

STORIA ECONOMICA

ANNO XX (2017) - n. 1



Edizioni Scientifiche Italiane

Direttore responsabile: LUIGI DE MATTEO
Comitato di Direzione: LUIGI DE MATTEO, ALBERTO GUENZI,
PAOLO PECORARI

La Rivista, fondata da Luigi De Rosa nel 1998, si propone di favorire la diffusione e la crescita della Storia economica e di valorizzarne, rendendolo più visibile, l'apporto al più generale campo degli studi storici ed economici. Di qui, pur nella varietà di approcci e di orientamenti culturali di chi l'ha costituita e vi contribuisce, la sua aspirazione a collocarsi nel solco della più solida tradizione storiografica della disciplina senza rinunciare ad allargarne gli orizzonti metodologici e tematici.

Comitato scientifico: Frediano Bof (Università di Udine); Giorgio Borelli (Università di Verona); Andrea Cafarelli (Università di Udine); Aldo Carera (Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano); Giovanni Ceccarelli (Università di Parma); Daniela Ciccolella (CNR-Issm); Alida Clemente (Università di Foggia); Francesco Dandolo (Università Federico II di Napoli); Francesco D'Esposito (Università G. D'Annunzio di Chieti-Pescara); Marco Doria (Università di Genova); Giovanni Farese (Università Europea di Roma); Giulio Fenicia (Università di Bari); Luciana Frangioni (Università del Molise); Paolo Frascani (Università L'Orientale di Napoli); Maurizio Gangemi (Università di Bari); Andrea Giuntini (Università di Modena e Reggio Emilia); Amedeo Lepore (Seconda Università di Napoli); Germano Maifreda (Università di Milano); Daniela Manetti (Università di Pisa); Paola Massa (Università di Genova); Giampiero Nigro (Università di Firenze); Nicola Ostuni (Università Magna Græcia di Catanzaro); Paola Pierucci (Università G. D'Annunzio di Chieti-Pescara); Gianluca Podestà (Università di Parma); Mario Rizzo (Università di Pavia); Gaetano Sabatini (Università di Roma Tre); Giovanni Vigo (Università di Pavia).

Storia economica effettua il referaggio anonimo e indipendente.

Direzione e redazione: Prof. Luigi De Matteo, vico S. Maria Apparente, 44, 80132 Napoli; Università di Napoli "L'Orientale", Dipartimento di Scienze Sociali, Largo San Giovanni Maggiore, 30, 80134 Napoli – Tel. 081/6909483; *e-mail:* dematteo@unior.it

Gli articoli, le ricerche, le rassegne, le recensioni, e tutti gli altri scritti, se firmati, esprimono esclusivamente l'opinione degli autori.

Amministrazione: Edizioni Scientifiche Italiane, via Chiatamone 7, 80121 Napoli – tel. 081/7645443 pbx e fax 081/7646477 – Internet: www.edizioniesi.it; *e-mail:* info@edizioniesi.it

Registrazione presso il Tribunale di Napoli al n. 4970 del 23/6/1998. Responsabile: Luigi De Matteo.

Copyright by Edizioni Scientifiche Italiane – Napoli.

Periodico esonerato da B.A.M. art. 4, 1° comma, n. 6, d.P.R. 627 del 6-10-78

SOMMARIO

ANNO XX (2017) - n. 1

ARTICOLI E RICERCHE

- SERGIO TOGNETTI, *L'attività assicurativa di un fiorentino del Quattrocento: dal libro di conti personale di Gherardo di Bartolomeo Gherardi* p. 5
- ROBERTO ROSSI, *Un modello di azione collettiva nella manifattura cotoniera del XVIII secolo: la Real Compañía de Hilados de Barcelona* » 49
- LUIGI DE MATTEO, *Il lessico dell'impresa a Napoli e nel Mezzogiorno. Note sull'uso e il significato del termine negoziante (e affini) nell'Ottocento preunitario. Parte prima* » 73
- EZIO RITROVATO, *Coloranti artificiali, industria tessile e istruzione tecnica tra XIX e XX secolo. Il contributo di Antonio Sansone (1853-1928)* » 109
- ANGELA MARIA BOCCI GIRELLI, *La consistenza economica del settore alimentare nelle città italiane tra Otto e Novecento* » 135
- FREDIANO BOF, *La crisi della gelsicoltura italiana tra fine '800 e inizio '900: le strategie di lotta antidiapica in Friuli* » 163
- SIMONE SELVA, *Finanza e consumi nel XX secolo: interdipendenza internazionale e crisi economiche tra anni Venti e anni Settanta* » 199

NOTE E INTERVENTI

- ANGELA LA MACCHIA, *Note sul trattato di commercio franco-sardo del 5 novembre 1850* » 245
- GIAMPAOLO CONTE, *L'Italia, Francesco Mancardi e le finanze ottomane negli anni Ottanta dell'800* » 271
- STEFANIA MANFRELOTTO, *Francesco Saverio Nitti e i Prestiti nazionali da Caporetto al primo dopoguerra* » 289

SOMMARIO

DONATELLA STRANGIO - MICHELE POSTIGLIOLA, <i>Il debito pubblico italiano. Una serie storica dal 1861 al 2012</i>	» 313
WALTER PALMIERI, <i>Le "brevi storie" e la storiografia italiana sull'ambiente</i>	» 331

FINANZA E CONSUMI NEL XX SECOLO: INTERDIPENDENZA INTERNAZIONALE E CRISI ECONOMICHE TRA ANNI VENTI E ANNI SETTANTA

Attraverso il caso degli Stati Uniti, il lavoro ricostruisce il rapporto tra crisi finanziarie e ristrutturazione delle economie reali mettendo a fuoco il ruolo delle politiche economiche nel riorganizzare il rapporto tra investimenti e consumi attraverso un confronto tra la crisi degli anni Venti e quella degli anni Settanta del Novecento. Muovendo da una critica del paradigma cliometrico della repressione finanziaria, il saggio sottolinea il carattere transnazionale dell'offerta di moneta in entrambe le congiunture, insistendo altresì sul differente ruolo della Federal Reserve rispetto al mercato dei capitali privati nei due contesti storici.

Crisi finanziarie, interdipendenza economica, domanda aggregata, Federal Reserve Bank, mercato dei capitali, Grande Depressione

Through the case study of the USA, the article pinpoints the linkage between financial crises and the reorganization of falling off real economies, focusing on the economic policies enacted to strike the right balance between productive investments and private consumption. The article compares the Great Slump of 1929 with the recession of the mid-1970s and, through a reappraisal of the cliometric approach to financial repression, it points out that, in either case, capital supply was transnational in scope and magnitude, while the Federal Reserve played a rather different role in reshaping private capital markets during the 1920s and the 1970s.

Financial crises, economic interdependence, aggregate demand, Federal Reserve Bank, capital markets, Great Slump

1. *Dimensione transnazionale e banking regulation: la crisi finanziaria del 2008 tra immagine pubblica e prospettiva storica*

Tra le principali conseguenze culturali della Grande Recessione cominciata con la crisi del mercato immobiliare statunitense tra 2006 e 2007 va segnalato sicuramente un salto di paradigma nel confronto

intorno al tema delle politiche di regolamentazione bancaria e supervisione del sistema finanziario. Lo smottamento finanziario che a partire dalla crisi dei mutui subprime ha scatenato una serie di fallimenti di istituti bancari che emettevano titoli di debito per concedere mutui ad alto rischio al settore immobiliare, ha coinvolto alcuni colossi bancari statunitensi generando un processo a cascata sulle principali piazze borsistiche internazionali. Ciò ha condotto prima, nel corso del 2008, a ripetuti interventi di salvataggio da parte della banca centrale statunitense, la Federal Reserve; quindi, successivamente, ad un intervento di regolamentazione legislativa che ha dilatato le stesse competenze dell'autorità monetaria di Washington in materia. Questo percorso legislativo cominciato nel 2008 è precipitato nella promulgazione del Dodd Frank Act da parte dell'amministrazione Obama, unanimemente considerata la legge di riorganizzazione e disciplinamento del settore bancario più importante dagli anni Trenta del Novecento ad oggi. Nel contesto del protrarsi della Grande Recessione ben oltre tali interventi di regolamentazione del sistema finanziario, tale estensione dell'intervento pubblico ha alimentato il dibattito scientifico su portata e limiti delle politiche di controllo e regolamentazione del sistema bancario nel quadro dei processi di ristrutturazione dei mercati dei capitali. Ciò ha suggerito una riflessione storica sul rapporto tra politiche pubbliche e sistema finanziario, nonché sul rapporto tra capitale finanziario e economia reale, con particolare riferimento allo specifico legame tra offerta e domanda di liquidità per gli investimenti, nella cornice delle crisi finanziarie.

Introdotta nel 2009, la legge di regolamentazione promulgata dall'amministrazione Obama predispone controlli federali sulle operazioni mobiliari considerate di rischio, vincolando i prestiti concessi dalle banche a requisiti di adeguate riserve di liquidità. Era prevedibile che essa riaccendesse l'interesse degli storici economici per il grande tema delle crisi finanziarie del XX secolo. Sul fondale delle vicende recenti di cronaca economica, si è quindi innescato un serrato confronto tra due interpretazioni alquanto divergenti.

Da un lato sono state proposte letture eredi della *new economic history*, ossia la tradizione di studi che, nata negli anni Cinquanta del secolo scorso nella storiografia economica statunitense, lungo un percorso più che trentennale ha messo in atto uno spostamento fondamentale della storia economica dalle scienze storiche alle discipline economiche adottando quale unico modello comportamentale oggetto di indagine quello relativo ai singoli soggetti, individui o imprese, che si muovono in una reciproca competizione economica. Il portato più

recente di questa tradizione, la letteratura cliometrica, ha declinato il razionalismo economico della *new economic history* secondo una metodologia che screma la complessità del processo economico e degli attori che concorrono a determinarlo assumendo il dato quantitativo della crescita economica quale unica base documentaria. Muovendo da questo approccio, la storiografia cliometrica si è ripetutamente espressa in merito al rapporto tra mobilità del capitale e politiche di regolamentazione mostrandosi incline a individuare negli strumenti di supervisione del sistema creditizio non già un fattore di aumento dell'affidabilità di un'economia di fronte ai prestatori e di stabilizzazione del sistema finanziario, quanto piuttosto di disincentivo per gli investitori internazionali. Gli studi di economia politica che si sono mossi lungo questa matrice interpretativa interrogandosi sulla crisi del 2008 hanno sostenuto, con maggiore equilibrio, che le crisi bancarie scaturite dal crollo del mercato immobiliare di quell'anno vadano ricondotte non tanto all'eccessiva presenza di politiche di regolamentazione bancaria, quanto alle deficienze di tali dispositivi legislativi: la possibilità per le banche di erogare prestiti indebitandosi a breve termine senza vincoli di capitalizzazione, unitamente alla perdurante politica di basso costo del denaro della Fed guidata da Greenspan, vengono addotti quale esempio, ancorché dell'eccesso di intervento pubblico, delle distorsioni a fini politico-elettorali, nel caso statunitense il finanziamento del mercato immobiliare, della legislazione bancaria¹.

Dall'altro, sono comparsi un insieme di studi che riconducendo la Grande Recessione di inizio millennio al *Great Slump* del 1929 individuano in quest'ultimo lo snodo attorno al quale costruire la prospettiva storica delle vicende a noi coeve². In deciso contrasto con il mainstream cliometrico, questo filone di studi ha avanzato due precise tesi. In primo luogo esso insiste sull'importanza della legislazione bancaria introdotta nei primi anni Trenta negli Stati Uniti quale termine di paragone per l'impalcatura legislativa varata dal 2009 in avanti; secondariamente, esso sottolinea il carattere complementare che le politiche di controllo e regolamentazione del sistema bancario avrebbero svolto rispetto alla politica monetaria della Federal Reserve; tutto questo ai fini di una equilibrata interpretazione storica delle dinamiche

¹ A. ALESINA, F. GIAVAZZI, *La crisi. Può la politica salvare il mondo?*, Il Saggiatore, Milano 2008, pp. 34-41.

² Da ultimo rinvio a B. EICHENGREEN, *Hall of Mirrors. The Great Depression, the Great Recession, and the Uses and Misuses of History*, Oxford University Press, New York 2015.

interne e internazionali che fanno da sfondo alla stessa crisi degli anni Trenta. A partire da questo confronto, che passeremo brevemente in rassegna nel primo paragrafo, il presente saggio individua nella rottura e riorganizzazione dell'equilibrio tra offerta di capitali e domanda di beni di consumo, meglio noti nella letteratura più propriamente economica quali *stock of money* e *consumer spending*, il tema centrale su cui si misurano le differenti strategie individuate dalle autorità monetarie preposte a riavviare il ciclo economico in contesti differenti quali la crisi degli anni Trenta e quella degli anni Settanta del Novecento. In questo studio si insiste sul ruolo determinante delle autorità monetarie internazionali, in primo luogo la Federal Reserve statunitense, ma anche la International Bank for Reconstruction and Development (IBRD), oggi Gruppo Banca Mondiale, e il Fondo Monetario Internazionale (FMI), nell'opera di ristrutturazione dell'equilibrio tra offerta di capitali e domanda di beni, la cui parabola si considera dunque al contempo cifra e principale dorsale dei rapporti monetari e finanziari internazionali nelle due congiunture prese in considerazione.

In questo senso, questo saggio si discosta da una prospettiva di indagine del nesso tra crisi finanziarie e riorganizzazione delle economie reali sinora in larga misura declinata secondo le coordinate delle economie nazionali. A lungo, infatti, tanto nella storiografia economica quantitativa quanto in quella qualitativa, soprattutto attraverso il caso dell'economia statunitense³, il rapporto tra offerta di capitali e domanda di beni è stato studiato in questa chiave. Nel proporre il parallelo tra anni Venti e anni Settanta, il saggio si interroga dunque non solo sul peso relativo delle politiche di regolamentazione e supervisione del sistema bancario, quanto ancor più sulla valenza ermeneutica della categoria di interdipendenza economica come definita nelle scienze economiche, e in particolare nell'economia politica internazionale, nel contesto dei processi di ristrutturazione dei mercati finanziari avviati per riorganizzare l'economia reale. L'indagine sarà li-

³ Si vedano in questo senso a titolo d'esempio gli importanti lavori di Eugene White: cfr. su tutti E.N. WHITE, *The Regulation and Reform of the American Banking System 1900-1929*, Princeton University Press, Princeton (NJ) 1983. L'approccio nazionale ha informato soprattutto la letteratura sul caso statunitense e su quello tedesco. Cfr. rispettivamente C. ROMER, *The Great Crash and the Onset of the Great Depression*, «The Quarterly Journal of Economics», 105 (1990), III, pp. 597-624; T. BALDERSTON, *The Beginning of the Depression in Germany, 1927-1930: Investment and the Capital Market*, «The Economic History Review», n.s., 36 (1983), III, pp. 395-415.

mitata agli anni Venti e ai Settanta per due ragioni. Per un verso, infatti, dopo la prima crisi petrolifera del 1973 si creano asimmetrie, rispetto agli anni Venti, nell'assetto dei rapporti monetari. La crisi del 1929 e l'inizio della Grande Depressione si collocano infatti in buona misura ancora sullo sfondo della parità aurea del secondo Gold Standard, il sistema monetario internazionale basato su cambi fissi tra le monete che aderendo ad esso adottavano la convertibilità in oro, che aveva segnato i rapporti monetari internazionali durante la prima globalizzazione e che era stato brevemente riesumato, su basi più strettamente monometalliche, tra i primi anni Venti e la crisi del 1929⁴. Diversamente, a valle della prima crisi energetica, a metà degli anni Settanta, si consolida un assetto del tutto differente del sistema monetario internazionale, caratterizzato dalla fluttuazione dei rapporti di cambio, determinata a sua volta dalle decisioni dell'amministrazione Nixon, che nel 1971 e nel 1973 sceglie prima di bloccare la convertibilità in oro del dollaro e poi di svalutare la divisa verde.

Si spiega facilmente allora la scelta di escludere da questa comparazione la prolungata contrazione del rapporto tra mercato dei capitali e domanda di risorse per gli investimenti e di beni di consumo dopo la fine del sistema di Bretton Woods e fino ai primi anni Ottanta del XX secolo. Prima di questa svolta, si può cogliere il minimo comun denominatore delle scelte di politica economica e bancaria della principale autorità monetaria, la Federal Reserve statunitense, tanto nella gestione della Grande Depressione statunitense, quanto nella riorganizzazione dell'offerta di moneta negli anni Settanta, fino alla prima crisi energetica. In entrambi i tornanti storici, rispetto ai quali la nostra analisi si limita alla prima fase, cioè alla congiuntura deflattiva, la Federal Reserve legò le proprie scelte di politica bancaria e monetaria internazionale ad una rigorosa attenzione per la domanda aggre-

⁴ Per un'esauriente e chiara disamina della genesi ed evoluzione del primo Gold Standard tra anni Venti dell'Ottocento e Prima guerra mondiale, quando era stato abbandonato, rimando a M. DE CECCO, *Moneta e impero. Il sistema finanziario internazionale dal 1890 al 1914*, Einaudi, Torino 1979, che illustra in maniera convincente la natura bimetallica propria di questo sistema monetario nel corso dell'Ottocento, quando, fondandosi in parte ancora anche sull'argento quale metallo per determinare quantità e valore delle riserve delle banche centrali, aveva garantito, nel secolo delle grandi scoperte di oro e quindi delle forti alterazioni in quantità e in valore del metallo aureo sui mercati internazionali, stabilità al sistema finanziario mondiale. Tenere conto di questo dato del primo Gold Standard è importante al fine di comprendere limiti e debolezze del secondo, in massima parte improntato al monometallismo aureo, sul cui fallimento si innesta la crisi degli anni Trenta.

gata, tanto nella variante del tasso di propensione ai consumi quanto in quella del tasso di occupazione⁵. Diversamente, con la svolta monetarista avviata da Paul Volcker a seguito della sua ascesa dal vertice della Federal Reserve Bank di New York a quello del Board of Governors del Federal Reserve System – l'autorità monetaria centrale deputata a coordinare la politica monetaria internazionale degli USA – tra 1979 e 1980, la questione dell'occupazione e della domanda aggregata usciranno definitivamente dai paradigmi di riferimento adottati dagli USA per riorganizzare il processo di interdipendenza economica internazionale. In altre parole, l'equilibrio tra *stock of money* e *consumer spending* non troverà più adeguato sostegno nella politica monetaria internazionale di Washington.

A partire da quel momento le istituzioni finanziarie sovranazionali subordineranno la concessione di crediti agli investimenti a criteri di condizionalità e a principi di aggiustamento strutturale, intendendo con ciò l'adozione da parte delle economie industriali beneficiarie di aiuti finanziari di politiche economiche e fiscali improntate al riassetto della spesa pubblica interna e del debito estero. Si invertirà così l'ordine di priorità che dal 1944 in avanti aveva guidato le politiche di aiuto dei governi statunitensi, della IBRD, ma anche dello stesso FMI: dalla nascita di Bretton Woods in poi, infatti, la crescita economica raramente era stata sacrificata sull'altare della stabilità finanziaria e della *creditworthiness* nei confronti degli investitori privati e del sistema di intermediazione bancaria internazionale⁶. In tal senso, la politica di alti tassi di interesse voluta a partire dal 1980 dalla Federal Reserve guidata da Volcker per rispondere agli effetti interni e internazionali della seconda crisi energetica va ben oltre un ordinario orientamento di *monetary stringency*. Ciò nella misura in cui l'adozione delle misure economiche richieste da parte degli istituti di Bretton Woods ai paesi assistiti quale condizione imprescindibile per la concessione di aiuti finanziari e credito bancario, dal contenimento del costo del lavoro alla

⁵ Si vedano le osservazioni di B. BERNANKE, *A Century of US Central Banking: Goals, Frameworks, Accountability*, «Journal of Economic Perspectives», 27 (2013), IV, p. 7.

⁶ Per questo ordine di principi alla base della fisionomia originaria del Fondo Monetario Internazionale si veda ad esempio l'articolo 1/V degli articles of Agreements del Fondo, che richiamava gli stati membri a perseguire al contempo stabilità e occupazione interni da un lato ed equilibrio dei propri rapporti con i mercati internazionali, a partire dalle bilance dei pagamenti, dall'altro. Si veda in generale il classico lavoro di G.M. DE VRIES, *Balance of Payments Adjustment 1945 to 1986*, IMF, Washington DC 1987.

moderazione dei tassi di interesse per gli investimenti, dalla lotta all'inflazione al trasferimento della pressione fiscale dalle imprese al lavoro, risponde a un differente ordine di priorità: con l'ascesa di Volcker le politiche di occupazione e di sostegno ai consumi non solo perdono priorità per la Federal Reserve e le istituzioni economiche internazionali, ma se ne impone il contenimento quale condizione imprescindibile per la concessione di crediti. Si tratta di un orientamento tanto più significativo della svolta in atto quanto più la stretta creditizia imposta da Volcker riduce e seleziona l'accesso al credito internazionale⁷. In altri termini, con la svolta impressa a valle della seconda crisi petrolifera alla politica monetaria internazionale statunitense mutano i contorni del processo di interdipendenza economica internazionale, e si frantuma quel rapporto fondamentale tra *stock of money* e *consumer spending* sulla cui base il presente saggio si propone di ridefinire, attraverso la comparazione tra anni Venti e Settanta, proprio la categoria storico-economica di interdipendenza.

Quello che si propone insomma è un quadro nel quale, in entrambe le congiunture economiche internazionali, il carattere transnazionale dell'offerta di moneta, e per quanto riguarda i primi anni Trenta degli stessi flussi di oro, suggeriscono la necessità di riformulare il concetto di interdipendenza economica messo a punto nelle scienze sociali. D'altro canto tuttavia, la parabola del tutto differente del rapporto tra domanda di beni e offerta di liquidità per gli investimenti nelle due crisi non solo conferma la maggiore gravità in termini relativi della prima rispetto alla seconda, ma come vedremo getta anche luce sul ruolo differente che la Federal Reserve statunitense ebbe

⁷ NATIONAL ARCHIVES AND RECORDS ADMINISTRATION, Archives II, College Park (MD) (d'ora in avanti NARA), Record Group 56, General Records of the Department of the Treasury (d'ora in avanti RG56), *Office of the Assistant Secretary for International Affairs, Office of the Deputy to the Assistant Secretary for International Affairs, Records Relating to International Financial Institutions 1962-1981*, fs. 8, f.lo IM-13-7, f.lo 2 of 2, *International Monetary Bank and Banking The Euro-Market*, P.A. Volcker, Remarks before the Graduate School of Business Administration, New York University, *The Recycling Problem Revisited*, 12 marzo 1980; FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK HISTORICAL ARCHIVE, New York (d'ora in avanti FRBNYA), *Board of Directors Minutes*, Volume 88 (January 3, 1980-December 31, 1980). Per il carattere di spartiacque della politica monetaria internazionale avviata con il credit restraint di Volcker rispetto alla ristrutturazione economica si rinvia a S. SELVA, *Capital Intensive Modernization, Internal Expansionary Policies, Competitive Export. The Political Economy of U.S. Nuclear Assistance Programs during Bretton Woods. The Case of Italy before the End of Fixed Exchange Rates*, «Business and Economic History online», 12 (2014), pp. 7-8.

nei due contesti. Essa infatti giocò una parte importante nella diversa definizione del mercato dei capitali privati nelle due crisi, segnato nell'un caso da una decisa contrazione nel corso del 1929-30, nell'altro da un significativo mutamento della geografia del mercato dei titoli internazionali, che ne spiega la sostanziale tenuta nel 1974-75.

2. *Regolamentazione dei mercati e interdipendenza economica: dai limiti del paradigma cliometrico ad una differente proposta di indagine*

Come abbiamo accennato la *new economic history* sorta tra anni Cinquanta e Sessanta e affermata nel successivo ventennio ha adottato il paradigma della scelta razionale proprio dell'economia neoclassica quale bussola metodologica dell'analisi storica: le vicende economiche cominciarono a essere osservate come un processo svincolato dai fattori istituzionali, politici, tecnologici che la storia economica quale disciplina di confine aveva fino allora considerati fondamentali per la comprensione del processo di sviluppo. La storiografia cliometrica che ne ha raccolto l'eredità nell'ultimo quarto del XX secolo e, soprattutto nella comunità scientifica del Vecchio continente, ancora nel primo quindicennio del XXI, ha fatto del processo storico il terreno di verifica e conferma di modelli economici neoclassici.

Nel caso del processo di integrazione economica internazionale che ha segnato l'economia occidentale tra Otto e Novecento, questo approccio si è tradotto nella verifica della teoria della convergenza, secondo la quale la rimozione di ostacoli nazionali avrebbe condotto, come asseriscono ad esempio O'Rourke e Williamson applicando il modello alla prima globalizzazione economica⁸, ad una convergenza tra i fattori della crescita interna e gli indicatori dell'integrazione sovranazionale dei mercati: più le economie sono integrate e prive di ostacoli all'apertura internazionale, più convergono i rispettivi parametri di crescita interni, dai salari all'accumulazione di risorse per gli investimenti, fino alla partecipazione al commercio internazionale. Questo quadro interpretativo ha fatto da sfondo all'argomento cliometrico della cosiddetta repressione finanziaria, intesa come l'insieme di politiche pubbliche di orientamento dei mercati, in particolare quello dei capitali, considerate nella letteratura cliometrica quale freno al flusso

⁸ K.H. O'ROURKE, J.G. WILLIAMSON, *Globalizzazione e storia*, Il Mulino, Bologna 2005 [ed. or. Mit Press, Cambridge (MA) 1999].

transnazionale di investimenti e dunque quale ostacolo all'integrazione dei mercati nazionali. D'altro canto, il modo in cui viene trattata la categoria analitica dell'interdipendenza economica internazionale mette a nudo tutti i limiti interpretativi di una storia economica subalterna ai modelli economici neoclassici⁹.

Messa per la prima volta a punto dall'economia politica internazionale con riferimento all'accelerata crescita economica degli anni Sessanta del Novecento, quando l'espansione del commercio internazionale fu più rapida dello sviluppo interno alle economie industriali, la nozione di interdipendenza economica internazionale definisce il rapporto tra il livello di interscambio di merci e capitali tra due o più economie e il rispettivo tasso di crescita interno¹⁰. Essa presupponeva, nella sua formulazione originaria postbellica, una crescita dei mercati nazionali proporzionale all'apertura economica internazionale di ciascuno di essi, in contraddizione, invero, con il quadro macroeconomico dei decenni successivi al secondo conflitto mondiale, quando il processo di integrazione economica internazionale fu superiore alla crescita dei mercati interni. In questo senso, infatti, un confronto tra i dati aggregati relativi all'interscambio con l'estero e quelli relativi, da un lato, al PIL reale procapite e, dall'altro, alla quota della ricchezza procapite prodotta destinata ai consumi tra 1962 e 1972 nelle principali economie industriali del secondo dopoguerra, è abbastanza eloquente. In Francia, Giappone, Italia, Repubblica Federale Tedesca e Stati Uniti si registra nel periodo considerato una crescita degli scambi con l'estero tra le tre e le quattro volte a fronte della quale si ha per un verso un aumento assai più contenuto del PIL procapite e, so-

⁹ Per una disamina degli effetti che l'appiattimento della storia economica all'economia neoclassica ha avuto sul valore aggiunto che storicamente la prima aveva sempre portato in dote alla seconda, soprattutto la capacità di suggerire la dimensione storica e istituzionale più ampia dei problemi economici oggetto di indagine delle scienze economiche, si vedano le vecchie note di D. NORTH, *Structure and Performance. The Task of Economic History*, «The Journal of Economic Literature», XVI (1978), pp. 963-978.

¹⁰ R. COOPER, *Economic Interdependence and Foreign Economic Policy in the Seventies*, «World Politics», 24 (1972), pp. 159-181, ora in ID., *The Economic Policy in an Interdependent World*, Mit Press, Cambridge (MA) 1986, pp. 1-22; ID., *The Economics of Interdependence. Economic Policy in the Atlantic Community*, Columbia University Press, New York 1980, cap. 3; R.O. KEOHANE, *The Theory of Hegemonic Stability and Changes in International Economic Regimes 1967-1977*, in ID., *International Institutions and State Power. Essays in International Relations Theory*, Westview Press, San Francisco-London 1989, pp. 74-100.

prattutto, un ancor più modesto incremento della quota di ricchezza destinata ai consumi¹¹.

Sebbene si ponesse sin dall'inizio in contraddizione rispetto a questo quadro macroeconomico e rivelasse i suoi limiti interpretativi del rapporto tra economie interne e mercati sovranazionali, tale definizione del processo di interdipendenza economica affondava le radici nelle robuste e importanti riflessioni prodotte nel secondo dopoguerra nelle scienze economiche sullo sfondo della riorganizzazione delle economie europee e della ricostruzione di un'economia internazionale aperta al libero movimento di merci e capitali. Sin dalle analisi di Gardner, Hirschman e Kindleberger, l'ordine economico liberale internazionale in via di costruzione dalla conferenza di Bretton Woods in avanti avrebbe dovuto innestarsi su una dinamica di costante crescita economica e di stabilità sociale nelle democrazie industriali uscite dal secondo conflitto mondiale¹². Già all'epoca, il volano costituito dal connubio tra mercati interni e livello di interscambio commerciale tra le economie nazionali veniva letto sullo sfondo di un processo di crescita economica e espansione interna che legava l'intensità dei movimenti di capitali, e soprattutto di merci, tra le economie industriali alla dilatazione della loro domanda interna. Le scienze economiche teorizzavano l'effetto di moltiplicatore del commercio internazionale di beni sulla crescita interna¹³. Nell'analisi di Kindleberger, in particolare, si poneva già l'accento sulla relazione tra flussi transnazionali di capitali e espansione della domanda interna: in particolare i primi costituivano nell'Europa del secondo dopoguerra una determinante degli investimenti produttivi. In quest'ottica si collocava a suo giudizio l'intreccio tra la scommessa degli investitori europei sulla piazza di Wall Street e la parallela forte emissione di titoli sul mercato borsistico statunitense da parte di multinazionali e società di intermedia-

¹¹ Si vedano Commodity Trade Statistics Database, www.comtrade.un.org/data; e Center for International Comparisons at the University of Pennsylvania world table (https://pwt.sas.upenn.edu/php_site).

¹² R. GARDNER, *Sterling-dollar Diplomacy. Anglo-American Collaboration in the Reconstruction of International Trade*, Clarendon Press, Oxford 1956; A. HIRSCHMAN, *National Power and the Structure of Foreign Trade*, University of California Press, Berkeley-Los Angeles 1945; *Postwar Economic Problems*, a cura di E.H. Harris, McGraw-Hill, New York 1943.

¹³ F. MACHLUP, *International Trade and the National Income Multiplier*, Blakiston, Philadelphia 1943; J.J. POLAK, *The Foreign Trade Multiplier*, «American Economic Review», 37 (1947), V, pp. 889-897.

zione europee per finanziare il ciclo di investimenti produttivi post-bellico¹⁴.

Nonostante queste prime letture volte a considerare tanto il commercio di beni quanto i flussi di capitali quali fattori del processo di interdipendenza internazionale, gli studi sulla categoria dell'interdipendenza comparsi nel corso degli anni Sessanta e Settanta presero forma sulla scia di un'espansione del commercio internazionale superiore, in valori percentuali, rispetto agli investimenti transnazionali di capitali e agli investimenti diretti¹⁵. Nel contesto di questa tendenza, esse consideravano l'interscambio di beni di consumo e beni strumentali, non già di beni immobili e risorse finanziarie, il dato fondamentale per misurare il livello di interdipendenza tra due o più economie. D'altro canto, rispetto alle prime definizioni di Kindleberger, negli studi di Cooper, Krasner e Katzenstein comparsi negli anni Settanta, continuava a essere centrale la cornice di crescita interna a ciascuna economia quale parametro di riferimento per misurare il livello di interscambio¹⁶. Come vedremo, una concezione del rapporto tra interdipendenza internazionale e crisi economiche lungo la linea dell'equilibrio tra offerta di capitali e domanda di beni di consumo consente non solo di comprendere il contributo essenziale dei flussi transnazionali di capitali al processo di interdipendenza, ma anche come questo abbia costituito il contesto delle dinamiche interne alle economie industriali (osservate qui attraverso il solo caso statunitense) an-

¹⁴ C. KINDLEBERGER, *International Capital Movements. Based on the Marshall Lectures given at Cambridge in 1985*, Cambridge University Press, New York 1987, p. 14. Si veda anche ID., *Economic Response. Comparative Studies in Trade, Finance and Growth*, Harvard University Press, Cambridge (MA) 1978, pp. 207-209.

¹⁵ Fino ai primi anni Settanta, le esportazioni di beni di consumo e strumentali delle economie industriali rispettivamente triplicarono in termini quantitativi e raddoppiarono in valore, mentre gli investimenti diretti esteri e quelli sui mercati azionari non furono in media superiori a poco più dell'uno per cento del PIL dei paesi avanzati, Stati Uniti inclusi, dilatandosi poi significativamente solo a partire dagli anni Settanta. Cfr. rispettivamente UNITED NATIONS, *Yearbook of International Trade Statistics*, New York, anni vari; UNCTAD, *Handbook of International Trade and Development Statistics*, New York, anni vari; e OECD, *International Direct Investment Statistics Yearbook*, OECD, Paris 1993; UNITED NATIONS, *Transnational Corporations in World Development: Trends and Prospects*, United Nations, New York 1988.

¹⁶ R. KRASNER, *State Power and the Structure of International Trade*, «World Politics», 28 (1976), III, pp. 317-347; P.J. KATZENSTEIN, *Between Power and Plenty: Foreign Economic Policies of Advanced Industrial States*, The University of Wisconsin Press, Madison (WI) 1978.

che durante i passaggi di maggiore depressione economica e industriale.

Tale categoria di interdipendenza offertaci nel corso degli anni Sessanta si collocava sullo sfondo culturale costituito dai principi di liberoscambismo che avevano presieduto alla costruzione dell'ordine economico internazionale fondato alla fine del secondo conflitto mondiale, sebbene temperati dal ruolo assegnato alle autorità monetarie internazionali nate con la Conferenza di Bretton Woods del 1944: di regolazione dei flussi di oro, delle riserve e quindi degli investimenti. Il combinato disposto costituito per un verso dalla proposta di metodo cliometrica volta a declinare il modello neoclassico della convergenza di cui si è poc'anzi detto, per un altro dalle prospettive concrete di costruzione di un'economia mondiale aperta imperniata sulla libera circolazione di merci e capitali quale motore della crescita e del processo di integrazione economica internazionale, ha dato forma sin dai primi anni Sessanta al quadro entro cui si colloca la messe di studi che hanno individuato nelle politiche di regolamentazione del sistema bancario un ostacolo al libero sviluppo di tale rapporto tra integrazione finanziaria internazionale e crescita economica. Sin dagli anni Sessanta questo orientamento interpretativo ha letto nelle politiche di intervento pubblico a sostegno della crescita un ostacolo prima al libero scambio di merci e servizi, quindi, più recentemente, alla libera circolazione transnazionale dei capitali¹⁷. Nell'un caso individuando nel protezionismo commerciale, nell'altro nei salvataggi finanziari da parte delle autorità monetarie non tanto misure insufficienti a sostenere il ciclo economico quanto piuttosto veri e propri ostacoli alla capacità delle economie nazionali di attrarre investimenti. Intimidendo gli investitori, le differenti impalcature legislative di controllo e supervisione del credito – si argomentava – divengono fattori di freno agli investimenti internazionali tanto nelle fasi alte del ciclo economico quanto nei passaggi di maggiore contrazione dei tassi di sviluppo. Per un verso le politiche di regolamentazione bancaria avrebbero finito per ostacolare lo slancio degli investitori internazionali, per l'altro avrebbero favorito i disinvestimenti e il deflusso di capitali già in atto. In particolare, si è mossa in questa direzione interpretativa la

¹⁷ Per una lucida analisi critica della new economic history americana intesa come disciplina imperniata sui paradigmi di razionalità economica, economia competitiva e libera iniziativa dei soggetti economici quali coordinate della crescita si veda l'esauriente saggio di P. TEMIN, *The Future of the New Economic History*, «Journal of Interdisciplinary History», 12 (1981), II, pp. 179-197.

tesi cliometrica secondo la quale in età contemporanea le misure di controllo e regolamentazione dei sistemi bancari abbiano segnato le politiche economiche nazionali delle economie industriali in corrispondenza di fasi basse del ciclo economico al fine di alimentare il gettito fiscale contrattosi per effetto della ridotta crescita economica. Altrimenti detto, la legislazione di controllo sul sistema creditizio sarebbe stata mossa dal bisogno di finanziare le entrate aumentando la pressione fiscale sulle banche. Questa tesi si è concentrata in particolare sul periodo successivo agli anni Sessanta del secolo scorso, sostenendo che solo con l'indebolimento e il successivo smantellamento del controllo europeo sul mercato dei capitali, rispettivamente alla fine degli anni Settanta e quindi nel corso degli Ottanta, si rompe il circuito tra politica fiscale e deflusso di capitali e si riattiva il circuito virtuoso tra mobilità transnazionale di merci e capitali, fiducia degli investitori, e crescita economica¹⁸.

Rispetto a questa lettura dotata, come si è appena visto, di un fondale teorico nella letteratura economica del secondo dopoguerra, se si mette a fuoco la categoria dell'interdipendenza economica attraverso il prisma interpretativo delle due crisi finanziarie del Ventesimo secolo emerge un quadro differente. Si evince infatti quanto la riorganizzazione del processo di apertura delle economie sia legata al riequilibrio del rapporto tra offerta di capitali per gli investimenti e domanda di beni di consumo da parte delle economie nazionali. Il riequilibrio di questo rapporto, come vedremo, vede le autorità monetarie internazionali, in primo luogo quella centrale statunitense, svolgere un ruolo di sostegno fondamentale tanto nei primi anni Trenta

¹⁸ Cfr. S. BATTILOSSI, J. FOREMAN PECK, G. KLING, *Business Cycle and Economic Policy*, in *The Cambridge Economic History of Modern Europe*, II, 1870 to the Present, a cura di S. Broadberry e K.H. O'Rourke, Cambridge University Press, Cambridge-New York 2010, particolarmente pp. 365-366; in questo senso, si veda sullo specifico caso italiano S. BATTILOSSI, *Capital Mobility and Financial Repression in Italy 1960-1990: a Public Finance Perspective*, Universidad Carlos III de Madrid, Department of Economic History and Institutions, Working Paper 03-06, Economic History and Institutions Series 02, February 2003; per una più generale messa a punto di questa tesi nella letteratura economica si rimanda a I. ROUBINI, X. SALA MARTIN, *A Growth Model of Inflation, Tax Evasion and Financial Repression*, «Journal of Monetary Economics», 35 (1995), pp. 275-301; per una comprensiva ed equilibrata panoramica storiografica del problema è utile la collezione di saggi *Financial Market Regulation in the Wake of Financial Crises: The Historical Experience*, a cura di A. Gigliobianco e G. Toniolo, Banca d'Italia Workshops and Conferences Series, 2009, 1, Banca d'Italia, Roma 2010, particolarmente l'introduzione di A. GIGLIOBIANCO, *Regulatory Responses and Financial Crises: In Search of a Pattern*, pp. 9-14.

quanto a metà anni Settanta, nonostante i differenti contesti monetari e il diverso impatto della crisi finanziaria su fisionomia e dimensioni del mercato dei capitali. Inoltre, in entrambi i casi l'interdipendenza si sviluppa lungo molteplici traiettorie che vanno al di là del mero commercio di beni, includendo tanto gli investimenti transnazionali diretti, quanto quelli sul mercato dei titoli obbligazionari e azionari, quanto ancora, soprattutto nella Grande Depressione del 1929, i flussi transnazionali di oro. Emergono quindi da un lato il ruolo fattivo delle politiche pubbliche nel riorganizzare il processo di interdipendenza economica attorno al binomio costituito da offerta internazionale di capitali e domanda interna di beni quale asse lungo il quale riorganizzare l'uscita dalle crisi finanziarie; dall'altro, una varietà di fattori che concorrono a definire, limitare o diversamente alimentare tale processo in corrispondenza delle crisi finanziarie.

3. *Con gli occhi del Great Slump: il tema della repressione finanziaria e la natura del processo di interdipendenza economica internazionale nel XX secolo*

La più classica e autorevole stagione di studi sulla crisi degli anni Trenta, da Kindleberger a Temin, da Romer a White, fino a Eichengreen, ha consolidato una determinata interpretazione tanto del protrarsi della recessione negli Stati Uniti fino almeno al 1933, e del contagio delle principali piazze borsistiche europee, quanto della lunga stagione di bassi scambi sul mercato dei titoli americano e del ripetersi di momenti di panico tra gli operatori finanziari per la depressione economica negli Stati Uniti. Il raggio temporale di questi lavori spazia dallo storico crollo del mercato dei titoli di Wall Street dell'ottobre 1929 ad almeno i quattro anni seguenti. Tale lettura individua la causa comune a queste dinamiche nella riottosità della Federal Reserve statunitense ad abbandonare l'ortodossia monetaria e a calarsi nei panni del prestatore di ultima istanza¹⁹. Questo orientamento della

¹⁹ L'idea che la Grande Depressione sia scaturita dal mancato intervento di un soggetto di politica monetaria, normalmente ricondotto alla Federal Reserve, quale prestatore di ultima istanza riporta in primo luogo ai lavori di Charles Kindleberger. Riflettendo circa analogie e discontinuità tra il Great Slump del '29 e la crisi del 2008, Giavazzi e Alesina hanno sottolineato quanto, rispetto alla stretta sul credito adottata nell'un caso dalla Fed, si siano distinte le politiche monetarie e creditizie della Federal Reserve e della Banca Centrale Europea di fronte alle crisi bancarie ripetutesi per effetto della crisi dei mutui subprime nel secondo caso, quando la liquidità

banca centrale statunitense, come vedremo, fu in larga misura connesso alla grande depressione del sistema industriale statunitense precedente e successiva allo stock market crash americano.

Alla base di questa tesi viene addotta in primo luogo l'indisponibilità della Fed, fino alla svolta costituita dall'elezione di Roosevelt, ad adottare misure di espansione della base monetaria, evitando sia di intervenire sui tassi di interesse (così da rendere meno oneroso il costo dei prestiti) sia di dilatare il circolante (così da aumentare le possibilità di accesso al credito da parte di imprese e operatori commerciali)²⁰. Secondariamente, la storiografia ha segnalato l'impatto negativo di uno dei tratti principali dell'apparato legislativo introdotto tra 1933 e 1935 sulla capacità della banca centrale americana di fungere da prestatore di ultima istanza al fine di porre termine al generalizzato panico bancario e ai disinvestimenti. Si tratta delle misure di legge prese per limitare l'accesso al credito agevolato, la cosiddetta finestra di sconto dell'autorità monetaria centrale, da parte degli istituti che in quanto non membri del Federal Reserve System erano sostanzialmente tenuti a dare garanzie aggiuntive ai crediti che chiedevano²¹. Questo secondo argomento, in particolare, aiuta a individuare una connessione tra gli interventi del legislatore statunitense sul sistema bancario – il mancato ruolo dello stato quale sistematico prestatore di ultima istanza – e la prolungata depressione sul mercato dei capitali che fece seguito all'impalcatura legislativa introdotta. Ciononostante, la maggior parte delle proposte interpretative che almeno dagli inizi degli anni Settanta del secolo scorso hanno animato il dibattito su origine e dinamica della Grande Depressione, hanno riconosciuto il ruolo alla fine positivo dell'azione della Fed statunitense, i cui interventi suc-

del sistema bancario privato è stata opportunamente sostenuta: cfr. ALESINA, GIAVAZZI, *La crisi*, pp. 23-24.

²⁰ E.N. WHITE, *Introduction* a ID., *Stock Market Crashes and Speculative Manias*, Edward Edgar Publishing, Cheltenham 1987, pp. XI e *passim*; P. TEMIN, *The Midas Touch: the Spread of the Great Depression*, e ID., *Socialism in Many Countries*, entrambi in ID., *Lessons from the Great Depression. The Lionel Robbins Lectures for 1989*, MIT Press, Cambridge (MA) 1989, rispettivamente p. 78 e pp. 94-95. M. FRIEDMAN, A. SCHWARTZ, *Monetary History of the United States 1867-1960*, Princeton University Press, Princeton (NJ) 1963.

²¹ M.D. BORDO, D.C. WHELOCK, *The Promise and Performance of the Federal Reserve as Lender of Last Resort 1914-1933*, in *The Origins, History, and Future of the Federal Reserve: A Return to Jekyll Island*, a cura di M.D. Bordo e W. Roberds, Cambridge University Press, New York 2013. Per un approccio teorico alle autorità monetarie quali prestatori di ultima istanza si veda W. BAGEHOT, *Lombard Street. A Description of the Money Market*, Charles Scribner's Sons, New York 1873.

cessivi al crollo borsistico dell'ottobre 1929 riuscirono a evitare che le massicce vendite di titoli sul mercato azionario si traducessero in un crollo della liquidità del sistema bancario per gli investimenti produttivi.

Insisteremo a breve sulle differenti analisi circa le origini della Grande Depressione e le traiettorie del suo superamento per l'importanza che esse hanno nella costruzione, alla luce delle crisi finanziarie, della categoria di interdipendenza economica internazionale. Basti per ora dire che tanto chi la riconduce a vincoli esogeni di natura monetaria imposti dalla parità aurea del Gold Standard²², quanto chi ne vede le radici nel bisogno di contrastare gli alti tassi di interesse reali che nella seconda metà degli anni Venti avevano alimentato il boom della borsa²³, sottolinea l'importanza che ebbe il massiccio intervento della Fed, ben oltre i propri limiti di legge, nell'acquisto di bonds e di titoli di debito del Tesoro statunitense detenuti da investitori privati nonché di *securities* di istituti privati²⁴. Gli acquisti della Fed, questo è in sintesi l'argomento addotto, consentirono al mercato dei capitali privati di disporre rapidamente di liquidità in grado, a fronte del panico bancario e delle massicce vendite di titoli, di sostenere l'offerta di moneta per gli investimenti produttivi. Gli interventi della Fed, secondo questa tesi, avvennero in un momento cruciale, a valle del duplice crollo, prima della produzione industriale in estate, e poi dell'offerta di capitali per gli investimenti. In particolare, Christina Romer ha sottolineato in maniera convincente quanto i massicci acquisti da parte della Fed di titoli del Tesoro statunitense detenuti dagli istituti di intermediazione bancaria e dalle società di brokeraggio sortirono un effetto salvifico. Nel contesto di ristrettezze al credito imposte dagli alti tassi di interesse che la stessa autorità monetaria statunitense aveva adottato sin dal 1928, l'iniziativa della Fed consentì infatti di liberare liquidità per sostenere la domanda di investimenti produttivi senza rinunciare alla stretta monetaria adottata²⁵. Detto in altre parole, comperando il debito americano detenuto dai privati,

²² Il riferimento alla più recente sistemazione di questa proposta interpretativa lo offre la collettanea *The Great Depression of the 1930s: Lessons for Today*, a cura di N. Crafts e N. Fearon, Oxford University Press, New York 2013.

²³ C. ROMER, *The Nation in Depression*, «The Journal of Economic Perspectives», 7 (1993), II, pp. 19-39; E.N. WHITE, *The Stock Market Boom and Crash of 1929 Revisited*, «The Journal of Economic Perspectives», 4 (1990), II, p. 74.

²⁴ C. KINDELBERGER, *The 1929 Stock Market Crash*, in ID., *The World in Depression 1919-1939*, University of California Press, Berkeley 1986, p. 354.

²⁵ ROMER, *The Nation in Depression*, p. 29.

la Fed riuscì a fronteggiare l'avvio della Depressione economica senza dover ricorrere a politiche monetarie espansive.

Anche se si prescinde dai meri aspetti monetari dell'intervento di regolamentazione dell'economia statunitense per fronteggiare la Grande Depressione, più in generale si sono da tempo sottolineate le conseguenze positive dell'intervento pubblico sulla stabilizzazione del mercato dei titoli e sul riavvio del ciclo economico. In particolare, è stato sostenuto in maniera convincente quanto il Banking Act e il Glass Steagell Act, le due leggi fondamentali in materia di politica bancaria adottate nel 1933 e che accompagnarono l'avvio del New Deal, abbiano svolto un ruolo fondamentale per ridare fiato alla fiducia degli investitori. L'orientamento a ripensare le politiche di regolamentazione e supervisione del sistema bancario quali stimoli per gli investitori in un contesto di elevata incertezza e volatilità finanziaria si colloca nella più ampia tendenza storiografica a riconsiderare, tanto per l'età moderna quanto per quella contemporanea, l'impatto positivo sulla fiducia degli investitori e sul credito delle legislazioni volte a limitare gli investimenti di rischio e a tutelare gli stessi risparmiatori e investitori. Sono stati ricostruiti sia singoli casi nazionali sia intere aree finanziarie del sistema economico internazionale. Si prenda il caso olandese. È stato sottolineato in particolare quanto le politiche di diversificazione e tutela del mercato dei titoli abbiano funto da volano per gli investimenti e la crescita. Studi anche recenti hanno insistito, per l'età moderna, sugli effetti positivi sulla propensione all'investimento della legislazione che riconosceva e regolamentava il vasto mercato secondario di *securities* private cui la Dutch East India Company attingeva per finanziarsi; una legislazione che offriva la possibilità agli investitori privati di diversificare il proprio portafoglio di investimenti. Oppure è stato accertato come nel XX secolo la creazione di banche cooperative agricole abbia consentito al sistema bancario olandese di fronteggiare l'impatto sul mercato dei titoli nazionale della crisi del 1929²⁶.

A proposito invece del rapporto tra regolamentazione bancaria e dinamiche interne ad intere aree geo-economiche, è stato sottolineato il nesso tra la rimozione definitiva della legislazione bancaria nata nei

²⁶ P. CLEMENT, H. JAMES, H. VAN DER WEE, *Financial Innovation, Regulation and Crises: A Historical View*; L. PETRAM, *Contract Enforcement on the World's First Stock Exchange*; J. MOOIJ, *Co-operative Banking in the Netherlands in pre-Second World War Crises*, tutti in *Financial Innovation, Regulation and Crises in History*, a cura di P. Clement, H. James e H. Van Der Wee, Pickering and Chatto, Londra 2014.

primi anni Trenta e la diffusa incertezza circa i destini del mercato mobiliare internazionale; quel nesso è stato posto alle origini delle crisi bancarie e finanziarie che dagli USA all'America Latina, passando per il terremoto finanziario nel sud-est asiatico di fine anni Novanta, hanno accompagnato i due decenni successivi agli anni Settanta del Novecento²⁷. La crisi finanziaria che colpì il sud-est asiatico, in particolare, è stata studiata sullo sfondo della proposta teorica di Minsky, secondo il quale le crisi derivavano dall'instabilità intrinseca al sistema finanziario stesso e ai suoi operatori economici privati. Questa lettura, volta a sollevare le politiche pubbliche da ogni responsabilità se non marginale nel determinarsi delle crisi finanziarie, ne individua le cause prevalenti nel ventre del capitale finanziario, individuando dunque le cause nei fattori endogeni ancorché in quelli esogeni ad esso²⁸.

D'altro canto, alcuni tra i maggiori esperti delle politiche di regolamentazione del sistema finanziario hanno recentemente segnalato il coincidere di una congiuntura dinamica per il sistema bancario statunitense e il ripetersi di interventi di regolamentazione. Tra il secondo dopoguerra e la fine degli anni Sessanta, infatti, di fronte al crescere del mercato dei titoli e della quantità di titoli scambiati, si registrò una domanda di rimozione dei principi di separazione tra impresa e banca, e tra banche commerciali e banche di investimento, precedentemente introdotti con il New Deal. In quel passaggio storico si è invocata da parte degli operatori economici una più ampia libertà di *branching* e *merging*, cui il sistema politico americano ha fino agli anni Sessanta risposto rafforzando invece i principi di separatezza vigenti²⁹. Si è interpretata la scelta da parte delle autorità monetarie americane di mantenere e rafforzare i principi di regolamentazione bancaria, supervisione sugli investimenti di rischio e separazione tra credito e investimenti, alla luce del principio secondo il quale controllo

²⁷ J. PIXLEY, *Tensions Between Economic Policies, Technology and Bankers' Professional Perceptions*, in *Financial Markets and Organizational Technologies. System Architectures, Practices and Risks in the Era of Deregulation*, a cura di A. Kyrtsis, Palgrave, Londra 2010, pp. 69-71.

²⁸ J. ELORANTA, M. HOLLOWAY, *Stability breeds instability? A Minskian Analysis of the crisis of the Asian Tigers in the 1990s*, «Investigaciones de Historia Económica», 10 (2014), pp. 115-126; per la sistemazione teorica minskiana di questo punto, H. MINSKY, *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University Press, New Haven 1986.

²⁹ *Conflicts of Interest in the Financial Services Industry: What should we do about them*, CEPR and International Center for Monetary and Banking Studies, Ginevra 2003; E.N. WHITE, *The Comptroller and the Transformation of American Banking 1960-1990*, Office of the Comptroller of the Currency, Washington DC 1992.

e supervisione sul sistema bancario, garantendone maggiore stabilità, favoriscono investimenti e crescita in un contesto di competitività economica³⁰. Sullo sfondo di questa tendenza storiografica, gli studi che hanno riconsiderato la legislazione bancaria americana degli anni Trenta da un lato hanno individuato nei principi di separazione tra banche di deposito e banche di investimento introdotti con il Glass Steagell Act un anticorpo al tradursi dei fallimenti bancari in panico e massicce vendite sul mercato dei titoli. Un fenomeno, quest'ultimo, causato dal contagio tra istituti reso possibile fino ad allora (1933) dagli stretti rapporti societari tra società di deposito e di brokeraggio³¹. Dall'altro, gli storici economici hanno letto nella creazione, sotto l'egida del Banking Act, della Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) la pietra di paragone di ogni successiva politica di supervisione del sistema bancario, e uno spartiacque per la rinascita di un circuito virtuoso tra mercato dei capitali e crescita economica. Garantendo assicurazione sui depositi delle banche aderenti al sistema della Federal Reserve finanziato dalle banche stesse con il premio da esse pagato sull'assicurazione di cui beneficiavano, secondo questa interpretazione il FDIC avrebbe incoraggiato l'aumento dei depositi bancari promuovendo il sostanziale spostamento dal mercato dei titoli a breve scadenza, in primo luogo quelli del mercato immobiliare, a quello dei titoli a lunga scadenza. Questo meccanismo avrebbe consentito all'istituto assicurativo di sostenere la ripresa degli investimenti in attività produttive. Con ciò, esso avrebbe contribuito quindi alla lenta ripresa dell'economia statunitense, mostrando l'importanza delle politiche di intervento e regolamentazione per sostenere la ripresa degli investimenti.

In generale, dunque, le politiche di regolamentazione e supervisione del sistema bancario emergono nel contesto statunitense dei primi anni Trenta quale garanzia fondamentale per attrarre gli investitori e

³⁰ ID., *Lessons from the History of Bank Examination and Supervision in the United States 1863-2008*, in *Financial Market Regulation in the Wake of Financial Crises*, p. 26; tra i provvedimenti legislativi atti a rafforzare i principi di separatezza tra credito e investimento, a contenere la crescita dimensionale delle principali banche e le loro attività di acquisizione e controllo di istituti minori nei decenni post bellici, White segnala il Bank Holding Company Act del 1956 e il Bank Merger Act del 1960. Si veda ID., *Banking and Finance in the Twentieth Century*, in *The Cambridge Economic History of the United States: The Twentieth Century*, a cura di S.L. Engermann e R.E. Gallman, Cambridge University Press, Cambridge 2000.

³¹ FRIEDMAN, SCHWARTZ, *A Monetary History of the United States*, pp. 420-421; TEMIN, *Socialism in Many Countries*, p. 119.

indurli a tornare a scommettere sul mercato dei titoli azionari e obbligazionari privati americano. Questo si determinò sicuramente sullo sfondo dell'avvento dell'amministrazione Roosevelt e dell'avvio di politiche di espansione della base monetaria di cui vedremo nel prossimo paragrafo il meccanismo specifico in rapporto ai flussi internazionali di oro e capitali. La stessa letteratura storico-economica a noi coeva erede dell'*historical economics* ha più recentemente offerto un giudizio storico più equilibrato, sia ridimensionando il presupposto cliometrico che rappresenta le politiche pubbliche come un ostacolo agli investimenti e al processo di integrazione economica internazionale, ovvero l'idea che il tasso di crescita di un'economia sia una funzione della libertà degli attori e quindi dei volumi di scambi transnazionali di merci e capitali³²; sia, del pari, riconoscendo l'effetto positivo della legislazione del New Deal sulla rinascita della fiducia degli investitori. Per un verso, infatti, gli studi storici più recenti, ivi compresi alcuni di impianto cliometrico, si sono posti sulla scia della letteratura economica che dagli anni Novanta ha ammonito circa i rischi di un impatto negativo sulla crescita di una globalizzazione finanziaria priva di regole e vincoli³³. Studiando il nesso tra integra-

³² Il ridimensionamento degli studi cliometrici ha preso corpo, dall'inizio del nuovo secolo, in primo luogo nel discorso scientifico statunitense: si vedano K. POMERANZ, *La Grande Divergenza. La Cina, l'Europa e la nascita dell'economia mondiale moderna*, Il Mulino, Bologna 2004 [ed. or. Princeton (NJ) 2000]; Id., *Political Economy and Ecology on the Eve of Industrialization: Europe, China and the Global Conjuncture*, «The American Historical Review», 2 (2002), pp. 425-446; R. BIN WONG, *China Transformed. Historical Change and Limits of European Experience*, Cornell University Press, Ithaca (NY) 1997; sull'importanza dei lavori di Pomeranz e Wong per quanto riguarda l'uso delle fonti quantitative e delle *long time series* nella ricerca e nell'analisi storica rispetto all'approccio cliometrico insiste D. LUDDEN, *Modern Inequality and Early Modernity*, «The American Historical Review», 2 (2002), pp. 475-476; più recentemente, tra le più importanti analisi critiche del paradigma cliometrico negli studi storici segnaliamo F. BOLDIZZONI, *The Poverty of Clio. Resurrecting Economic History*, Princeton University Press, Princeton (NJ) 2011. Il volume di Boldizzoni ha suscitato un dibattito più ampio rispetto al perimetro storiografico italiano: se ne veda la discussione a più voci nei numeri 1 e 2 del volume 9 (2013) di «Investigaciones de Historia Económica-Economic History Research»; per una critica serrata del discorso storiografico cliometrico applicato alle dinamiche del commercio estero italiano si veda N. OSTUNI, *Le insidie del quantitativo. La serie storica del commercio estero italiano*, «Storia economica», 14 (2011), III, pp. 487-505; per una puntuale e recente disamina storiografica rispetto all'impatto del paradigma cliometrico sulla storiografia italiana rimando a A. CLEMENTE, *L'Italia e il commercio estero in età liberale*, in *Quello che i numeri non dicono. L'Italia nel commercio internazionale tra '800 e '900. Istituzioni, tecniche, protagonisti*, a cura di G. Moricola, Aracne, Roma 2014, pp. 17-46.

³³ P. KRUGMAN, *Fire Sale FDI*, in *Capital Flows and Emerging Economies*, a cura

zione finanziaria internazionale e crescita delle economie nazionali attraverso una comparazione tra la prima globalizzazione, tra Otto e Novecento, e i decenni successivi agli anni Settanta del Ventesimo secolo è stato sottolineato quanto, diversamente dai decenni precedenti la Prima guerra mondiale, nel secondo periodo ad una crescente mobilità transnazionale dei capitali non ha corrisposto un aumento equivalente degli investimenti interni³⁴. Peraltro, uno studioso prevalentemente quantitativista come Foreman Peck ha di recente confermato quanto i rigidi principi di regolamentazione e supervisione introdotti nei primi anni Trenta fossero del tutto necessari a impedire l'uso spericolato dei depositi bancari in investimenti di rischio e a prevenire l'eccessiva esposizione creditizia delle banche commerciali attraverso l'imposizione ad esse di maggiori vincoli in termini di riserve³⁵.

Sullo sfondo di questa recente rivisitazione del ruolo delle politiche di regolamentazione e supervisione bancarie, la lettura cliometrica e lo sfondo economico culturale degli anni Cinquanta nel quale essa prese quota, in primo luogo facendosi spazio nell'accademia statunitense, mostra quindi tutti i propri limiti³⁶. I tempi del discorso storiografico sembrano dunque maturi per tentare un'ispezione differente del processo di interdipendenza economica internazionale attraverso il crinale di indagine costituito dal rapporto tra mercato dei capitali e domanda di beni.

di S. Edwards, NBER Conference Report, University of Chicago Press, Chicago 1998, pp. 43-58; J. SACHS, *Financial Crises in Emerging Markets: the Lessons from 1995*, Brookings Papers, Econ. Act. (BPEA), 1 (1996), pp. 147-215.

³⁴ Si veda soprattutto J. STIGLITZ, *Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability*, «World Development», 28 (2000), VI, pp. 1075-1086; cfr. anche M. SCHULARICK, T.M. STEGER, *Financial Integration, Investment, and Economic Growth: Evidence from Two Eras of Financial Globalization*, «The Review of Economics and Statistics», 92 (2010), IV, pp. 756-768; M. OBSTFELD, A.M. TAYLOR, *Global Capital Markets: Integration, Crisis, and Growth*, Cambridge University Press, Cambridge 2004; M. SCHULARICK, *A Tale of Two 'Globalization': Capital Flows from Rich to Poor in Two Eras of Global Finance*, «International Journal of Finance and Economics», 11 (2006), IV, pp. 339-354.

³⁵ J. FOREMAN-PECK, *Great Recessions Compared*, «Investigaciones de Historia Económica», 10 (2014), p. 100.

³⁶ Per un puntuale resoconto storiografico della parabola conosciuta dalla New Economic History da quel decennio in avanti rimando al saggio di V. ZAMAGNI, *Economic History and the Political Economy Approach*, in *Alan S. Milward and a Century of European Change*, a cura di F. Guirao, S. Ramirez e F. Lynch, Routledge, New York 2012, pp. 189-205.

4. *Mercato dei capitali e oro: la dimensione transnazionale della Grande Depressione e il rapporto tra investimenti e consumi 1929-1933*

Gli studi sulle origini della Grande Depressione dei primi anni Trenta e sul ruolo dei poteri pubblici si sono in primo luogo e più lungamente concentrati sull'economia statunitense che ne fu epicentro nella seconda metà del 1929 prima di propagarsi alle economie europee. Il principale spartiacque interpretativo distingue prevedibilmente chi riconduce quella crisi economica ad un insieme di fattori internazionali che presero forma negli anni Venti, in particolare di natura monetaria, e chi ne individua le cause in fattori essenzialmente di tipo endogeno. In entrambi i casi, diversamente dalle letture che interpretano lo sgretolamento del Gold Standard e l'emergere del protezionismo commerciale quale cartina di tornasole del processo di de-globalizzazione economica³⁷, la Grande Depressione costituisce, grazie alle scelte di politica monetaria interna e internazionale della Fed, un passaggio importante per lo sviluppo del rapporto tra mercato finanziario internazionale e domanda aggregata interna quale fondamento dell'interdipendenza economica.

Vediamo distintamente i due filoni interpretativi. Nell'un caso, il ventaglio di interpretazioni offertoci è ampio, ma tutte guardano all'azione della Fed, e in rapporto ad essa delle altre banche centrali, sullo sfondo del bisogno di riequilibrare il rapporto tra offerta di moneta per gli investimenti produttivi e domanda di beni sui mercati di consumo. Secondo una lettura consolidata e sostanzialmente riproposta da alcuni studi recenti³⁸, la Grande Depressione sarebbe da ricondurre all'incapacità delle banche centrali occidentali di cooperare in materia di riserve auree per contrastare la caduta degli investimenti e la depressione dell'economia reale. Harold James, ad esempio, ha insistito sul legame tra politiche delle banche centrali e fallimento della cooperazione monetaria internazionale quale causa dell'incapacità della comunità economica internazionale dei primi anni Trenta di contra-

³⁷ Tra i molti lavori che offrono questa lettura si vedano F. TRENTMANN, *Free Trade Nation. Commerce, Consumption and Civil Society in Modern Britain*, Oxford University Press, New York 2009; B. EICHENGREEN, *Exorbitant Privilege. The Rise and Fall of the Dollar*, Oxford University Press, Oxford 2011; R. BOYCE, *The Great Interwar Crisis and the Collapse of Globalization*, Palgrave, Londra 2009, introduzione e capitolo 2.

³⁸ Cfr. ad esempio C.A.E. GOODHART, *The Past Mirrors: Notes, Surveys, Debates. The Changing Role of Central Banks*, «Financial History Review», 18 (2011), pp. 138-141.

stare il processo di contagio internazionale della crisi finanziaria che ebbe il proprio epicentro nel crollo di Wall Street del 1929³⁹. Gli studi più influenti hanno sottolineato le rigidità imposte dal sistema monetario internazionale del Gold Standard per spiegare il fallimento delle politiche monetarie nazionali.

Queste letture vanno ricondotte ai rigidi vincoli cui furono chiamate le politiche economiche interne dei paesi aderenti al Gold Exchange Standard introdotti con la Conferenza monetaria internazionale di Genova tenutasi nella primavera del 1922. In quel passaggio storico, di fronte alla congiuntura deflattiva in corso, non ci si propose solo, sotto la guida della Gran Bretagna, di promuovere credito internazionale ai paesi dell'Europa orientale colpiti dal conflitto al fine di sostenere la domanda internazionale di beni e gli scambi commerciali. Sul terreno della ricostruzione dei rapporti monetari internazionali la parità delle monete rispetto all'oro che si introdusse prevedeva un meccanismo di aggiustamento rispetto ai movimenti di oro legati agli squilibri nelle bilance dei pagamenti dei paesi aderenti. Per correggere tali squilibri, i paesi aderenti al sistema erano tenuti ad adottare misure di aggiustamento interne: si sarebbero dovuti curvare tassi di interesse, salari, prezzi e spesa pubblica in funzione di tale aggiustamento necessario a stabilizzare i movimenti in oro e a garantire stabilità al sistema monetario internazionale⁴⁰.

Prescindendo da questa prospettiva, altri più recenti lavori hanno messo a fuoco il generalizzato errore compiuto dalle banche centrali nel corso degli anni Venti di demonetizzare l'oro, ovvero di ritirarlo dalla circolazione e di convertire le proprie valute in dollari o sterline a sostegno delle proprie riserve estere⁴¹. Altri studi comparsi prece-

³⁹ H. JAMES, *The Creation and Destruction of Value. The Globalization Cycle*, Harvard University Press, Cambridge (MA)-London 2009; su analoga scia interpretativa si muove BOYCE, *The Great Interwar Crisis*, pp. 1-22.

⁴⁰ Tra i più fermi critici di tali misure va ricordato Benjamin Strong, all'epoca a capo della Federal Reserve Bank di New York, secondo il quale questi provvedimenti di stabilizzazione interni, soprattutto sul piano dei prezzi, rispetto all'oro, riducevano drasticamente il margine d'azione dell'autorità monetaria statunitense. Sulla conferenza di Genova si veda S.V.O. CLARKE, *The Reconstruction of the International Monetary System: The Attempts of 1922 and 1933*, Department of Economics, Princeton University, Princeton Studies in International Finance, n. 33, Princeton (NJ) 1973, pp. 1-15. Si veda anche A. ROSELLI, *Money and Trade Wars in Interwar Europe*, Palgrave, Londra 2014, p. 209.

⁴¹ C. SCHENK, *The Global Gold Market and the International Monetary System*, in *The Global Gold Market and the International Monetary System from the Late*

dentemente, invece, avevano focalizzato l'attenzione sulla Federal Reserve statunitense, nella seconda metà degli anni Venti la maggiore deentrica di riserve auree, individuando una connessione tra i vincoli posti dal Gold Standard ai margini di intervento sul circolante dell'autorità monetaria centrale di Washington e l'inettitudine della stessa di fronte al Great Crash del 1929.

Secondo quest'ultima interpretazione, di fronte alla crescente deflazione dei prezzi sui mercati internazionali di materie prime e strumentali che aveva segnato il primo dopoguerra⁴², si era concordato con molta fatica tra le cancellerie occidentali una linea di difesa delle economie europee uscite dal primo conflitto mondiale, nel senso di un allargamento degli investimenti produttivi a sostegno dell'offerta di beni di consumo, sulla base dell'espansione delle riserve in oro delle banche centrali. Questa scelta di politica aurea concertata a livello internazionale era pensata per sostenere la crescita senza produrre liquidità e inflazione: in un sistema di parità aurea, come noto, aumentare le riserve senza espandere il circolante significa rafforzare il valore della valuta interessata a beneficio degli operatori economici, per esempio le imprese importatrici di beni strumentali e di investimento necessari al ciclo manifatturiero, e aumentare le riserve metalliche necessarie a garantire gli investimenti. Questa operazione di sostegno del ciclo economico compatibile con i vincoli monetari del Gold Standard venne ostacolata, suggerisce questa interpretazione, dall'autorità monetaria di New York che scelse diversamente, ossia di congelare le proprie riserve auree, e di sostenere gli altri paesi attraverso crediti federali che invero contribuirono a produrre inflazione nell'economia internazionale⁴³. La Fed, questa la tesi anche recentemente sostenuta, compie tra 1927 e 1931 la scelta di non cedere oro convertibile in valuta determinando un'espansione senza precedenti delle riserve americane in oro. Nel sistema del Gold Standard, la parità tra riserve in oro e circolante determinava il valore di ciascuna valuta ad esso aderente. Un deficit di oro nelle riserve, quale quello descritto in questa congiuntura, indebolendo le valute partner dell'area del dollaro non solo metteva in difficoltà gli importatori di quei

Nineteenth Century to the Present. Actors, Networks, Power, a cura di S. Bott, Palgrave MacMillan, Basingstoke-New York 2013, p. 22.

⁴² Cfr. il classico studio di C.H. LEE, *The Effects of Recession on Primary Producing Countries*, «Journal of Contemporary History», 4 (1969), IV, pp. 139-155.

⁴³ Si veda da ultimo in questo senso D. ROTHERMUND, *War-Depression-War: The Fatal Sequence in a Global Perspective*, «Diplomatic History», 38 (2014), pp. 841-842.

paesi, ma frenava il necessario afflusso di capitali, mancando appunto le equivalenti riserve in oro necessarie a garantire gli investitori. Ne sarebbe discesa una contrazione della liquidità vitale per sostenere gli investimenti produttivi, tanto più necessaria a combattere la deflazione post bellica, soprattutto sul mercato internazionale delle materie prime. La mancata disponibilità della Fed a cedere oro ai propri partners avrebbe così direttamente impedito gli investimenti produttivi e peggiorato la deflazione in corso.

Il secondo filone di studi, che riconduce anch'esso le cause della crisi al quadro monetario internazionale della fine degli anni Venti, offre un'interpretazione del tutto differente, essenzialmente interna all'economia americana, e alle politiche della Fed, ma parimenti individua il nodo della crisi nel delicato equilibrio tra offerta di moneta e *consumer spending*. Questa tesi poggia sul reciproco sostegno che sin dall'inizio di quel decennio le banche centrali occidentali si diedero in materia di riserve auree. Nel contesto del primo Gold Standard la sterlina britannica, nonostante il ridimensionamento del primato industriale britannico sulle altre economie industriali, costituì fino alle soglie del primo conflitto mondiale, quando tale sistema monetario venne abbandonato, la valuta di riserva e il mezzo di pagamento per gli scambi internazionali fungendo da unità valutaria di riferimento per la parità aurea. In quel contesto, come recentemente osservato da Youssef Cassis, la Francia, detentrica di una importante valuta di riserva quale il franco, in possesso di cospicue riserve in oro e forte di un sistema bancario nazionale in espansione sul piano internazionale, corse in soccorso della parità aurea dell'economia guida del sistema internazionale cedendo alla Banca d'Inghilterra l'oro necessario a stabilizzare il valore della sterlina e gli scambi internazionali dell'economia britannica. Ciò accadde, per esempio, quando all'inizio del Novecento il panico bancario che colpì il mercato dei capitali statunitense spinse gli Stati Uniti, al fine di sostenere il credito agricolo interno, a comperare ingenti quantità di oro a Londra, dalle cui riserve il mercato statunitense ancora dipendeva. La Francia corse successivamente in soccorso della Banca d'Inghilterra cedendo oro monetario per sostenere la ricostituzione delle riserve auree di Londra⁴⁴. Analogamente, si sostiene, a metà degli anni Venti la Federal Reserve sta-

⁴⁴ Y. CASSIS, *Financial Crises and the Balance of Power in International Finance 1890-2010*, «European Review of History», 19 (2012), pp. 927-928; Id., *Crises and Opportunities. The Shaping of Modern Finance*, Oxford University Press, Oxford-New York 2011, p. 114.

tunitense cedette oro monetario a più di una banca centrale per sostenere il valore delle rispettive valute sui mercati internazionali e quindi l'interscambio commerciale internazionale. Questa azione avrebbe condotto gli Stati Uniti a registrare tra 1926 e 1928 un significativo calo delle riserve auree⁴⁵.

Secondo questa lettura, l'innalzamento dei tassi di interesse nominali che la Fed varò a partire dal 1928, e che produsse la contrazione storica della base monetaria e della circolazione cartacea registratasi tra 1929 e 1931⁴⁶, e comunemente riconosciuto quale principale causa della caduta della produzione industriale e dell'occupazione statunitensi della seconda metà del 1929, è da ricondursi al bisogno, manifestato dagli Stati Uniti in quel passaggio, di attrarre oro al fine di compensare la riduzione delle riserve degli anni precedenti⁴⁷. Questa crescita dei tassi di interesse negli Stati Uniti, già nel corso degli anni Venti superiori a quelli europei, alimentò, secondo tale interpretazione, tanto un flusso di oro verso gli USA quanto una forte crescita degli investimenti bancari europei, fortemente attratti dalle prospettive di facili profitti, sul mercato statunitense. La scelta di aumentare il costo ufficiale del denaro avrebbe stimolato aspettative di ulteriori investimenti finanziari e quindi di prolungato innalzamento degli interessi reali sui prestiti concessi per finanziare il ciclo manifatturiero. Ciò ebbe, si sostiene, un impatto negativo immediato sui settori industriali più interest-sensitive quali l'automobilistico o il comparto edilizio. Questa dinamica portò al crollo del mercato borsistico del 1929 e alla caduta del prodotto industriale e dell'occupazione.

Secondo Temin, uno dei più convinti assertori di questa matrice interpretativa, il crollo di Wall Street precede la caduta della produzione industriale, mentre il successivo panico bancario e il forte disimpegno da parte degli investitori finanziari anticipa la duratura flessione della domanda di beni che accompagna il ridotto volume di ti-

⁴⁵ T. GREEN, *Central Bank Gold Reserves: An Historical Retrospective since 1845*, World Gold Council, Londra 1999.

⁴⁶ Tecnicamente ci riferiamo a *money supply* e *growth money*: si vedano rispettivamente le serie statistiche in M. FRIEDMAN, A. SCHWARTZ, *Monetary Trends in the US and the UK*, The University of Chicago Press, Chicago 1982, e *Gold Statistics Worldwide*, a cura di J. Castaneda, Gold Money Foundation, Madrid 2012.

⁴⁷ P. TEMIN, *The Spoils of War: The Cause of the Great Depression*, in ID., *Lessons from the Great Depression*, pp. 28-29; J.D. HAMILTON, *Monetary Factors in the Great Depression*, «Journal of Monetary Economics», 19 (1987), pp. 145-169; B. ERCHENGREEN, *Gabbie d'oro. Il Gold Standard e la Grande Depressione 1919-1939*, Capriolo-Laterza, Milano 1994 (ed. or. Oxford-New York 1992).

toli scambiati tra 1930 e 1931⁴⁸. Detto con le parole dello studioso del MIT, la contrazione della liquidità sul mercato dei capitali generò un calo della domanda aggregata che a propria volta è funzione della contrazione di liquidità⁴⁹. A prescindere dal nesso causale individuato da Temin, lo stretto rapporto tra i due fattori trova conferma nelle più affidabili rilevazioni statistiche disponibili. Sia i dati riportati da Temin stesso circa l'offerta di liquidità e l'andamento del prodotto nazionale lordo e della spesa per consumi aggiustati all'inflazione tra 1929 e 1931⁵⁰, sia soprattutto le rilevazioni del National Bureau for Economic Research statunitense su *money supply* e *consumer spending* tra 1929 e 1934, confermano la drastica riduzione del capitale disponibile per investimenti e il sensibile e prolungato calo dei consumi tra la fine del 1929 e il 1933⁵¹. Una tendenza che coincide dunque con i forti afflussi di oro e capitali bancari negli Stati Uniti, ulteriormente dilatati dalla fuga degli investitori stranieri oltreoceano in corrispondenza dell'avvento al potere del nazionalsocialismo in Germania⁵².

⁴⁸ Di diverso avviso sembrano essere alcuni studi quantitativi recenti sulle dinamiche di lungo periodo dello stock market newyorkese: nella sua ricostruzione Ali Kabiri sostiene che i prezzi sullo stock market statunitense ritornano al livello del 1921 solo alla fine del periodo 1929-1932, suggerendo una caduta dello stock market contemporanea alla flessione della domanda aggregata interna. Si veda A. KABIRI, *The Great Crash of 1929. A Reconciliation of Theory and Evidence*, Palgrave Macmillan, Londra 2015.

⁴⁹ In questa cornice, la caduta della domanda interna delle famiglie americane consentì di evitare che il crollo di credito e investimenti determinasse il fallimento dei bilanci familiari. Si veda M.L. OLNEY, *Avoiding Default: the Role of Credit in the Consumption Collapse of 1930*, «The Quarterly Journal of Economics», 114 (1999), pp. 319-335.

⁵⁰ BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM, *Banking and Monetary Statistics*, Washington DC 1943; P. TEMIN, *Lessons for the Present from the Great Depression*, «American Economic Review», 66 (1976), 2, pp. 40-45.

⁵¹ N.S. BALKE, R.J. GORDON, *Appendix B: Historical Data*, in *The American Business Cycle: Continuity and Change*, a cura di R.J. Gordon, University of Chicago Press-NBER, Chicago 1986. Secondo questa serie, il *money supply* crolla tra 1929 e 1933, mentre i consumi reali registrano un calo altrettanto proporzionale solo tra 1932 e 1933, quando gli USA hanno già ricostituito le proprie riserve in oro per effetto del riflusso in corso dal 1929. Ciò lascerebbe propendere per l'ipotesi che il calo della domanda segua la contrazione del mercato dei capitali. Non sono per gli anni precedenti il 1934 in nostro possesso le rilevazioni della Federal Deposit Insurance Corporation statunitense, molto utili a tracciare un quadro della liquidità a disposizione di banche commerciali e di investimento statunitensi e disponibili all'indirizzo <https://www2.fdic.gov/hsob/HSOBRpt.asp>.

⁵² Il balzo più significativo che l'espansione delle riserve in oro della banca cen-

Questa contemporanea caduta di liquidità e consumi va quindi posta sullo sfondo del conflitto monetario che la politica di alti tassi americana innesca portando molte banche centrali europee a aumentare a propria volta il costo del denaro per fronteggiare il deflusso di capitali verso il mercato dei titoli statunitense⁵³. Pur condividendo l'idea che la perseveranza della Fed nel non abbandonare la propria politica di alti tassi abbia protratto la Grande Depressione dei primi anni Trenta, Christina Romer e Michael Bordo sottolineano le cause in larga parte endogene di quest'ultima. Il protrarsi di alti tassi ben oltre la ricostituzione delle riserve in oro con il forte afflusso del 1929-30 impedisce infatti a loro giudizio di inserire nella cornice internazionale del Gold Standard le politiche monetarie interne. Piuttosto, la rigidità dei salari determinatasi nel corso degli anni Venti per effetto del formarsi di un mercato del lavoro nazionale con l'affermarsi delle grandi corporations; la stessa attitudine delle imprese americane a rispondere al calo della produzione sostenendo i salari nominali al fine di alimentare psicologicamente le aspettative di investitori istituzionali, banche commerciali e istituti di intermediazione bancaria; ancora, soprattutto, l'impennata dei tassi di interesse reali che accompagnò l'euforia che caratterizzava il mercato borsistico statunitense, avrebbero indotto la Fed a innalzare il costo del denaro per frenare la domanda di credito e la spinta inflattiva che tutti questi fattori contribuivano a generare⁵⁴. Ciò al fine di fronteggiare la speculazione finanziaria disincentivando il mercato dei bonds e delle *securities* privati⁵⁵.

trale statunitense conosce si registra tra 1929 e 1930, anno dopo il quale si stabilizza fino all'avvio della politica monetaria espansiva voluta dalla nuova amministrazione Roosevelt nel 1934: cfr. GREEN, *Central Bank Gold Reserves*, p. 21.

⁵³ Tra 1919 e 1930 gli investimenti esteri in valore in USA pressoché raddoppiarono raggiungendo dimensioni che poi non avrebbero superato fino alla fine degli anni Quaranta. Cfr. NARA, Record Group 82, General Records of the Federal Reserve System, *Division of International Finance and Predecessors, International Subject Files 1907-1974*, fs. 184, f.lo *Economic and Financial Conditions General 1966-1967*, R.L. Sammons (Associate Director, Division of Governors of the Federal Reserve System at the Senate Antitrust and Monopoly Subcommittee Hearings on the International Aspects of Antitrust), *US Business Investment and Financial Activity*, 16 aprile 1966.

⁵⁴ Tra le tante serie disponibili per tracciare l'euforia del mercato dei titoli statunitense si veda la parabola dei tassi sui prestiti a breve scadenza sul mercato azionario di New York, particolarmente dinamici nel 1926 e dall'inizio del 1928 in avanti. Si possono osservare a titolo di campionatura i prestiti a tre mesi in THE NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH, *NBER Macrobistory: XIII. Interest Rates*, consultabili all'indirizzo <http://www.nber.org/databases/macrobistory/contents/chapter13.html>.

⁵⁵ ROMER, *The Nation in Depression*, pp. 28-29.

Anche questa lettura, quindi, seppur alquanto differente, fa del nesso tra flussi transnazionali di capitali e dinamiche sul mercato dei consumi interni l'asse del proprio ragionamento. Romer individua nel crollo della produzione manifatturiera statunitense che comincia alla fine dell'estate del 1929 la causa delle massicce vendite di titoli sulla piazza di Wall Street che precipitano nel crash di ottobre. Sulla scia di tale lettura, il panico bancario che si protrae nel corso dei due anni successivi viene visto quale effetto diretto della drastica riduzione della domanda interna, particolarmente sensibile nel settore dei beni di consumo durevoli, che si ebbe dalla seconda metà del 1929. Romer, che dunque inverte il rapporto causale tra offerta di moneta e domanda di beni, ne inserisce tuttavia le dinamiche sullo sfondo del livello di trasmissione transnazionale di risorse finanziarie e auree. A suo giudizio, la stessa scelta della presidenza Roosevelt e del Congresso di indurre nel 1934 la Fed a rompere la stretta monetaria in essere dal 1928 per espandere il circolante e sostenere il riavvio di investimenti e occupazione va ricondotta proprio alla cornice monetaria internazionale maturata negli anni di recessione. La conversione in valuta dell'oro affluito dal 1929 in avanti consente, senza perdere il controllo dell'inflazione, l'eccezionale espansione dell'offerta di liquidità (tecnicamente *money supply*) che è alla base delle politiche industriali del New Deal⁵⁶. Dunque, il rapporto tra offerta di moneta e domanda prende forma nel sistema di vincoli e rapporti monetari e finanziari internazionali sia nel momento di caduta del ciclo economico sia nella riorganizzazione delle politiche economiche atte a riavviare la crescita.

In questo modo, entrambe le letture, pur diversamente sottolineando il peso dei fattori 'esogeni' e 'endogeni', inseriscono tanto la scomposizione quanto i tentativi di ristabilimento dell'equilibrio tra offerta di capitali per gli investimenti e domanda di beni di consumo nel contesto di un processo di interdipendenza economica internazionale ricostruito attorno a due nodi: da un lato la centralità del rapporto tra offerta internazionale e domanda interna di beni, ossia della categoria di interdipendenza messa a punto negli anni Sessanta nei termini già visti nella prima parte di questo saggio; dall'altro, la relazione tra flusso transnazionale di capitali e oro per un verso e *consumer spending* interno per l'altro. In ogni caso, in ambedue le letture, tra gli anni Venti e Trenta la contrazione del mercato dei titoli e il generalizzato disimpegno degli investitori istituzionali e delle società di

⁵⁶ ID., *What Ended the Great Depression?*, «Journal of Economic History», 52 (1992), pp. 757-784.

intermediazione bancaria segnalano la contrazione della liquidità disponibile per gli investimenti. Tutto ciò nonostante l'impegno, di cui si è detto, della Fed a comperare i titoli del Tesoro detenuti dai privati.

Come vedremo nel prossimo paragrafo, se ci spostiamo negli anni Settanta, a fronte di un maggiore interventismo della Fed per riorganizzare il ciclo economico, ci troviamo piuttosto di fronte non già ad una contrazione quanto ad un mutamento della geografia del mercato internazionale dei capitali.

5. *Governo del mercato finanziario e ristrutturazione della domanda nel sistema economico internazionale degli anni Settanta*

Il disegno liberoscambista statunitense del secondo dopoguerra contempla sin dall'inizio obiettivi di espansione delle economie nazionali occidentali. Diversamente da come prospettato dalle interpretazioni di tipo cliometrico, brevemente ricostruite nel primo paragrafo, tanto il libero flusso transnazionale di beni e capitali, quanto il sostegno al consolidamento dei mercati interni delle economie industriali, passarono per la cruna di una precisa strategia americana di politica economica internazionale che sin dai suoi prodromi contemplò azioni di intervento e di regolamentazione pubblici. Si riprodusse nel lungo secondo dopoguerra una visione statunitense incline a individuare nel connubio tra dinamica della domanda e dei consumi interni e dilatazione dell'offerta transnazionale di capitali la strada maestra per costruire un sistema di interdipendenze economiche saldamente ancorato all'economia e alla moneta statunitensi. Il doppio mandato della Fed a sostenere tanto l'occupazione quanto la stabilizzazione del mercato finanziario, varato con l'Employment Act del 1946 e sostanzialmente rafforzato dal Federal Reserve Reform Act del 1977, ne costituiscono la cartina di tornasole⁵⁷. Differenti saranno rispetto ai primi anni Trenta, come si cercherà brevemente di tracciare in quest'ultimo paragrafo, l'impatto dei movimenti di capitali negli anni Settanta e le risposte delle autorità monetarie.

L'intreccio tra abbattimento delle barriere al commercio interna-

⁵⁷ BERNANKE, *A Century of U.S. Central Banking*, pp. 7-9; F. MISHKIN, *Monetary Policy and the Dual Mandate*, discorso tenuto presso il Bridgewater College, Bridgewater (VA), 10 aprile 2007, consultabile all'indirizzo <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/mishkin20070410a.htm>.

zionale e sostegno dei mercati interni, in particolare della domanda di beni di consumo primari, compare già sul finire del secondo conflitto mondiale, in calce ai progetti statunitensi di riorganizzazione delle economie uscite più prostrate dalla guerra⁵⁸. Questa propensione statunitense a immaginare le società europee e giapponesi quali calamite future del commercio di beni e degli investimenti transnazionali di capitali aveva spinto il governo di Washington, sin dall'occupazione alleata, ad un forte attivismo nella politica economica internazionale. Nel contesto dell'economia di guerra, da un lato gli Stati Uniti avevano perorato la causa di forniture alleate superiori al fabbisogno civile minimo al fine di stimolare una produzione industriale eccedente la domanda interna, e di gettare dunque le basi di mercati interni in espansione in grado sul breve periodo di alimentare il commercio internazionale⁵⁹. Dall'altro, sin dal 1943 Washington si era impegnata a promuovere lo scongelamento delle riserve in valute forti accumulate dai paesi belligeranti prima della resa, in modo da sostenerne lo sforzo di ripresa e l'espansione dell'interscambio corrente con l'estero⁶⁰.

Questo indirizzo della politica economica estera americana risulterà confermato quando, dopo la crescita accelerata dei due decenni successivi alla fine della guerra, le economie europee tenderanno ad affrontare il rallentamento della dinamica economica, soprattutto nei primi anni Sessanta, puntando sulla stabilità monetaria. Di fronte alla stretta creditizia con cui in genere venne fronteggiata la fine dei miracoli economici europei, gli istituti di Bretton Woods concederanno crediti e prestiti a sostegno degli investimenti produttivi e industriali esplicitamente finalizzati a compensare, nelle stesse economie industriali avanzate, gli effetti delle politiche di rigore monetario e di stretta

⁵⁸ Si veda il rapporto ufficiale per la Foreign Economic Administration di Washington dell'allora Executive Director della sezione economica della Commissione Alleata a Roma Harland Cleveland in NARA, Record Group 169, General Records of the Foreign Economic Administration, *Bureau of Areas European Branch, Records Relating to Economic Relief Program for Italy 1943-1945*, fs. 2 (Documentation-Procedure to Foreign Missions Financial Letters), f.lo *Financial Directives*, Harland Cleveland a Foreign Economic Administration, *Some Conclusions and Recommendations on US Policy and Organisation in Italy*, 28 maggio 1945.

⁵⁹ Ivi, Headquarter Allied Commission Economic Section, *Economic Policy in Italy*, 6 novembre 1944, f.lo *Economic policy*.

⁶⁰ Nel caso italiano, ad esempio, gli Stati Uniti avevano messo in agenda questa scelta già all'indomani dell'armistizio: si veda NARA, Record Group 218, General Records of the US Joint Chiefs of Staff, *Geographic File 1942-45*, fs. 97, f.lo CCS 091.3 Italy (12-21-43), *Disposition and Control of Italian Foreign Exchange Credits. Agreed Memorandum by UK and US Treasuries*, 21 dicembre 1943.

creditizia sulla domanda interna. In questo senso, è significativo il minimo comune denominatore delle politiche creditizie delle istituzioni sovranazionali: tanto dei crediti allo sviluppo varati dalla IBRD nei primi anni Sessanta⁶¹, quanto delle linee di credito a sostegno delle bilance dei pagamenti messe in atto dal Fondo Monetario Internazionale nei passaggi più difficili del decennio successivo. In entrambi i casi, gli istituti di Bretton Woods individuavano nel sostegno al mercato dei titoli a lunga scadenza, quello vitale per riavviare il ciclo degli investimenti, non già uno strumento negoziale per indurre le economie industriali ad impegnarsi in aggiustamenti strutturali a beneficio degli investitori internazionali, quali la liberalizzazione del mercato del lavoro o la rimozione dei controlli sui movimenti transnazionali di capitali. Piuttosto, l'offerta di moneta da parte degli istituti di Bretton Woods suggerisce la complementarità tra le richieste di segno più «liberista» ai rispettivi membri o ai paesi assistiti non membri e il credito concesso al mercato dei titoli a medio-lunga scadenza a tassi più stabili.

Negli anni Settanta, a valle della prima crisi petrolifera, questo approccio guida, ad esempio, le trattative condotte dal FMI per la concessione di aiuti finanziari all'interscambio corrente dei propri stati membri. Nel caso italiano, i cui mezzi di pagamento esteri sono, unitamente all'economia britannica, quelli messi più sotto pressione dalle due crisi energetiche, il Fondo vincolerà il proprio soccorso finanziario all'adozione tanto di rigore monetario quanto di politiche pubbliche di sostegno della domanda reale, secondo le varianti della politica creditizia e di quella fiscale⁶². Un orientamento che verrà perse-

⁶¹ Il pacchetto di prestiti all'Italia varati, a valle della stretta creditizia italiana del 1963, dalla missione a Roma della IBRD, ad esempio, fu mosso dall'obiettivo esplicito di sostenere l'occupazione finanziando il mercato dei titoli a lunga scadenza al fine di sostenere investimenti industriali e infrastrutturali. Si vedano in questo senso NARA, Record Group 59, General Records of the Department of State, *Bureau of European Affairs, Country Director for Italy, Austria and Switzerland, Records Relating to Italy 1943-1968, Lot file 67D319*, fs. 1, f.lo *Finance*, Ambasciata degli Stati Uniti a Roma a Dipartimento di Stato, *Recent IBRD Mission to Italy and Italian Stabilization Program*, 17 agosto 1964; e WORLD BANK GROUP ARCHIVES, Washington Dc (d'ora in avanti WBGA), *Italy Country File-Non Project-Cassa per il Mezzogiorno-Administration 02*, Loan n. 419, S.E. Cope (World Bank Director of Operations Europe) a Emilio Colombo (Ministro del Tesoro), 4 maggio 1964.

⁶² Già di fronte alla crisi del 1974, quando domanda sostenuta e peggioramento dei costi di importazione rischiano di far precipitare la competitività industriale e l'offerta, il Fmi chiede a governo italiano e Banca d'Italia, quale condizione per concedere sostegno alla bilancia dei pagamenti italiana attraverso l'accesso ai cosiddetti di-

guito con determinazione dall'istituto di Washington tanto più con l'avvento dell'amministrazione Carter, nel 1976⁶³. Il nuovo inquilino della Casa Bianca farà infatti del perseguimento di politiche espansive attraverso il coordinamento del mercato dei capitali a sostegno di investimenti industriali lo strumento principale della propria politica economica estera. In particolar modo, Carter perorerà questo orientamento nei confronti delle due maggiori economie industriali del decennio, Repubblica Federale Tedesca e Giappone⁶⁴. Sullo sfondo della

ritti speciali di prelievo, di espandere il più possibile il gettito fiscale al fine di stimolare il credito industriale depresso dal deflusso di investimenti esteri in corso. Ciò al fine di rimettere in equilibrio il rapporto tra domanda interna e offerta di beni manifatturieri e di consumo primari. Esempio in questo senso la posizione della missione del Fondo a Roma, di cui si vedano ad esempio INTERNATIONAL MONETARY FUND ARCHIVES, Washington Dc (d'ora in avanti IMFA), *Office of Managing Director Witteveen, Chronological Files*, fs. 1, f.lo 2, A.D. Crockett, *Note for file "Italy"*, 19 giugno 1974; ivi, fs. 2, f.lo 10, Witteveen a Emilio Colombo (Ministro del Tesoro), 23 aprile 1976; si veda anche IMFA, *Central Files, Country Files-Italy*, fs. 6, f.lo 26 (Mission Rose and Staff June-July 1974), IMF European Department, *Italy Briefing Paper 1974 Article VIII Consultation*, 17 giugno 1974. Questo orientamento fa da cornice anche al sostegno statunitense alla fiscalizzazione delle assicurazioni sociali e della scala mobile che il governo di Washington perora sin dall'inizio del 1977: su questo punto rimando a NARA, RG56, *Office of the Assistant Secretary for International Affairs, Office of the Deputy Assistant Secretary for International Monetary Affairs, Office of Industrial Nations and Global Analyses, Records relating to Portugal, Italy and Spain 1976-1981*, fs. 2, f.lo I-10 January 1977, AmEmbassy Rome a Secretary of State Washington DC, *Possible additional labor costs measures being studied by the Government of Italy*, 28 gennaio 1977. Per la continua attenzione del Fondo alla ricerca dell'equilibrio tra processo di aggiustamento esterno da un lato e investimenti e occupazione interni dall'altro fino alla seconda crisi energetica si consulti IMFA, *Central Files, Country files-Italy*, fs. 6, f.lo 27 (Mission Witteveen April 1975), A. Pfeifer a Witteveen, *Italy. Briefing Paper for the Managing Director*, 24 marzo 1975.

⁶³ Per le misure espansive interne della nuova amministrazione democratica si vedano le attività dell'Economic Policy Group del governo statunitense: i minutes in NARA, RG56, *Office of the Assistant Secretary for International Affairs, Office of the Deputy to the Assistant Secretary for International Affairs, Records Relating to International Financial Institutions 1962-1981*, fs. 2, f.lo IM-5 Boards, Committees, Organizations, Panels, Working Groups 1977-1978; il dibattito intorno all'adozione di politiche espansive per rispondere alla prima crisi energetica era già stato al centro di un intenso confronto in seno all'amministrazione Ford: cfr. J. STEIN, *Pivotal Decade. How the United States Traded Factories for Finance in the Seventies*, Yale University Press, New Haven-London 2010, cap. 3.

⁶⁴ È questo il senso generale delle posizioni di politica economica internazionale nei confronti delle due maggiori economie industriali partners che guida la nuova amministrazione Carter nel noto summit di Londra della primavera del 1977. Se ne vedano i verbali in NARA, RG56, *Office of the Assistant Secretary for International*

faticosa e incerta riuscita della riforma del modello di interdipendenza fin qui descritto, come dimostrano ad esempio il lento miglioramento del rapporto tra domanda interna e equilibrio esterno dell'economia giapponese o le deboli misure fiscali di orientamento espansivo adottate dalle principali economie industriali dopo il 1977⁶⁵, si staglia dunque un orientamento di lungo periodo, ancora saldamente al centro della politica economica internazionale statunitense in questo stesso decennio. Rimane costante cioè l'obiettivo di consolidare la domanda interna quale prerequisito per una solida espansione del commercio estero di beni e servizi e uno stabile sviluppo della bilancia dei pagamenti in conto capitale, ovvero un sostenuto flusso transnazionale di capitali⁶⁶. Va collocata in questo contesto la stessa politica di assistenza allo sviluppo varata dalla IBRD sotto la presidenza di Robert McNamara sin dal suo primo mandato, inaugurato alla fine del decennio precedente, e poi proseguita nel corso degli anni Settanta. È significativa la linea del nuovo presidente della Banca Mondiale durante i negoziati con i partners occidentali finalizzati a fissare il livello del contributo finanziario di ogni paese (attraverso la formula costituita dall'acquisto di bonds emessi dalla Banca) ai programmi di assistenza finanziaria della stessa IBRD ai paesi in via di sviluppo non produttori di petrolio dell'America Latina. In tale occasione l'ex Segretario alla Difesa statunitense sottolineava quanto la riorganizzazione della crescita interna dei paesi latinoamericani avrebbe costituito il presupposto di una riattivazione dello scambio di beni e della libera circo-

Affairs, Deputy Director of the Office of International Monetary Affairs, Subject Files 1977-1979, International Monetary Group to Sdr, fs. 2, f.lo London Summit 1 of 4. Si vedano in questo senso anche gli studi e i rapporti condotti dal Tesoro americano sotto la nuova amministrazione reperibili in NARA, RG56, *Office of the General Counsel. Assistant General Counsel, Records Related to Opec Financial Affairs 1974-1979*, fs. 1, f.lo part 2 of 4 1977-79, Dipartimento del Tesoro, *Multilateral Balance of Payments. Financing Arrangements and Options for Expansion*, 7 febbraio 1977; Id., *US Strategy for Easing Strains on the World Trade and Payments System*, 7 febbraio 1977; Id., *Talking Points on Witteveen Proposal for IMF Supplementary Credits for use with Aba al-Kabil Saudi Finance Minister*, s.d. (ma 1977).

⁶⁵ JIMMY CARTER PRESIDENTIAL LIBRARY, Atlanta (GA) (d'ora in avanti JCPL), NLC-16-12-5-21-3, American Embassy Tokio a Secretary of State Washington DC, *Tokio Summit Preparation*, telegramma, 20 giugno 1979; per le misure espansive adottate dalle principali economie europee si veda, ivi, NLC-102-3-4-1-0, Helmut Schmidt a Jimmy Carter, telegramma, 22 dicembre 1977.

⁶⁶ LIBRARY OF CONGRESS, MANUSCRIPTS DIVISION, Washington Dc, *E.L. Richardson papers, Part 1*, fs. 292, f.lo Oecd, *Statement by Under Secretary Elliot L. Richardson at the Oecd Ministerial Meeting*, Paris, 13 febbraio 1969.

lazione dei capitali tra quelle fragili economie e le ex potenze coloniali⁶⁷.

Nonostante che questa posizione di politica economica internazionale segni pressoché senza soluzione di continuità la regolazione del rapporto tra libera circolazione di merci e capitali da un lato, e attivismo della mano pubblica nel curvare risparmi e risorse finanziarie a sostegno di investimenti produttivi e domanda dall'altro, durante la prima crisi energetica degli anni Settanta la situazione si viene modificando: i principali indicatori macroeconomici restituiscono, in quella congiuntura, un rapporto del tutto differente tra offerta di moneta e domanda di beni. Inoltre, la strategia di stabilizzazione di questo combinato da parte della Fed risulta affatto differente rispetto alle iniziative che l'autorità monetaria centrale di Washington aveva messo in atto un cinquantennio prima.

Nel tentativo di comparare la dinamica del rapporto tra *stock of money* e *consumer spending* tra i primi anni Venti e la prima crisi petrolifera del 1974-75, lo stesso Peter Temin rilevava, basandosi sulle serie statistiche disponibili nella seconda metà degli anni Settanta, quanto il rallentamento dei consumi reali, assai poco percettibile lungo tutto quel biennio, fosse assai inferiore rispetto al rallentamento del prodotto nazionale lordo e dell'offerta di moneta. Egli sottolineava inoltre come in entrambi i casi la flessione fosse stata alquanto più contenuta rispetto al vero e proprio tracollo dei capitali in circolazione e di quelli spesi per consumi registratosi negli anni Trenta⁶⁸. In questo modo, l'economista del MIT suggeriva per gli anni Settanta sia il ripetersi, seppur in proporzioni assai più modeste, del rapporto causale tra offerta di moneta e *consumer spending*, sia il configurarsi di un quadro macroeconomico nel quale la caduta del saggio di crescita complessivo dell'economia statunitense appariva assai contenuto. Nel far ciò, Temin si concentrava sull'andamento dei consumi reali soste-

⁶⁷ Questa posizione emerge ad esempio dalle trattative tra il presidente dell'IBRD e la Banca d'Inghilterra circa la disponibilità britannica ad assorbire titoli di debito emessi dall'istituto di Washington: si veda WBGA, *Records of the Office of the President, Records of President Robert S. McNamara, Contacts with member countries. United Kingdom, Correspondence 04*, fs. 209355B, Office of the President, *Meeting with Sir Geoffrey Howe, Chancellor of the Exchequer, UK*, September 29, 1979.

⁶⁸ TEMIN, *Lessons for the Present from the Great Depression*, pp. 42-43; si vedano in questo senso le serie su *money supply*, sul prodotto nazionale lordo a prezzi costanti del 1958, e sulle spese per consumi aggiustate all'inflazione ricostruiti in COUNCIL OF ECONOMIC ADVISERS, *Annual Reports, 1971-1975*; *Survey of Current Business*, anni 1974-1976; STANDARD AND POOR'S, *Trade and Securities Statistics*, anni 1974, 1975.

nendo che mentre la deflazione dei primi anni Trenta aveva espanso il debito delle famiglie colpendone i consumi, tra 1974 e 1975 l'avvio della spirale inflattiva aveva ridotto il debito sostenendo il reddito disponibile e la domanda⁶⁹. A differenza di quarant'anni prima, i dati di maggior rilievo risultavano due: da un lato la sostanziale tenuta dell'offerta di moneta nel mercato dei capitali statunitense e a livello internazionale, nonostante il susseguirsi di fallimenti bancari che scuote il sistema bancario statunitense e europeo tra 1974 e 1975. Dall'altro, emergeva il mancato surriscaldamento del costo del denaro alla fine della prima crisi petrolifera, nei due aspetti del costo dei prestiti per gli investimenti e dei prezzi alla produzione e al dettaglio. L'azione di politica monetaria internazionale della Fed, unitamente al contenuto impatto della crisi energetica su competitività e produttività industriale fino almeno alla fine del 1974⁷⁰, aiutano a spiegare questa parabola e a comprendere le specificità, rispetto agli anni Trenta, del rapporto tra *money supply* e *consumer spending*. Ciò suggerisce la differente parabola che l'interdipendenza economica internazionale compie nel contesto delle crisi finanziarie del Ventesimo secolo.

Tra l'autunno del 1973 e il 1975 si registra tra Stati Uniti ed Europa occidentale il fallimento di ben nove tra i più importanti colossi bancari⁷¹, cui seguirà quello di alcune banche di intermediazione dotate di un volume di affari assai minore, per l'esattezza 29 istituti a tutto il 1976⁷². Dal collasso della United States National Bank of San Diego nell'ottobre del 1973 a quello della Franklin National Bank of New York esattamente un anno più tardi, dopo un vano tentativo di salvataggio da parte della Fed nell'estate del 1974, passando per il fallimento del colosso bancario Herstatt in Germania, l'anno è segnato dal diffondersi di panico bancario nel mercato mobiliare internazio-

⁶⁹ TEMIN, *Lessons for the Present from the Great Depression*, p. 43; F.S. MISHKIN, *The Household Balance Sheet and the Great Depression*, «Journal of Economic History», 38 (1978), pp. 918-937; ID., *Illiquidity, Consumer Durable Expenditure and Monetary Policy*, «American Economic Review», 66 (1976), pp. 642-654.

⁷⁰ Secondo le serie del National Bureau of Economic Research, durante il periodo 1972-1977 la crescita media annua del capital stock delle imprese manifatturiere statunitensi è di almeno un terzo superiore a quella che si registra durante gli anni 1977-1982. Cfr. E.J. BARTELSMAN, W. GRAY, *The NBER Manufacturing Productivity Database*, NBER Technical Working Paper Series, 205, Chicago 1996.

⁷¹ *Annual Report of the Federal Deposit Insurance Corporation*, numeri vari anni 1970-1977.

⁷² J.F. SINKEY, *Identifying Large Problem/Failed Banks: the Case of Franklin National Bank of New York*, «Journal of Financial and Quantitative Analysis», 12 (1977), pp. 780-781.

nale e da una conseguente propensione a vendere titoli da parte delle società di intermediazione bancaria⁷³. Ancor più, le grandi banche commerciali, soprattutto quelle statunitensi che si fanno carico di una quota consistente del credito internazionale, mostrano nel corso del 1974 una crescente renitenza a sostenere la liquidità degli istituti di credito medi e piccoli, e dunque a finanziarne il credito industriale⁷⁴. Ciononostante, lungo tutta la prima metà di quell'anno le principali banche commerciali statunitensi registrano una crescita dei propri prestiti internazionali in larga misura determinata dalla significativa espansione delle linee di credito concesse fuori dagli Stati Uniti dalle proprie subsidiaries estere, in massima parte collocate in Europa e operanti sul mercato dei titoli a breve scadenza, quello più sensibile alle oscillazioni del costo del denaro. In questo periodo, infatti, i tassi su questo tipo di titoli sono più alti rispetto a quelli a più lunga scadenza⁷⁵.

Questa tendenza si inserisce sullo sfondo dell'espansione del mercato dei *call time* e degli *short-term deposits*, trainato sin dalla seconda metà del decennio precedente dal cosiddetto mercato delle eurovalute. In larga parte gravitante attorno ad investimenti denominati in dollari, l'*euro-currency market* era costituito da investimenti esteri sulle piazze finanziarie europee, in valute differenti dal mercato finanziario nel quale erano trattati, i cui proventi e saldi venivano reinvestiti, anziché rimpatriati. Questo mercato europeo, la cui origine e la cui crescita hanno luogo negli anni Sessanta a seguito dell'espansione degli investimenti bancari esteri e della spesa pubblica americana per sostenere la politica estera statunitense⁷⁶, nel corso del 1974 conosce una

⁷³ NARA, RG56, *Office of the General Counsel. Assistant General Counsel, Records Related to Opec Financial Affairs 1974-1979*, fs. 1, f.lo E Part 1 of 2 1974-1979, T.D. Willet (Treasury Ministry) a Under Secretary Bennett e Assistant Secretary Cooper, *Report on Discussions with New York Bankers Concerning Prospective Problems in International Financial Markets*, 7 agosto 1974.

⁷⁴ Ivi, C.D. Keyser a T.D. Willett, *Memorandum Contingency Planning: Consultations with Bankers*, 5 agosto 1974.

⁷⁵ Si veda il rapporto del rappresentante del Tesoro statunitense presso l'OECD Committee on Financial Markets del dicembre 1974 in NARA, RG56, *Office of the Assistant Secretary for International Affairs, Chronological Files of the Office of Financial Resources and Energy Finance 1974-1977*, fs. 1, f.lo TEFRR: Office of Financial Resource Policy Coordination, Permanent Chronological File 1974, Department of State a US Embassy in Paris, telegramma *OECD Committee on Financial Markets Meeting, November 21-22, 1974*, 11 dicembre 1974.

⁷⁶ D. HARVEY, *La crisi della modernità*, Il Saggiatore, Milano 1993, pp. 177-180 (ed. or. Oxford 1989); S.A. FOWLER, *The Monetary Fifth Column: The Eurodollar*

dilatazione senza precedenti per effetto dei depositi dei proventi dei paesi produttori di petrolio a seguito della prima crisi petrolifera. Il prolungato panico bancario registratosi nella prima metà dell'anno spinge gli istituti statunitensi, in corrispondenza del clamoroso fallimento della Franklin National Bank, a dichiararsi indisponibili ad accogliere i depositi a breve termine dei paesi dell'OPEC per i rischi che le attese inflazionistiche ponevano⁷⁷. Ciononostante, come si è appena visto, per tutta la prima metà del 1974 essi riciclarono attraverso le proprie filiali europee i proventi finanziari dell'OPEC, i cosiddetti petrodollari, per un ammontare complessivo di circa 12 miliardi e mezzo di dollari⁷⁸, canalizzati in buona misura per concedere prestiti a breve scadenza agli operatori economici che nel contesto deflattivo di quella parte dell'anno furono utili a sostenere gli investimenti.

Contemporaneamente, si registra infatti sin dall'ultimo trimestre del 1973 una forte ma non eccessiva espansione delle emissioni di titoli e delle richieste di prestiti da parte delle corporations statunitensi. Se continuiamo a confinare la prospettiva al mercato dei capitali interno agli USA, possiamo osservare che si satura il credito degli istituti bancari nazionali e aumenta il cosiddetto *prime lending rate*, ovvero il costo delle linee di credito tradizionalmente accese a favore delle aziende finanziariamente più affidabili⁷⁹. Tutto ciò segnala una espansione della domanda di moneta. Tuttavia, nonostante le forti aspettative manifestate dal sistema bancario statunitense, già nella primavera del 1974, per una crescita dei tassi di interesse, il costo del denaro e i prezzi non conoscono l'atteso surriscaldamento. Due fattori, il quadruplicarsi del prezzo del petrolio, che lascerebbe presumere un impatto negativo su produttività e competitività manifatturiera, e il succedersi di fallimenti bancari e conseguenti disinvestimenti,

Threat to Financial Stability and Economic Sovereignty, «Vanderbilt Journal of Transnational Law», 47 (2014), pp. 825-827.

⁷⁷ MORGAN GUARANTY TRUST COMPANY, *World Financial Markets*, 21 gennaio 1975.

⁷⁸ Il riscontro di questo dato nel discorso del vice presidente della statunitense Morgan Guarantee Trust Company De Vries tenuto presso la conferenza organizzata dal Financial Times a Beirut il 23 settembre 1974: si veda in proposito NARA, RG56, *Office of the General Counsel, Assistant General Counsel, Records Related to Opec Financial Affairs 1974-1979*, fs. 2, f.lo G Part 2 of 3 1974-1975, US Department of the Treasury, *Memorandum Petrodollars Recycling: Aspects of Financial Market Behaviour*, 27 settembre 1974.

⁷⁹ R. METZ, *Market Place: Banks Raise Debt Ratios*, «The New York Times», 31 luglio 1974, p. 42.

apparivano quali prodromi potenziali di una contrazione dell'offerta di moneta. Essi costituiscono infatti in quel passaggio a valle della prima crisi petrolifera i due ingredienti fondamentali di una possibile spirale inflazionistica, relativamente ai prezzi delle *commodities* e al costo del denaro per i prestiti. In altre parole, il combinato di crescente emissione di titoli di debito da parte delle imprese per finanziare la ristrutturazione della propria competitività, e la parallela riduzione dell'offerta per il susseguirsi di crisi bancarie, lasciavano presagire il peggio quanto a costo del denaro e liquidità. E invece, per tutto il 1974, nel mercato statunitense si ebbe solo un moderato apprezzamento dei prezzi delle *commodities* all'ingrosso, mentre l'insieme di circolante e depositi conobbe una lieve e costante espansione⁸⁰. Inoltre, tra la fine del 1973 e l'inizio del 1975 gli assetti totali e netti delle banche commerciali statunitensi registrarono una espansione di circa il 30 per cento⁸¹.

Le cause che spiegano la mancata spinta inflattiva vanno individuate in un primo momento nell'operazione di intermediazione bancaria internazionale svolta a partire dai primi mesi del 1974 dalle principali banche commerciali statunitensi, che si videro depositarie di quote crescenti dei proventi che i paesi produttori di petrolio dell'OPEC erano andati accumulando a seguito del primo quadruplicamento dei prezzi del greggio⁸²; quindi, a partire dall'estate, nell'intervento di politica monetaria della Fed, che sullo sfondo dell'offerta di moneta in forte espansione sui mercati internazionali si adopererà per contrastare i rischi deflattivi che ne potevano derivare. Il meccanismo di investimento degli assets finanziari dei paesi produttori consisteva in depositi a breve termine presso le principali banche commerciali residenti sulla piazza di Wall Street, le quali, come si è accennato, ridepositavano presso le proprie subsidiaries, in massima parte operanti

⁸⁰ Per i dati su circolante e depositi si veda *Federal Reserve Bulletin*, numeri vari anni 1973-1975.

⁸¹ FEDERAL DEPOSIT INSURANCE CORPORATION, *Historical Statistics on Banking, Commercial Bank Reports, FDIC-Insured Commercial Bank Assets, Balances at Year End 1934-2013*, consultabile all'indirizzo <https://www2.fdic.gov/hsob/HSOBRpt.asp>.

⁸² Per una prima serie di dati aggregati sui depositi ricevuti e sui titoli emessi dalla finanza statunitense rispetto ai paesi dell'OPEC tra dicembre 1973 e settembre 1974 si veda NARA, RG56, *Office of the Assistant Secretary for International Affairs, Chronological Files of the Office of Financial Resources and Energy Finance 1974-1977*, fs. 1, f.lo TEFRP Office of Financial Resources Policy Coordination, Permanent Chronological File 1974, M. O'Conner a Assistant Secretary of the Treasury Parsky, Memorandum *OPEC investments in the United States*, 23 dicembre 1974.

in Europa, tali proventi, destinandoli alle società di intermediazione che trattavano titoli a breve scadenza⁸³.

La forte scommessa, che segna tutta la prima metà di quell'anno, di canalizzare i proventi della vendita del petrolio su titoli a breve termine quali appunto il mercato delle eurovalute, segnala il contenuto rischio inflattivo della prima crisi energetica su prezzi e competitività⁸⁴. Tant'è che il preesistente credito industriale a medio-lunga scadenza, sostenuto dunque in questo passaggio da titoli a maturità medio-breve o breve, pareva sufficiente a far fronte al rallentamento del ciclo. Diversamente, in un contesto di crescita del costo del denaro, titoli a breve termine sarebbero stati succubi della parabola inflattiva e dunque non idonei a sostenere gli investimenti. Ne sono testimonianza nel corso di quell'anno per un verso la stagnazione in cui versa il mercato degli Eurobonds⁸⁵, tradizionalmente a tassi contenuti e lunga scadenza; per l'altro, la forte dipendenza del sistema bancario europeo dal mercato delle eurovalute, cui gli istituti di credito europei ricorrono in misura crescente tra l'inizio del 1973 e la fine del 1974⁸⁶.

A fronte di questa sostanziale tenuta dell'offerta di liquidità e dei titoli a breve termine delle banche commerciali per il credito, gli stessi consumi, soprattutto quelli di beni non durevoli e di servizi, si mantennero abbastanza costanti⁸⁷. Il riciclaggio dei petrodollari, dunque,

⁸³ Per le origini di questo meccanismo di finanziamento esogeno della liquidità delle banche commerciali statunitensi assai prima della prima crisi petrolifera, all'inizio del decennio, si veda NARA, RG56, *Office of the Assistant Secretary for International Affairs, Office of the Deputy to the Assistant Secretary for International Affairs, Records Relating to International Financial Institutions 1962-1981*, fs. 8, f.lo 2 of 2 (Im-13-7 International Monetary Bank and Banking The Euro-Market), G.H. Willis (US Treasury Ministry) a Undersecretary Volcker, Memorandum *The Euro-Dollar Market-Entering a Third Phase?*, 29 marzo 1971.

⁸⁴ Tra il 1973 e la fine del 1974 i paesi dell'OPEC accrescono le proprie oil revenues da 23 a 94 miliardi di dollari. I relativi reinvestimenti sui mercati internazionali vengono in larga parte canalizzati, oltre che sul mercato monetario statunitense, sulla piazza finanziaria londinese della sterlina e, direttamente o attraverso lo stesso sistema bancario europeo, soprattutto svizzero, sul mercato delle eurovalute: si vedano i documenti in NARA, RG56, *Office of the General Counsel, Assistant General Counsel, Records Related to Opec Financial Affairs 1974-1979*, fs. 3, f.lo O 1975-1978, A. Lang, Board Briefing *OPEC Trade Balances in 1974 and 1975*, 31 marzo 1975; e R.H. Mills, *Board Presentation*, 31 marzo 1975.

⁸⁵ R. JANSSEN, *Fears About Stability of the Banking System in West Are Spreading*, «The Wall Street Journal», 26 luglio 1974.

⁸⁶ BANCA PER I REGOLAMENTI INTERNAZIONALI, *International Surveillance Tables*, Basilea, 1973/75.

⁸⁷ BALKE, GORDON, *Appendix B*.

sembra in quel passaggio storico sostenere il rapporto tra offerta di moneta per gli investimenti e domanda di beni, nelle varianti delle *commodities* e dei *consumer goods*. Tuttavia, il forte conflitto tra i paesi produttori di petrolio e le stesse banche commerciali circa la durata e il costo dei depositi degli uni e dei prestiti delle altre⁸⁸, e soprattutto la paura che i rapidi proventi dell'OPEC potessero determinare sul breve periodo un eccesso di offerta di moneta, spinse la Federal Reserve a correre ai ripari⁸⁹. All'inizio dell'estate, l'autorità monetaria statunitense e il Tesoro Americano misero a punto la scelta di indurre l'OPEC a distribuire i propri assets finanziari, canalizzandoli essenzialmente lungo tre dorsali: in primo luogo, operando investimenti nel debito pubblico, bonds e *securities*, del Tesoro di Washington; secondariamente, finanziando i programmi di sviluppo internazionale, direttamente nella variante del processo di modernizzazione industriale e sociale delle stesse economie mediorientali, e indirettamente nel sostegno finanziario dei programmi economico-finanziari degli istituti di Bretton Woods a beneficio dei paesi in via di sviluppo; infine, ciò che più interessa in questa sede, spostando i propri investimenti di capitale dai titoli a breve a quelli a più lunga scadenza nel mercato borsistico⁹⁰, processo già in atto prima dell'inizio dell'autunno di quello stesso anno⁹¹.

Nonostante le forti resistenze delle stesse banche commerciali statunitensi a rendersi braccio operativo di questa strategia della Fed tesa a connettere le implicazioni della prima crisi petrolifera sul mercato dei capitali internazionali con il sostegno all'offerta di moneta per gli investimenti, alla fine del 1974 essa aveva dato i primi frutti. Tra la

⁸⁸ NARA, RG56, *Office of the Assistant Secretary for International Affairs, Office of the Deputy to the Assistant Secretary for International Affairs, Records Relating to International Financial Institutions 1962-1981*, fs. 8, f.lo 2 of 2 (Im-13-7 International Monetary Bank and Banking The Euro-Market), IMF Staff Paper SM/74/232, 26 settembre 1974.

⁸⁹ Per i timori di Fed e Tesoro statunitensi in questo senso si veda ad esempio NARA, RG56, *Office of the General Counsel, Assistant General Counsel, Records Related to Opec Financial Affairs 1974-1979*, fs. 1, f.lo E part 1 of 2 1974-79, Memorandum of Conversation Foreign Department of the Federal Reserve of New York Representative (sanitized)-Senior Vice President-Dirck Keyser (Treasury/OASIA), 26 luglio 1974.

⁹⁰ DECLASSIFIED DOCUMENTS AND REFERENCE SYSTEM (disponibili all'indirizzo <http://www.gale.com/c/us-declassified-documents-online>), *Council on International Economic Policy*, Executive Director Memorandum *Proposed CIEP Working Group Review of Direct Investment in the US by Oil Producers*, 29 luglio 1974.

⁹¹ Si veda su questo punto il dibattito tra banchieri statunitensi e europei *How Precarious are the Euro Markets?*, «Euromoney», luglio 1974.

fine del 1973 e il compiersi dell'anno successivo la geografia dell'*international lending* dei grandi istituti di credito USA coinvolti nel riciclaggio dei petrodollari e nelle scelte di politica bancaria della Fed era mutata in modo assai significativo. Il rapporto tra i prestiti sui mercati esteri a breve scadenza, come detto operati in massima parte dalle foreign subsidiaries delle banche commerciali USA, e quelli emessi sui mercati internazionali dalle branches residenti negli Stati Uniti, specializzate nel mercato dei titoli a lunga scadenza, si era invertito rispetto alla prima metà dell'anno, con una diminuzione relativa dei primi e una espansione dei secondi. Su base aggregata annuale, tra la fine del 1973 e quella dell'anno successivo la massa di titoli acquistati e trattati dalle rappresentanze estere delle banche americane sul mercato delle eurovalute passò da poco più di 36 a circa 51 milioni di dollari, pari ad un incremento annuo del 41 per cento. Contemporaneamente, il volume di crediti concessi dalle subsidiaries delle stesse banche commerciali statunitensi residenti negli USA passò da 26 miliardi di dollari alla fine del 1973 a più di 45 alla fine del 1974, pari ad un incremento annuo del 70 per cento⁹². Ciò conferma il sostanziale successo dell'operazione, voluta dalla Fed, volta a indirizzare il più possibile verso il mercato dei titoli a lunga scadenza la forte crescita del mercato internazionale dei capitali determinata dalla prima crisi petrolifera, al fine di sostenere gli investimenti produttivi mantenendone l'equilibrio con i consumi.

Gli effetti della scelta compiuta da Tesoro e Fed nel 1974 per riassorbire la bolla dei petrodollari, combinati con la serie di fallimenti non solo di banche commerciali e di investimento, ma anche di corporations e amministrazioni pubbliche, a partire dal rischio di fallimento tecnico della stessa città di New York, eventi che segnarono la cronaca economica statunitense tra 1975 e 1976⁹³, muteranno radicalmente il quadro del rapporto tra offerta e domanda di liquidità per gli investimenti. La forte diminuzione dell'offerta internazionale di moneta nel 1976, effetto dell'intreccio tra riassorbimento dei proventi dei paesi dell'OPEC e recessione in occidente, unitamente alla cre-

⁹² NARA, RG56, *Office of the General Counsel, Assistant General Counsel, Records Related to Opec Financial Affairs 1974-1979*, fs. 2, f.lo G Part 1 of 3 1974-1975, *Outlook for International Lending by Banks in 1975*, 24 marzo 1975.

⁹³ Per i riflessi del rischio di default tecnico della città di New York sulla concessione di credito internazionale alle banche di Wall Street si veda l'intenso dibattito tra banche commerciali statunitensi e Fed in FRBNYA, *Central Files, Records Relating to meetings with New York City bankers*.

scente domanda di credito da parte di soggetti pubblici e privati per fare fronte ai rischi in corso o potenziali, contribuiranno ad innescare la forte spirale inflattiva (usualmente ricollegata alla prima crisi energetica). In seguito, le politiche espansive implementate sotto l'amministrazione Carter procrastinarono gli sforzi di stabilizzazione del processo di interdipendenza economica, continuando a regolare il rapporto tra offerta transnazionale di capitali e espansione dei consumi all'interno delle società industriali. Ciononostante, la crescente dipendenza finanziaria dai paesi produttori di petrolio attraverso il riciclaggio dei petrodollari preludeva a una crisi di tale strategia. Il punto di svolta è da collocare nel momento in cui, con la rivoluzione iraniana del 1979, volgerà al termine la stabilità politico-economica nel cruciale quadrante geopolitico medio-orientale.

6. *Conclusioni*

La svolta monetarista della Fed che abbiamo brevemente tracciato nel primo paragrafo prende corpo sullo sfondo dell'esaurirsi di questa strategia di finanziamento di politiche espansive previo ricorso ai paesi produttori di petrolio. Ciò porrà fine, a cavallo del decennio successivo, all'indirizzo di politica economica internazionale americano volto come si è visto, lungo tutto il decennio, a organizzare e stabilizzare il rapporto tra flussi transnazionali di capitali e ristrutturazione della domanda interna alle società industriali avanzate: proprio l'insostenibilità del ricorso alle nuove potenze finanziarie dell'OPEC mette in crisi il processo di interdipendenza economica, ancor prima che la seconda crisi energetica determini, nei primi anni Ottanta, conseguenze sull'economia internazionale. Precipitano con la rivoluzione iraniana e la fine del regime filoccidentale di Teheran tutte le contraddizioni di tale modalità di finanziamento, e si compie uno storico mutamento non solo nella politica monetaria internazionale della Fed, ma anche nelle strategie di assistenza e nei programmi di aiuto delle istituzioni finanziarie internazionali nate con la conferenza di Bretton Woods alla fine del secondo conflitto mondiale.

Infatti, la debolezza della strategia perseguita dall'amministrazione Carter, tesa a ricorrere alle economie dell'OPEC per alimentare il rapporto tra offerta di moneta e domanda di investimenti e beni di consumo, emerge costantemente tra 1977 e 1979, e quindi già prima del cambio di regime a Teheran: il ricorso agli assets liquidi dei paesi produttori risultò sempre più difficile, e non solo a causa della loro con-

trazione determinata dal ciclo economico internazionale, come si è visto per l'anno 1976. Essa mostra tutti i limiti derivanti dall'indebolimento del dollaro sui mercati internazionali: dal dibattito di fine anni Sessanta circa la riforma del sistema monetario internazionale alle molteplici ipotesi sostenute da Washington per affiancare al dollaro altre divise per gli scambi e i pagamenti internazionali (in particolare i Diritti Speciali di Prelievo, ovvero la currency del FMI creata precedentemente), risulta alquanto eloquente l'intenso confronto svoltosi lungo tutto il decennio, a Washington e in seno alle istituzioni economiche sovranazionali, su quali dovessero essere le divise di riferimento. Esso aveva infatti segnalato i rischi per il dollaro e per il suo valore sui mercati di cambio di una riorganizzazione della domanda internazionale fondata unicamente sulla divisa verde. Puntualmente, il fallimento di ogni ipotesi alternativa o complementare al dollaro faceva del riciclaggio dei petrodollari a fini di espansione economica il pericoloso conduttore di una svalutazione della moneta di Washington sui mercati di cambio internazionali. Data la denominazione per la più parte in dollari degli assets esteri dei paesi dell'OPEC, ciò diventa tra 1977 e 1979 motivo di attrito sempre meno sanabile tra Washington e i paesi mediorientali, che intravedono nella debolezza del dollaro la svalutazione dei propri investimenti finanziari esteri. Per reazione, in quel biennio i paesi dell'OPEC minacciano ripetutamente ritorsioni ora monetarie, *in primis* la rinuncia al dollaro quale divisa per regolare il commercio di petrolio, ora finanziarie, come il disinvestimento in occidente, dove nel corso del decennio essi avevano accresciuto la propria presenza negli asset proprietari di corporations e imprese manifatturiere⁹⁴. Questo nodo non troverà soluzione nemmeno nella tradizionale opera di mediazione svolta in seno all'OPEC per conto di Washington da parte dei due paesi produttori tradizionalmente più vicini agli Stati Uniti e abituati a mediare tra USA e OPEC, Arabia Saudita e Iran stesso.

È su questo sfondo che il crollo del regime iraniano e l'avvento della rivoluzione pongono fine ad una strategia di gestione del processo di interdipendenza economica internazionale così come è stato ricostruito in questo saggio, aprendo le porte alla svolta monetari-

⁹⁴ Si vedano nell'un caso la serie digitalizzata RAC Collection consultabile presso la *research room* della JCPL, nonché la documentazione in NARA, RG56, *Office of the General Counsel, Assistant General Counsel, Records Related to Opec Financial Affairs 1974-1979*, buste varie; nell'altro, si possono consultare, tra le altre serie, JCPL, *Anthony M. Solomon Papers*, e FRBNYA, *Central Files*.

sta impresa all'economia internazionale dal nuovo vertice del Federal Reserve System guidato da Paul Volcker. La stretta monetaria imposta al credito internazionale, ancorché densa di conseguenze economiche su dimensioni e struttura degli investimenti, segna un passaggio politico-economico con il quale si rinuncia definitivamente alla ricerca di un connubio tra libera circolazione transnazionale dei capitali e sostegno a investimenti produttivi e domanda aggregata. Il passaggio storico che si compie tra 1979 e 1980, dunque, è tutto politico, segnando la fine di ogni ipotesi di compatibilità tra integrazione economica sovranazionale e politiche di *demand management*.

Del rilievo politico-economico, ancorché finanziario, di questa svolta sono conseguenza e prova la torsione repentina che conoscono le politiche di assistenza della IBRD e del FMI. La prima, guidata dal 1980 proprio da Tom Clausen, fino a quel momento a capo di Bank of America, tra le principali finanziatrici delle politiche di sviluppo della presidenza McNamara, anteporrà immediatamente la difesa della sua affidabilità al cospetto dei propri creditori rispetto agli obiettivi di «lotta alla povertà» nei paesi sottosviluppati che avevano guidato la gestione McNamara. Da questo momento in avanti contrasto del sottosviluppo e promozione della coesione sociale perderanno priorità per divenire subordinati alla *creditworthiness* dell'istituzione di Washington. Altrettanto significativamente, dal 1980 in poi il FMI capovolge il significato del principio di «condizionalità» già presente nello statuto del Fondo redatto negli anni Quaranta: nel corso del trentennio precedente l'imposizione da parte del Fondo ai paesi beneficiari di politiche economiche interne quali il riordino dei bilanci nazionali, il contenimento del costo del lavoro, o la ristrutturazione delle politiche fiscali erano state funzionali ad attirare credito estero necessario a sostenere offerta e domanda interna di beni. La svolta monetarista di fine decennio rende l'imposizione di queste misure una mera condizione del flusso transnazionale di capitali e beni di investimento allontanando anche il FMI, così come la IBRD, dal proprio ruolo di sostegno del rapporto tra offerta transnazionale di capitali e domanda interna alle economie industriali. In questo senso la svolta monetarista di Volcker cambia volto alle stesse istituzioni di Bretton Woods, interrompendo quel processo di interdipendenza economica internazionale e aprendo le porte a un decennio – gli Ottanta – in cui gli obiettivi di circolazione transnazionale del capitale e di crescita interna verranno perseguiti da Washington disgiuntamente: sul piano interno, all'ombra

dell'Amministrazione Reagan, alimentando la domanda attraverso la spesa pubblica, in primo luogo quella militare; sul piano internazionale, imponendo ai paesi in via di sviluppo oggetto degli aiuti internazionali rigide misure interne come condizione per risollevare il debito pubblico o la bilancia dei pagamenti.

SIMONE SELVA

Università degli Studi di Napoli "L'Orientale"