Il prestito internazionale con motivazioni puramente economiche, contratto da individui o enti privati allo scopo d'essere usato a fini produttivi, e concesso da altre istituzioni private a scopo esclusivamente di profitto può essere tranquillamente considerato come minoranza e assegnato in massima parte al periodo della storia mondiale anteriore al 1914 o a quello dopo il 1960.

Gli anni tra le due guerre mondiali rappresentano l'apoteosi della finanza internazionale politicizzata. La varietà di casi di interazione economica e politica nel campo dei debiti internazionali che si incontra in questo periodo è così grande da rendere certo chi studia il periodo di trovarvi un precedente per qualsiasi caso di politicizzazione dei rapporti economici internazionali.

Gli anni che seguono la prima guerra mondiale possono essere letti, per quanto riguarda le relazioni monetarie e finanziarie internazionali, in chiave di continuità col periodo precedente il 1914. La sostituzione della egemonia britannica con quella americana era cominciata nel decennio precedente la guerra. Il sistema aureo internazionale era divenuto un regime monetario internazionale in veloce degenerazione assai prima che la guerra lo distruggesse. Le grandi potenze europee avevano già cominciato ad invadere il mercato finanziario internazionale, prima monopolio della Gran Bretagna.

* Questo saggio è stato scritto mentre l'autore era membro dell'Institute for Advanced Study di Princeton, ed è stato presentato ad un Gruppo di Studio sui Problemi dei Debiti Internazionali organizzato dal Lehman Institute di New York.

Il telegrafo internazionale era già divenuto realtà e i cavi telegrafici intercontinentali erano già stati posati da qualche decennio; i mercati finanziari si erano velocemente evoluti in una struttura dominata dalle banche nella maggioranza dei paesi, e i finanziamenti diretti sostituivano sempre più spesso il "bill on London".

Tutte queste tendenze continuarono a svilupparsi dopo la guerra. Ma la velocità dei fenomeni accelerò e le variazioni quantitative, che avevano luogo nei modi già detti, divennero così ampie da trasformare la quantità in qualità.

La prima guerra mondiale rappresentò, altresì, per l'Arte del Governo, il momento della transizione a un tipo di controllo generalizzato della vita sociale e a una politica delle masse, che non erano esistite prima e che invece distinguono da allora l'età successiva, nella quale tuttora viviamo. Quelli che furono chiamati controlli di guerra e mobilitazione politica di guerra da una opinione pubblica, che sperava di liberarsene con l'arrivo della pace, dovevano divenire le caratteristiche distintive della vita quotidiana nei decenni successivi.

Far riferimento al mercantilismo dei secoli passati non ci aiuta a comprendere la trasformazione dell'Arte del Governo che ha avuto luogo durante e dopo la prima guerra mondiale. I governi non avevano mai abbandonato il mercantilismo. La *National Monetary Commission* del Congresso degli Stati Uniti, che avrebbe istituito il *Federal Reserve System*, si accorse con sorpresa, quando interrogò i membri del direttorio della Banca d'Inghilterra, per conoscere il meccanismo di funzionamento del "bank rate", che perfino quelli che pareva fossero i sostenitori più accesi del "laissez faire" aumentavano il tasso di sconto quando le riserve diminuivano ma non lo abbassavano quando le riserve crescevano. Essi erano, come tutti i banchieri centrali del loro tempo, convinti assertori del principio di Walter Bagehot, che la moneta non si controlla da sé.¹

Ma provare che lo spirito del mercantilismo animava perfino i grandi sacerdoti del "laissez faire" inglese non vuol dire credere che il grado di irregimentamento e controllo che si raggiunse nei paesi europei per combattere la guerra totale fosse in alcun modo confrontabile con l'esperienza precedente. La mobilitazione delle masse per la guerra totale si realizzò con tale successo che i politici non riuscirono più a tornare alle confortevoli pratiche parlamentari dell'anteguerra. Una

¹ Si veda: *U.S. Monetary Commission: Interviews on Banking*, Publications of the N.M.C.L., Washington, 1910, p. 26.

nuova razionalità, nella politica pura come nella politica economica, venne emergendo, che avrebbe spaventato Keynes, uno dei primi a notarla, e che avrebbe resistito agli esorcismi che contro di essa egli tentò nelle "Conseguenze economiche della pace".²

2. Le riparazioni di guerra da ottenere dai paesi sconfitti e, in particolare, dalla Germania, determinarono potentemente la ricostruzione del sistema finanziario internazionale. In tutto il periodo tra le guerre le transazioni finanziarie internazionali, anche quelle interessanti paesi che nulla avevano a che fare con le riparazioni, furono influenzate da queste ultime. Le riparazioni diedero a tutto il periodo il carattere, assai netto, di politicizzazione, equilibrio precario, o addirittura crisi aperta, che colpisce gli studiosi di finanza internazionale che se ne occupano.

Prima della prima guerra mondiale vi erano stati numerosi casi di imprese private e governi che non riuscivano a ripagare i debiti internazionali contratti. Ma tali obbligazioni non erano mai considerate prive di legittimità morale e giuridica. Dopo la sconfitta del 1870 i francesi avevano pagato l'enorme somma imposta dalla Prussia vittoriosa.³ Essi si aspettavano che ora la Germania facesse altrettanto. Ma testimonianze di archivio, di recente venute alla luce, provano invece che i tedeschi non consideravano le riparazioni da loro dovute giuridicamente legittime per vari motivi e che alcuni degli Alleati, in particolare gli inglesi e soprattutto gli americani, condividevano tali opinioni, e consideravano le riparazioni come una grande operazione di propaganda, destinata a convincere l'opinione pubblica nei paesi vincitori che la conclusione di un armistizio con la Germania non significava che milioni di uomini avevano combattuto ed erano morti senza motivo. La Germania accettò, quindi, una pesante obbligazione finanziaria nella profonda convinzione che la controparte non l'avrebbe chiamata ad onorarla. E, come s'è detto, in tale convinzione essa ebbe il conforto dell'accordo, anche se non palese, di alcuni degli Alleati. Come si notò da parte di ambienti "bene informati" dopo l'uscita del libro di Keynes, il povero economista aveva il torto di prendere la cosa troppo seriamente. La Germania, naturalmente, non avrebbe dovuto pagare la somma

² La buona fede di Keynes, tuttavia, è stata messa seriamente in dubbio da S. SCHUCKER, che ha condotto lunghe e approfondite ricerche d'archivio in Germania. Si veda, in proposito, la sua recensione delle opere di Keynes sul *Journal of Economic Literature*, 1980.

³ Sulle riparazioni francesi dopo la guerra franco-prussiana del 1870, si veda la compilazione accurata fatta da C.P. KINDLEBERGER, nella sua *Financial History of Europe*, London, 1984.

esorbitante stabilita a Versailles. Essa era servita solo a rendere accettabile all'opinione pubblica francese il Trattato di pace.⁴

Purtroppo il diavolo, una volta venuto fuori dalla bottiglia, rifiutò di tornarci. Quando si furono fatte le somme delle riparazioni, i governi cominciarono a fare su di esse affidamento specie per pagare gli enormi debiti contratti per la guerra. E quelli erano debiti veri sanzionati da procedure legali tradizionali. Gran Bretagna e Stati Uniti dichiararono che dovevano essere pagati.

È difficile non comprendere l'amarezza che il comportamento asimmetrico della Gran Bretagna e degli Stati Uniti ispirò nei paesi come la Francia e l'Italia. Ad essi si chiedeva di far fronte ai propri obblighi, mentre allo stesso tempo sembrava che Gran Bretagna e Stati Uniti avessero concluso, a loro insaputa, un accordo per considerare le riparazioni tedesche irrealistiche ed esorbitanti. Il fatto, da Keynes con tanto eloquenza indicato, che la Germania non sarebbe stata capace di pagare le riparazioni, poté solo contribuire ad infiammare vieppiù l'opinione pubblica francese e italiana, alla quale egli mostrava che la possibilità di pagare i propri debiti di guerra con le riparazioni tedesche era esistita solo sulla pergamena del trattato di Versailles.

La disputa sulle riparazioni introdusse così nella finanza internazionale un forte elemento di illegalità, che non era esistito prima della guerra. Per le poco ponderate azioni di Woodrow Wilson e David Lloyd George si introdussero tra gli strumenti legittimi dell'arte del governo il ripudio e l'insolvenza nei confronti delle obbligazioni finanziarie internazionali.

Non è questo il luogo per chiedersi perché gli uomini di stato inglesi e americani decisero di aprire il vaso di Pandora. Arno Mayer ha scritto che lo fecero nel tentativo di frenare la rivoluzione sovietica.⁵ Quel che ci interessa qui è notare che le loro azioni aiutarono, almeno indirettamente, la legittimazione dell'illegalità e irresponsabilità finanziaria da parte di importanti governi europei.

Quando il governo tedesco, che aveva creduto di non dover essere chiamato ad onorare gli impegni contratti con le riparazioni, fu

⁴ Sull'atteggiamento tedesco nei confronti delle riparazioni, si vedano i *Collected Works* di J.M. KEYNES, vol. XVII, London, 1977, e di S. SCHUCKER, *The End of French Predominance in Europe*, Chapel Hill, 1976. Si consulti pure di E.W. BENNETT, *Germany and the Diplomacy of Financial Crisis*, Cambridge, Mass., 1972.

⁵ Si veda il classico volume di ARNO MAYER, *Politics and Diplomacy of Peace Making*, New York, 1967.

viceversa costretto a farvi fronte, la sua risposta fu di inondare il mondo con una valanga di marchi di carta, che le ingenue classi medie europee, ancora convinte che il marco sarebbe stato stabilizzato al livello d'anteguerra, non esitarono ad accettare in pagamento per beni e servizi o in cambio di altre valute. Questo comportamento del governo tedesco non è abbastanza spesso stigmatizzato nelle opere che si occupano dei problemi di finanza internazionale di quel periodo, mentre molte critiche si rivolgono alla "irresponsabilità" delle autorità monetarie francesi, che risposero a tale manovra con armi simili, muovendo le loro disponibilità in valuta tra i vari centri finanziari allo scopo di rafforzare le posizioni di politica estera della Francia. E con tale "irresponsabilità" si confrontano le azioni, definite "apolitiche" delle autorità monetarie inglesi e americane nello stesso periodo.⁶

Né si è ancora fatto abbastanza spazio, tra gli storici economici che si occupano di quel periodo, l'ipotesi che la grande inflazione tedesca sia stata una strategia politica ed economica deliberata. Abbondanti disponibilità archivistiche dovrebbero ormai aiutarla a prevalere. E, in ogni caso, lo spegnimento improvviso della grande inflazione e il ritorno rapidissimo della stabilità monetaria avrebbero dovuto far sorgere qualche dubbio anche in mancanza di fonti d'archivio.

3. Nonostante l'interpretazione di Arno Mayer, a proposito delle motivazioni della politica inglese e americana riguardo l'armistizio e il Trattato di pace, una delle differenze più vistose fra il periodo tra le guerre e i decenni che hanno seguito la seconda guerra mondiale, è la non esistenza, nel periodo tra le guerre, di un'alleanza militare, quale è la NATO, contro un nemico comune. Negli anni tra le guerre, mentre il comportamento del governo tedesco nei confronti delle riparazioni e dell'inflazione, tollerato da alcune delle potenze alleate, legittimava l'illegalità internazionale, i paesi occidentali cominciarono a considerare la politica finanziaria internazionale una estensione della politica internazionale e a farlo, per usare un'espressione gaullista, «à tous azimuts». Dopo la seconda guerra mondiale questo non è accaduto. L'esistenza della NATO ha impedito ai paesi occidentali di programmare e realizzare politiche finanziarie internazionali ispirate alla logica dei "giochi a somma zero", cioè di redistribuzione statica di un ammontare dato di potenza. Forse questa è una affermazione troppo recisa, dato

⁶ La più nota rivendicazione dal punto di vista francese resta quella di ETIENNE MANTOUX, *The Carthaginian Peace*, New York, 1952. Si veda anche SCHUCKER, *op. cit.*

che talune politiche, come la politica gaullista rispetto all'oro, la svalutazione del dollaro del 1971, e il disfarsi, da parte del Giappone, di enormi quantità di dollari subito dopo, potrebbero essere considerati casi ispirati da una filosofia dei giochi a somma zero. Si potrebbero fornire anche altri esempi dello stesso tipo. Tuttavia, il fatto che tutti fossero nello stesso campo strategico ha fatto sì che i paesi occidentali si sono comportati in maniera tutto sommato cooperativa per quanto riguarda il mantenimento di una sembianza di ordine finanziario internazionale. Lo stesso non si può dire del comportamento degli stessi paesi nel periodo tra le guerre. Una "realpolitik" del tipo più tradizionale sembra aver trionfato nelle relazioni finanziarie internazionali in quei due decenni, e avere informato perfino alcuni episodi che si potrebbero interpretare come tentativi di comportamento cooperativo. Il ritorno, da parte dei paesi maggiori, seguiti da molti altri, al sistema aureo, costituisce uno di questi episodi.

Se consideriamo la catena di avvenimenti che condusse al ritorno all'oro da parte della Gran Bretagna, ne possiamo derivare la conclusione superficiale che un alto livello di cooperazione tra le banche centrali inglese e americana rende possibile il ritorno dell'Inghilterra all'oro. Ma quell'episodio ha ispirato una grande mole di ricerche e da essa non si può trarre una conclusione del genere. Al contrario, il ritorno all'oro può essere visto come una grossa sconfitta inglese nella lotta aperta per la supremazia finanziaria internazionale ingaggiata da politici e finanziari americani a partire dalla fine della prima guerra mondiale.⁷ E raramente queste due componenti della classe dirigente americana (che non sono particolarmente omogenee tra loro) furono tanto unite come in quella occasione.

Al termine delle ostilità la strategia inglese era stata di portare avanti la trasformazione pre-bellica del sistema aureo internazionale fino a un sistema a cambio aureo. E, a seguito di forti pressioni inglesi, la Conferenza di Genova si era conclusa, nel 1922, con una raccomandazione in tal senso. La filosofia ispiratrice della politica inglese era chiara. Nel decennio precedente la guerra, la Banca d'Inghilterra aveva dovuto far fronte a continue pressioni sulla propria riserva aurea, e l'argomento delle riserve d'oro era divenuto tra i più scottanti nei circoli finanziari inglesi. Ho mostrato altrove come le grandi banche inglesi avessero

⁷ Si veda, di FRANK COSTIGLIOLA, "Anglo-American Financial Rivalry in the 1920s", in *Journal of Economic History*, 1977, e anche le parti rilevanti per l'argomento del volume citato di C.P. KINDLEBERGER.

minacciato, alla vigilia della guerra, di costituire una propria riserva, separata da quella della Banca d'Inghilterra, che essi consideravano troppo esigua per sostenere la enorme piramide creditizia basata su Londra.⁸ Misure di contenimento erano state adottate, nel decennio pre-bellico, specialmente mediante l'uso del *surplus* di esportazioni guadagnato dall'India. Invece d'essere trasformato in oro, tale *surplus* era tenuto in sterline, e remunerato con interessi. Nel suo libro sulla moneta e finanza dell'India, Keynes aveva elevato tale espediente temporaneo a dignità di nuovo sistema monetario internazionale e lo aveva indicato come la via del futuro. Ma una delle principali debolezze del nuovo sistema non era sfuggita all'occhio vigile di Gustavo Del Vecchio che, recensendo il libro di Keynes, aveva fatto notare come l'esperienza pre-bellica del sistema a cambio aureo avesse interessato territori coloniali, non paesi sovrani. La possibilità che le riserve in valuta fossero adoperate a fini di politica estera non si era pertanto presentata, ma ciò sarebbe inevitabilmente accaduto quando il sistema fosse stato esteso a paesi sovrani.⁹

Gli eventi degli anni venti avrebbero provato la chiaroveggenza di Del Vecchio. Sarebbe superficiale, tuttavia, pensare che gli inglesi non avessero previsto il pericolo. Essi erano spinti ad una politica della disperazione, a tentare la carta del sistema di cambio aureo, dalla consapevolezza che un sistema aureo puro non poteva essere controllato da Londra. La Banca d'Inghilterra non aveva mai controllato il mercato internazionale dell'oro con la forza di una riserva d'oro formalmente posseduta. Lo aveva controllato, invece, amministrando la produzione d'oro del Sud Africa e obbligando il governo coloniale indiano a investire il *surplus* commerciale indiano in titoli e depositi su Londra. Dopo la guerra entrambi questi strumenti erano scomparsi. Poiché era impensabile che la Banca d'Inghilterra riuscisse ad accumulare una riserva d'oro sufficiente, sarebbe stato impossibile mantenere in esistenza un mercato libero dell'oro a Londra, mentre ciò sarebbe riuscito possibile agli Stati Uniti, che avevano, come risultato della guerra, accumulato un'enorme riserva d'oro e che quindi potevano succedere all'Inghilterra come amministratori del sistema aureo internazionale. Così il dollaro si sarebbe sostituito alla sterlina, come principale serbatoio internazionale di valore.

⁸ Si veda di M. DE CECCO, *Money and Empire*, London, 1984.

⁹ La recensione di DEL VECCHIO sta in *Giornale degli Economisti*, 1914.

Un profondo pessimismo sul funzionamento del tasso di sconto come strumento di politica monetaria internazionale spiegava la posizione inglese. Ciò andava contro le conclusioni del Rapporto Cunliffe, ma non contrastava con la descrizione, fatta dal Rapporto Cunliffe, del funzionamento del meccanismo del tasso di sconto. Dato che, come aveva detto il Rapporto Cunliffe il tasso di sconto agiva sull'occupazione e la produzione, le autorità inglesi cercavano di non tornare a un sistema che, per la cronica deficienza di riserve d'oro della Banca d'Inghilterra, avrebbe significato uno stato di deflazione semi-permanente per l'economia inglese, indotto da tassi di sconto necessariamente mantenuti a livelli punitivi. Esse tentarono, perciò, la carta del sistema di cambio aureo. Ma, mentre la Conferenza di Genova ne raccomandò l'adozione e i principali paesi europei aderirono, gli Stati Uniti, che avevano mantenuto il sistema aureo dal 1919, iniziarono un'offensiva politica mirante a convincere quanti più paesi fosse possibile ad adottare tale sistema. Tramite i buoni uffici di Edwin Kemmerer, "il dottore monetario di Princeton", il sistema aureo fu adottato da parecchi paesi dell'America Latina. Ma la vittoria cruciale fu ottenuta quando, seguendo il parere di Kemmerer, l'Unione Sud-Africana rifiutò la sterlina e adottò il *gold standard*.¹⁰

Dopo tale evento alla Gran Bretagna non rimase che adattarsi a giocare secondo le nuove regole. Era l'unica possibilità rimastale di non cadere al rango di potenza finanziaria di seconda classe. Data la sua struttura sociale, e la struttura del commercio estero, l'eventualità che l'Inghilterra non seguisse tale politica era un'ipotesi irrealistica. Quanto alla parità alla quale si sarebbe dovuta stabilizzare la sterlina, è del tutto ragionevole ritenere che le autorità inglesi avessero in cima ai loro pensieri il fatto che una parità inferiore a quella pre-bellica avrebbe significato che il "banchiere del mondo" sarebbe stato parzialmente insolvente rispetto ai propri impegni. E ciò avrebbe certamente aiutato il dollaro a installarsi al centro del sistema delle transazioni finanziarie internazionali.

Una volta che ci convinciamo che l'Inghilterra e gli Stati Uniti ambivano a dividersi la stessa torta, la storia finanziaria del periodo tra le guerre diviene assai più facile da comprendere. Errore fatale sarebbe

¹⁰ Sebbene il Sud Africa avesse abbandonato ufficialmente il sistema aureo dopo l'Inghilterra, E. Kemmerer e G. Vissering presentarono un rapporto commissionato loro dal governo Hertzog, nel quale suggerivano il ritorno all'oro da parte del Sud Africa, l'8 gennaio 1925. Questo episodio cruciale è ben studiato da B.R. DAALGARD, in *South Africa's Impact on Britain's Return to Gold*, New York, 1981. Se ne parla anche nell'articolo citato di F. COSTIGLIOLA.

volerla interpretare coi valori degli anni cinquanta o sessanta. Dobbiamo invece capire che gli anni tra le guerre, e in particolare gli anni venti, furono un periodo in cui si compì la transizione dal sistema basato sulla sterlina a quello basato sul dollaro. E non fu un'abdicazione, ma una lotta senza esclusione di colpi, che coinvolse tutti i livelli di attività politica, e probabilmente contribuì in maniera sostanziale a far precipitare l'economia mondiale nella Grande Depressione.

4. La storia dei debiti internazionali nel periodo tra le guerre, ora che abbiamo collocato al posto giusto lo scenario finanziario internazionale del periodo, può essere vista come una parte importante nella transizione da una finanza internazionale dominata dalla sterlina a una dominata dal dollaro.

Abbiamo già detto delle riparazioni, la parte più apertamente politicizzata della finanza internazionale del periodo tra le guerre. È ora tempo di occuparsi dell'episodio più importante, dopo le riparazioni, della storia finanziaria internazionale di quel periodo, e cioè della valanga di investimenti finanziari americani che invase il mondo negli anni venti e si ritirò bruscamente alla fine del decennio.

Gli investimenti internazionali americani di quel periodo, e i prestiti internazionali americani in particolare, sono un fenomeno che di solito si tratta considerandolo "dal lato della domanda". Quelli che hanno studiato il problema hanno centrato la loro attenzione sui debitori, su chi fossero, su quel che fecero del denaro preso a prestito, sul perché delle insolvenze che ebbero luogo. Questo modo di trattare il problema segue gli schemi della teoria monetaria recente, che tende ad analizzare la domanda di moneta assai più che le condizioni che ne regolano l'offerta.

Ma l'arrivo in massa dei prestiti americani negli anni venti fu talmente brusco e la concessione di essi talmente indiscriminata, e così circoscritta nel tempo, da rendere impossibile il mantenimento di tali schemi analitici. Bisogna per forza spostare l'attenzione dai debitori ai creditori. Una inchiesta sulle cause dei prestiti esteri americani è resa più facile dai risultati di ricerche recenti sui mercati creditizi americani nel periodo tra le guerre.

Allo scopo di fugare ogni dubbio che potesse permanere sulla obiettività di una ricerca centrata sui prestiti americani all'estero basterà analizzare le dimensioni relative del fenomeno. Prima della prima guerra mondiale, sebbene la Francia e la Germania, e anche gli Stati Uniti, si fossero dedicati ai prestiti internazionali, le emissioni internazionali di prestiti erano un'attività accentrata nella piazza di

Londra e denominata in sterline. Essa si svolgeva tramite l'intervento di case di emissione e sottoscrizione, che erano del tutto autonome dalle grandi banche di deposito inglesi. L'esperienza nell'emissione di prestiti esteri era stata accumulata dalle *merchant banks* inglesi nel corso di più di un secolo. Le emissioni di prestiti esteri erano avvenute ciclicamente, con crisi che seguivano fasi di grande attività. Dopo la crisi Baring, tuttavia, il mercato dei titoli esteri era cresciuto ininterrottamente, raggiungendo dimensioni che non avrebbe più raggiunto dopo la guerra. Come percentuale degli investimenti totali interni, l'ammontare di risorse che annualmente tornava in Inghilterra sotto forma d'interessi e capitale restituito e di emissioni di nuovi prestiti non avrebbe mai più raggiunto le dimensioni pre-belliche.

Sebbene sulla natura apolitica dei prestiti esteri inglesi di anteguerra si sia esagerato, è pur tuttavia vero che, in confronto ai prestiti esteri di Francia e Germania, quelli dell'Inghilterra erano motivati assai più da considerazioni privatistiche e strettamente economiche. Poche condizioni extra-economiche erano ad essi aggiunte, sia apertamente sia segretamente. E pochissimi legami esistevano tra la concessione di prestiti e l'acquisto di beni di investimento prodotti in Inghilterra da parte degli utilizzatori dei prestiti. In realtà, si può dire che, allo scopo di mantenere le proprie attività di prestito internazionale ai livelli massicci raggiunti, la *City* riusciva a imporre al resto del paese una politica monetaria di deflazione semi-permanente, che aveva, ancora prima della guerra, indebolito seriamente le condizioni dell'Inghilterra come paese produttore ed esportatore di manufatti. Il pubblico inglese, e le istituzioni finanziarie inglesi avevano mostrato una netta preferenza per i titoli esteri, che rendevano di più, a detrimento dell'industria inglese moderna, che aveva bisogno di investimenti fissi. Come risultato, già prima del 1914, l'Inghilterra era rimasta indietro, rispetto a Germania e Stati Uniti, nello sviluppo della "seconda rivoluzione industriale".

Dopo la guerra, con la scomparsa del *surplus* commerciale indiano, del quale aveva avuto la piena disponibilità, e con l'indipendenza raggiunta, come si è accennato, dal sistema monetario sud-africano, e con in più l'alienazione di una parte degli investimenti esteri inglesi, per pagare le spese di guerra, era evidente che il ruolo di Londra nell'attività creditizia internazionale si sarebbe notevolmente ridimensionato. Quanto alla Germania e alla Francia, si potevano fare previsioni ancor più pessimistiche sulla possibilità di un loro reinserimento nel ruolo di prestatori internazionali.

Gli studiosi che hanno concentrato l'attenzione sulla domanda di prestiti internazionali, sono almeno parzialmente giustificati nella loro ansia di spiegare il grande aumento di prestiti esteri concessi da banche americane con la pressione della domanda mondiale di credito sul sistema finanziario americano. Avendo accumulato enormi riserve d'oro, e in assenza di prestatori tradizionali d'anteguerra, guadagnando, in più, come facevano, un enorme *surplus* commerciale ogni anno, sembrava inevitabile che gli Stati Uniti divenissero i banchieri del mondo, per così dire, a richiesta generale.

Una visione così automatica e deterministica del processo di aggiustamento internazionale sarebbe veramente semplicistica. Dopo tutto, quando negli anni settanta i paesi dell'OPEC si sono d'un tratto trasformati nei massimi *risparmiatori* mondiali, non sono divenuti solo per questo, e altrettanto automaticamente, i *banchieri* del mondo. I banchieri e i finanziari sono, dopotutto, chiamati *intermediari finanziari* perché lavorano col proprio capitale, ma specialmente col capitale altrui. Qualora gli Stati Uniti negli anni venti non avessero posseduto, come i paesi dell'OPEC negli anni settanta, un sistema finanziario che potesse far fronte alla sfida dei tempi, la storia finanziaria del periodo tra le guerre sarebbe stata scritta ben diversamente. In più, il fatto che l'Inghilterra era stata molto indebolita economicamente dalla guerra non significava che l'enorme apparato finanziario della *City* fosse stato distrutto. Al contrario, era ancora presente in forze, pronto, come ogni altro settore produttivo la cui capacità non sia stata ridotta, a riguadagnare i livelli precedenti di fatturato. La battaglia si svolse quindi tra Londra, che aveva la capacità produttiva e New York, che aveva la "materia prima" e pensava di riuscire a costituirsi anche la necessaria capacità produttiva.

Un elemento importante a favore di New York era rappresentato dalla fame permanente che il mondo aveva di dollari. Essa era cominciata negli anni della guerra. Gli Stati Uniti erano divenuti l'emporio del mondo. Avevano rifornito i paesi belligeranti e quelli neutrali di materie prime e di manufatti. Molti paesi produttori di materie prime, come quelli dell'America Latina, o esportatori di manufatti, come il Giappone, avevano partecipato al *boom*, ma solo gli Stati Uniti erano autosufficienti sia in materie prime sia in manufatti. Come era già accaduto all'Inghilterra nella prima metà dell'Ottocento, gli Stati Uniti erano così divenuti i fornitori del mondo intero. E il dollaro era divenuto la moneta più richiesta del mondo. Essendo il dollaro giunto a sfidare la sterlina come moneta commerciale più

importante, era divenuto possibile che il sistema creditizio americano ne facilitasse l'uso internazionale. Si trattava essenzialmente di intermediare tra i risparmiatori americani, che avevano goduto del benessere apportato loro dalla guerra europea, e i debitori potenziali stranieri, che avevano bisogno di prestiti da destinare agli usi più vari.

A questo punto, un confronto con l'Inghilterra dell'Ottocento può tornare di nuovo utile. La grande esperienza inglese di creditore internazionale era dipesa in maniera cruciale dall'ascesa della classe media vittoriana. Le case finanziarie inglesi collocavano — è vero — prestiti anche presso risparmiatori stranieri, ma è fuor di dubbio che la massa delle loro emissioni era collocata presso i risparmiatori inglesi. Si trattava perciò di un mercato *interno*, per la sua parte più importante.

La situazione degli Stati Uniti dopo la prima guerra mondiale era molto simile. I creditori finali potenziali erano le famiglie della classe media americana, che calcolavano i propri prestiti nella propria moneta. Era, di nuovo, un mercato *interno* con debitori stranieri.¹¹

Tuttavia, se a qualcuno nel 1913 fosse venuto in mente di fare l'ipotesi che il sistema finanziario americano avrebbe sostituito Londra come principale intermediario nell'emissione di prestiti esteri, si sarebbe certo scontrato con l'incredulità generale. E tale incredulità sarebbe stata giustificata, se si fosse accettata una visione statica della "tecnologia" finanziaria internazionale. New York, infatti, non possedeva la rete di intermediari finanziari richiesti prima della guerra per negoziare prestiti internazionali. Dipendeva in buona parte da Londra per il finanziamento del proprio commercio estero. Non aveva case finanziarie di emissione, né mercati delle materie prime, né aveva pratica di cambiali internazionali. Non aveva nemmeno una banca centrale. E la legge vietava alle banche americane di aprire filiali estere.

Ma questo ragionamento ipotizzava, come s'è detto, una tecnologia "statica" per la "produzione" di prestiti esteri. Il segreto dello stupefacente successo che arrivò alle grandi banche di New York nell'emettere enormi quantità di obbligazioni estere dipese essenzialmente dal fatto che le trattarono esattamente come obbligazioni interne.

Ma, anche tenendo conto di questo aspetto, restava il fatto che la "tecnologia" tradizionale postulava l'esistenza di un centro finanziario internazionale, le cui principali caratteristiche richiamavano più un passato commerciale che un futuro industriale. La City di Londra era,

¹¹ Per notizie su chi erano i prenditori finali di obbligazioni estere, si veda D.E. MORROW, "Who Buys Foreign Bonds?", in *Foreign Affairs*, gennaio 1927.

ed è ancora oggi, un "bazaar finanziario". I "Lloyds" e le grandi Borse Mercè sembrano anche fisicamente dei bazaar; ma, in generale, l'intera piazza finanziaria londinese si basa sui principi della specializzazione e del pluralismo ed è tenuta insieme da una diffusa e potente omogeneità sociale, che è il prodotto di intense transazioni socio-economiche, condotte per molti secoli.

Le grandi banche americane riuscirono ad organizzare l'enorme quantità di prestiti internazionali che ebbe luogo nel periodo tra le guerre perché rifiutarono, per farlo, di imitare Londra. E questo nonostante che l'esempio inglese di organizzazione finanziaria fosse stato loro imposto dal *Gold Standard Act* del 1900 e dal *Federal Reserve Act* del 1913. Il secondo, in particolare, aveva tra le sue proposizioni fondamentali che un mercato monetario dovesse essere basato sulle cambiali internazionali, all'uso inglese. Ma ciò in realtà non accadde. L'uso dei "bills of exchange" era andato progressivamente rarefacendosi come strumento finanziario interno persino in Inghilterra. Le grandi banche di New York ebbero quindi l'avvedutezza di adottare il modello della "banca universale" o, come lo chiamavano loro, il "super-mercato finanziario".

Riuscirono così a eliminare quasi tutte le fasi del modello di intermediazione finanziaria inglese, mettendo direttamente in comunicazione debitori e creditori finali. Esse estesero in tal modo la clientela potenziale dei grandi prestiti internazionali, dalla parte dell'offerta di credito, sostituendo a una struttura finanziaria come la City, che non esisteva a New York, né poteva essere creata in breve tempo, una struttura basata sulle grandi imprese invece che sui mercati, per unire domanda e offerta di credito. Nel linguaggio di Oliver Williamson, usarono le gerarchie invece dei mercati, nella collocazione di prestiti internazionali così come in altre attività finanziarie sia interne sia internazionali.¹²

In questa attività le grandi banche di New York ricevettero notevole aiuto dalla loro recente esperienza di collocamento dei prestiti di guerra del governo americano. È infatti possibile ritenere che la

¹² Un'analisi eccellente dei motivi micro e macroeconomici che stanno alla base della espansione delle attività internazionali delle grandi banche americane è contenuta nello studio di E.N. WHITE, *The Regulation and Reform of the American Banking System, 1900-1929*, Princeton, 1981. Ho anche avuto il privilegio di poter leggere, in edizione provvisoria, lo studio di E.N. WHITE, "Banking Innovation in the 1920s" presentato alla Business History Conference a Hartford nel marzo 1984. Le considerazioni che fa White coincidono con quelle di THOMAS HUERTAS e H. VAN B. CLEVELAND, nella loro *History of City Bank*, che ho potuto leggere nella versione provvisoria.

struttura organizzativa che le banche avevano messo in piedi a tale scopo sia servita anche a collocare i prestiti esteri presso i risparmiatori medi americani. Ed è stato anche suggerito che i prestiti esteri costituirono la logica prosecuzione dell'attività delle banche nel settore dei prestiti di guerra, dato che fecero aumentare la produttività della "forza di vendita" approntata dalle banche e che veniva, con la pace, ad essere sottoutilizzata.¹³

Per le banche i prestiti esteri furono anche un'attività notevolmente fruttuosa. Ciò risulta dall'indagine condotta a suo tempo da Robert Kuczynski.¹⁴ Ma la disponibilità di una forza di vendita che aveva fatto esperienza con il collocamento dei prestiti di guerra americani, e i profitti che si potevano spuntare sui prestiti esteri non basterebbero a spiegare l'incredibile fervore col quale le grandi banche di New York sollecitavano nuove emissioni ai debitori esteri e le collocavano presso i risparmiatori medi americani. Una buona parte della spiegazione di quel fervore deve ritrovarsi nella scarsità di settori alternativi di attività disponibili alle grandi banche americane degli anni venti. È stato autorevolmente suggerito che gli anni venti videro negli Stati Uniti una profonda trasformazione della finanza aziendale. Le imprese industriali e commerciali si trovarono a disporre di abbondanti mezzi finanziari e cominciarono a praticare in grande stile le nuove tecniche della vendita a rate e delle vendite con sconto. Inoltre si preferì emettere azioni piuttosto che ricorrere al credito bancario.¹⁵

Le grandi banche di New York, che tradizionalmente si basavano sui conti di corrispondenza per la raccolta, si attendevano una veloce riduzione di questi fondi. Ad essi s'era data la colpa della crisi del 1907, dato che lì si considerava la più importante causa della instabilità strutturale del sistema bancario nazionale pre-bellico. Il *Federal Reserve Act* aveva introdotto un nuovo sistema secondo il quale le banche avrebbero dovuto tenere le proprie riserve presso le Banche Federali, invece che sotto forma di depositi presso le banche delle grandi piazze finanziarie.

Per queste ragioni le grandi banche di New York prevedevano l'arrivo di una serie di anni magri per le attività bancarie "all'ingrosso" e industriali. Si affrettarono perciò a salire sul treno della "banca al

¹³ Questa opinione è confermata da White e da Huertas-Cleveland. Fu avanzata anche da W.A. BROWN, in *The International Gold Standard*, NBER, Princeton, 1943.

¹⁴ R. KUCZYNSKI, *Bankers' Profits from German Loans*, Washington, 1932.

¹⁵ Vedi E.N. WHITE e HUERTAS-CLEVELAND, *op. cit.*

dettaglio", appena questo si mise in moto. E furono indotte a farlo, come si è detto sopra, dall'ascesa della classe media americana, e dalla grande disponibilità finanziaria di cui questa venne a disporre. La recente ricchezza della classe media voleva dire risparmio da investire. Le banche cominciarono a vender loro i prestiti di guerra americani. Dopo la fine di quelli, offrirono loro obbligazioni estere.

Il mercato potenziale per tali titoli si dimostrò subito così ampio e così ben disposto, che le banche furono costrette a sollecitare i debitori stranieri a emettere obbligazioni di ogni tipo. L'immagine dei rappresentanti delle case finanziarie americane intenti a convincere uomini di stato di tutto il mondo a emettere obbligazioni per il mercato americano è stata evocata molte volte e in molte sedi, e non è il caso di richiamarla di nuovo alla mente. Ma, se è un'immagine vieta, essa è nondimeno realistica. Si trattò di un fenomeno nuovo, che non si era manifestato prima, e che non si sarebbe palesato di nuovo per 50 anni.

Ma un'altra immagine ci si presenta alla mente da quegli anni, evocata anch'essa in numerose indagini dal Congresso americano, che ebbero luogo dopo il diffondersi di casi di insolvenza finanziaria internazionale, che riguardavano proprio i prestiti collocati dalle grandi banche americane.¹⁶ È l'immagine della corruzione che queste enormi masse finanziarie, adoperate con controlli minimi, avevano causato nei paesi debitori, e degli usi sconsiderati che gran parte di esse aveva trovato. Di nuovo, il fenomeno, in quelle dimensioni, era nuovo. Se ne sarebbe avuta una ripetizione 50 anni dopo.

Quale fu la dimensione politica di questa storia, che sembra essersi finora svolta all'insegna della ricerca del massimo profitto e dell'allargamento del mercato finanziario al dettaglio?

Bisogna notare, innanzitutto, che il dinamismo delle grandi banche di New York non avrebbe potuto durare tanto a lungo qualora non fosse intervenuto l'abbassamento del livello delle riserve obbligatorie del sistema bancario americano provocato dall'entrata in vigore del *Federal Reserve Act*.

Né la "promozione" dei prestiti esteri sarebbe stata agevole qualora le autorità americane non avessero attivamente favorito il ritorno di un gran numero di paesi al sistema aureo.

¹⁶ Gli eccessi a cui giunse la concorrenza tra banche americane nel proporre prestiti a governi, autorità locali e imprese estere, e la utilizzazione spesso dissenmata dei prestiti stessi sono ben descritti negli *Hearings before the Committee on Finance, Sales of Foreign Securities*, U.S. Senate, 72nd Congress, pursuant Res. No. 19, Washington, Government Printing Office, 1932.

Infine, le autorità americane, forse involontariamente, aiutarono i risparmiatori americani a mettere da parte i propri timori e ad affidare i risparmi a debitori stranieri sconosciuti quando sottoposero *tutti* i prestiti esteri all'esame di un ufficio appositamente istituito presso il Dipartimento di Stato. Il fatto che tale esame concernesse *solo* l'opportunità *politica* dei prestiti non fu pubblicizzato sufficientemente, e l'approvazione da parte dell'apposito Ufficio del Dipartimento di Stato fu, di conseguenza, vista estensivamente, a comprendere anche le qualità finanziarie delle emissioni.¹⁷

È facile capire come le ragioni che aiutano a spiegare lo straordinario successo riportato dalle banche americane nel collocamento dei prestiti esteri presso il pubblico americano siano in gran parte le stesse che spiegano la rapida e disastrosa conclusione di tale esperienza.

Le banche americane si comportavano come se si trattasse di operazioni finanziarie *interne* e furono spinte a esagerare dalla struttura del mercato bancario americano degli anni venti, fortemente concorrenziale, e dalla mancanza di investimenti alternativi. Nell'atmosfera frenetica degli anni venti è molto facile, e molto attraente, applicare la teoria dell'informazione asimmetrica, sviluppata da George Akerlof in un celebre articolo, al mercato dei titoli esteri.¹⁸ Le banche avevano una conoscenza molto imperfetta delle condizioni finanziarie di coloro che emettevano obbligazioni internazionali. E i prestatori finali ne sapevano anche meno. Essi si fidavano delle banche e del Dipartimento di Stato. In una situazione del genere, era essenziale che non si verificassero insolvenze, perché trovare anche un solo "limone" (o "bidone", come diremmo in Italia) avrebbe determinato la contrazione disastrosa di tutto il mercato. Ma la struttura dell'industria bancaria americana negli anni venti non permetteva comportamenti di tipo cooperativo. Una collusione da parte delle grandi banche, d'altro canto, avrebbe certamente impedito un dinamismo di mercato quale si verificò negli anni venti.

Per la stessa ragione, sarebbe stato impossibile alle grandi banche non estendere le proprie battaglie concorrenziali al mercato delle azioni.

¹⁷ Ciò fu messo con forza in rilievo da numerosi testimoni davanti al Comitato già citato. Il ruolo del Dipartimento di Stato è anche analizzato nel libro di J. MADDEN, M. NADDLER, H. SAUVAIN, *America's Experience as a Creditor Nation*, New York, 1937.

¹⁸ Si veda, di GEORGE ACKERLOF, "The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism", in *Quarterly Journal of Economics*, 1970. Nel loro articolo "The Political Economy of International Lending" presentato alla CATO Conference on "World Debt and Monetary Order", P. DE GRAUWE e M. FRATIANNI usano anche loro i concetti di Akerlof, ma in maniera molto diversa da come ho fatto io in questa sede.

Quando cominciò il boom di Wall Street, le banche si diedero a promuovere la vendita al dettaglio di azioni alla stessa clientela che aveva comprato i titoli esteri. Ma le azioni americane esercitavano una attrattiva anche maggiore, perché la classe media poteva vedere i propri profitti potenziali salire insieme all'indice di borsa, e questo non era possibile coi titoli esteri.

La conclusione disastrosa della grande avventura dei titoli esteri arrivò perciò quando il pubblico americano cambiò la composizione del proprio portafoglio, dai titoli esteri alle azioni. Il disastro si sarebbe potuto evitare qualora il comportamento esuberante delle banche americane non avesse indotto i debitori esteri a raggiungere livelli di indebitamento tali da necessitare l'accensione di nuovi prestiti solo allo scopo di pagare gli interessi maturati su quelli vecchi.¹⁹ Poiché il pubblico americano si era ora girato verso le azioni, non si riuscì a ottenere tale indispensabile denaro fresco. A questo punto le insolvenze divennero inevitabili. E, inevitabilmente, esse avvennero. Si è sostenuto, con soddisfacenti basi di prova, che, poiché i prezzi dei titoli esteri e i loro tassi di interesse variavano secondo un indicatore di rischio, i prestatori finali erano stati avvertiti, coi mezzi tipici del mercato finanziario, del fatto che stavano correndo un rischio maggiore di quello connesso al possesso di titoli di stato americani.²⁰ Bisogna dire, tuttavia, che la differenza di prezzi e tassi che correva tra i titoli più rischiosi e quelli meno rischiosi non era molto grande. E, comunque, non è chiaro come un differenziale tra tassi di interesse possa rappresentare un rischio differenziale di *insolvenza*. Al massimo, esso dovrebbe rappresentare un rischio differenziale di *liquidità*.

Ma se il differenziale tra i tassi di interesse rappresenta solo un rischio di liquidità diverso, il creditore ha informazioni insufficienti relative al rischio di insolvenza. A evitare le sue reazioni naturali, quando si verifica un caso di insolvenza ed egli cerca di proteggersi disfacciandosi dei titoli esteri in suo possesso, le banche dovrebbero

¹⁹ Tuttavia, questo sistema era stato lodato, ancora nel 1928, da George P. Auld, Accountant General del Reparations Committee, con le seguenti parole: «Le disponibilità in dollari create con i prestiti sono utilizzate per il servizio dei vecchi prestiti e finanziano nuove esportazioni americane... Questa espansione, ci dicono gli inglesi, è pericolosa per gli Stati Uniti. Ma ho ancora da trovare una ragione sensata per spiegare perché è pericolosa e perché non può continuare indefinitamente, fino a livelli che non ci sognamo neppure... Fino a quando i paesi debitori non hanno un *surplus* di esportazioni, resteranno sul mercato in cerca di nuovi prestiti, e i debiti saranno pagati con nuovi prestiti.» Si veda, di G.P. AULD, *The Mythical Transfer Problem*, The New Foreign Trade Council, New York, 1928, p. 13, citato da MADDEN, NADLER, SAUVAIN, *op. cit.*, p. 169.

²⁰ Vedi HUERTAS e CLEVELAND, *op. cit.*

cercare di impedire il verificarsi di insolvenze o istituire dei fondi di copertura dei rischi di insolvenza, accessibili ai proprietari finali di titoli. Le banche centrali potrebbero contribuire ad organizzare tali fondi.

Nulla di tutto ciò fu fatto negli anni venti. Le grandi banche non capirono quali avrebbero potuto essere le reazioni di un pubblico che esse stesse avevano iniziato all'acquisto di titoli esteri e delle azioni quando la possibilità di insolvenza dei debitori, o di caduta dell'indice di borsa, fosse divenuta realistica.

Come ho detto prima, le condizioni che permisero l'ascesa meteorica delle vendite di titoli esteri negli Stati Uniti erano le stesse che ne determinarono la disastrosa caduta. Quando il mercato dei titoli esteri si inaridì negli Stati Uniti, a causa del volgersi dell'attenzione del pubblico verso il *boom* di Wall Street, le grandi banche americane cercarono di tenere i maggiori debitori esteri a galla con crediti a breve. Ciò accadde in particolare nel caso della Germania, che era di gran lunga il maggior debitore degli Stati Uniti. Ma ben poco si poté fare per bloccare l'esodo. La politica monetaria americana, d'altro canto, aggiunse olio sul fuoco. Gli alti tassi di interesse negli Stati Uniti, per tutto il 1928 e il 1929, causarono l'accumularsi di enormi depositi esteri a New York, in gran parte a breve termine. Il timore che tali depositi potessero essere ritirati indusse le autorità a spingere i tassi ancora più in alto e, infine, è probabile che ciò abbia dato il colpo di grazia al già tentennante *boom* di Wall Street e aperto la porta alla grande depressione.

Dall'esperienza degli anni tra le guerre si può trarre qualche utile lezione. Innanzitutto vale la pena notare la forza distruttiva dei comportamenti non-cooperativi che prevalsero tra i paesi occidentali. Una volta commessi i fatali errori del trattato di pace e dissoltasi l'alleanza del tempo di guerra, la politica finanziaria internazionale fu indissolubilmente legata alla politica estera. Fu allora troppo tardi per promuovere una reale cooperazione, e quello che va sotto il nome di "cooperazione tra banche centrali" negli anni venti non fu un fenomeno simile a quello che ebbe lo stesso nome nell'epoca successiva al 1945. I banchieri centrali si incontravano nello spirito di cameratismo che è tipico della gente dello stesso mestiere, ma lo stesso si potrebbe dire degli ufficiali che si erano ammazzati nella prima guerra mondiale, e lo avrebbero fatto di nuovo nella seconda.²¹

²¹ STEVEN CLARKE, *Central Banking Cooperation 1924-31*, New York, 1967, fornisce una eccellente descrizione dei limiti di questa attività.

Una seconda considerazione che vale la pena fare è che vi è una notevole differenza tra l'insolvenza della Germania e quella dei debitori della periferia del sistema, quali i paesi latino-americani.

L'insolvenza della Germania fu determinata assai meno dall'inaridirsi dei crediti a lungo termine americani, quanto dall'impossibilità di mantenere il "gold standard" in presenza di movimenti destabilizzanti di capitali a breve. Keynes e White avevano dunque ragione quando attribuivano ai movimenti di capitali a breve il ruolo di "cattivo" della tragedia del sistema monetario internazionale tra le due guerre, e di conseguenza tentavano di esorcizzarne la resurrezione nell'ordine monetario internazionale che disegnavano per il secondo dopo-guerra.²²

Gli "Stand Still Agreements" tedeschi furono quindi la conseguenza degli eccessi speculativi della finanza a breve. I paesi periferici, invece, divennero insolventi quando il commercio internazionale si contrasse rovinosamente, dopo il 1929, e le loro esportazioni precipitarono a livelli che non permettevano loro di pagare nemmeno gli interessi sui propri debiti.

È altrettanto importante notare che, con la sua abile manovra del problema del debito esterno, la Germania riuscì, negli anni trenta, a ripudiare la gran parte dei debiti e persino a costituire sui depositi bloccati degli stranieri una rete di commercio bilaterale che è stata oggetto di preoccupazione, studio, e perfino ammirazione da quei tempi a oggi.²³

I paesi dell'America Latina ebbero assai minor fortuna. Essi furono le vittime principali del Johnson Act che, approvato da Roosevelt il 13 aprile del 1934, rendeva le conversioni dei debiti assai ardue, perché chiudeva il mercato finanziario americano ai paesi insolventi nei loro debiti verso il Governo degli Stati Uniti. Finirono perciò col ripagare assai più di quanto comunemente si creda.

Siamo, di nuovo, di fronte a una realtà asimmetrica. Il debitore maggiore, essendo uno dei paesi più industrializzati e meglio amministrati del mondo, riesce sempre a controllare il proprio destino e quello di molti altri paesi, creditori o debitori. Esso può sempre trasformare gli avvenimenti in politiche.

I paesi periferici, invece, restano sempre nella posizione di chi riceve. Essi sono inondati di denaro quando c'è l'alta marea, e non

²² Si veda, in argomento, di M. DE CECCO, "Origins of the Post-War Payments System", in *Cambridge Journal of Economics*, 1978.

²³ Si veda, sull'argomento, lo studio classico di A.O. HIRSCHMAN, *National Power and the Structure of Foreign Trade*, Berkeley, 1945.

possono far nulla quando quella si ritira. La Germania poté servirsi dell'autarchia e l'Inghilterra del sistema imperiale di preferenza doganale. Gli Stati Uniti si ritirarono entro i confini del proprio enorme mercato e il Giappone inaugurò il sistema della "mutua prosperità" in Asia. Ma i paesi latino-americani poterono scegliere solo tra l'insolvenza e la sostituzione delle importazioni o, come fece l'Argentina, somministrare alla propria economia dosi selvagge di deflazione per evitare l'insolvenza. Le classi più povere in tali paesi sopportarono il peso di entrambe le soluzioni, quando la "giostra finanziaria" si arrestò.

È di qualche interesse per noi il fatto che larga parte del debito internazionale, in quel periodo, consisteva di prestiti obbligazionari a lungo termine. Ma tale differenza con la situazione debitoria attuale non deve essere esagerata, dato che anche allora una buona parte dei debiti totali era di durata inferiore a cinque anni, e in forma di prestiti bancari.

Confrontate con il peso del mercato attuale degli *euro-bonds*, le emissioni obbligazionarie di quel periodo rappresentavano una percentuale assai più alta del debito internazionale totale. Ma è dubbio che la presenza di milioni di creditori finali abbia reso il mercato finanziario internazionale più instabile. Si dovrebbe, innanzitutto, notare che è impossibile per i creditori fare alcunché quando si trovano davanti a insolvenze. Tecnicamente, l'insolvenza è una decisione del debitore; essa ha conseguenze talmente negative per i creditori di entità politiche sovrane che essi fanno tutto quello che possono per evitare che si verificchino. Nel caso che i creditori siano privati, individui o famiglie, se i loro debitori divengono insolventi, essi possono solo registrare la perdita subita. Ma se i creditori sono banche, l'insolvenza può avere conseguenze moltiplicative sul sistema finanziario. Al contrario dei privati, tuttavia, che sono milioni, le banche, essendo in numero assai minore, possono assai più facilmente unirsi in comitati di creditori e riuscire a evitare le insolvenze mediante operazioni di ristrutturazione dei debiti, che possono rinviare l'insolvenza indefinitamente. Le obbligazioni, tuttavia, assai più che i crediti bancari, possono essere vendute su mercati secondari, anche nel caso in cui gli emittenti siano stati già dichiarati insolventi. Possono essere negoziate persino nel caso in cui siano state ripudiate dai governi emittenti, nell'ipotesi che tali governi cambino opinione o vengano essi stessi rimossi.²⁴

²⁴ Nel 1935 solo meno della metà dei titoli esteri in dollari emessi erano ancora nelle mani di cittadini americani. Molti paesi avevano ricomprato i propri titoli a prezzi assai convenienti. Ma essi erano stati comprati anche da cittadini di altri paesi e da istituzioni finanziarie non americane

Liberarsi dei crediti bancari, invece, riesce molto più difficile perché non esistono mercati secondari già sperimentati, e perché hanno una vita assai più breve delle obbligazioni (anche se questo, teoricamente, non è necessariamente vero, lo è in pratica).

Nell'ipotesi che le obbligazioni estere non fossero state usate come collaterale per crediti interni, la soluzione del problema dei debiti internazionali nel periodo tra le guerre sarebbe stata più facile, quando fosse stato possibile assicurarsi la collaborazione dei paesi debitori, ottenendo che non ripudiassero i debiti. Questo è, tuttavia, esattamente quel che fece la Germania dopo l'arrivo di Hitler al governo.

Qualche altra considerazione può venire a proposito. Nell'ipotesi che fossero gli effetti disastrosi della caduta dei prezzi delle materie prime a indurre all'insolvenza i paesi che le producevano, tali paesi avrebbero in effetti dovuto dichiararsi insolventi. Ma, in realtà, nessuno dei Dominions britannici lo fece. Né lo fece l'Argentina, dove l'Inghilterra aveva investimenti assai più cospicui di quelli americani e dove l'influenza inglese sul sistema bancario era assai forte. Dove invece prevalevano le obbligazioni in dollari, come in Germania e in alcuni paesi sud-americani, le insolvenze si verificarono realmente. Questo comportamento differenziale è prova ulteriore del pericolo inerente nelle oscillazioni finanziarie degli Stati Uniti e della maggiore stabilità dei sistemi finanziari controllati o influenzati dall'Inghilterra, quali erano quelli dei Dominions o dell'Argentina. Quest'ultima fu il solo paese latino-americano a non dichiararsi insolvente.²⁵

Da un punto di vista più strettamente politico, si può dire che, quando si verificò la caduta disastrosa nei proventi delle esportazioni per il crollo dei prezzi delle materie prime e del ritiro dei depositi esteri, i governi democratici al potere in vari paesi reagirono con la deflazione o tentando di rinegoziare il debito estero. I fallimenti e la disoccupazione che ne seguirono, tuttavia, spesso diedero luogo a rivoluzioni e colpi di stato, e i governi rivoluzionari, come prima mossa, ripudiarono i debiti esteri.

che facevano sulla loro redimibilità finale previsioni più ottimistiche del pubblico americano. Si vedano, sull'argomento, il testo e le tavole statistiche di MADDEN, NADLER, SAUVAIN, *op. cit.*

²⁵ Nel loro studio, Madden, Nadler e Sauvain notarono anche che le operazioni di prestito estero degli inglesi erano nelle mani di un sindacato ufficioso di case finanziarie londinesi, che controllavano le emissioni con molta cura. Gli autori nominati confrontavano questa pratica con la concorrenza disorganizzata che prevaleva tra le istituzioni finanziarie americane impegnate nello stesso tipo di attività. Secondo lo studio del Royal Institute of International Affairs, *The Problem of International Investment*, London, 1937, dei 298 milioni di sterline di investimenti inglesi in titoli governativi stranieri, 100 milioni erano nel 1933, in condizioni di insolvenza. Dei 7490 milioni di dollari di titoli esteri emessi al 1935, 1810 milioni erano insolventi.

L'insolvenza può essere così negativamente correlata alla stabilità politica, per lo meno nel caso degli anni trenta. Ma, d'altro canto, la stabilità politica fu mantenuta dai paesi debitori forniti di sistemi finanziari e fiscali ben organizzati e che essi avevano a che fare con creditori, come la Gran Bretagna, forniti di maggiore esperienza di finanza internazionale.²⁶ A riprova di ciò si possono vedere le operazioni di conversione condotte negli anni trenta. La gran parte di esse riguardarono Dominions britannici o paesi europei. Ed ebbero, per la gran parte, luogo a Londra. Pochissime operazioni di conversione si poterono fare a New York, specie a causa del già ricordato Johnson Act del 1934. Quando tale legge era stata approvata, si era ingenuamente sperato che servisse a far pressioni sui debitori, convincendoli a ripagare i propri debiti. Ma, come s'è visto, ciò valse solo per alcuni paesi dell'America Latina.

MARCELLO DE CECCO

²⁶ La considerazione che i governi che tentarono la deflazione e la rinegoziazione furono sostituiti da governi rivoluzionari che ripudiarono i debiti esteri è fatta da tutti gli studiosi che trattarono il problema dei debiti internazionali negli anni trenta. Si vedano, ad esempio, oltre a Madden, Nadler, Sauvain, e al Rapporto di RIIA, già citati, C.R.S. HARRIS, *Germany's Foreign Indebtedness*, London, 1935, G. LEWIS, *America's Stake in International Investment*, Washington, 1938, e H.B. LARY, *The U.S. in the World Economy*, Washington, 1943.