

VALENTINO DOMINEDÒ

•

IL MOVIMENTO INTERNAZIONALE DEI CAPITALI  
E L'ESPERIENZA POSTBELLICA  
DEGLI STATI UNITI D'AMERICA

◆

Casa Editrice  
ARACNE  
Milano

VALENTINO DOMINEDÒ

•

IL MOVIMENTO INTERNAZIONALE DEI CAPITALI  
E L'ESPERIENZA POSTBELLICA  
DEGLI STATI UNITI D'AMERICA



Casa Editrice  
ARACNE  
Milano

## SOMMARIO

---

1. Il movimento dei capitali, possibile fattore di squilibrio internazionale —
2. Accenni alla teoria del Keynes —
3. Rendimento e produttività degli investimenti all'estero —
4. La bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti d'America dal 1919 al 1933: in ispecie, i movimenti di capitale —
5. Esportazione di capitale e livelli di prezzi —
6. Conclusioni.

1. - Uno dei più notevoli aspetti dell'attuale disordine economico e monetario, così interno agli Stati come internazionale, è senza dubbio quello dell'enorme indebitamento pubblico e privato. Come per un circolo vizioso — ha notato di recente il FISHER (1) — l'indebitamento provoca indebitamento, poichè gli sforzi compiuti allo scopo di alleviarne il peso danno, in ogni caso, origine a processi deflazionistici, i quali per sè stessi producono un aumento del potere d'acquisto della moneta e rendono, per un tempo più o meno lungo, non raggiungibile l'intento. Ciò è tipicamente vero per i rapporti economici fra individui di uno stesso mercato, ma può anche applicarsi al caso degli indebitamenti internazionali. Quando essi divengono eccessivi, e comportano oneri che non possono venire soddisfatti con le normali risorse di un paese, ecco entrare in azione un complesso di forze deflazionistiche, che non soltanto muovono dai debitori individualmente considerati, ma da tutti coloro, può dirsi, che in qualsiasi modo partecipano alla produzione o agli scambi: ed è il meccanismo monetario e creditizio, governato dall'istituto di emissione, la leva che

---

(1) J. FISHER: *The debt-deflation theory of great depression*, « *Econometrica* » ottobre 1933. Intesi con la dovuta moderazione, i rimedi così detti « reflazionistici » del Fisher sono certamente opportuni. Ma quanto alla teoria del ciclo, crediamo di vedere nella trattazione del Fisher più una descrizione empirica di fatti e di sequenze che una approfondita analisi strutturale delle fluttuazioni. Da questo punto di vista è preferibile l'impostazione del Keynes, assai più complessa, benchè in conclusione pervenga a risultati che concordano con quelli del Fisher.

obbliga ad una graduale riduzione dei prezzi. Tra le insolvenze dei debitori, talora ufficialmente riconosciute, e l'eventuale miglioramento di alcune partite della bilancia dei pagamenti (in ispecie le importazioni ed esportazioni di merci, decrescenti le prime in confronto delle seconde, per effetto del mutato rapporto dei prezzi) i paesi debitori riescono così, faticosamente, a porre un nuovo equilibrio nelle loro relazioni con i paesi creditori.

Ciò è quanto si verifica, ormai da alcuni anni, tra la Germania, il Sud America e le altre nazioni fortemente indebitate, da un lato, e gli Stati Uniti d'America dall'altro. Quanto gravi sacrifici il processo accennato comporti, si può in qualche modo intuire esaminando le cifre del commercio internazionale: solo da pochi mesi esse accennano ad una stasi, dopo una triennale e progressiva diminuzione. La quale si manifesta anche nei paesi che hanno fatto ricorso alla svalutazione monetaria: per il Regno Unito ha forse influito sull'andamento delle esportazioni la politica di stabilità dei prezzi, attuata in un periodo di diminuzione dei prezzi mondiali; laddove agli Stati Uniti ha nuociuto specialmente l'incertezza delle direttive ivi impresses dal potere pubblico, incertezza che ha dato luogo a movimenti speculativi sul mercato interno delle merci e sul mercato dei cambi esteri (2), ma ha, d'altra parte, impedito uno sviluppo delle esportazioni (riscontrandosi invece per le importazioni un aumento dovuto in parte alle migliorate condizioni interne).

Ora la gravità di siffatti squilibrii internazionali induce a ripensare sopra alcune vedute teoriche, concernenti la posizione che occorre fare, nella teoria del commercio internazionale, al movimento dei capitali. Si riconosce in ge-

(2) Vedi le osservazioni di R. A. YOUNG, nell'art. *Or, mouvement des capitaux et dollar*, « *Revue économique internationale* » gennaio 1934; e per la descrizione dell'andamento dei prezzi negli S. U. dopo l'abbandono della parità aurea, lo studio di F. C. MILLS: *Aspects of recent price movements* « *National Bureau of economic research* », Bull. 48 (ottobre 1933). Il Mills dimostra come l'assentamento dei prezzi relativi non si sia ottenuto se non tendenzialmente fino al giugno; è seguita poi un'inversione di tendenza.

nerale che gli ingenti trasferimenti di capitale a breve termine hanno concorso, nel dopoguerra, a rendere instabile il funzionamento del *gold standard* (3), pur non essendo — come talvolta si crede — la causa di tutti gli scostamenti delle unità monetarie dalla parità aurea (4). Tali trasferimenti però non costituiscono una fonte permanente di squilibrio; e non hanno, comunque, raggiunto l'importanza nel tempo dei trasferimenti di capitale a lungo termine, indice dell'affermarsi e del prevalere di nuove potenze economiche nel mondo, e del travaglio di altre, miranti al proprio risanamento. Molte volte poi i trasferimenti di capitale a breve si sono accompagnati, in senso contrario, a quelli di capitale a lunga scadenza, i quali in tal modo sono stati sempre facilitati e talvolta resi possibili.

Fatto il debito posto all'influenza perturbatrice dei movimenti di capitali monetari, rimane a vedere come il continuo accumularsi di eccedenze attive nella sezione « corrente » — ossia non in conto capitale — della bilancia dei pagamenti, abbia consentito a qualche paese (gli Stati Uniti d'America) di ingigantire sempre più come creditore di altri, fino a rendere a questi impossibile il sollevarsi dal debito, senza un collasso generale della attività economica. Il collasso, fatalmente necessario, dimostra anzitutto come gli interessi dei vari paesi, anche se diversamente estesi e dotati di ricchezze, siano reciprocamente dipendenti; e significa, in secondo luogo, che non può esser completa ed esatta una teoria del commercio internazionale che non sia « di lungo periodo ».

---

(3) Vedasi, p. es., il chiaro studio di P. JANNACCONE: *Il problema dell'oro*, in « Nuova Antologia » 16 ottobre 1932, pag. 15 dell'estratto.

(4) Nota lo YOUNG nel cit. art. che, nel marzo 1933 le riserve auree, presso le banche della riserva federale, agli S. U. A. erano uguali a quelle esistenti nel 1929. V. pure, dello stesso A., *The United States and gold*, « The Annals », gennaio 1933, p. 210 e segg.: nel 1931 e nel 1932 il pericolo di richieste di oro per l'esportazione fu certo maggiore che nel marzo 1933, poichè rilevante era il fondo di crediti a breve scadenza a disposizione dell'estero. Non si deve dimenticare, del resto, che dopo il 6 marzo 1933 e prima della sospensione definitiva del 20 aprile il dollaro fu quotato alla pari.

2. - Si consideri, per esempio, la teoria svolta dal KEYNES nel suo *Treatise on money* (cap. XXI e *passim* nei due volumi). Se un appunto può farsi a questa opera, esso riguarda, a parere di chi scrive, la forma eccessivamente schematica di alcune relazioni fondamentali. Nella distinzione dei beni e delle forme del capitale, nei rapporti tra la formazione dei risparmio e dei profitti e le variazioni dei prezzi, (5) la concezione teorica del KEYNES è forse troppo rigida: e si spiega perciò come il secondo volume integri, ma a volte pure contraddica o limiti di molto le affermazioni del primo. Quella rigidità appare anche nella teoria monetaria del commercio internazionale: essa, infatti, poggia sull'idea di un equilibrio, di cui è condizione un determinato livello dei saggi di interesse nel paese considerato in confronto dei paesi esteri, livello che assicuri l'uguaglianza fra la eccedenza — attiva o passiva — della bilancia internazionale (sezione « corrente ») e l'ammontare dei prestiti concessi oppure ottenuti dall'estero. E' in sostanza, la concezione di un equilibrio *pro tempore*, che, sebbene riguardi i prestiti a lunga scadenza, non fa che riflettere e porre in armonia fra di loro le condizioni del momento. Osserva acutamente il KEYNES che tale armonia, nei rapporti internazionali, è talvolta in contrasto con le condizioni richieste per l'equilibrio monetario interno (anch'esse valide *pro tempore*, sebbene l'attuazione dell'equilibrio non possa mai avvenire immediatamente); ma non si preoccupa, in sede teorica, di indagare i pericoli di squilibrio *a lunga scadenza*, che possono celarsi dietro un apparente equilibrio *attuale* internazionale. Il medesimo punto di vista segue il KEYNES, quando dichiara (6) che è nell'interesse delle nazioni creditrici il concedere ulteriori prestiti, allo scopo di

---

(5) Circa la formulazione matematica di tali rapporti, è stato rilevato che il Keynes ricorre implicitamente ad una ipotesi arbitraria: cfr. A. H. HANSEN: *A fundamental error in Keynes' « Treatise on money »*, « American Economic Review » settembre 1932; e successivi articoli del Keynes ed altri.

(6) In « *The international gold problem* », Oxford University Press 1931, pag. 189.

*proteggere*, evitando l'insolvenza dei debitori, i prestiti precedentemente accordati.

Ma anche per un'altra ragione la teoria del KEYNES si palesa, nel punto di cui ci occupiamo, eccessivamente formale. La condizione di equilibrio su riferita viene ovviamente a coincidere con l'esclusione dei movimenti dell'oro. Ora, a parte le obiezioni sull'efficacia dei mezzi che debbono condurre all'equilibrio (7), è proprio la definizione del concetto « esclusione dei movimenti dell'oro » che rende difficile il dire se e quando l'equilibrio venga raggiunto. In luogo dei movimenti dell'oro possono invero effettuarsi movimenti degli impieghi a breve; e non solo di quelli di cui dispone la banca di emissione, ma anche degli altri che i privati posseggono o creano secondo le evenienze. Quale sarà dunque il limite, oltre il quale i mutamenti nei crediti o nei debiti a breve scadenza si dovranno considerare come equivalenti ad effettivi spostamenti di oro, e non più soltanto come naturali variazioni degli investimenti all'estero? E' lo stesso KEYNES che accenna (vol. I, pag. 355) alla duplice funzione degli investimenti a breve; ma le conclusioni di carattere pratico alle quali egli perviene sembrano svalutare la precedente impostazione teorica: si tratta soltanto, in definitiva, secondo il KEYNES, di attuare una politica che permetta una normale e continua compensazione di debiti e crediti internazionali.

3. - Se, in ogni caso, il saggio d'interesse degli investimenti all'estero fosse un'esatta misura della loro produttività, assicurerebbe che il paese debitore potrà, non solo pagare gli interessi, ma anche, a suo tempo, restituire il capitale. Saremmo nell'ipotesi classica di convenienza dei prestiti esteri; e potremmo tranquillamente ragionare sulla misura del vantaggio che gli investimenti arrecano al paese

---

(7) J. M. KEYNES: *A Treatise on Money*, London 1930: vol. I, pag. 328 e in vari altri luoghi; vol. II, pag. 306 e segg., 374 e segg.

creditore o a quello debitore (8). Non sussisterebbe, inoltre, il pericolo di gravi squilibrii futuri nelle bilancie dei pagamenti.

Tali squilibrii derivano invece dal fatto, che i rendimenti dei prestiti non hanno, o subito o in futuro (per sopravvenute ragioni), corrispondenza diretta con le produttività degli investimenti nei singoli paesi. Quando il KEYNES, per esempio, ricorda gli investimenti speculativi in America, da parte dell'estero, durante il *boom* di borsa del 1929 (vol. I, pag. 339), indica un caso in cui i movimenti dei capitali rispondono a fattori finanziari, e non a fattori d'investimento, ciò che può costituire una causa di grave perturbamento internazionale.

Ma se anche si ammette che i saggi di rendimento siano momentaneamente in connessione con la presunta produttività reale dell'impiego, e si escludono quindi i movimenti speculativi, le ragioni di squilibrio possono poi sopravvenire: è tipico il caso di variazioni del potere d'acquisto dell'oro, che muta l'onere effettivo dei debiti contratti e turba ogni calcolo di produttività (9). Inoltre è probabile che, se il paese mutuante può disporre di un attrezzamento produttivo, industriale e commerciale, assai sviluppato — od in ogni caso più efficiente di quello delle collettività richiedenti i prestiti — i paesi mutuatari, per quanto favoriti dall'affluenza del capitale estero, rimangano lungamente in condizioni di inferiorità produttiva, contrariamente alle previsioni che potevano esser fatte all'epoca della conclusione dei prestiti. L'esportazione di capitale dal primo paese tende perciò a continuare e ad accrescersi (influen-

---

(8) Nell'ipotesi accennata, il ragionamento del Keynes (vol. I, pag. 343 e segg.) è stato criticato da WHITTLESEY (*Foreign investment and national goi*, in « American Economic Review » 1933, pag. 466) con riguardo alle variazioni del rapporto fra prezzi di importazione e prezzi di esportazione, variazioni dovute oltrechè al trasferimento del prestito, anche al pagamento degli interessi ed al rimborso del prestito stesso.

(9) V. JANNACCONE: *La bilancia del dare e dell'avere internazionale*, Milano 1927, pag. 86 e segg.

su di essa anche l'accumulo degli interessi) fino alla completa rottura di ogni equilibrio.

Questo ci conferma che i saggi d'interesse apparentemente naturali o di equilibrio, i quali permettono, nel momento in cui sussistono, la ripartizione ottima del risparmio tra più paesi, possono talvolta palesarsi in seguito eccessivamente alti per i paesi mutuatari. Ciò nelle sue conseguenze è, per vero, attenuato dal fatto che gli spostamenti di capitale avvengono talora mediante l'emissione di azioni (e non di obbligazioni); ma è d'altra parte noto che l'emissione di azioni su mercati esteri, come quella di obbligazioni, si effettua spesso in base a criteri non strettamente economici e non di rado per l'impulso di fattori politici (10).

4. - Le cifre del movimento dei capitali con l'estero per gli Stati Uniti d'America nel dopoguerra, sono stati riprodotte nella tabella I, con gli altri dati riassuntivi della bilancia dei pagamenti. L'aggruppamento dei dati della sezione « corrente » è stato eseguito secondo l'importanza delle partite normalmente attive o passive, sulle tracce di una compilazione dell'*Annalist* (11). Di contro all'eccedenza delle esportazioni, alle entrate per debiti di guerra e alla percezione di somme per interessi e dividendi, stà un complesso di partite in generale passive: noli, spese dei turisti, rimesse degli immigrati e per beneficenza, spese governative ed altre varie. Il totale di queste somme, nei diversi anni, è rappresentato nel grafico con la linea tratteggiata, mentre i tre gruppi attivi danno luogo complessivamente alla linea superiore: la differenza quindi fra le ordinate di queste due linee, costantemente positiva, indica l'ammontare dei prestiti all'estero (a breve e a lunga sca-

---

(10) Cfr. B. OHLIN: *Interregional and international trade*, Cambridge, Harvard University Press, 1933, pag. 332 e segg.

(11) 30 marzo 1934. Articolo di WINTHROP W. CASE.

**TABELLA I**  
**BIANCIA DEI PAGAMENTI DEGLI STATI UNITI**  
(in milioni di dollari)

	1919	1920	1921	1922	1923	1924	1925	1926	1927	1928	1929	1930	1931	1932	1933
<b>A) PARTITE CORRENTI NORMAL-MENTE ATTIVE:</b>															
1. Movimento di merci: a credito .....	7.920	2.950	4.485	3.892	4.167	4.591	4.910	4.809	4.865	5.128	5.241	3.843	2.434	1.612	1.675
a debito .....	3.904	5.278	2.509	3.113	3.792	3.610	4.227	4.431	4.194	4.091	4.400	3.061	2.090	1.323	1.449
valore netto .....	4.016	8.228	1.976	719	375	981	683	378	681	1.037	841	782	334	289	226
2. Debiti di guerra .....	243	53	87	157	258	182	187	175	206	207	207	241	113	99	20
3. Interessi e dividendi: a credito .....	150	150	100	350	400	455	520	735	800	893	979	916	492	461	430
a debito .....	100	100	100	125	150	150	165	268	281	359	414	300	126	68	68
valore netto .....	50	50	80	225	250	305	355	467	519	534	565	616	536	393	367
TOTALE .....	4.309	3.053	2.143	1.101	883	1.468	1.225	1.040	1.406	1.778	1.613	1.639	983	781	613
<b>B) PARTITE CORRENTI NORMAL-MENTE PASSIVE:</b>															
4. Noli e spese di trasport.: a credito .....	510	203	90	71	65	76	75	127	140	147	206	155	117	73	44
a debito .....	437	110	57	64	73	68	83	183	206	227	272	251	150	118	50
valore netto .....	73	93	33	7	8	8	8	61	66	80	66	96	72	45	15
5. Spese dei turisti (valore netto) .....	50	150	200	300	400	500	560	498	528	552	638	602	456	375	220
6. Rimesse degli emigranti, opere di beneficenza, ecc. (valore netto) .....	600	700	500	400	360	355	360	264	255	276	265	215	202	163	134
7. Spese governative e partite varie .....	667	92	62	42	52	91	89	61	50	145	197	97	93	67	51
TOTALE .....	1.244	849	729	651	716	756	839	884	899	1.053	1.166	1.010	823	650	420
Totale delle partite correnti .....	3.065	2.204	1.414	450	167	712	386	156	507	725	447	629	160	131	193
<b>C) MOVIMENTO DELL'ORO E DEI CAPITALI:</b>															
8. Movimento dell'oro .....	164	50	686	235	295	216	102	72	154	272	120	278	176	11	232
9. Movimento dei biglietti .....	90	100	100	—	50	50	60	40	55	40	15	20	10	80	90
10. Movimento di capitali a breve scadenza .....	—	—	—	375	3	216	61	350	900	188	80	485	709	409	419
11. Variazioni degli impieghi a lunga scadenza .....	2.236	1.114	875	669	18	545	459	605	705	675	141	278	218	217	137
TOTALE .....	1.982	954	1.661	529	224	595	478	367	294	631	356	1.021	323	283	140
Errori, omissioni .....	1.083	1.240	247	79	57	117	92	211	801	94	91	392	165	152	53

denza) cumulando inoltre i movimenti dell'oro e gli eventuali errori ed omissioni (12).

(12) Le cifre degli errori ed omissioni si devono in parte attribuire ad inesatta valutazione dei movimenti di capitale: per il 1919 e il 1920 i forti saldi sostituiscono, fra l'altro, i dati mancanti degli investimenti a breve termine; per il 1927 e il 1930, secondo quanto avverte il Bollettino del Department of Commerce (Trade Information Bulletin N. 814, redatto da Amos E. Taylor), sono invece difettose le stime dei movimenti di capitale a lunga scadenza, con riguardo specialmente alle compra-vendite di obbligazioni.

E' da avvertire che i dati del 1933 sono provvisori; e così pure quelli del 1932, eccettuando la cifra dei movimenti di capitale a breve termine, che è riveduta. Quanto poi alla definizione delle singole voci, abbiamo seguito le pubblicazioni ufficiali americane, discostandoci perciò, in qualche punto dall'inquadramento delle *Balances des paiements* della Società delle Nazioni. In particolare, nella sezione in conto capitale, oltre a minori divergenze relative alle commissioni di sottoscrizione per l'emissione di capitali, ed oltre all'esclusione dei pagamenti per debiti di guerra, il movimento dell'oro è indicato comprendendovi variazioni dell'oro « earmarked » (accantonato per conto di banche estere). Considerando esportazione ed importazione di oro, ogni aumento o diminuzione dell'oro *earmarked*, se ne ha un riflesso nella valutazione dei movimenti di capitale a breve scadenza: si segua, infatti, il criterio del Department of Commerce, o si segua invece quello della Società delle Nazioni, il valore totale dei movimenti di capitale a breve e dei movimenti dell'oro non muta. Ecco, in ogni modo, la ripartizione dei dati sul movimento dell'oro nelle due forme di importazione od esportazione effettiva e di variazione dell'oro *earmarked*.

TABELLA II  
MOVIMENTO DELL'ORO  
(milioni di dollari)

A N N I	Eccedenza (+) o deficienza (-) dell'esportazione sull'importazione	Incremento (+) o decremento (-) dell'oro "earmarked"	T O T A L E
1919	+ 292	- 128	+ 164
1920	- 95	+ 145	+ 50
1921	- 664	- 22	- 686
1922	- 238	+ 3	- 235
1923	- 294	- 1	- 295
1924	- 258	+ 42	- 216
1925	+ 134	- 32	+ 102
1926	- 98	+ 26	- 72
1927	- 6	+ 160	+ 154
1928	+ 392	- 120	+ 272
1929	- 175	+ 55	- 120
1930	- 280	+ 2	- 278
1931	- 145	+ 321	+ 176
1932	+ 446	- 457	- 11
1933	- 174	- 58	- 232

Fra le necessità della ricostruzione postbellica e in mezzo al dissesto generale delle relazioni economiche, la esportazione di merci dagli Stati Uniti d'America potè, nell'immediato dopoguerra superare di molto le importazioni, così da assicurare un attivo alla bilancia dei pagamenti, coperto da concessioni di credito a breve e a lunga scadenza. A ciò concorsero anche crediti diretti a conto del Governo, per le cifre seguenti: 1919: 1.781 milioni; 1920: 240 milioni; 1921: 86 milioni. Negli anni successivi le esportazioni di capitale a lungo termine proseguirono ancora (eccettuato l'anno 1923 che segna un'importazione per 18 milioni), mentre si effettuavano impieghi a breve, da parte dell'estero negli Stati Uniti. E il duplice movimento, influenzato dalle cause più varie, e specialmente dalla politica e dalle condizioni monetarie dei singoli Stati, ebbe fine soltanto col ritorno all'oro delle unità monetarie dei paesi europei; il quale determinò un ritiro (specie per conto della Francia) dei capitali impiegati a breve negli Stati Uniti. Nel frattempo alternative varie si succedevano nei movimenti dell'oro, di cui una grande quantità fu importata fra il 1921 e il 1924, mentre esportazioni notevoli si ebbero nel 1925, nel 1927 e nel 1928; e a seconda delle circostanze aumentava o diminuiva, per ragioni di comodità, l'oro accantonato a disposizione di banche estere (13).

Senza procedere ad un'analisi dettagliata delle singole voci della bilancia dei pagamenti (14), ci preme notare come

---

(13) Non vi è alcuna relazione sistematica fra i movimenti complessivi dell'oro e la forma speciale dell'*earmarking*. Ma è possibile scorgere, per qualche anno, movimenti contrari nell'*earmarking* e nell'esportazione od importazione effettiva: così nel 1932 l'ansia di tenere al sicuro il prezioso metallo ha indotto le banche centrali estere a ridurre la quantità di oro accantonato effettuando esportazioni dagli Stati Uniti.

(14) Si vedano gli ottimi bollettini annuali del Department of Commerce, come fonte originaria. Su argomenti particolari sono molto interessanti gli studi di GEORGE E. ROBERTS, *Le mouvement d'entrée et de sortie de l'or en ce qui concerne les Etats-Unis d'Amérique, 1914-1929, et leurs effets*, in « Documents sélectionnés sur la distribution de l'or soumis à la Délégation de l'Or du Comité financier » (Société des Nations) e R. B. WESTERFIELD, *Le riserve d'oro dell'America* in « Giornale degli Economisti », settembre 1928.

la situazione creata da un complesso di circostanze, in seguito alla guerra, contrastava con l'assetto normale delle bilancie prebelliche; le quali, allorchè presentavano rilevanti esportazioni di capitale mostravano anche, per lo più, una bilancia commerciale passiva (15). E' appunto la capacità di produrre e di esportare merci in forte eccedenza sulle importazioni — e ciò per un lungo periodo di tempo — che ha generato lo squilibrio. Si può anzi soggiungere che questo, con la contrazione del commercio internazionale successiva al 1929, si è palesato particolarmente grave perchè la quota di esportazioni, sulla quantità complessiva prodotta delle merci esportabili, aveva ormai assunto l'importanza di una condizione essenziale per l'equilibrio della produzione negli Stati Uniti: nel 1929 tale quota era del 9,8 % rappresentando un valore di oltre 5 miliardi di dollari. Col ridursi della domanda da parte dell'estero, i prezzi delle cinque grandi categorie di merci esportate furono diversamente influenzati, perchè la riduzione stessa non fu eguale per tutti e perchè inoltre concorreva al medesimo effetto la varia diminuzione delle domande per il mercato interno (16): è comunque interessante vedere come la riduzione dei prezzi sia stata più grave per le materie grezze che per i prodotti finiti, pur essendo aumentata la percentuale di quella rispetto al totale delle esportazioni (22,2 % nel 1929; 35,9 % nel 1933): ciò che sta a significare la diminuita capacità di produzione dei vari paesi del mondo:

(Indice dei prezzi: base 1923-1925 = 100)

	1929	1930	1931	1932
Materie grezze . . . . .	76	59	40	34
Generi alimentari grezzi . . . . .	89	80	55	47
Prodotti alimentari (manufatti) . . . . .	96	88	68	52
Semi-manufatti . . . . .	100	87	71	58
Prodotti finiti . . . . .	89	85	68	62

(15) JANNACONE, *op. cit.*, pag. 47.

(16) Per una misura statistica dell'influenza di tale causa, in relazione ai prodotti agricoli e ai prodotti industriali, vedi E. J. WORKING, *Production and demand: contrasts between agriculture and other industries*, in « Stabilization of employment » (edit. Roos), Bloomington, Indiana, 1933.

Fra i prestiti a lunga scadenza, concessi dagli Stati Uniti, occupano un posto speciale quelli che servirono ad approvvigionare di oro o di divise alcune banche centrali estere: tali prestiti « artificiali », diedero luogo — in quanto non vennero convertiti in oro — ad una partita di compenso nei depositi tenuti da paesi esteri presso le banche degli Stati Uniti: situazione giudicata dal KEYNES (17) quasi paradossale per la differenza fra gli interessi attivi e passivi. Con quegli altri prestiti conclusi per assoluta necessità (e quindi certamente improduttivi), sempre più numerosi a partire dal 1928, essi indicano come fosse viziato il meccanismo creditizio internazionale.

Le cifre della tabella I mostrano il cambiamento verificatosi — dopo un lungo periodo di forzato equilibrio — nel 1930. Si ebbe allora per il concorso della caduta dei valori di borsa americani, un riassetamento, il quale a grandi linee può dirsi caratterizzato (nel triennio 1931-33) da un movimento di capitale a lunga scadenza inverso a quello che si era effettuato sino al 1930; e caratterizzato inoltre dalla continuazione di ritiri dei capitali impiegati a breve, iniziatisi già fin dal 1928. Nella tabella III si riportano le valutazioni di questi impieghi alla fine degli anni 1929-32; e nella IV una valutazione degli investimenti *privati* americana a lunga scadenza alla fine del 1930: l'ammontare complessivo di questi ultimi investimenti si ridusse, al 31 dicembre 1931, a milioni di dollari 14.635, e alla fine del 1932 a milioni 13.952.

Questo riflusso verso gli Stati Uniti dei capitali investiti a lunga scadenza ha preso specialmente la forma di riacquisto dei titoli obbligazionari da parte dei paesi debitori: riacquisto conveniente in ragione delle basse quotazioni di borsa. Tra i paesi che hanno così ammortizzato in parte il loro debito è da segnalare la Germania.

Ma il movimento dei capitali nel periodo susseguente al 1929 è degno di studio per molteplici altri aspetti, essendo

---

(17) *Treatise*, vol. II p. 380.

TABELLA III  
**INVESTIMENTI PRIVATI AMERICANI A LUNGO TERMINE  
 ALL' ESTERO ALLA FINE DEL 1930 (\*)**  
 (milioni di dollari)

	Investimenti diretti	Investimenti di portafoglio	TOTALE
Canada . . . . .	2.049	1.893	3.942
Europa . . . . .	1.469	3.461	4.930
Messico e America Centrale . . . . .	931	38	969
Sud America . . . . .	1.631	1.411	3.042
Indie Occidentali . . . . .	1.072	161	1.233
Africa . . . . .	115	2	117
Asia . . . . .	419	603	1.022
Oceania . . . . .	155	265	420
<b>Totale . . . . .</b>	<b>7.841</b>	<b>7.834</b>	<b>15.675</b>
Da dedurre per il movim. internaz. di obbligazioni . . . . .		630	630
Da aggiungere: capitale di banche e compagnie di assicurazione . . . . .		<b>7.204</b>	<b>15.045</b>
<b>Totale . . . . .</b>			<b>15.170</b>

(\*) Trade Information Bulletin N. 767 (A new estimate of American investments abroad) p. 8.

TABELLA IV  
**CREDITI E DEBITI VERSO L' ESTERO A BREVE SCADENZA (\*)**  
 (milioni di dollari)

	31 dic. 1929	31 dic. 1930	31 dic. 1931	31 dic. 1932
<b>DEBITI</b>				
Depositi . . . . .	1.662	1.640	1.025	734
Anticipazioni e scoperti . . . . .	27	36	26	31
Prestiti e investimenti a breve termine . . . . .	1.313	1.046	394	140
Crediti di accettazione . . . . .	35	15	20	8
<b>Totale . . . . .</b>	<b>3.037</b>	<b>2.737</b>	<b>1.465</b>	<b>913</b>
<b>CREDITI</b>				
Depositi . . . . .	210	294	113	150
Anticipazioni, scoperti, prestiti e investimenti a breve termine . . . . .	523	629	677	542
Crediti di accettazione . . . . .	884	879	449	366
<b>Totale . . . . .</b>	<b>1.617</b>	<b>1.802</b>	<b>1.239</b>	<b>1.058</b>
<b>Debito (+) o credito (-) complessivo . . . . .</b>	<b>+ 1.420</b>	<b>+ 935</b>	<b>+ 226</b>	<b>- 145</b>
Differenza rispetto all'anno precedente . . . . .		- 485	- 709	- 371

(\*) Trade Information Bulletin, N. 803 e 814 (Balance of International payments, 1931, 1932). I dati per il 1932 sono stati corretti nel Bollettino successivo (non ancora disponibile) così da avere una differenza rispetto all'anno precedente di -409, in luogo di -371. V. « The Annalist » 30 marzo 1934. Si riportarono qui tuttavia i dati provvisori allo scopo d'indicare le tendenze manifestatesi nel 1932: nella tabella riassuntiva della bilancia dei pagamenti si è posto invece il dato corretto.

una manifestazione caratteristica dello stato di depressione generale. La sfiducia negli aspiranti mutuatari ha fatto sì che i saggi di rendimento elevati non fossero attrattiva bastevole (18). E mentre le emissioni di obbligazioni per conto dell'estero si riducevano a cifra trascurabile (8 milioni di dollari) negli Stati Uniti già nel corso del 1932 (19) e si annullavano nel 1933, i paesi debitori, quando non erano insolventi per il pagamento di interessi e il rimborso dei capitali, rifiutavano spesso il trasferimento monetario delle somme dovute e nello sforzo di saldare la loro bilancia dei pagamenti abbassavano i prezzi delle merci esportate concorrendo così ad aggravare la situazione. Infine è da avvertire che nel giuoco complesso dei fattori hanno pure importanza la politica di facilitazioni creditizie seguita negli Stati Uniti (non sempre però con successo) e il mutato atteggiamento nei riguardi dell'oro: se nel 1931 l'afflusso di oro non fu desiderato o provocato, nel 1932 le *open market operations* congiunte a tassi ufficiali di sconto non troppo bassi dovevano assicurare da un lato la larghezza del credito e non favorire dall'altro il deflusso d'oro. Anche allora apparivano in contrasto le esigenze internazionali con esigenze interne: contrasto affrontato già in altre forme durante il periodo 1921-29, all'epoca delle importazioni (1921-24) o a quella delle esportazioni (1927-28) di oro e ancora poi nel corso del *boom* borsistico del 1929.

5. - Poichè gli Stati Uniti d'America hanno, nel dopoguerra, esportato una grande massa di capitale a lungo termine, cade a proposito la questione se in questo esempio concreto si riscontri valida la teoria del TAUSSIG (tracciata sulle orme del MILL), perfezionata dal VINER e discussa poi

---

(18) V. i due volumi *La situation économique mondiale*, editi dalla SOCIETA' DELLE NAZIONI, *passim*, e specialmente il primo (1931-32) pag. 209 e segg.

(19) Nei due anni precedenti, e particolarmente nel primo semestre del 1930, vi erano state notevoli esportazioni di capitale. V. SOCIETA' DELLE NAZIONI, *Balances des paiements 1930*, pag. 15 e seg.

criticamente da molti autori. Ha rilevato lo OHLIN (20) che nel 1923, anno in cui non figura esportazione di capitale, il livello dei prezzi in grosso negli Stati Uniti fu alquanto elevato, in confronto dell'andamento dei prezzi in altri paesi: ciò in conformità alle proposizioni del TAUSSIG. Questo è, evidentemente, solo un indizio e non una conferma della sopradetta teoria, anche perchè esaminando il rapporto fra prezzi di esportazione e prezzi di importazione (che è l'elemento maggiormente significativo) si nota, per il 1923, non una diminuzione ma un aumento. Tuttavia allargando lo sguardo a tutto il periodo considerato, e ponendo a raffronto gli indici dei prezzi dei beni « interni » e delle merci di esportazione e di importazione, si riscontra effettivamente che il rapporto suddetto segue *grosso modo*, in senso inverso, l'ammontare annuo della esportazione del capitale:

	Indice dei prezzi interni	Indice dei prezzi di esport.	Indice dei prezzi di import.	Rapporto di scambio
1919 . . . . .	138	144	130	1,11
1920 . . . . .	153	156	158	0,99
1921 . . . . .	97	102	87	1,17
1922 . . . . .	96	94	84	1,12
1923 . . . . .	100	101	98	1,03
1924 . . . . .	97	99	96	1,03
1925 . . . . .	103	100	106	0,94
1926 . . . . .	99	92	104	0,88
1927 . . . . .	95	86	96	0,89
1928 . . . . .	96	88	94	0,93
1929 . . . . .	95	87	88	0,99
1930 . . . . .	86	78	72	1,08
1931 . . . . .	72	60	55	1,09
1932 . . . . .	64	51	43	1,19

Ulteriori conferme o pseudoconferme della teoria si potrebbero forse ottenere considerando gli indici dei salari (che sono prezzi interni) od altre serie di prezzi (21). Ma, a

(20) *Op. cit.* pag. 453.

(21) Si veda uno studio di T. J. KREPS, *Export, import, and domestic prices in the United States, 1926-1930*, « *Quarterly Journal of Economics* » febbraio

parere di chi scrive, si tratterebbe proprio di *pseudoconferma*, poichè quella teoria, pur non essendo accettata da tutti nella identica forma, è certamente sottoposta ad ipotesi restrittive circa la sequenza dei fenomeni e l'assenza di fattori perturbanti. Anche in questo caso, dunque, l'osservazione empirica non è di valido aiuto per l'accertamento di una proposizione teorica (21). Il fine sviluppo della teoria del TAUSSIG, dato di recente dallo OHLIN con l'analisi dell'influenza del sistema bancario (analisi superiore a quella del KEYNES sopra il medesimo argomento), è quasi fine a se stesso. Quando si esamina la realtà, è difficile dire se l'intreccio dei fenomeni è tale che alla causa « esportazione di capitale » seguano certe variazioni dei prezzi, o se non avvenga invece il contrario (22). L'interdipendenza tra i fenomeni può anche implicare un immediato adattamento della produzione, che escluda variazioni di prezzi. E tutto ciò, indipendentemente dal significato che possa attribuirsi agli indici dei prezzi impiegati.

Sembra perciò esatta, agli scopi pratici, la impostazione meno rigida e più vasta che vien data al problema delle variazioni dei prezzi (in rapporto con l'esportazione del capitale) in recenti studi pubblicati dalla Società delle Nazioni (23). La correlazione è da cercarsi fra molti elementi, i quali son tutti *indici della situazione economica*: prezzi delle materie prime e dei prodotti finiti, indici del consumo, indici degli investimenti ecc. L'indagine statistica giunge a conclusioni interessanti — che qui riteniamo superfluo riprodurre — specie nell'esame di periodi di breve durata.

---

1932; e F. C. MILLS in *Recent Economic Changes* (New York, 1929), vol. II, pag. 654.

(22) F. HAYEK, *Monetary theory and the trade cycle*, London 1932, p. 27-8.

(23) V. G. DEL VECCHIO, *Corso di politica economica*, Padova, 1933, pagina 338 e segg. V. pure le osservazioni di C. BRESCIANI-TURRONI, *Inductive verification of the theory of international payments*, Cairo, 1933, ult. cap.

6. - Per concludere sul tema, di cui principalmente si è trattato nel presente scritto, si potrebbe accennare ai rimedi contro i pericoli di squilibrio insiti nella esportazione del capitale. Nel caso concreto studiato, i dati raccolti nella tabella I mostrano che l'attivo, nella sezione « corrente » della bilancia dei pagamenti, non è — almeno nel periodo posteriore al 1922 — molto lontano in valore dalle somme dei pagamenti per debiti di guerra e per interessi e dividendi. A prescindere dai primi, una tempestiva riduzione degli interessi avrebbe notevolmente migliorato la situazione. Si giunge perciò, nel campo internazionale, alla conclusione pratica alla quale perviene il KEYNES in via generale nel suo *Treatise* (24): opportunità di un controllo dei saggi d'interesse, e, si deve aggiungere, anche dell'ammontare degli investimenti esteri a lungo termine. Un tale controllo, necessariamente internazionale, sarebbe vantaggioso alla comunità degli Stati non meno degli accordi per una generale revisione delle politiche doganali.

---

(24) *Balances des paiements* 1930, pag. 21-23; *La situation économique mondiale, 1931-1932*, pag. 207.

(25) Vol. II pag. 375 e segg. Per il controllo dei prestiti internazionali. V. pure ALVIN H. HANSEN, *International capital movements*, nel cit. volume « Stabilization of employment ».

PARTITE CORRENTI DELLA BILANCIA DEI PAGAMENTI

