

Anni trenta e anni ottanta: paralleli e differenze

CHARLES P. KINDLEBERGER

Gli economisti, come i generali, spesso combattono l'ultima guerra o l'ultima crisi del passato: la psicologia della linea Maginot è un pericolo sempre in agguato. Tuttavia, a mio parere, la nostra professione dovrebbe andare piuttosto orgogliosa del fatto che il periodo dopo la seconda guerra mondiale è stato differente da quello successivo alla prima, con un netto miglioramento nell'approccio per i debiti di guerra, le riparazioni, la stabilità dei cambi e il protezionismo doganale. La differenza può essere attribuita al progresso delle conoscenze economiche, oppure a un quadro politico internazionale diverso sotto l'egemonia degli Stati Uniti, o a entrambe le cause. C'è una notevole analogia tra la presidenza Roosevelt negli anni trenta e quella Truman dopo la seconda guerra mondiale: entrambe sono contraddistinte dall'assenza di ideologia, sostituita da un instancabile pragmatismo. Se l'AAA, la NRA¹ una variazione del prezzo dell'oro, o qualcos'altro non funziona, si provi un diverso rimedio. Dopo la seconda guerra mondiale ci sono stati il regolamento degli aiuti concessi sulla base del *Lend-lease*,² l'istituzione del sistema di Bretton Woods, il prestito alla Gran Bretagna e, infine, il piano Marshall. Riflettendo su quel periodo ho proposto una mia legge delle politiche economiche alternative: dopo un lungo dibattito su quale alternativa scegliere – per esempio, dazi doganali oppure svalutazione del cambio in Inghilterra nel 1930 e 1931, istituzioni internazionali come a Bretton Woods oppure approccio delle valute chiave del prestito alla Gran Bretagna – si finisce spesso per adottare entrambe le alternative (il che rovina la possibilità di usare l'esperimento come “test” di teorie economiche). Non che abbia l'intenzione di esaltare il pragmatismo puro che non poggia su alcuna teoria. Tuttavia, negli ultimi anni, ho perso

¹ AAA = *Agriculture Adjustment Act*; NRA = *National Recovery Administration*; sono alcuni degli strumenti con cui il *New Deal* rooseveltiano affrontò la Grande Crisi (N.d.T.).

² Aiuti concessi durante la guerra sotto forma di beni e servizi con [intesa che sarebbero stati parzialmente restituiti a conflitto terminato (N.d.T.).

parte della mia ammirazione, se mai ne ho avuta molta, per un approccio ideologico o dogmatico ai problemi economici.

Il 1938, esattamente cinquant'anni fa, fu un anno di recessione per gli Stati Uniti. Dopo quattro anni di ripresa, la brusca caduta della Borsa nel settembre del 1937 ci colse tutti di sorpresa. Non mi sembra che allora ci fosse qualcuno che cercasse di spiegare la recessione su basi monetariste. La teoria quantitativa di Irving Fisher era stata enunciata da molto tempo ed era correntemente applicata da noti economisti come Lloyd Mints di Chicago, ma non c'era traccia di tentativi di spiegare le fluttuazioni di breve periodo con l'andamento dell'offerta di moneta, come invece è abitudine degli attuali discepoli di Milton Friedman. Venne invece avanzata una spiegazione keynesiana da parte di Marriner Eccles, ribadita poco dopo da Kenneth Roose, che individuava la causa della recessione nell'enorme variazione del bilancio pubblico successiva al pagamento della gratifica ai veterani nel 1936. C'era però una certa differenza dal modello keynesiano del dopoguerra, in cui variazioni nell'investimento autonomo sono ampliate da variazioni del consumo attraverso il moltiplicatore, un modello che permette di considerare le variazioni autonome nell'investimento di breve periodo in scorte. Secondo questa versione, la paura che l'inflazione seguisse agli aumenti salariali (promossi dagli sforzi organizzativi di John L. Lewis e dal nuovo sindacato dei lavoratori dell'industria, il C.I.O.) provocò un'accumulazione delle scorte che non poteva durare a lungo e che all'improvviso cessò quando ne apparve chiara la natura effimera. È una spiegazione con forti connotati psicologici, che si ricollega a quello che può essere chiamato il modello Fisher-Minsky in cui l'investimento assume di tempo in tempo un andamento instabile.

Dal 1945 al 1988 negli Stati Uniti ci sono state soltanto recessioni, ben diverse dalla Grande Depressione, comprese alcune "recessioni della crescita" in cui il saggio di variazione della produzione resta positivo, ma diminuisce. È questo un grande successo, soprattutto se facciamo il confronto con la Grande Depressione degli anni trenta che ebbe inizio quando erano trascorsi poco più di dieci anni dalla fine della guerra, mentre se ci sarà una vera recessione o depressione nel 1988 o nel 1989, come alcuni temono, saranno passati più di quattro decenni dalla fine

della seconda guerra mondiale.

Il 1938 è stato un anno importante per gli Stati Uniti anche perché convinse i politici americani a prendere sul serio la rivoluzione keynesiana. Come E. Cary Brown ha argomentato dopo la guerra, negli anni trenta si era parlato delle politiche di bilancio keynesiane, ma una loro decisa applicazione ha dovuto attendere il dopoguerra, dopo la dimostrazione che la spesa pubblica durante il periodo bellico aveva portato la prosperità (quello che Joan Robinson chiamava “keynesismo militare”) e dopo l’utile formalizzazione del modello keynesiano da parte di Alvin Hansen e Paul Samuelson con la formula $Y = C + I + G$ e con il diagramma con la retta a 45°.

Penso però che al lettore non interesserà tanto confrontare il 1988 con il 1938 quanto piuttosto con il 1930-58 invece che 50 anni fa – e più precisamente sarà utile paragonare il lunedì nero del 19 ottobre 1987 con il giovedì nero del 24 ottobre 1929 e il martedì nero del 29 ottobre 1929. Non discuterò qui perché questi giorni “bui” si sono abbattuti sull’economia americana, anche se non sarà una sorpresa, spero, sapere che non sono disposto ad accettare le teorie di tipo keynesiano, monetariste o basate sulle aspettative razionali che sono state offerte per spiegare questi diversi crolli della Borsa. Sono più incline a una spiegazione che poggia sull’instabilità descritta da Fisher e da Minsky o su quello che Adam Smith e John Stuart Mill chiamavano “un eccesso di contrattazioni seguito da un capovolgimento”: in termini moderni, un cambiamento delle aspettative, razionali o irrazionali che siano. Invece di parlare delle cause, vorrei chiedermi se il 1988 sarà come il 1930.

Comincerò con una breve digressione. È un luogo comune ripetere che il crollo del 1987 ha avuto inizio a New York da dove si è diffuso in ogni parte del mondo, forse in Giappone meno che altrove, anche se a Tokyo i rapporti *price-earning* per le azioni erano tre o quattro volte più alti che negli Stati Uniti, tanto che alcuni osservatori erano convinti che i guai, se ci fossero stati, sarebbero partiti da lì. Nel 1987 l’implosione dei mercati è stata simultanea, così che i soliti esperti hanno affermato che questo era il risultato dell’integrazione dei mercati finanziari realizzata negli ultimi decenni. Non accade spesso però di sentir ricordare che un’analogia simultaneità si verificò nel 1929, quando a distanza di un

giorno o due i mercati dei titoli di tutto il mondo seguirono New York nel crollo. Il collegamento dei mercati infatti non avviene soltanto attraverso movimenti monetari o attraverso le ripercussioni sul reddito via moltiplicatore del commercio estero, oltre che, ovviamente, tramite l'arbitraggio su attività identiche. C'è anche un collegamento psicologico che non richiede transazioni effettive: le curve della domanda e dell'offerta si spostano entrambe, e i prezzi con loro, quando gli operatori su un mercato osservano, senza alcun contatto effettivo, quello che sta accadendo altrove.

Torniamo al 1929. Allora, come nel 1987, la *Federal Reserve* reagì immediatamente al crollo del mercato azionario allargando il credito. Nel 1987, sotto il governatorato di Alan Greenspan, l'accordo sulla necessità di un intervento in questo senso è stato generale. Nel 1929 invece George Harrison, allora presidente della *Federal Reserve Bank* di New York, agì di sua spontanea iniziativa e fu criticato dal "Board" della *Federal Reserve* a Washington. Nel 1929 il presidente Hoover convocò alla Casa Bianca i principali esponenti del mondo industriale per presentare un programma di intervento statale che, in retrospettiva, appare keynesiano. Soltanto in seguito Hoover diventò catatonico, incapace di agire e decidere. Il presidente Reagan sembra che invece abbia ignorato il pericolo posto al sistema economico dal crollo del 1987, non saprei se per fiducia che la *Federal Reserve* stesse intraprendendo gli interventi opportuni, o per indifferenza.

I mercati finanziari si ripresero rapidamente dopo il crollo del 1929. Il saggio di sconto alla *Federal Reserve* di New York, che era stato portato al 6% nell'agosto di quell'anno, fu rapidamente abbassato al 5% il 1° novembre, al 4,5% il 15 novembre, al 4% il 7 febbraio 1930, al 3,5% il 14 marzo, al 3% il 2 maggio e al 2,5% il 20 giugno. Fu abbassato poi ancora una volta durante la crisi bancaria del novembre-dicembre 1930, scendendo al 2% alla vigilia di Natale. Anche il mercato dei titoli esteri si riprese: le nuove emissioni salirono da un minimo di 80 milioni di dollari nel terzo quadrimestre del 1929 a 430 milioni di dollari nel secondo quadrimestre del 1930, compreso lo scarso successo della *tranche* newyorkese del prestito alla Germania secondo il piano Young per riattivare per la seconda volta le riparazioni di guerra tedesche. La ripresa

fu il risultato del lancio di prestiti che erano stati rinviati quando il *boom* del mercato azionario, cominciato nel 1928, aveva innalzato i tassi d'interesse, bloccando i prestiti americani verso l'estero e sottoponendo a pressioni deflazionistiche la Germania, l'Australia, l'Argentina e altri paesi dipendenti dal credito statunitense. Ma la ripresa del mercato obbligazionario nel secondo quadrimestre del 1930 fu febbrile. Riecheggiando un'osservazione di Lord Overstone del 1° novembre 1845, due anni prima della crisi finanziaria del 1847 – “Per il momento non c'è nessun crollo, soltanto un leggero movimento premonitore del terreno sotto i nostri piedi” – Schumpeter così descrisse la situazione del secondo quadrimestre 1930: “La gente sentiva che il terreno gli cedeva sotto i piedi”. In effetti, notava Schumpeter, c'era stato più o meno il recupero del mercato monetario e dei capitali, ma non c'era stato il recupero della fiducia.

Il problema, a mio parere, era nei prezzi delle merci. Gli alti tassi d'interesse avevano colpito dall'inizio dell'estate del 1929 le vendite di automobili e l'edilizia residenziale, così che il ciclo dell'attività economica toccò il suo punto più alto nel giugno 1929. Sono convinto che la svolta ebbe origine per cause finanziarie e non per i fattori reali indicati da altri, come il declino del tasso di crescita della popolazione addotto per spiegare la crisi dell'edilizia o l'esaurirsi della prima ondata di motorizzazione privata con i connessi investimenti in pneumatici, benzina, strade e quartieri suburbani. La speculazione sul mercato azionario aveva fatto confluire tutto il credito verso gli agenti di cambio; dopo il crollo della borsa le banche si trovarono totalmente impegnate nel tentativo di districarsi dalle risultanti complicazioni. Decisero quindi, per esempio, di stringere ferocemente il credito per l'acquisto di automobili, provocando una brusca caduta della produzione; ben maggiore di quella che può essere spiegata in termini monetaristi, keynesiani o reali. Le banche inoltre tagliarono il credito alle merci oggetto di commercio internazionale che, a quel tempo, erano inviate a New York a credito per essere vendute nelle borse merci agli intermediari che le acquistavano utilizzando prestiti bancari. Mancando il credito, i prezzi crollarono. È significativo che merci di provenienza estera finanziate nel luogo di produzione calarono di prezzo in misura molto inferiore, analogamente a

merci importate ma prodotte in piantagioni di proprietà di società statunitensi, come lo zucchero, anch'esse finanziate dal credito locale. Importazioni come il caffè, il cacao, il rame, il cuoio, la gomma, la seta, lo stagno e lo zinco calarono invece di prezzo dal 10 al 25%, infliggendo un colpo fatale da un lato all'economia dei paesi esportatori, dall'altro alla fiducia negli Stati Uniti.

Ne seguì quella che oggi è nota come “fuga verso la qualità”, che cominciò a manifestarsi per titoli esteri fin dal marzo 1930, quando i titoli di second'ordine subirono un crollo dei corsi da cui restarono esenti i titoli di prim'ordine. Un divario analogo si sviluppò per i titoli interni nel settembre 1930. Quel mese fu un brutto periodo di crisi della fiducia internazionale: le elezioni tedesche avevano segnato un notevole successo dei nazisti, e il conseguente ritiro di capitali aveva costretto la Germania a una nuova emissione sul mercato, attraverso un sindacato diretto dalla banca Lee Higginson, prestito che non ebbe successo. La fuga verso la qualità negli Stati Uniti si estese ai titoli emessi dalle amministrazioni locali e alle cartelle del credito fondiario. Le banche di istituzione più recente e più aggressive, che si erano assunte i prestiti più rischiosi perché i clienti più sicuri si servivano già delle istituzioni consolidate, si trovarono in un disperato bisogno di liquidità quando i loro debitori cominciarono a non rispettare le scadenze di pagamento e i depositanti cercarono di salvarsi trasferendo i fondi nelle banche attive da più tempo e dotate di maggiore rispettabilità. Nelle aree agricole le banche erano andate fallendo a dozzine e a centinaia a partire dal 1925, quando i prezzi agricoli cominciarono a crollare per la ripresa della produzione europea, mentre restava la montagna di debiti accumulata durante la guerra e il *boom* successivo. Nel novembre 1930, nonostante il rallentamento del credito, una crisi bancaria portò al fallimento della *Caldwell & Company* specializzata in titoli emessi dalle amministrazioni locali e, il mese seguente, della *Bank of the United States* specializzata in mutui ipotecari. La crisi si diffuse all'interno e all'estero con il mancato recupero dei prezzi delle merci e delle attività finanziarie, provocando insolvenze, fughe di capitali e fallimenti finanziari in sfere sempre più ampie. Nel maggio 1931, un'altra ondata di fallimenti a catena prese l'avvio in Austria e si diffuse inesorabilmente in Germania, Gran Bretagna,

Giappone, e di nuovo negli Stati Uniti, e portò infine nel 1936 al “blocco dell’oro” capeggiato dalla Francia.

Forse vale la pena di spendere qualche parola sulle misure protezionistiche dello *Hawley-Smoot Act*, la cui memoria è evocata dall’ondata crescente di sentimenti protezionistici che si va diffondendo negli Stati Uniti, incoraggiata da uno dei candidati democratici alla presidenza. C’è anche l’interessante tesi di Jude Wanniski, secondo la quale il crollo del 1929 fu causato dal fatto che un sottocomitato del Congresso respinse un tentativo di abbassare il dazio sulle importazioni di un prodotto al carbonio. Secondo Wanniski, che crede nelle aspettative razionali, questa decisione avrebbe indotto gli investitori a rivedere il valore attribuito ai propri titoli nell’aspettativa che una tariffa doganale fortemente protezionistica – in realtà approvata dal presidente Hoover nove mesi più tardi contro le proteste di 1.028 economisti – avrebbe provocato un’ondata di contromisure di rappresaglia fatale all’economia mondiale. Nella stessa direzione si muove anche l’ipotesi, avanzata da qualche osservatore, che il protezionismo sostenuto da Gephardt avrebbe precipitato il crollo del 19 ottobre 1987. Si noti che le normali misure protezionistiche nel modello keynesiano sono ritenute espansive e non deflazionistiche; è soltanto quando la rappresaglia si diffonde che cambia il segno della variazione del reddito nel modello presumibilmente adottato da soggetti economici dotati di aspettative razionali. La tariffa introdotta dallo *Hawley-Smoot-Act* con le successive ritorsioni da parte di quaranta e più paesi ebbe un effetto disastroso sulla spirale deflazionistica del biennio 1930-1931; ma accusarla di aver provocato il crollo della Borsa e la deflazione seguente e, secondo me, conseguente, è spingersi troppo oltre.

Nell’ottobre 1987 il crollo del mercato azionario ha avuto soltanto un effetto modesto sui prezzi delle merci, che erano diminuiti negli Stati Uniti durante tutto il periodo dell’apprezzamento del dollaro dal 1982 al 1985, e poi avevano continuato a calare anche con il deprezzamento del dollaro fino alla primavera del 1987 quando c’era stato un nuovo rialzo. Il ribasso aveva colpito soprattutto i prezzi dei beni e dei terreni agricoli, particolarmente depressi dopo un *boom* che aveva visto un notevole aumento dei mutui fondiari agrari; ma con l’estate del 1987 la ripresa era

cominciata anche in questo settore. Il punto debole del sistema è altrove: nel debito societario, soprattutto nei cosiddetti *junk-bond*, titoli ad alto rischio emessi per finanziare scalate o per resistere a scalate; nel debito del Terzo Mondo, enormemente gonfiato con la baldoria creditizia dal 1971 al 1982; nei mutui ipotecari che sono andati a finanziare l'edilizia speculativa degli edifici per uffici e degli appartamenti di lusso; nell'industria del petrolio e nel credito al consumo. Parte degli aumenti nella lunga fase di rialzo borsistico dall'agosto 1982 all'agosto 1987 devono essere attribuiti alla contrazione delle azioni in circolazione delle società, finanziata da aumenti delle obbligazioni emesse a tassi elevati d'interesse. Le banche non detenevano direttamente *junk-bond*, ma concedevano prestiti per aiutare le imprese e le loro finanziarie in operazioni di acquisizione.

Il credito al consumo e una gran parte dei mutui edilizi erano nelle mani delle banche, ma in parte sono stati trasformati in titoli negoziabili e successivamente venduti al minuto a investitori. Non so se questo procedimento di vendita al pubblico sia stato utilizzato per i crediti migliori, per facilitarne la vendita, o per quelli peggiori, per lasciare i più sicuri alle banche. Fa anche differenza se le banche hanno assunto, oppure no, un impegno, implicito o esplicito, a garantire comunque i crediti e i mutui ceduti al pubblico, impegno che, a sua volta, può variare a seconda degli istituti. Hanno poi importanza divari geografici: nel Sud-Ovest degli Stati Uniti le banche sono considerate in precario stato di salute, per la diminuzione dei prezzi del petrolio dopo il livello massimo raggiunto nel 1980-81, e per l'eccesso di offerta edilizia in città come Houston, Dallas e Austin nel Texas. Il *boom* immobiliare negli anni settanta ha portato ad una rapida accumulazione di mutui e prestiti a basso tasso d'interesse, che erano ancora iscritti nei bilanci bancari quando nel 1982 prese avvio la disintermediazione e le banche furono costrette a sostituire ai depositi calanti certificati di deposito remunerati con elevati tassi d'interesse. Nelle banche situate nei centri del mercato monetario, a differenza che nelle banche locali, il problema principale è quello del debito del Terzo Mondo con cui si è andati arremggiando fin dall'agosto 1982, quando le banche di New York e la *Bank of America* di San Francisco scoprirono tardivamente che avevano ecceduto nei crediti

sindacati ai governi del Terzo Mondo.

Questa è la situazione nel primo trimestre 1988, 58 anni dopo il primo trimestre del 1930. Non è una situazione di grande forza. La ripresa del credito agrario, se di ripresa si può parlare, è debole; è in corso una forte disintermediazione nelle istituzioni creditizie del Texas, Oklahoma e Louisiana; gli sforzi di disintermediazione del debito del Terzo Mondo sono lenti, disuguali e costosi; prevalgono difficoltà per i *junk-bond*, i mutui ipotecari speculativi e il credito al consumo. È difficile fare un confronto con il primo trimestre 1930 in termini di punti di forza e di debolezza della situazione interna degli Stati Uniti, anche perché il quadro internazionale è diverso, con un drastico cambiamento per gli Stati Uniti, passati da una posizione di creditore netto a quella di debitore netto, con un dollaro fluttuante invece che incardinato nel *gold-exchange standard*, e con tassi d'interesse bassi negli Stati Uniti che dipendono dalla decisione di Giappone, Taiwan e Germania di finanziare il *deficit* della bilancia dei pagamenti americana investendo il loro *surplus* di dollari in titoli del Tesoro statunitense. Il dicembre scorso trentatré economisti di tredici paesi hanno firmato un rapporto dell'*Institute of International Economics* di Washington, D.C., segnalando la loro preoccupazione che il crollo di Borsa del 19 ottobre 1987 possa generare una perdita di fiducia nel dollaro e un'avversione a continuare a concedere prestiti a tassi relativamente bassi fino a rendere necessario che la *Federal Reserve* aumenti drasticamente i tassi d'interesse per attirare capitale straniero e impedire che il dollaro scenda in caduta libera. Ma alti tassi d'interesse – secondo il rapporto – darebbero inizio a una depressione infliggendo un duro colpo all'edilizia residenziale, al credito al consumo e ai prezzi delle obbligazioni. Nel 1930 i bassi tassi d'interesse non riuscirono a ravvivare la spesa perché la fiducia era stata colpita. Nel 1988 il timore è piuttosto che siano necessari tassi d'interesse elevati per vincere la perdita di fiducia nel dollaro da parte degli investitori esteri.

Nel 1988 come nel 1930 la debolezza della situazione risiede nella possibilità di una fuga finanziaria: fuga dai vari tipi di titoli e di depositi bancari verso la moneta per quanto riguarda l'interno, e fuga dal dollaro verso le valute forti come il marco tedesco, il franco svizzero e lo yen, e

forse i metalli preziosi, per quanto riguarda il mercato internazionale. C'è tuttavia un importante elemento positivo di differenza tra il 1988 e il 1930, ed è la nostra maggiore comprensione di come intervenire nelle crisi finanziarie per impedire che si trasformino in depressioni. Per arrestare la fuga dalle attività reali o meno liquide verso la moneta, è necessario un prestatore di ultima istanza che offra la sicurezza che c'è liquidità sufficiente per tutti. Negli Stati Uniti inoltre sono assicurati i depositi delle banche, delle casse di risparmio e degli istituti di credito, delle banche per il credito agrario e simili, per impedire che il fallimento in un settore del sistema bancario si propaghi per contagio agli altri settori. La funzione di prestatore di ultima istanza non è esente da problemi: la fiducia delle principali banche in un intervento di salvataggio, nel caso che le cose vadano davvero male, le incoraggia a tenere una condotta meno prudente che nel caso in cui le possibilità di fallimento fossero più alte. Secondo alcuni, questo *moral hazard* avrebbe contribuito al modo piuttosto disinvolto con cui le banche del mercato monetario, rimpinzate di moneta nel 1970 e 1971 quando la *Federal Reserve* si impegnò a promuovere tassi d'interesse bassi in vista delle elezioni presidenziali del 1972, cominciarono a concedere prestiti al Terzo Mondo ben prima degli aumenti del petrolio dei paesi OPEC nel 1973. Inoltre, quando entrano in difficoltà le istituzioni che forniscono la rete di sicurezza agli istituti di risparmio, alle casse agricole e agli istituti di credito fondiario è necessario provvedere al loro rifinanziamento, seguendo un *iter* politico che può rendere problematiche le funzioni di prestatore di ultima istanza. Nel 1987 la *Federal Savings and Loan Insurance Corporation* esaurì i propri fondi e dovette presentarsi davanti al Congresso per chiederne altri. Nel dibattito che seguì si discusse a quanto ammontassero le necessità effettive e si raggiunse un compromesso politico che può risultare insufficiente, soprattutto per soccorrere gli istituti di credito di certe zone, così che il problema tornerebbe ad essere politico. Si deve ammettere, naturalmente, che ogni intervento di salvataggio assume per sua natura un carattere politico perché richiede di scegliere quali istituti e quali categorie di operatori salvare e chi invece debba essere lasciato fallire.

Mentre la comprensione della funzione di prestatore d'ultima istanza

ormai è molto ampia a livello nazionale ed esistono le istituzioni – soprattutto le banche centrali – per assolverla, a livello internazionale le cose non sono altrettanto chiare. Nel 1931, quando i mercati dei cambi si bloccarono e con le fughe di capitali diffusero l'inconvertibilità in Europa, Giappone e Stati Uniti, non c'era un prestatore internazionale d'ultima istanza. La Banca dei Regolamenti Internazionali era stata appena istituita ed era “ancora troppo piccola oltre che troppo nuova, sebbene avesse cercato di mobilitare prestiti a soccorso dell'Austria. La Gran Bretagna era troppo debole, come dichiarò la Banca di Inghilterra, per concedere ulteriori prestiti all'Europa Centrale, e la Francia e gli Stati Uniti non avevano ancora acquistato consapevolezza delle proprie responsabilità internazionali in quanto distinte da quelle nazionali. Nel 1988 la forza economica degli Stati Uniti, dopo quaranta e più anni di *leadership* internazionale, vacilla. Il Fondo Monetario Internazionale non è organizzato per compiti di gestione delle crisi. I suoi processi decisionali richiedono molto tempo, mentre un intervento di prestatore d'ultima istanza deve essere attivato nel giro di poche ore. La rete di prestiti *swap* nata nel 1961 in un periodo di crisi inglese è l'ideale, ma deve essere attivata da banche centrali a valuta forte e può essere indebolita, come è accaduto di tanto in tanto, quando sembra chiaro che una o più banche centrali si stiano tirando indietro. A lungo, fino al settembre 1985, il governo Reagan ha mantenuto un atteggiamento di benevolo disinteresse (*benign neglect*) nei confronti del tasso di cambio del dollaro, con il risultato di incoraggiare gli speculatori privati e di scoraggiare le istituzioni pubbliche dal cercare di fornire il bene pubblico della stabilità. Gli accordi del Plaza e del Louvre condotti da James Baker hanno migliorato la situazione per un po' di tempo, ma di recente altri paesi hanno cominciato a mostrare esitazioni.

Gli accordi *swap*, comunque, non sono adeguati per affrontare una crisi debitoria del Terzo Mondo, perché le banche centrali del Gruppo dei Dieci (i principali centri finanziari più la Svizzera) non potrebbero contare di essere ripagate nella propria valuta se gli *swap* con i paesi debitori del Terzo Mondo sono contro peso, scudi, cruzeiro e simili. Nell'agosto 1982 la *Federal Reserve* concesse un prefinanziamento di 1 miliardo di dollari al Messico, mentre il Fondo Monetario Internazionale

stava cercando di ottenere per il Messico nuovi prestiti da parte delle banche ordinarie (e il governo degli Stati Uniti acquistava per 1 miliardo di dollari petrolio da aggiungere alle proprie scorte strategiche come protezione contro un *embargo*). La Banca per i Regolamenti Internazionali, che ha oggi un peso molto superiore a quello del 1930, concesse un ulteriore prefinanziamento all'Ungheria che venne vincolato fino al momento in cui il Fondo avesse trovato una soluzione. Questi interventi e operazioni di *swap*, meno automatiche e più difficili, danno un'impressione di rimedi *ad hoc* e di improvvisazione che non è affatto rassicurante.

La possibilità di una crisi nei prossimi anni, analogamente a quanto accadde negli anni successivi alla prima metà del 1930, dipende da un forte movimento di disaffezione per il dollaro da parte degli investitori privati (per esempio, le compagnie di assicurazione giapponesi, che controllano un enorme ammontare di risparmio ma hanno scarse opportunità d'investimento all'interno) che non sia controbilanciato dallo sforzo pubblico a sostegno del dollaro da parte dei governi prestatori di ultima istanza. Si sostiene a volte che il risparmiatore giapponese non ha possibilità di investimento fuori dagli Stati Uniti. *The World Institute of Development Economic Research* di Helsinki ha suggerito nel 1986 che il Giappone conceda direttamente prestiti ai paesi in via di sviluppo invece che agli Stati Uniti (*memorandum* di Saburo Okita, Lal Jaywardena e Arjun Sengupta); ma l'idea non ha suscitato molte reazioni. A Washington, nel corso del vertice Kemp-Bradley del novembre 1985 sui tassi di cambio, un osservatore notava che era vergognoso che i risparmi del Giappone, un paese con alloggi scarsi e sovraffollati, fossero investiti in edifici per uffici e appartamenti di lusso negli Stati Uniti dove invece molte case restano sfitte. Ma la maggior parte degli investitori preferisce avere degli intermediari tra se stessi e i debitori inaffidabili, almeno fino al punto in cui non comincia a pensare che anche gli intermediari non offrono molte garanzie, e allora convulsamente e improvvisamente ritira il credito con il risultato di dare il via a una crisi finanziaria.

Se la *leadership* degli Stati Uniti diventa troppo debole per garantire la stabilità economica, come sembra possa accadere, che cosa succederà? C'è già un successore in attesa dietro le quinte, come invece non c'era nel

1931 quando la Gran Bretagna abdicò e gli Stati Uniti si tiravano indietro? Nel 1930 Ralph G. Hawtrey, economista al Tesoro inglese, scriveva (*Economic Aspects of Sovereignty*; cito dalla mia recensione alla seconda edizione del 1952): “Ogni equilibrio di potere è intrinsecamente instabile. Mutamenti nel potere relativo accadono e sono pericolosi... La rivalità tra grandi potenze rende pericolose le situazioni di vuoto di potere”.

Anche Milton Friedman e Anna Schwartz, riflettendo sul passaggio di poteri dalla Banca di Riserva Federale di New York al *Federal Reserve Board* a Washington, e forse anche sul passaggio di poteri, nel 1932-33, da Hoover a Roosevelt, osservano che le transizioni sono pericolose. Ma la situazione oggi come agli inizi degli anni trenta non è tanto quella di un *leader* sfidato da ambiziosi rivali, quanto piuttosto quella di un *leader* vacillante senza all’orizzonte un erede pronto e disposto ad assumerne il ruolo. La Germania e il Giappone hanno seguito fedelmente la *leadership* degli Stati Uniti per la maggior parte dei quattro decenni successivi alla seconda guerra mondiale, ma ora mostrano scarsa propensione a prendere il ruolo di comando. Negli ultimi tempi all’indebolimento della *leadership* si è aggiunto ovviamente anche l’indebolimento dell’accettazione del ruolo di gregario. Il coordinamento delle politiche fiscali è stato debole dopo il fallimento del tentativo del governo Carter di indurre le tre locomotive a trainare l’economia tutte insieme. Il coordinamento delle politiche monetarie è andato un pochino meglio, ma i vertici semestrali del Gruppo dei Sette apparentemente non producono molto più dell’opportunità di fare belle fotografie. Il coordinamento delle politiche fiscali e, per lo più, quello delle politiche monetarie si riferisce a periodi di relativa tranquillità, mentre il problema cruciale per qualche anno a venire può essere la gestione delle crisi. È possibile trovare la volontà politica di assegnare i ruoli a chi deve guidare e a chi deve seguire, e riuscire a farli rispettare?

Non facilita le cose il fatto che il 1988, come il 1932, trovi gli Stati Uniti in una delle campagne quadriennali per le elezioni presidenziali. Un’elezione distoglie l’attenzione del pubblico dalle responsabilità economiche internazionali verso vicende più parrocchiali. Oltre al deputato repubblicano al Congresso Jack Kemp, le cui idee sul ritorno al

Gold Standard sono idiosincratice, soltanto il senatore Bill Bradley, che non è candidato alla *nomination* del partito democratico, ha parlato con decisione di problemi d'interesse mondiale come il libero scambio, il debito del Terzo Mondo, gli aiuti esteri e i tassi di cambio. La maggior parte dei candidati è concorde circa la necessità di diminuire in modo sostanzioso il *deficit* pubblico nei prossimi anni e quindi di ridurre il *deficit* della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti, ma le opinioni su come realizzare questi obiettivi non sono unanimi. Imprenditori, politici e la maggior parte degli economisti sono uniti nella scelta dei fini, ma quanto ai mezzi ogni coalizione distributiva (per usare il termine adottato da Mancur Olson nel suo *Rise and Decline of Nations*) è decisa a scaricarlo il peso sugli altri.

Non basta dunque diagnosticare cosa deve essere fatto per rafforzare la stabilità economica mondiale. Ci deve essere anche la volontà politica di seguire la terapia adatta, che però richiede l'accordo tra gruppi diversi sotto una forte *leadership* a livello sia nazionale sia internazionale. Una delle tristi lezioni degli anni trenta, e soprattutto dei mesi precedenti l'inizio della Conferenza Economica Mondiale del giugno e luglio 1933, è che le buone idee hanno pochissimo valore senza l'avallo e la volontà politica di porle in atto.

Può darsi che l'abitudine alla cooperazione costruita negli anni della *leadership* degli Stati Uniti resista dando vita a quello che gli esperti di scienze politiche chiamano un "regime". Questa è la mia speranza. Ma la mia previsione è che il sentiero che si apre davanti a noi sia pieno di incertezze, di svolte e deviazioni, di sorprese forse non tutte piacevoli. Sospetto che siamo esposti a quella che mi si dice sia una maledizione cinese: "Che tu possa vivere in tempi interessanti".