

Prestiti bancari o obbligazioni? Insegnamenti dell'esperienza storica*

Introduzione

È opinione oggi ampiamente condivisa che il problema dei debiti internazionali ereditato dall'ultimo decennio abbia avuto origine da tre cause principali, tra loro collegate: (a) gli aumenti dei prezzi petroliferi e la conseguente abbondanza di fondi investibili; (b) la prontezza con cui le banche americane e di altri paesi, libere da controlli e regolamentazioni sui prestiti all'estero e protette da assicurazioni sui depositi o dall'implicita assicurazione che i governi degli Stati Uniti e di altri paesi Ocse non avrebbero lasciato fallire le grandi banche, hanno riciclato i petrodollari verso i governi di paesi in via di sviluppo (e del Comecon), fidando eccessivamente sulla loro capacità di onorare il debito; (c) la recessione internazionale e gli elevati tassi d'interesse (soprattutto statunitensi) dei primi anni '80, che hanno seriamente ridotto la capacità dei paesi debitori di far fronte al servizio del debito.

Con il senno di poi, è evidente che le banche hanno spesso valutato male i rischi che stavano correndo, in ciò incoraggiate da un complesso squilibrato di regolamentazioni: vincoli all'interno, ma libertà all'estero. Le banche tendevano a sottostimare i rischi perché credevano che, in caso di insuccesso, il danno non sarebbe ricaduto né sui propri depositanti né sui propri azionisti. Da questa esperienza due conclusioni sembrano, tra l'altro, emergere: a) che, diversamente da quanto si pensava una decina di anni fa, è più necessario discutere di regolamentazione prudenziale che non di assicurazione dei depositi; b) che la concessione di crediti ad alto rischio e a lungo termine dovrebbe essere assegnata a un mercato internazionale delle obbligazioni (e delle azioni), più che alle banche.

* Gli autori ringraziano R.L. McKinnon, A.I. Bloomfield e P.B. Kenen per i loro utilissimi commenti a precedenti versioni di questo lavoro, e si assumono naturalmente la responsabilità di qualsiasi residuo errore.

R.I. McKinnon ha discusso questi problemi in articoli recenti. Parlando degli «aspetti negativi degli euromercati non regolamentati (che) cominciarono ad emergere negli anni '70, e dei connessi prestiti a lungo termine e ad alto rischio concessi ai paesi in via di sviluppo con scarsa o nulla copertura per le possibili perdite», egli affermava: «questi prestiti sono diversi da quelli che la tradizione assegna agli intermediari monetari, che si suppongono orientati in senso conservatore in modo da proteggere il meccanismo dei pagamenti... La disposizione delle singole banche ad assumere altissimi rischi nei loro portafogli internazionali attraverso gli euromercati rifletteva il fatto che i loro portafogli interni erano sottoposti a una disciplina intesa soprattutto a fini di sicurezza. Questo incentivo a un'eccessiva assunzione di rischi era ulteriormente aggravato da forme di assicurazione dei depositi sui mercati interni e dal noto impegno delle banche centrali a intervenire e a proteggere i depositanti interni alle prime avvisaglie di crolli bancari... (In tal modo) gli azionisti ottengono la parte più consistente della distribuzione dei profitti, cui il governo americano non partecipa, ma il governo deve coprire una quota spropositata di qualsiasi grossa perdita. La questione di fondo è che le banche commerciali non sono le istituzioni più adatte alla concessione di prestiti internazionali a lungo termine su vasta scala... È lo squilibrio della regolamentazione, piuttosto che una superiore efficienza, ad aver causato il dominio delle banche commerciali assicurate sul mercato finanziario internazionale. Un mercato obbligazionario internazionale a lungo termine non può prosperare di fronte a una concorrenza così pesantemente sussidiata» (McKinnon, 1984a, pp. 18 e segg.).

È ancora, a proposito della seconda conclusione: «per quanto possa suonare anacronistico, ritengo che negli anni '80 il mercato internazionale dei capitali finanziari privati debba essere incoraggiato ad evolvere verso qualcosa di più vicino alla sua fisionomia nell'ultima parte del XIX secolo. Questo sarebbe ovviamente l'esito naturale se si eliminassero le garanzie ufficiali per i crediti privati, si limitassero le assicurazioni per i depositi e si varasse una regolamentazione meglio bilanciata delle attività interne e internazionali delle banche commerciali... La Banca Mondiale e il Fmi svolgerebbero ancora un ruolo importante per i paesi che rimanessero ad alto rischio... Entrambi integrerebbero efficacemente l'evoluzione di un attivo mercato azionario e obbligazionario internazionale a lungo termine, dal quale le banche commerciali che raccolgono depositi sarebbero in larga misura assenti» (McKinnon 1984b, p. 480).

Il nostro articolo si propone di ricollegarsi a quest'ultimo suggerimento, riesaminando in particolare l'esperienza storica del periodo 1870-1930. Per la maggior parte del XIX secolo e fino al 1914 capitali a lungo termine per lo sviluppo furono in larga misura offerti tramite il mercato internazionale di titoli negoziabili, principalmente obbligazioni a lungo termine. Dopo una precaria ripresa negli anni '20, negli anni '30 quel mercato praticamente andò in pezzi. Due ordini di questioni sono da considerare. Primo: se si tornasse a fornire capitali esteri ai governi, e forse anche ai settori privati, dei paesi in via di sviluppo valendosi principalmente di titoli di questo tipo, sarebbe possibile alleviare l'attuale problema del debito dei paesi meno sviluppati e ridurre i rischi di un suo ripetersi? Secondo: quali le condizioni per far rivivere un mercato internazionale delle obbligazioni dei paesi in via di sviluppo, e in qual modo realizzarle?

L'esperienza storica

(a) *Il mercato londinese dei capitali prima del 1914.* Nei proverbiai «anni d'oro» degli scambi e degli investimenti internazionali precedenti la prima guerra mondiale, ingenti flussi di capitali avvenivano sul piano internazionale con l'emissione di obbligazioni, e in minor misura di azioni, negoziate principalmente a Londra. «Prima del 1914 gli investimenti di portafoglio erano una componente dei movimenti di capitale a lungo termine assai più rilevante degli investimenti diretti; e consistevano molto più di transazioni in obbligazioni e altri titoli debitori che non di azioni» (Bloomfield 1968, pp. 3 e segg.; cfr. anche Cairncross 1962, p. 45).¹

Non è stato facile tentare di valutare il volume complessivo di questi flussi di capitali. Si dispone ora di convincenti prove che stime precedenti, un tempo largamente accettate, sopravvalutavano molto gli investimenti esteri britannici fino al 1914 (Platt 1980, 1985): la contemporanea emissione di molti prestiti in diversi paesi causava spesso una loro doppia contabilizzazione. Ma non sembrano in discussione né la direzione dei prestiti, né la struttura dei titoli. E non vi è dubbio che

¹ Dalla prima guerra mondiale i concetti di investimenti diretti e di portafoglio, mai molto precisi, hanno mutato significato. Alcuni di quelli che storicamente erano stati registrati come investimenti «di portafoglio», in quanto effettuati con l'acquisto in borsa di quote azionarie, sarebbero oggi considerati «diretti», se assicurano l'effettivo controllo di un'impresa estera (Svedberg 1978).

praticamente tutte le emissioni erano quotate a Londra (ciò non significa che fossero necessariamente sottoscritte interamente da sudditi britannici, nemmeno quando l'emissione avveniva soltanto a Londra). Possiamo perciò ragionevolmente assumere che i dati relativi a Londra siano indicativi almeno della composizione dei titoli emessi.

Tra le migliori stime disponibili vi sono quelle di Jenks, limitatamente al periodo 1860-1875 (Tabella 1), e quelle più recenti e più esaurienti di Simon per il periodo 1865-1914 (Tabella 2). Jenks ha anche mostrato come nel periodo da lui esaminato abbiano offerto obbligazioni sul mercato londinese più di quaranta differenti debitori esteri (governi nazionali, principati o città).

I dati forniti sui flussi dalle due tabelle si riflettono nelle stime, spesso citate anche se gonfiate, dello "stock" di investimenti e debiti a lungo termine esistente nel 1914 (Tabella 3). Le nuove emissioni sembra abbiano influito sulle strutture per paese di questi "stocks" più di quanto abbiano fatto le transazioni internazionali sui titoli esistenti (Bloomfield 1968, p. 4). Queste ultime non erano però trascurabili, e mercati secondari funzionavano attivamente.

Tutti questi dati sottolineano l'importanza delle obbligazioni e del debito finanziario. Essi mostrano anche che la maggior parte dei capitali andò a finanziare investimenti in infrastrutture, specialmente lo sviluppo delle ferrovie. A indebitarsi a tal fine furono in buona parte società private, in genere però con qualche forma di garanzia da parte dei rispettivi governi. Nel periodo 1865-1914 le industrie estrattive e manifatturiere assorbono soltanto il 16% del totale. La tabella 1 rivela che negli anni 1860-76 le obbligazioni dei governi rappresentavano i due terzi dei titoli esteri emessi. Nel più lungo periodo considerato nella tabella 2 le obbligazioni dei governi non erano prevalenti; malgrado la crescita dopo il volgere del secolo degli investimenti azionari in piantagioni e in società estrattive estere, sembra tuttavia probabile che le obbligazioni (o altri titoli di debito) siano rimaste i titoli principali fino a tutto il 1914, in parte grazie all'importanza dello sviluppo delle ferrovie, finanziato con titoli a reddito fisso (Feis 1930, pp. 27-8, 32). Insomma, «...ciò che passava nei portafogli degli investitori di solito consisteva in obbligazioni emesse da governi o da imprese di pubblica utilità, in particolare da ferrovie» (Cairncross 1962, p. 45).

Tre caratteristiche contraddistinguono questi ampi flussi di finanziamenti obbligazionari all'estero, e ne spiegano ampiamente il successo per più di mezzo secolo.

TABELLA 1

TITOLI ESTERI EMESSI E SOTTOSCRITTI A LONDRA, 1860-1876

	Milioni di sterline	%
Prestiti a governi esteri	320,7	44,6
Prestiti all'India e alle Colonie	161,9	22,7
Titoli societari		
di cui:	232,0	32,5
Ferrovie private europee	34,4	
Ferrovie coloniali	11,7	
Ferrovie statunitensi	70,5	
Ferrovie sudamericane	19,1	
Altre società estere	95,7	
TOTALE	714,6	100,0

Nota: i dati comprendono soltanto le nuove emissioni effettuate pubblicamente; per quanto possibile, la tabella esclude conversioni, quote del venditore e sconti.

Fonte: LELAND H. JENKS, *The Migration of British Capital to 1875*, Nelson, Londra, 1971, Appendici D ed E.

TABELLA 2

NUOVI FONDI RICHIESTI NEL MERCATO FINANZIARIO BRITANNICO, 1865-1914

	Milioni di sterline
Governi esteri e coloniali	1.477,1
Imprese private (comprese le ferroviarie)	2.209,4
Imprese miste	395,6
TOTALE	4.082,1
Per settori economici, la somma si ripartisce in questo modo:	
Capitale sociale (comprese ferrovie 41%)	69%
Industrie estrattive	12%
Industrie manifatturiere	4%
Altre	15%

Fonte: MATTHEW SIMON, "The Pattern of New British Portfolio Foreign Investment, 1865-1914", in A.R. Hall (ed.), *The Export of Capital from Britain 1870-1914*, Methuen, Londra, 1968, pp. 23, 25, 42-43.

TABELLA 3

CREDITI E DEBITI INTERNAZIONALI DEI PRINCIPALI PAESI, 1913

Crediti lordi			Debiti lordi		
	Miliardi di dollari	%		Miliardi di dollari	%
Regno Unito	18,0	40,9	Europa	12,0	27,3
Francia	9,0	20,4	America Latina	8,5	19,3
Germania	5,8	13,2	U.S.A.	6,8	15,5
Belgio, Olanda e Svizzera	5,5	12,5	Canada	3,7	8,4
U.S.A.	3,5	8,0	Asia	6,0	13,6
Altri paesi	2,2	5,0	Africa	4,7	10,7
			Oceania	2,3	5,2
TOTALE	44,0	100,0		44,0	100,0

Fonte: BRINLEY THOMAS, "The Historical Record of International Capital Movements to 1913", in J.H. Adler (ed.), *Capital Movements and Economic Development*, Macmillan, 1967. Ristampato in J.H. Dunning (ed.), *International Investment*, Penguin, 1972.

Una era la complementarità degli scambi che avvenivano tra creditori e debitori. «Gli investimenti internazionali erano una condizione essenziale di questo crescente commercio. Lo sviluppo dei nuovi paesi richiedeva forti spese di capitali nella costruzione di ferrovie» e di altre infrastrutture (RIIA 1937, p. 3). Nello stesso tempo, soddisfaceva le crescenti necessità di generi alimentari e di materie prime del Regno Unito. «Il principale paese prestatore, cioè la Gran Bretagna, rappresentava esso stesso un mercato di illimitate possibilità di espansione per le produzioni dei paesi ai quali prestava, e i suoi prestiti servivano appunto a incrementare lo sviluppo di quelle merci che esso era pronto a consumare» (ivi, p. 13). A loro volta, gli industriali britannici erano ben coscienti che i prestiti all'estero alimentavano le loro vendite all'esportazione. Nel 1858 un prestito turco ricevette a Londra una cattiva accoglienza, ma «...fu sottoscritto nelle province in cui il mercato per la produzione di manufatti inglesi sembrava più importante» (Jenks 1971, p. 306).

Una seconda caratteristica dei finanziamenti obbligazionari inglesi ante 1914 era il discreto grado di protezione di cui gli investitori britannici godevano contro i rischi "sovran". La maggior parte delle

emissioni delle colonie e dei *Dominions* beneficiava delle disposizioni dei *Colonial Stocks Acts*, che consentivano ai *trustees* di investire in qualsiasi titolo, cui il Parlamento avesse riconosciuto la garanzia sugli interessi (RIIA 1937, p. 97). Quanto ai prestiti ai governi esteri, la politica ufficiale britannica fu nel corso del XIX secolo liberista, e può essere illustrata dal precetto di Palmerston, secondo il quale «le perdite di coloro che abbiano imprudentemente riposto immeritata fiducia nella buona fede di governi esteri si sarebbero dimostrate un salutare ammonimento per gli altri» (ivi, p. 98). Non sempre, però, i governi inglesi si attenero a questo precetto. Lo stesso Palmerston una volta informò un governo inadempiente del Centroamerica che «la pazienza e la sopportazione del governo di Sua Maestà ha raggiunto il limite e, se le somme dovute ai creditori britannici non saranno pagate entro la data stabilita e in contanti, l'Ammiraglio di Sua Maestà al comando della base delle Indie Occidentali riceverà l'ordine di prendere le misure che si renderanno necessarie per ottenere giustizia dalla... nazione su tale questione» (ivi, p. 99). Nemmeno era sconosciuta la pratica di subordinare i prestiti a governi esteri all'accettazione di un controllo sulla spesa e di una supervisione amministrativa da parte di agenti del governo creditore su certe fonti di reddito (normalmente i dazi, ma talvolta le ferrovie e altre imprese di pubblica utilità e perfino il gettito fiscale interno o le banche pubbliche) (Norton 1928, p. 212).

La terza, e nel nostro contesto forse la più importante, connotazione era data dalla natura del mercato londinese dei capitali a lungo termine, che aveva la singolare caratteristica di non vedere coinvolte le banche commerciali britanniche. In accordo con la dottrina dei "real bills" sviluppatesi agli inizi del XIX secolo, le banche limitavano i loro prestiti alla fornitura di credito commerciale a breve termine, che si supposeva autoliquidantesi (Nevin e Davis, 1970, pp. 89-91). Le banche potevano aderire a questa posizione conservatrice grazie allo sviluppo di istituzioni specializzate nella cura dei finanziamenti interni e internazionali a lungo termine. Le principali erano imprese dedite ai finanziamenti internazionali (oggi si chiamerebbero *merchants banks*) e altre "issue houses" ("case di emissione") che negoziavano i prestiti ed emettevano le obbligazioni; come sottoscrittori figuravano agenti di cambio e altri operatori; e la borsa forniva un mercato primario e secondario di ineguagliata ampiezza e profondità.

Nel suo studio sul mercato inglese dei capitali pubblicato nel 1921, Lavington diede un particolareggiato resoconto del ruolo di queste istituzioni. «In cima a questa organizzazione vi sono le *Issuing Houses*

vere e proprie, dal nome molto rispettato, come Rothschild, Schroeder o Seligmann, il cui compito principale consiste nel collocare sul mercato titoli come quelli dei governi esteri o delle ferrovie» (Lavington 1921, p. 183). In generale, esse si limitavano a titoli finanziari di prim'ordine. Meno attivi nell'emissione di obbligazioni pubbliche internazionali erano *trusts* e *finance companies* talvolta denominati pure *issue houses*, ed effimeri gruppi promotori costituiti per un'operazione particolare (ivi, pp. 183 e segg.).

Invece di ricorrere ai servizi di una *issue house*, i rischi potevano essere assunti dagli stessi venditori (i governi debitori), con l'intermediazione di agenti finanziari londinesi (*Agents-General, High Commissions, Crown Agent of the Secretary of State for India*) o di banche operanti come rappresentanti (la Banca d'Inghilterra per la Nuova Zelanda, la Banca di Adelaide per l'Australia meridionale, ecc.). Ciascun governo aveva il suo "broker",... che soleva informare i clienti sulle condizioni del mercato e raccogliere le sottoscrizioni (ivi, p. 196).

Il ruolo dei sottoscrittori è stato descritto da Hartley Withers. «La *issuing house* inglese incarica un agente di cambio di raccogliere le sottoscrizioni del prestito. Se essa è tra quelle che hanno una solida base di precedenti fortunati..., banche, imprese finanziarie, società di assicurazioni, società fiduciarie e agenti di cambio... sottoscriveranno integralmente quanto viene loro offerto, in molti casi senza indagare a fondo sulle condizioni dei titoli offerti» (Withers 1916, p. 49).

Erano le *issue houses* ad assumersi la responsabilità della qualità dei titoli da esse collocati. Lavington cita un commento di Foxwell: «Esse compiono indagini esaurienti sulle operazioni che vengono loro proposte. Impiegano ingegneri, contabili, esperti legali e tengono conto di ogni pertinente particolare riguardante il processo di produzione, la gestione degli impianti, la redditività, le condizioni di lavoro, le vicende aziendali. Esitano però ad occuparsi di proposte ordinarie dell'industria nazionale, preferendo quelle avanzate da governi esteri, da amministrazioni locali o dalle più importanti società di trasporto» (Lavington 1921, p. 212).

Le *issue houses* tendevano a spartirsi il mercato. «Tra le maggiori "case" esisteva un qualche accordo, specialmente per i prestiti governativi, basato su una qualche divisione concordata delle operazioni». Secondo Lavington «una o due "case" avevano, a quanto sembra, un monopolio di fatto nel collocamento dei titoli di certi stati esteri; ma la vendita avveniva con negoziazioni che equivalgono a offerte concorrenziali. Parte del margine va ovviamente ai sottoscrittori, giacché pratica-

mente tutte queste emissioni vengono sottoscritte» (ivi, p. 195). I prestiti venivano normalmente emessi a un prezzo prestabilito, e il rischio di insolvenza ricadeva sui sottoscrittori. Le spese erano solitamente dell'1% per la sottoscrizione, più uno 0,25% ciascuno per la banca emittente, l'agente di cambio e il bollo dell'agente stesso, più l'imposta di bollo (0,125-0,625%): in tutto 1,875-2,375% (ivi, p. 197).

Ai nostri fini, il punto cruciale è che in Gran Bretagna i titoli esteri venivano acquistati dai grandi investitori, persone e istituzioni, comprese le assicurazioni vita ma *non* le banche di deposito. «I piccoli investitori privati e le banche commerciali evitavano i titoli esteri, perché entrambi preoccupati della sicurezza dei loro investimenti» (Atkins 1977, p. 123), sebbene, a giudicare da notizie aneddotiche contenute in libri sulla vita dell'Inghilterra vittoriana e eduardiana, non fosse insolito che gente di qualità impiegasse parte dei risparmi in titoli delle colonie, dei *Dominions* e anche esteri.

Una volta quotate, le obbligazioni internazionali potevano essere scambiate sulla borsa di Londra, godendo così di una liquidità soggetta, naturalmente, a fluttuazioni nel valore capitale. Nel caso più disgraziato di crollo della quotazione di un qualsiasi titolo particolare (per insolvenza o calo di fiducia), la perdita ricadeva sui grossi detentori di obbligazioni e non sulle banche commerciali. In caso di insolvenza dei debitori, le obbligazioni potevano essere vendute in borsa a basso prezzo a compratori che speculassero sulla loro ripresa (cfr. de Cecco 1985, pp. 50-1). Il sistema di crediti e debiti internazionali non fu demolito nemmeno dai peggiori casi di insolvenza da cui fu scosso. Il mercato di Londra superò bene le insolvenze dell'Argentina nel 1890 (la "crisi Baring"; cfr. Hawtrey 1938, pp. 105-110), e del Brasile nel 1898-1900. Le crisi vennero risolte in vario modo: talvolta furono differiti i pagamenti degli interessi e degli ammortamenti (nel gergo odierno, il debito fu "rescheduled"); talvolta i prestiti vennero di fatto consolidati, anche per sostenere gli investimenti e la crescita economica dei paesi esportatori; talvolta i creditori imposero misure deflazionistiche.

(b) *I prestiti esteri francesi e tedeschi prima del 1914.* In Francia e Germania la situazione era molto diversa. In parte per l'assenza in entrambi i paesi di un mercato internazionale dei titoli paragonabile a quello di Londra e in parte per la molto maggiore importanza delle motivazioni politiche dei prestiti esteri negoziati, le banche francesi e tedesche vennero coinvolte molto più direttamente.

Fu negli ultimi decenni precedenti il 1914 che i prestiti esteri di Francia e Germania assunsero proporzioni rilevanti, anche se mai pari a quelle britanniche. In Francia le indennità di guerra imposte dalla Germania sottrassero gran parte del risparmio eccedente degli anni '70 e '80, mentre in Germania lo sviluppo industriale interno assorbì praticamente tutto il risparmio interno fin oltre il 1890 (RIIA 1937, pp. 123, 126). Quando decollarono, i prestiti esteri furono in gran parte destinati a sostenere obiettivi politici sotto la ferma guida dei governi, in Francia per rafforzare l'alleanza con la Russia e favorire lo sviluppo coloniale, in Germania per estendere l'influenza tedesca nell'Europa centrale e nei Balcani, sebbene capitali privati di entrambi i paesi si siano diretti anche altrove, specialmente verso l'America Latina, con fini commerciali.

In assenza di adeguati mercati di titoli internazionali all'interno, gli investitori francesi e tedeschi si valsero in misura considerevole del mercato londinese. Una quota importante dei titoli esteri emessi a Londra fu acquistata non da investitori britannici, ma da investitori di altri paesi, non ultimi gli stessi paesi debitori. «I titoli rifluivano piuttosto naturalmente tramite il mercato internazionale» (Platt 1983, p. 2). Così, molti titoli ferroviari emessi a Londra «rientrarono nel patrimonio delle nazioni emittenti: tutte le ferrovie tedesche, quasi tutte quelle brasiliane, gran parte delle canadesi, tutte quelle russe e, secondo Keynes, tutte quelle statunitensi. Anche i cinesi, per la prima volta nel 1908, assorbirono una quota considerevole di un'emissione ferroviaria nazionale avvenuta in Gran Bretagna e in Germania» (ivi). Più in generale, se pure «gli investitori britannici acquistavano titoli nelle borse estere, ... assai più di loro avevano motivo di farlo gli investitori francesi (che trovarono conveniente sottoscrivere le emissioni russe a Londra), olandesi (che usarono Londra come una sorta di supermercato per i titoli latino-americani) e tedeschi (che comprarono titoli della Cina e del Giappone)». Era, come rilevava l'*Economist*, «l'incomparabile libertà sperimentata nella collocazione dei titoli», libera da pressioni governative, che fece di Londra la borsa più importante del mondo (ivi; cfr. anche Platt 1980, p. 15).

Per la maggior parte del XIX secolo, la Francia fu la principale fonte di finanziamenti esteri per gli altri governi dell'Europa continentale. Feis ha descritto il processo in base al quale piccoli e grandi risparmiatori francesi cercavano nei titoli esteri, «distribuiti a milioni di francesi dalle banche parigine», liquidità e presunta sicurezza (Feis 1930, p. 39). Nella prima parte del secolo queste operazioni furono dominate da banche private come la Rothschild e la Haute Banque (un

gruppo di cinque *merchant banks* più piccole ma di ottima reputazione). Il predominio dei Rothschild declinò dopo il pagamento dell'indennità del 1871. «Le insolvenze di molti governi esteri per titoli collocati dai Rothschild — Spagna, Portogallo, Grecia ... — avevano mostrato la loro fallibilità» (ivi).

Dopo gli anni '70 divennero dominanti più recenti istituti di credito industriale per azioni, ciascuno con partecipazioni in banche estere e filiali all'estero. Queste «banche industriali» avevano grandi capitali azionari e un ristretto numero di ricchi depositanti e clienti, soprattutto imprese da esse organizzate e finanziate. «Esse ebbero la capacità e il coraggio di sottoscrivere grossi prestiti governativi» in cooperazione con le banche di deposito (ivi, p. 41). «Erano le banche di deposito il tramite più efficace per raggiungere i dispersi risparmi dei francesi... Di tanto in tanto le banche di deposito organizzavano esse stesse le emissioni, trattavano direttamente con il debitore e acquistavano in proprio l'emissione, o ottenevano un'opzione, come fece il Crédit Lyonnais con il governo russo. Molto più spesso, però, il prestito era gestito e sottoscritto dalle «banche industriali», mentre le banche di deposito partecipavano al sindacato di vendita o semplicemente vendevano su commissione» (ivi, pp. 41 e segg.).

Occasionalmente, secondo Hartley Withers, le banche francesi rilevavano prestiti emessi a Londra. Gli agenti del governo debitore «allacciavano negoziati con un gruppo di banche francesi e una *issuing bank* inglese. Le banche francesi prendevano la loro quota e la vendevano ai clienti, abituati a seguire le scelte d'investimento dei loro banchieri con cieca fiducia, ciò che diede alle banche francesi un potere enorme sul mercato monetario internazionale» (Withers 1916, p. 41). Feis conferma questa opinione: «I prestiti esteri francesi non erano dominati da attente ed obiettive valutazioni di convenienza economica. Guidati e spesso controllati dal governo e dall'opinione delle istituzioni finanziarie, erano influenzati da simpatie e antipatie tradizionali, emotive, politiche» (Feis 1930, p. 50).

In Germania il collocamento dei prestiti statali interni finì con l'essere dominato da sindacati di banche, un sindacato prussiano per i prestiti prussiani, un altro per i prestiti imperiali, e così via (Lavington 1921, p. 198). Quando si svilupparono, i prestiti esteri seguirono per lo più lo stesso criterio. Mentre i conti dei depositanti erano oggetto di vigorosa concorrenza tra le banche, «nei negoziati e nelle relazioni finanziarie... con i governi esteri, ... la regola era la divisione o l'accordo, più che la concorrenza». Così, la *Deutsche Bank* si occupava della

Turchia, la *Darmstaedter Bank* dell'Austria-Ungheria, e così via. «Spesso, per emissioni molto forti o eccezionalmente rischiose si formavano consorzi tra tutti i sindacati». «Ciascuna delle grandi banche poteva contare su molte migliaia di depositanti, i quali di solito acquistavano i titoli che venivano loro raccomandati o offerti... Le banche talvolta vendevano direttamente i titoli ai depositanti o a istituzioni affiliate senza chiedere la quotazione in borsa. Il metodo di emissione più comune era però quello dell'offerta al pubblico tramite sindacati e della quotazione in borsa» (Feis 1930, pp. 64-7). Secondo Feis, «gli investitori individuali conservavano un'indipendenza di giudizio maggiore dei francesi. I giornali finanziari erano meglio informati e più onesti... Le grandi Banche tedesche non potevano indirizzare i risparmi tedeschi in operazioni avventurose con i governi esteri con la facilità delle francesi» (ivi).

Alla fine, fu comunque il rischio "sovrano", e non quello commerciale, a distruggere la maggior parte dei risparmi tedeschi e francesi prestati all'estero prima del 1914: la rivoluzione russa e altri rivolgimenti nel caso della Francia, le conseguenze della sconfitta nella prima guerra mondiale nel caso degli investimenti tedeschi.

(c) *I prestiti esteri americani negli anni '20*. Sebbene questo articolo si proponga soprattutto di trarre insegnamenti dall'esperienza degli anni precedenti il 1914, può essere opportuno accennare, se non altro per contrasto, anche ai prestiti americani degli anni '20.² I prestiti americani all'Europa degli anni '20 furono, per la maggior parte, molto diversi dai tipici prestiti internazionali, e certamente da quelli britannici del XIX secolo. Come osservò una volta Keynes: «Se in America si emettono obbligazioni europee per analogia con le obbligazioni americane emesse in Europa nel XIX secolo, ebbene, l'analogia non è valida, giacché, considerando la situazione nel suo complesso, non vi è nessun incremento naturale, nessun accantonamento reale, grazie al quale si possa rimborsarle» (*A Revision of the Treaty*, citato in RIIA 1937, p. 12). I prestiti esteri britannici precedenti il 1914 contribuirono a far aumentare la capacità dei paesi debitori di esportare merci che la stessa Gran Bretagna domandava in misura crescente: il grosso dei prestiti concessi all'Europa dopo il 1918 era invece per scopi che non facevano, almeno in un qualche modo diretto, aumentare la capacità di produrre e di

² De Cecco ha acutamente riesaminato di recente questo fenomeno, insieme ad altri aspetti del periodo tra le due guerre mondiali.

esportare dei paesi debitori, i quali, d'altra parte, erano paesi industriali, le cui esportazioni facevano concorrenza all'industria statunitense. In realtà, il grosso dei prestiti dagli Stati Uniti era a sostegno di politiche di stabilizzazione o per consentire il servizio dei debiti e delle riparazioni di guerra, per ricostituire riserve auree e valutarie, per migliorare i servizi offerti da enti locali (ospedali, edilizia popolare, biblioteche pubbliche, ecc.) che giovavano al tenore di vita, ma non rafforzavano la capacità del paese debitore di far fronte al servizio del debito, capacità cui certamente non contribuivano nemmeno «gli usi sconsiderati che gran parte [dei finanziamenti] aveva trovato» (de Cecco 1985, p. 45). Contemporaneamente, gli Stati Uniti perseguivano politiche sempre più protezionistiche, che non facilitarono alla Germania e agli altri paesi debitori il compito di far fronte al servizio del debito, quando, con il *boom* e poi con il crollo della borsa di New York del 1929, il flusso di fondi provenienti dagli Stati Uniti si ridusse. Nei primi anni '30, sotto l'impatto della grande depressione, gran parte di questi debiti rimase insoluta, e le insolvenze provocarono il virtuale collasso del mercato obbligazionario internazionale (Arndt 1944, pp. 12 e segg.).

Il meccanismo dei prestiti esteri americani durante gli anni '20 fu più simile alla prassi continentale che non a quella britannica. De Cecco ha descritto le pratiche americane come un mutamento nella tecnologia della "produzione" di obbligazioni estere. A suo avviso, in tale processo le banche americane si mossero decisamente verso il tipo di banca "universale", e «riuscirono così a eliminare quasi tutte le fasi del modello di intermediazione finanziaria inglese, mettendo direttamente in comunicazione debitori e creditori finali» (de Cecco 1985, p. 43). Questa interpretazione, tuttavia, dà forse troppo risalto alle banche e trascura il ruolo complementare delle "issue houses" non bancarie. «Tra il 1925 e il 1930, a New York queste operazioni [collocamento di titoli esteri a lungo termine] erano effettuate da "issue houses", specializzate; queste "issue houses", o i sindacati di "issue houses" e di banche, dapprima concedevano a debitori esteri sovvenzioni a breve termine, le quali poi, quando le condizioni del mercato erano favorevoli, venivano in genere consolidate in prestiti a lungo termine... Un'emissione poteva passare per le mani di diverse aziende prima di essere offerta al pubblico». Vendere emissioni al pubblico, specialmente nei primi anni del dopoguerra, poteva essere particolarmente laborioso, giacché gli investitori americani non avevano dimestichezza con titoli esteri. «L'impiego di "venditori di obbligazioni", i cui servizi erano stati prima della guerra di grande aiuto alle "issue houses" per il collocamento di

titoli nazionali, divenne essenziale». Le banche metropolitane crearono anche società speciali, le *security affiliates*, che vendevano le nuove emissioni in tutto il paese (RIIA 1937, pp. 168 e segg.).

Lo «sbalorditivo successo» delle vendite di obbligazioni estere in America poggiava sull'ascesa di una doviziosa classe media e sulla scarsità di altre attività finanziarie. La forza della domanda interna di titoli fu per i finanzieri americani un potente incentivo alla ricerca di operatori esteri disposti ad indebitarsi. Il Dipartimento di Stato degli Stati Uniti può aver involontariamente contribuito al successo finanziario dei prestiti, sottoponendo all'esame di un apposito ufficio del Dipartimento di Stato l'opportunità politica di tutte le emissioni di titoli esteri negli Stati Uniti (de Cecco 1985, p. 46).

Dopo il crollo, i prestiti esteri statunitensi furono sottoposti a molte critiche. «Gli Stati Uniti», si disse, «non avevano né i congegni né l'esperienza discriminante accumulati in questo campo dal Regno Unito, e numerosi furono i prestiti stravaganti e imprudenti» (R. Mikesell, citato in Dunning 1972, pp. 60 e segg.). Le «issue houses» americane trovarono però anche difensori. «Alcune «issue houses» americane impiegarono esperti di altissimo valore per indagare sulle condizioni economiche e finanziarie, in modo da assicurare per quanto possibile che i nuovi prestiti andassero a buon fine» (RIIA 1937, p. 172). Certo l'impiego di «piazzi di obbligazioni» si prestava ad abusi, ma le «issue houses» non incoraggiavano eccessivi ottimismo (ivi).

Lezioni per il futuro

Quali lezioni per il futuro possiamo trarre dall'esperienza storica?

La prima, indubbiamente, è la fondatezza dell'istinto su cui poggiavano i principi conservatori dei banchieri inglesi. Per usare le parole di R.I. McKinnon: «Le banche commerciali, che sono le custodi dell'offerta di moneta nazionale e del meccanismo dei pagamenti internazionali, non dovrebbero essere coinvolte nelle operazioni di prestiti a lungo termine e ad alto rischio» (McKinnon 1984b, p. 480).

McKinnon ha indicato alcune delle riforme necessarie per correggere lo «squilibrio di regolamentazione» che negli anni '70 ha contribuito in modo preminente a incoraggiare le banche americane e di altri paesi occidentali ad allontanarsi con imprudente celerità dalla suddetta

regola. Ridotto all'essenziale, il nuovo approccio di regolamentazione che egli raccomanda mira a «ripristinare l'essenziale distinzione tra istituzioni monetarie, per le quali la regola del «primo non perdere» è fondamentale, e «risk-taking» mercato dei capitali» (McKinnon 1984a, p. 20). Una qualche versione del principio incorporato nel *Glass-Steagall Act* del 1934, che richiedeva la separazione tra banche commerciali da una parte e *merchant banks* e «securities houses», le sole a poter fornire capitali di rischio, dall'altra, «dovrebbe essere applicata in modo equilibrato a livello sia interno sia internazionale. Ciò stimolerebbe un più appropriato sviluppo del mercato internazionale dei capitali, basato principalmente sulle azioni e obbligazioni» (ivi). McKinnon riconosce che «è impossibile far uscire in tempi brevi le banche commerciali dal mercato dei capitali a lungo termine. L'entità dei debiti oggi incombenti sui paesi meno sviluppati è tale che solo le banche hanno la capacità di rifinanziarli, e un interesse abbastanza forte a farlo». Egli ritiene però importante che le banche commerciali non «dominino il mercato internazionale dei capitali negli anni '90 come hanno fatto negli anni '70» (McKinnon 1984b, pp. 480 e segg.).

La seconda lezione da trarre dall'esperienza del periodo 1870-1930 è stata probabilmente abbastanza ben compresa al Nord, sebbene al Sud sia ancora posta spesso in dubbio: non è compito adatto al mercato privato dei capitali quello di concedere prestiti politicamente motivati — per sussidiare alleati, per sostenere stati-clienti, per risollevere economie prostrate da guerre, per aiutare paesi ad alto rischio creditizio. Questa è materia per contributi e sovvenzioni da governo a governo, o nel migliore dei casi per crediti «agevolati» di istituzioni bilaterali o multilaterali appositamente costituite.

Una terza lezione è che, anche in un mercato internazionale obbligazionario o azionario, vi è spazio — vi sono anzi compiti essenziali — per le banche, forse anche per le banche commerciali che raccolgono depositi. Si è visto che prima del 1914 in tutti i principali mercati dei capitali gli intermediari finanziari ebbero una parte di vitale importanza, nell'esaminare l'affidabilità dei governi e di coloro che chiedevano prestiti, nel negoziare i termini e le condizioni dei prestiti, nell'organizzare o effettuare in proprio le sottoscrizioni, nel collocare le emissioni sul mercato con quotazioni di borsa o con vendite dirette al pubblico. A Londra gli intermediari finanziari coinvolti erano istituzioni specializzate, principalmente *merchant banks*, *issue houses*, agenti di cambio. In Francia, in Germania e negli Stati Uniti le banche «industriali» e anche quelle commerciali intervenivano attivamente nei

prestiti esteri, singolarmente o consorziate. Ma, ed è questa la differenza decisiva tra il prevalente *modus operandi* ante 1914 e quello generale successivo al 1970, le banche non prestavano i propri fondi se non temporaneamente. Esse agivano rigorosamente come intermediarie a breve termine, rilevando titoli esteri ma rivendendoli al pubblico appena possibile, e non assumevano quindi in proprio i rischi dei prestiti a lungo termine, se non in misura nemmeno lontanamente paragonabile a quanto è avvenuto dopo il 1970.

L'esperienza americana del periodo tra le due guerre ci insegna anche altre cose, in particolare per ciò che riguarda la regolamentazione dell'attività bancaria. I prestiti esteri delle banche dovrebbero essere assoggettati ad opportuni controlli prudenziali, e le banche dovrebbero essere moderate nella sollecitazione di mutuatari all'estero e di acquirenti di obbligazioni all'interno. Non è affatto certo che il tipo di "banca universale", il "supermercato finanziario", sia un buon modello, e le autorità monetarie dovrebbero valutarlo con spirito critico.

Resta il problema centrale, se cioè sia di fatto possibile resuscitare nell'economia mondiale degli anni '80 e '90 un mercato azionario e obbligazionario internazionale sul tipo di quello londinese ante 1914. Naturalmente, l'approccio suggerito da McKinnon in materia di regolamentazione potrebbe giovare, frenando la concorrenza delle banche "sussidiate". Ma quali probabilità vi sono che il mercato obbligazionario internazionale, già duramente colpito alla fine della prima guerra mondiale e poi andato a pezzi negli anni '30, possa tornare in vita dopo l'ulteriore esperienza di un'inevitabile rinegoziazione, se non peggio, del debito bancario internazionale degli anni '80? Gli investitori avranno sufficiente fiducia nelle emissioni obbligazionarie dei governi dei paesi in via di sviluppo, anche i più rispettabili? Esiste qualche motivo per ritenere che un tale mercato possa rendere meno probabili operazioni creditizie imprudenti?

Gli scettici sottolineeranno che anche negli anni d'oro del XIX secolo molti investimenti sul mercato obbligazionario di Londra hanno avuto la protezione (forse indispensabile) delle garanzie del governo britannico previste dai *Colonial Stocks Acts* e in ultima istanza della marina britannica; che garanzie statali generali, senza uno stretto controllo che ai nostri giorni difficilmente sarebbe tollerato, possono incoraggiare imprudenti emissioni obbligazionarie, non diversamente da quanto avviene con le assicurazioni sui depositi e le aspettative di salvataggi per l'attività bancaria; che, anche se si guadagni qualcosa preservando il sistema bancario e i depositanti, e quindi la moneta in

quanto bene pubblico, dai rischi dei prestiti internazionali a lungo termine delle banche di deposito, la posizione dei singoli depositanti non migliora gran che se sono premuti dalle loro banche o dai "piazzi di obbligazioni" perché acquistino titoli internazionali di dubbia sicurezza; che per tentare di ripristinare un mercato obbligazionario dei capitali non ci potrebbe essere un momento peggiore del nostro, con potenziali mutuatari schiacciati da debiti per decine di miliardi di dollari; che, in un'economia mondiale in lenta crescita e sempre più protezionista, procurarsi la valuta estera necessaria al servizio del debito è per i paesi debitori meno sviluppati non meno difficile di quanto fu per i paesi industriali debitori degli Stati Uniti negli anni '20 (in contrapposizione ai produttori di beni primari debitori della Gran Bretagna prima del 1914); che infine, come ha osservato McKinnon, «un mercato dei capitali a lungo termine funziona al suo meglio quando i livelli dei prezzi internazionali e i tassi di cambio sono piuttosto stabili, come erano nel XIX secolo in regime di *gold standard*» (McKinnon 1984a, p. 19).

Un poderoso elenco di dubbi. Cosa si può contrapporre? Si potrebbero proporre otto punti.

1. Non si può non riconoscere la forza della tesi che preferisce le obbligazioni ai crediti bancari come principale veicolo dei prestiti internazionali a lungo termine, pur tenendo presente che, come avverte McKinnon, uno sviluppo in questa direzione richiederà tempo.

2. Non sembri troppo cinico ricordare che la memoria delle perdite passate svanisce col tempo. Negli anni 1870 gli investitori britannici avevano superato il trauma delle insolvenze degli anni 1830 (Platt 1980, p. 8).

3. L'importanza della complementarità degli scambi tra paesi debitori e creditori è un problema che può essere superato. Furono l'improvviso inaridirsi della disponibilità di fondi e la depressione a causare le insolvenze dei primi anni '30. I debiti internazionali debbono essere restituiti non più di quelli interni. Ciò che importa è che i tassi di indebitamento all'estero non crescano continuamente e che le attività estere dei singoli investitori siano liquide, come lo sono le obbligazioni in un mercato ampio e ben funzionante.

4. Mentre garanzie dei governi prestatori dovrebbero essere evitate, si può nel complesso presumere che, in un mercato dei capitali in cui le emissioni obbligazionarie sono sottoposte alla pubblica

valutazione, sarebbero meno probabili quegli eccessi di ottimismo e di trascuratezza nella valutazione della rispondenza dei debitori, che hanno invece caratterizzato una buona parte dei prestiti bancari internazionali dell'ultimo decennio. I rischi sarebbero ulteriormente ridotti, se le emissioni di obbligazioni da parte di *merchant banks* e di altri intermediari finanziari fossero assoggettate a un controllo che ne assicurasse un'attenta valutazione.

5. Attualmente la Citibank e altri organismi finanziari hanno in corso tentativi di consolidare alcuni dei propri prestiti più importanti convertendoli in obbligazioni quotate in borsa e in altri titoli da vendere agli investitori (AMEX 1984, Meyer 1984). Questi esperimenti forniranno indicazioni utili sulla possibilità di ripristinare un mercato obbligazionario internazionale.

6. Proprio come molti prestiti esteri emessi nel mercato londinese prima del 1914 furono assorbiti da cittadini dei paesi debitori, così certi governi di paesi in via di sviluppo potrebbero approfittare della maggior fiducia che prestiti emessi in uno dei principali centri finanziari internazionali, anziché sul mercato interno, possono suscitare tra i propri cittadini.

7. Nessun centro finanziario può oggi adempiere al ruolo di "supermercato" internazionale dei titoli svolto da Londra nel periodo 1870-1914. E' tuttavia probabile che il grosso delle economie di scala possa essere realizzato grazie ai sistemi di telecomunicazione che oggi praticamente trasformano i centri finanziari nazionali ed esteri in un unico mercato mondiale.

8. Infine, non si può fare a meno di ammettere che qualsiasi perdita in termini di stabilità dei prezzi e dei cambi rispetto al *gold standard* ante 1914 comporterebbe un ambiente meno favorevole ad un mercato obbligazionario di dimensioni mondiali. In pratica, però, per la maggior parte del periodo 1850-1914 le regole del *gold standard* non furono né così rilevanti, né così diffusamente osservate quanto i libri di testo suggeriscono. I cambi fluttuanti furono la regola generale in America Latina e in Asia all'incirca fino al volgere del secolo. Quando poi adottarono valute ancorate all'oro, diversi paesi dovettero affrontare le fluttuazioni del rapporto tra i prezzi dell'oro e dell'argento. Il mercato obbligazionario internazionale continuò a funzionare malgrado le variazioni dei valori relativi tra le monete. Quanto l'indicizzazione delle obbligazioni e dei titoli a reddito fisso a lungo termine possa ovviare all'attuale variabilità dei cambi, è questione che richiede ulteriori indagini.

Indebitamento del settore privato

Le nostre considerazioni si sono concentrate principalmente sull'indebitamento internazionale dei governi. Di fatto, tuttavia, come osserva McKinnon (1984a, pp. 10 e segg.), una buona parte degli attuali debiti esteri dei paesi in via di sviluppo riguarda il settore privato. Può essere il caso di aggiungere qualche parola su questi prestiti che sollevano alcune questioni particolari.

Nei paesi meglio avviati allo sviluppo è scarsa la raccolta di capitale di rischio con l'emissione di titoli azionari, per tre motivi principali. Primo, molte imprese produttive sono di proprietà statale. Secondo, gli operatori privati locali in genere trovano poco attraente la forma di organizzazione societaria; le preferiscono la proprietà familiare, o dei gruppi di parentela. La pubblicazione di informazioni aziendali, quale è richiesta dall'organizzazione societaria e dal collocamento di azioni, è guardata con sfavore e se possibile evitata. D'altra parte, spesso l'infrastruttura locale nel campo delle professioni amministrative è inadeguata ad assicurare un affidabile controllo esterno dei conti aziendali essenziale per l'offerta di azioni al pubblico. E di frequente si tratta di attività economiche troppo piccole per giustificare la forma di società. In terzo luogo, le imprese private affermate non hanno grandi difficoltà ad ottenere un credito bancario locale che, sebbene nominalmente a breve termine, può di fatto essere indefinitamente rinnovato. Spesso la disponibilità di credito bancario locale è facilitata da relazioni personali. In queste circostanze, le imprese dei paesi in via di sviluppo hanno avuto pochi incentivi a tentare di raccogliere capitali a lungo termine con l'emissione di azioni o la vendita di obbligazioni. Negli anni recenti, nei loro tradizionali meccanismi di indebitamento si è anche inserita l'offerta addizionale di credito bancario internazionale.

Quello che per le banche locali, informate della situazione del paese, del suo settore privato e delle persone che vi operano, può essere credito relativamente sicuro, per le assenti banche internazionali può diventare un rischio assai maggiore. Uno dei principali difetti di molti prestiti bancari internazionali concessi nei dieci anni trascorsi a imprese private dei paesi in via di sviluppo, cui non sempre hanno posto rimedio nemmeno le filiali locali e le affiliate delle *merchant banks*, è stata la mancanza da parte dei creditori di una conoscenza accurata di prima mano delle capacità e qualità personali dei debitori. Non per nulla le banche nazionali estendono i loro sportelli fino alle piccole città e ai villaggi.

L'alternativa, a prima vista ovvia, di sostituire i prestiti bancari internazionali al settore privato di paesi in via di sviluppo con emissioni azionarie nei centri finanziari internazionali si scontra con un altro problema, e cioè con le preoccupazioni economico-nazionalistiche suscitate dalla proprietà e dal controllo esteri. Poche attività economiche nei paesi meno sviluppati, inoltre, sono abbastanza importanti e sufficientemente ben conosciute da poter ragionevolmente sperare nel successo di emissioni azionarie all'estero.

Il compito è quindi quello di sviluppare ed ampliare gli esistenti mercati dei titoli locali, di crearne dove non esistono, e di attirarvi capitali esteri. Il primo gruppo di problemi è stato molto discusso in anni recenti (cfr. Drake 1985). La tesi che mercati per i titoli privati nei paesi in via di sviluppo possono fornire una via per importazioni di capitali su larga scala deve essere considerata unitamente all'alternativa di investimenti esteri diretti di società multinazionali e di forme di *joint ventures*. Un'altra possibilità è l'emissione di obbligazioni o di titoli di debito privati. Questa forma di raccolta di capitali eviterebbe di diluire la proprietà o il controllo, e richiederebbe la divulgazione di informazioni meno particolareggiate rispetto all'emissione di azioni. Le obbligazioni rappresentano perciò un modo per ridurre la dipendenza dal credito bancario, oggi così prevalente tra le imprese dei paesi in via di sviluppo, e consente l'assunzione di rischi a lungo termine in modi socialmente più sicuri.

H.W. ARNDT - P.J. DRAKE

BIBLIOGRAFIA

- AMEX (1984), "LDC Debt: The Next Phase", *The AMEX Bank Review*, 11 (5), 19 giugno.
- ARNDT, H.W. (1944), *The Economic Lessons of the Nineteen-Thirties*, Oxford University Press, Londra.
- ATKINS, J.M. (1977), *British Overseas Investment, 1918-1931*, Arno Press, New York.
- BLOOMFIELD, A.I. (1968), *Patterns of Fluctuations in International Investment before 1914*, Princeton Studies in International Finance, No. 21, Princeton.
- CAIRNCROSS, A.K. (1962), *Factors in Economic Development*, Allen & Unwin, Londra.
- DE CECCO, M. (1985), "Il problema dei debiti internazionali nel periodo tra le due guerre mondiali", in questa *Rivista*, n. 149, marzo.
- DUNNING, J.H. (1972), "Capital Movements in the Twentieth Century", in J.H. Dunning (ed.), *International Investment*, Penguin, Harmondsworth.
- DRAKE, P.J. (1985), "The Development of Equity and Bond Markets in the Pacific Region" in A.H. Tan and B. Kapur (eds.), *Pacific Growth and Financial Interdependence*, Allen & Unwin, Sydney.
- FEIS, H. (1930), *Europe the World's Banker, 1870-1914*, Yale University Press, New Haven.
- GREGORY, T.E. (1928), "Foreign Investments and British Public Opinion" in G. Cassell *et al.*, *Foreign Investments*, (Harris Lectures), Chicago University Press, Chicago.
- HAWTREY, R.G. (1938), *A Century of Bank Rate*, Longman Green, Londra.
- JENKS, L.H. (1927), *The Migration of British Capital to 1875*, Knopf, New York.
- LAVINGTON, F. (1921), *The English Capital Market*, Methuen, Londra.
- MCKINNON, R.I. (1984a), *Pacific Growth and Financial Interdependence: An Overview of Bank Regulation and Monetary Control*, Pacific Economic Papers, No. 117, Australia-Japan Research Centre, ANU, Canberra.
- MCKINNON, R.I. (1984b), "The International Capital Market and Economic Liberalization in LDCs", *The Developing Economies*, 22, 476-81, dicembre.
- MEYER, M.R. (1984), "Coping with the Debt Crisis", *Newsweek*, 9 ottobre.
- MIKESSELL, R. (1962), *US Private and Government Investment Abroad*, Oregon University Press, p. 62, citato in J.H. Dunning (ed.), *International Investment*, Penguin, Harmondsworth, 1972.
- NEVIN, E.T. e E.W. DAVIS, (1970), *The London Clearing Banks*, Elek, Londra.
- NORTON, H.K. (1928), "Backward Countries as a Field for Investment" in G. Cassell *et al.*, *op. cit.*
- PLATT, D.C.M. (1980), "British Portfolio Investment Overseas before 1870: Some Doubts", *Economic History Review*, 33, 1-16, febbraio.
- PLATT, D.C.M. (1983), "Some Drastic Revisions in the Sum and Direction of British Investment Overseas", (ciclostilato), Institute of Commonwealth Studies, Londra.
- ROYAL INSTITUTE OF INTERNATIONAL AFFAIRS (1937), *The Problem of International Investment*, Oxford University Press, Londra.
- SIMON, M. (1968), "The Pattern of New British Portfolio Foreign Investment, 1865-1914" in A.R. Hall (ed.), *The Export of Capital from Britain 1870-1914*, Methuen, Londra.
- SVEDBERG, P. (1978), "The Portfolio-Direct Composition of Private Foreign Investment in 1914 Revisited", *Economic Journal*, 88, 763-77, dicembre.
- THOMAS, B. (1967), "The Historical Record of International Capital Movements to 1913" in J.H. Dunning (ed.), *International Investment*, Penguin, Harmondsworth, 1972.
- WITHERS, H. (1916), *International Finance*, New York.