

Gli shock petroliferi degli anni Settanta

Crisi globali, sfide regionali,
scenari nazionali

a cura di

Massimo Bucarelli, Daniele De Luca,
Silvio Labbate





Storia internazionale dell'età contemporanea,
collana diretta da **Antonio Varsori**
(Università degli Studi di Padova)

Negli ultimi decenni le discipline storiche hanno fatto registrare un crescente interesse nei confronti degli eventi e delle dinamiche di carattere internazionale. Se per lungo tempo tali aspetti erano risultati oggetto quasi esclusivo della storia diplomatica, il diffondersi della “histoire des relations internationales” ha aperto l’interesse degli studiosi ad altre dimensioni: da quella economica a quella sociale, a quella culturale. L’influenza esercitata dalle storiografie britannica e americana, l’attenzione verso ambiti temporali più recenti, la moltiplicazione delle fonti archivistiche, i rapporti con altri settori delle scienze sociali e l’interesse verso temi quali la “guerra fredda” e l’integrazione europea hanno condotto alla sempre più ampia diffusione degli studi di storia delle relazioni internazionali. Inoltre numerosi studiosi di storia contemporanea hanno preso a sottolineare l’importanza del rapporto esistente fra dimensioni politica, economica e sociale interne e quelle internazionali. Infine il processo di “globalizzazione” non poteva lasciare insensibili gli storici. Ciò ha condotto all’emergere di una ampia quanto complessa Storia internazionale.

La collana nasce quindi con l’intento di creare uno spazio specifico in cui possa trovare collocazione parte della crescente produzione storica in questo settore: dai lavori di giovani ricercatori ai contributi di studiosi di riconosciuta esperienza, dai manuali universitari di alto livello scientifico agli atti di convegni.

Comitato scientifico: **Frédéric Bozo** (Université de Paris III Sorbonne Nouvelle), **Michel Dumoulin** (Université de Louvain-la-Neuve), **Michael Gehler** (Universität Hildesheim), **Wilfried Loth** (Universität Duisburg-Essen), **Piers Ludlow** (London School of Economics), **Georges-Henri Soutou** (Université de Paris IV Sorbonne e Institut de France).

Il comitato assicura attraverso un processo di peer review la validità scientifica dei volumi pubblicati.



Il presente volume è pubblicato in open access, ossia il file dell'intero lavoro è liberamente scaricabile dalla piattaforma **FrancoAngeli Open Access** (<http://bit.ly/francoangeli-oa>).

FrancoAngeli Open Access è la piattaforma per pubblicare articoli e monografie, rispettando gli standard etici e qualitativi e la messa a disposizione dei contenuti ad accesso aperto. Oltre a garantire il deposito nei maggiori archivi e repository internazionali OA, la sua integrazione con tutto il ricco catalogo di riviste e collane FrancoAngeli massimizza la visibilità, favorisce facilità di ricerca per l'utente e possibilità di impatto per l'autore.

Per saperne di più: [Pubblica con noi](#)

I lettori che desiderano informarsi sui libri e le riviste da noi pubblicati possono consultare il nostro sito Internet: www.francoangeli.it e iscriversi nella home page al servizio "[Informatemi](#)" per ricevere via e-mail le segnalazioni delle novità.

Gli shock petroliferi degli anni Settanta

Crisi globali, sfide regionali,
scenari nazionali

a cura di

Massimo Bucarelli, Daniele De Luca,
Silvio Labbate

Storia internazionale
dell'età contemporanea

FrancoAngeli

OPEN  ACCESS

Il volume è stato pubblicato con il contributo del Dipartimento di Metodi e Modelli per l'Economia, il Territorio e la Finanza, della "Sapienza" Università di Roma, nell'ambito del progetto PRIN bando 2017 – contratto codice 20178453XY_003 (CUP B86J19000210001 – Responsabile scientifico dell'unità di ricerca: Prof. Massimo Bucarelli).

Copyright © 2025 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy.

Pubblicato con licenza *Creative Commons*
Attribuzione-Non opere derivate 4.0 Internazionale
(CC BY-ND 4.0)

Sono riservati i diritti per Text and Data Mining (TDM), AI training e tutte le tecnologie simili.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sul diritto d'autore.
L'Utente nel momento in cui effettua il download dell'opera accetta tutte le condizioni
della licenza d'uso dell'opera previste e comunicate sul sito
<https://creativecommons.org/licenses/by-nd/4.0/deed.it>

Copyright © 2025 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy. ISBN 9788835177654

Indice

Gli shock petroliferi degli anni Settanta: crisi globali, sfide regionali, scenari nazionali. Una premessa, di <i>Massimo Bucarelli</i>	pag.	7
1. Le sfide globali e regionali degli anni Settanta: un quadro introduttivo, di <i>Daniele De Luca</i>	»	21
2. Rivoluzione d'ottobre: la prima crisi petrolifera come spartiacque storico, di <i>Francesco Petrini</i>	»	35
3. La rivoluzione del petrolio: miti e realtà dello «shock petrolifero» del 1973, di <i>Duccio Basosi, Giuliano Garavini</i>	»	55
4. Gli effetti globali delle crisi energetiche: un confronto tra gli shock petroliferi degli anni Settanta e le crisi del 2022-24, di <i>Silvana Bartoletto</i>	»	73
5. Come finanziare le <i>energy corporations</i> tra crescita e <i>meltdown economico</i> : paesi produttori di petrolio, mercati dell'eurodollaro, finanza statunitense dagli anni Sessanta ai Settanta, di <i>Simone Selva</i>	»	91
6. <i>Al ayyām al tafra</i> : i “giorni del boom” e i caratteri regionali dello sviluppo in Asia occidentale e Nord Africa negli anni Settanta, di <i>Massimiliano Trentin</i>	»	121
7. L'Unione Sovietica, lo shock petrolifero del 1973 e l'Europa occidentale, di <i>Giulia Bianchi</i>	»	145

8. All'origine della diversificazione energetica italiana: il gas algerino e sovietico prima e dopo gli shock petroliferi degli anni Settanta, di <i>Silvio Labbate</i>	pag. 163
9. Rilanciare l'atomo? Il nucleare italiano e la crisi petrolifera del 1973, di <i>Giordana Pulcini</i>	» 195
Gli autori	» 213
Indice dei nomi	» 215

5. *Come finanziare le energy corporations tra crescita e meltdown economico: paesi produttori di petrolio, mercati dell'eurodollaro, finanza statunitense dagli anni Sessanta ai Settanta*

di Simone Selva

1. **Introduzione**

Questo contributo esplora il rapporto storico tra l'ascesa dei paesi produttori di petrolio sul proscenio finanziario internazionale durante gli anni Sessanta e Settanta del Ventesimo secolo, la crescente centralità dei mercati monetari non regolati dell'eurodollaro e di altre euro-valute nelle transazioni finanziarie globali, i cosiddetti mercati non residenti, e il ruolo svolto dalle banche commerciali e di investimenti statunitensi quali intermediari finanziari. Attraverso tale prospettiva di indagine, il saggio avanza tre tesi. In primo luogo, si propone una periodizzazione dell'ascesa finanziaria globale dei paesi produttori di petrolio differente rispetto a quella offerta dalla letteratura esistente, sia coeva sia contemporanea: diversamente da tali studi, volti a confinare tale ascesa al decennio delle due crisi petrolifere mondiali, si sostiene che sin dall'avvio degli anni Sessanta i futuri stati membri dell'Opec, e in particolare i paesi del Medio Oriente, cominciarono a svolgere un ruolo di primo piano sullo scacchiere finanziario internazionale, con particolare riferimento a quello dei mercati non regolati. In seconda istanza, il capitolo si focalizza sulla relazione tra grandi prestatori e grandi debitori internazionali nel contesto della finanza non regolata di quei decenni. Nel quadro dei molti attori che in esso operarono quando quali *borrowers* e quando quali *lenders* sui mercati non regolati dell'eurodollaro e di altre valute non residenti, dalle banche centrali ai governi nazionali, dal mercato interbancario al finanziamento del commercio internazionale, cui si aggiungeranno soprattutto a partire dagli anni Ottanta attori istituzionali quali istituti assicurativi e fondi pensione, si sceglie in queste pagine di esplorare il caso delle *corporations* globali, con particolare riferimento ad alcune grandi *corporations* del settore energetico. Se infatti esse condividevano con tutto il comparto delle grandi *company* occidentali il bisogno

prima di finanziare la crescita globale di investimenti propria dei Sessanta, quindi le strategie di riorganizzazione della propria competitività e dei propri saggi di profitto a fronte della crisi economica mondiale dei Settanta, a ciò le *corporations* del settore energetico sommarono il bisogno di alimentare finanziariamente politiche di diversificazione delle fonti di approvvigionamento e dei propri investimenti internazionali: ciò le rende oggetto di ricerca storica tanto più interessante per questo lavoro. In terzo luogo questo contributo si distingue dalla letteratura di storia bancaria internazionale che ha esplorato il ruolo del sistema bancario occidentale di intermediazione bancaria nella redistribuzione su scala globale della ricchezza finanziaria accumulata negli anni Settanta dai paesi produttori di petrolio riuniti nell'Opec attraverso l'*outlet* finanziario costituito dai mercati dell'eurodollaro. Tale letteratura ha in massima parte atteso alla ricostruzione del ruolo svolto dalle banche commerciali europee: diversamente, questa ricerca sottolinea il ruolo crescente e sempre più centrale delle più grandi banche commerciali e di investimenti statunitensi in questa vicenda. Il lavoro, parte di uno studio più ampio di chi scrive sul processo di internazionalizzazione del sistema bancario americano nell'età della finanza non regolata, termina alla vigilia della storica decisione del nuovo Presidente del Federal Reserve System Paul A. Volcker di affrontare e sconfiggere la piaga inflattiva che affliggeva l'economia statunitense e quella mondiale almeno dal 1973 attraverso un aumento senza precedenti del tasso di sconto, e quindi dei tassi di interesse applicati dalle banche ai propri clienti. Tale scelta di politica monetaria ebbe effetti anche sui tassi di interesse dei mercati non residenti, quindi dell'eurodollaro, nella misura in cui aumentò i costi di remunerazione dei depositi e quindi dei prestiti in eurodollari: per anni le grandi *corporations* e i grandi prestatori *non corporate* cui si è accennato erano ad esso ricorsi proprio per il contenuto *mark up* sui tassi del mercato Libor dei prestiti in eurodollari: nonostante passaggi di crisi conosciuti dai tassi dell'eurodollaro in momenti particolari, quali ad esempio l'aumento del costo del denaro della seconda metà dei Sessanta o le crisi bancarie di metà anni Settanta, in primo luogo quella della Franklin National Bank, il mercato dell'eurodollaro e di altre euro-valute aveva costituito uno *shelter* finanziario per i grandi *borrowers* globali.

2. L'inizio di un decennio e l'inizio di un processo: dinamiche di finanziamento delle *corporations* globali negli anni Sessanta

L'avvento sin dalla fine degli anni Cinquanta di mercati in valute non residenti, in primo luogo quello dell'eurodollaro, sulle principali piazze

finanziarie occidentali, in prima istanza Londra, ma anche presso quelle di Parigi, Francoforte, Zurigo, sino ad ora al centro della letteratura storica che si è occupata del tema¹, registrò sin dall'inizio del decennio successivo un seppur parziale spostamento nei flussi di investimento dei grandi investitori da tali piazze occidentali a quelle del Medio Oriente, in primo luogo la piazza finanziaria di Beirut. Sin da quel passaggio storico il mercato finanziario libanese cominciò ad affermarsi quale centro finanziario emergente attrattivo per investimenti denominati in valute straniere e dunque non soggetti alla legislazione bancaria nazionale. Tale attenzione per il mercato finanziario mediorientale si sommò, con l'inizio degli anni Sessanta, al crescente ruolo dei paesi produttori di petrolio, unitamente alle banche centrali europee e a quelle del Sud Est asiatico, quali investitori nei mercati dell'eurodollaro². Secondo stime e reports della *Economic Intelligence Unit* di *Bank of England* i paesi arabi produttori del cosiddetto vicino Medio Oriente si affermarono quali investitori e depositari sui mercati dell'eurodollaro sin dalle primissime battute del nuovo decennio: dal 1961 banche e istituti finanziari privati canadesi, giapponesi e dell'America Latina si posizionarono quali *net borrowers* sui mercati finanziari europei, mentre al contempo le economie del Medio Oriente si avviavano ad affermarsi quali *lender* globali attraverso l'attività di intermediazione finanziaria del sistema bancario dell'Europa occidentale.

Al fine di comprendere tale doppio ruolo dei paesi produttori di petrolio quali paesi investitori nei mercati monetari non regolati e al contempo quali nuovi centri finanziari di attrazione per gli stessi mercati dell'eurodollaro, è opportuno considerare quanto i prestiti contratti dalle banche giapponesi sulla piazza finanziaria di Beirut sin dal 1961 contribuirono ad aumentare i tassi di remunerazione dei prestiti su tale piazza finanziaria inducendo altri investitori mediorientali, sino a quel momento attivi sulle maggiori piazza finanziarie europee di Londra e Ginevra, a spostare quote della propria liquidità dai mercati europei a quello di Beirut³.

Pertanto, ciò che emerge sin dalla nascita dei mercati non regolati dell'eurodollaro sono certamente le attività di investimento e intermediazione, così come la posizione di creditori netti dei paesi produttori di

1. Si veda su tutti Catherine R. Schenk, *The origins of the eurodollar markets in London, 1955-63*, in «Explorations in Economic History», n. 35, 1998, pp. 221-238.

2. La piazza finanziaria di Beirut offriva agli investitori mondiali minori restrizioni bancarie rispetto ai centri finanziari occidentali e una piena convertibilità della propria moneta: cfr. U.S. Congressional Research Service, *The petrodollar problem*, Washington D.C., Government Printing Office, 1975, p. 11.

3. Bank of England Archive, London (d'ora in avanti BoEa), Eid 10/21, Bank of England, *The Eurodollar Market*, secret, 21 aprile 1961.

petrolio del Medio Oriente su tali mercati durante gli anni che di fatto ne videro la nascita e sviluppo in seno ai mercati finanziari internazionali. A testimonianza di ciò, sin dall'inizio degli anni Sessanta i centri finanziari del Medio Oriente accrebbero la propria quota sul totale delle transazioni finanziarie globali in eurodollari. Tali dinamiche nelle transazioni finanziarie internazionali sui mercati monetari non regolati sono tanto più interessanti se si osserva che all'inizio di quel decennio le grandi banche private europee si attestavano quali debitori netti su tali mercati. Questo ruolo centrale dei paesi arabi produttori di petrolio suggerisce sicuramente quanto il rapporto tra gli investimenti finanziari internazionali di tali paesi e l'affermarsi dei mercati dell'eurodollaro quali *financial outlets* centrali per il finanziamento delle grandi *corporations* internazionali, sia manifatturiere sia di servizi⁴, incluse quelle petrolifere e energetiche, conosca il proprio abbrivio sin dall'inizio di quel decennio⁵.

I membri della costituenda organizzazione dei paesi produttori di petrolio (Opec) svolsero un ruolo cruciale nel processo di finanziamento delle attività e degli investimenti globali delle *corporations* occidentali del secondo dopoguerra attraverso le transazioni finanziarie sui mercati non regolati dell'eurodollaro e di altre euro-valute. Volendo qui offrirne una definizione tecnica, i mercati dell'eurodollaro costituiscono *assets* finanziari in valute non residenti, ossia *assets* denominati in valute altre rispetto a quella della piazza finanziaria sulla quale sono negoziati, e possono essere negoziati da banche residenti in tale piazza o da filiali di banche estere ivi operanti. Ciò che spiega l'elevata competitività e dunque domanda internazionale di prestiti in eurodollari furono, sin dalla loro comparsa, i tassi di interesse sui prestiti offerti in eurodollari rispetto al costo del denaro, più alto, dei mercati finanziari in valute residenti. Ciò si spiega, sin dall'avvio di questa storia, grazie alla mancata regolamentazione giuridica di tali *assets* finanziari rispetto a quelli dei mercati nazionali: nonostante tale assenza di regole verrà in parte colmata dal legislatore statunitense nel corso del tempo e sarà ampiamente dibattuta dalla comunità internazionale, a lungo

4. Evidenza archivistica di ciò può essere rinvenuta in primo luogo in BoEa, ma anche presso altri archivi storici, inclusi archivi *corporate* di grandi aziende occidentali che operavano i propri investimenti prevalentemente su scala globale.

5. Secondo gli studi ad oggi disponibili la prima compagnia petrolifera internazionale che ricorse all'emissione di titoli di debito denominati in dollari Usa fu la belga Petrofina, che emise *securities* sul mercato degli *eurobonds*, un mercato internazionale di capitali dominato da *assets* in dollari che offriva agli investitori *maturities* assai più lunghe del mercato a breve degli eurodollari. Sulla Petrofina si vedano David Kidwell, M. Wayne Marr, Rodney Thompson, *Eurodollar Bonds: Alternative Financing for U.S. companies*, in «Financial Management», n. 4, 1985, p. 19; Gary Burn, *The Re-emergence of Global Finance*, Palgrave Macmillan, London 2006, p. 32.

gli *assets* in eurodollari non ebbero vincoli in termini di tetto ai tassi di interesse, né soprattutto di *reserve requirements*. I beneficiari di prestiti in eurodollari non erano sottoposti al vincolo di accantonamento di parte dei prestiti ricevuti a garanzia degli investimenti fatti, rendendo in tal modo l'intero importo dei prestiti ricevuti disponibile per investimenti o, ciò che sarà pratica molto diffusa sul mercato interbancario, per l'erogazione di ulteriori prestiti da parte della banca beneficiaria del prestito in eurodollari originali⁶.

Pertanto, al fine di spiegare il protagonismo dei paesi produttori di petrolio in seno a tali mercati ben prima dello scoppio della prima crisi petrolifera, è cruciale avere contezza di quanto tali economie fossero accreditate di una crescente quota sul commercio internazionale e sull'export globale sin dalla fine degli anni Cinquanta, così come quanto ciò contribuì in maniera determinante ad accrescere i surplus di bilancia dei pagamenti di cui poterono godere sin dal decennio successivo.

Durante gli anni Sessanta tre dinamiche già caratterizzarono il rapporto tra mercati finanziari non regolati, paesi produttori di petrolio e *corporations* globali. In primo luogo, le *corporations* occidentali si posizionavano rispetto al mercato dell'eurodollaro tanto quali investitori quanto quali *borrowers*. Nonostante la quota ascrivibile alle *corporations* occidentali sul totale delle transazioni denominate in dollari sui mercati internazionali fosse risibile rispetto alle dimensioni che essa assumerà nel decennio successivo, sin dal 1960 l'aumento del volume di transazioni in eurodollari contribuì in modo significativo al finanziamento delle attività a degli investimenti delle grandi *companies* occidentali. Stando al solo Regno Unito, secondo *Bank of England* l'aumento senza precedenti dei depositi sul mercato dell'eurodollaro nel 1960 determinò per un verso un'ondata di conversioni di *assets* in divisa verde in valute locali e quale conseguenza di ciò l'espansione dei prestiti a investitori domestici, industrie manifatturiere e dei servizi nazionali⁷.

6. Questa ultima caratteristica utile a definire cosa sia un asset in eurodollari ha raramente trovato spazio nella abbondante letteratura economica disponibile sul tema. Si veda a tal proposito sul piano delle fonti d'archivio National Archives and Records Administration, Archive II, College Park (MD) (d'ora in avanti Nara), General Records of the Department of the Treasury (d'ora in avanti Rg56), Records Relating to the International Financial Institutions, buste varie.

7. In questo senso il mercato dell'eurodollaro determinò una pratica bancaria differente da quella propria delle banche statunitensi operanti in Europa prima dell'avvio della convertibilità valutaria: le banche statunitensi fecero di tutto per convertire i propri *convertible bank accounts* in valute locali in dollari statunitensi al fine di finanziare il commercio interno e internazionale: fu questo per esempio il caso della Francia del secondo dopoguerra, dove Lehman Brothers deteneva *convertible bank account* in franchi francesi

D'altro canto, una quota rimarchevole dei nuovi depositi su tale mercato veniva collocata fuori dalla piazza finanziaria londinese e all'estero per finanziare *corporations* estere, ivi incluse le grandi *corporations* statunitensi operanti fuori dagli Usa. Pressoché contemporaneamente, molte *corporations* globali si affermarono tanto quali *borrowers* quanto quali *lenders* sui mercati dell'eurodollaro. Nella misura in cui questo processo coinvolse le grandi multinazionali statunitensi, esse non solamente aumentarono la contrazione di prestiti in eurodollari, ciò che caratterizzò sin da tal periodo anche le *corporations* statali o a partecipazione statale europee.

Di fatto, molte *corporations* statunitensi impegnate durante la decade degli anni Sessanta in investimenti retail e in capitali fissi in Europa, anziché rimpatriare i propri profitti generati in Europa e su scala globale avviarono politiche di reinvestimenti dei medesimi profitti generati nel vecchio continente sotto forma di depositi in dollari presso le filiali londinesi delle principali banche americane.

Tale processo di investimenti corporate sui mercati internazionali prese forma sin dalla metà degli anni Sessanta non solo in virtù di politiche di investimenti specifiche delle *corporations* americane ma anche quale conseguenza di un orientamento esplicito del governo federale statunitense atto a promuovere il finanziamento delle attività estere delle grandi *corporations* direttamente sui mercati internazionali nell'ambito di politiche di sostegno alla bilancia dei pagamenti americana⁸. Tali politiche corporate di *borrowing* sui mercati esteri si posero in evidente coerenza con politiche monetarie apertamente dirette, sin dalla approvazione per mano del Congresso Usa del *Voluntary Foreign Credit Restraint Program* del 1963, a ostacolare e ridurre il deflusso di capitali all'estero⁹.

Pertanto, durante quel decennio finanziamento e investimenti internazionali delle *corporations* americane operanti all'estero presero forma sullo sfondo delle forti preoccupazioni e delle misure adottate dal legislatore di Washington per contrastare il deterioramento in atto dell'equilibrio di

presso la filiale parigina di Morgan Guaranty Trust Company. Si veda ad esempio Harvard Business School (d'ora in avanti Hbs), Baker Library Special Collections and Archives, Cambridge, MA (d'ora in avanti Blsca), Lehman Brothers Records, 1868-2007.

8. Rockefeller Archive Center, Tarrytown, New York (d'ora in avanti Rac), Records of the International Basic Economy Corporation (d'ora in avanti Rg Ibec), Series n. 8 (Ibec), b. 84 (Eurodollar data 1966-1970), Kuhn, Loeb and Co, *The International Bond Market, 1966*, 1° dicembre 1966.

9. L'apparato legislativo approntato dal lawmaker statunitense per bloccare il deflusso di capitali verso i mercati esteri comprendeva sia il Foreign Voluntary Credit Restraint Program (Fvcr) sia altri dispositivi legislativi volti a scoraggiare il deflusso di capitali. Si veda a titolo di esempio James Hawley, *Dollars and borders. U.S. Government attempts to restrict capital flows, 1960-1980*, Routledge, Abington-New York 1987.

Tav. 1 - Opec members' values of petroleum export, in m \$

	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
Algeria	106	201	105	465	394	493	508	532	583	606	681	614	1.030	1.522
Angola	-	-	-	-	-	-	-	-	-	15	41	68	99	148
Congo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0	5	33
Equatorial Guinea	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Gabon	9	9	9	10	12	14	15	35	42	58	62	89	100	212
IR Iran	595	672	706	799	1.109	1.138	1.149	1.748	1.688	1.857	2.358	3.494	3.638	5.617
Iraq	445	499	500	579	634	660	698	610	755	769	788	1.083	1.027	1.842
Kuwait	855	853	961	1.029	1.146	1.207	1.305	1.313	1.392	1.476	1.582	2.412	2.834	3.574
Libya	-	11	132	327	606	785	990	1.164	1.860	2.162	2.379	2.693	2.931	3.984
Nigeria	12	32	48	57	90	191	258	199	109	422	718	1.375	1.803	3.049
Saudi Arabia	682	740	809	869	922	1.073	1.298	1.384	2.020	2.107	2.418	3.803	5.477	8.956
United Arab Emirates	-	-	9	31	128	190	241	262	335	407	523	842	1.111	1.740
Venezuela	1.983	2.033	2.156	2.155	2.305	2.280	2.190	2.307	2.330	2.279	2.371	2.882	2.857	4.328

Fonte: https://asb.opec.org/data/ASB_Data.php.

bilancia dei pagamenti e del relativo conto capitali¹⁰. Quindi il ricorso da parte delle *corporations* americane ai mercati dell'eurodollaro per finanziare le proprie attività internazionali fu connesso, sin dall'inizio, ad una priorità di politica monetaria internazionale che guidò le autorità statunitensi sin dall'amministrazione Kennedy: ostacolare prestiti esteri da parte delle banche statunitensi e istituti finanziari, fossero pure essi diretti a filiali estere di *corporations* residenti negli Usa. Si trattava di una policy direttamente volta a stabilizzare il tasso di cambio del dollaro contro le maggiori valute del sistema monetario internazionale e a tutelare la piena convertibilità del dollaro in oro, pilastro del sistema monetario in essere all'epoca.

In questa cornice, il ruolo delle banche statunitensi attraverso le proprie filiali e sedi operanti sulla piazza finanziaria londinese risultava tanto più cruciale quanto più la loro funzione di raccolta di risorse sul mercato dell'eurodollaro di Londra per alimentare il credito alle *corporations* americane o per sostenere il credito interno al mercato americano era anche funzionale a drenare dollari dal sistema finanziario internazionale altrimenti soggetti a potenziali massicci acquisti da parte delle maggiori banche centrali al fine di acquisire oro negli Stati Uniti con possibili conseguenze esiziali per la parità fondamentale tra dollaro e oro stesso¹¹.

In seconda istanza, dalla fine degli anni Cinquanta le principali banche commerciali statunitensi collocarono la quota più ampia di depositi in valute non residenti trattate sulla piazza finanziaria londinese: secondo le stime di *Bank of England* essi crebbero, nel solo anno 1960, da 250 milioni di sterline a 500 milioni di valuta britannica. Certamente, come ricordato dalla stessa autorità monetaria centrale di Londra, tale crescita subitanea e consistente del mercato dell'eurodollaro e di analoghi mercati in altre valute non residenti derivò direttamente sia dal raggiungimento della piena convertibilità tra le valute avviatosi nel 1958, che rese le valute internazionali convertibili in valute locali, sia dalla forte crescita della competitività che si determinò in materia di scambi e pagamenti su scala globale. Tale apertura economica internazionale spinse molte *corporations* con interessi e investimenti all'estero tanto a competere per aggiudicarsi valute forti e finanziamenti in esse denominati, quanto ad ottenere credito a basso costo per finanziare le proprie attività commerciali e finanziarie internazionali al fine di fare fronte alla crescente competizione economica. Detto in altre parole, ricorrendo al mercato dell'eurodollaro e di altre valute non residenti le *corporations* occidentali, e in primo luogo quelle statunitensi, non solo si finanziarono senza mettere sotto pressione la bilancia dei pagamenti

10. Hbs, Blsca, Brimmer papers, buste varie.

11. *High Stakes in Eurodollars*, in «International Management», febbraio 1967, p. 35.

statunitense e la parità tra dollaro e oro; in verità il ricorso all'eurodollaro permise anche di finanziarsi a limitati costi di remunerazione dei prestiti contratti, ciò che consentì di fronteggiare il mare aperto dei mercati internazionali e della rispettiva competizione tra attori economici in esso operanti. In questo processo le banche commerciali statunitensi giocarono un ruolo di primo piano sia perché negoziavano la quota più ampia dei titoli di debito in eurodollaro e altre valute non residenti, sia per l'attività di intermediazione finanziaria che esse svolsero tra *corporate borrowers*, in particolare grandi imprese operative soprattutto in Europa nel settore manifatturiero e in quello retail, e gli investitori internazionali¹².

In terzo luogo, durante la fase di nascita e espansione del mercato dell'eurodollaro, ad esso contribuirono certamente alcune banche centrali e stati che lo finanziarono, dalle autorità monetarie dei paesi scandinavi all'Olanda, e in misura minore la Germania: dalla fine degli anni Cinquanta le banche centrali iniziarono a immettere liquidità sul mercato delle valute estere gravitante attorno alla *city* londinese. Nonostante questo radicamento a Londra dei mercati in valute non residenti per il quale la *city* sarebbe diventata, nell'opinione pubblica così come nelle ricostruzioni degli storici, sinonimo di eurodollari, sin dalla fine dei Cinquanta alcuni paesi del Medio Oriente divennero investitori sugli stessi mercati dell'eurodollaro¹³; al contempo, le banche operanti sulla piazza finanziaria di Beirut cominciarono a contribuire allo sviluppo dei mercati in valute non regolate¹⁴.

Pertanto, sin dall'inizio degli anni Sessanta tutte le principali caratteristiche del processo, legato nella letteratura disponibile alle dinamiche economiche internazionali scatenatesi con la prima crisi petrolifera dei Settanta, di distribuzione su scala internazionale dei profitti dei paesi produttori di petrolio, erano già significativamente presenti: già in quel passaggio storico la ricchezza finanziaria accumulata dai paesi produttori ne determinò il ruolo di economie dotate di un consistente *surplus* finanziario sullo scenario economico internazionale. Secondariamente, sin dall'epoca si manifestò l'attitudine di paesi produttori e intermediari finanziari internazionali a investire le *oil revenues* sui mercati a breve termine dell'eurodollaro e di altre divise non residenti, così come emerse la tendenza delle

12. Non solamente le principali *corporations* petrolifere statunitensi, ma anche compagnie appartenenti a settori economici totalmente differenti quali ad esempio Twentieth Century Fox o Paramount poterono fare affidamento sul ruolo di intermediazione finanziaria delle principali banche di investimento statunitensi operanti sui mercati internazionali quali Morgan Guaranty Trust Company o Lehman Brothers. Si veda in proposito Hbs, Blsca, Lehman Brothers Records, 1868-2007.

13. *Ibidem*.

14. G. Burn, *The Re-emergence of Global Finance...*, cit., pp. 23-24.

grandi *corporations* occidentali e statunitensi a ricorrere al denaro a basso costo garantito da tali mercati non regolati al fine di fronteggiare la perdita di competitività sui mercati internazionali maturata nel contesto dell'integrazione commerciale e finanziaria globale già in essere all'epoca.

3. *Corporate borrowing, eurobonds ed eurodollari prima dello shock petrolifero: il caso delle corporations energetiche*

Con gli anni Sessanta si registrò non solo una espansione degli asset finanziari complessivamente investiti sul mercato dell'eurodollaro e dei prestiti a valersi su tale mercato in valute non residenti; in verità, si moltiplicarono anche le tipologie di *borrowers* internazionali che ad esso ricorrevano per finanziarsi. Sin dalla prima metà del decennio grandi municipalità di portata globale quali la *City of Tokyo* cominciarono a emettere titoli di debito sul mercato dell'eurodollaro. Tale tendenza esplose con gli anni Settanta, quando la crisi fiscale dello stato e degli enti pubblici indusse addirittura stati nazionali quali il Regno di Norvegia o istituzioni economiche internazionali quali la Asian Development Bank a emettere prestiti in eurovalute quando per finanziare i propri disavanzi di finanza pubblica, quando per rifinanziare quote di debito estero in via di scadenza, quando ancora per alimentare nuovi investimenti¹⁵.

Le stesse *corporations* e utilities pubbliche occidentali e dei paesi in via di sviluppo, ciò di cui rende conto il prossimo paragrafo con specifico riferimento al *corporate borrowing* delle *corporations* del settore energetico, nel corso del decennio dei Settanta seguirono questo itinerario indebitandosi presso gli euro mercati al fine di fronteggiare la caduta dei saggi di profitto nel quadro del rallentamento complessivo del ciclo economico e del gettito fiscale creato dal meltdown economico globale del decennio.

Tuttavia, prima di divenire *borrowers* nel contesto del ciclo economico dei Settanta, le grandi *corporations* occidentali emersero quali creditori netti nei confronti dei mercati in valute non regolate: considerando l'intera decade dei Sessanta, certamente a inizio decennio i maggiori investitori nel mercato dell'eurodollaro furono le banche centrali, che spesso operavano a

15. Hbs, Blsca, Lehman Brothers Records, 1868-2007, b. 485, fascicolo. Lbkl, Fixed Income Division, Duplicate Confirmation Receipts, European Trades August 1979. Per un quadro statistico comprensivo dei prestiti emessi sul mercato delle euro-valute da municipalities, imprese di stato, istituzioni economiche internazionali e banche regionali di sviluppo si veda il mensile finanziario *World Financial Markets*, pubblicazione della Morgan Guaranty Trust Company of New York.

mezzo dell'intermediazione finanziaria offerta da istituzioni finanziarie di investimento quali ad esempio Lehman Brothers Kuhn Loeb¹⁶.

Tuttavia, dopo questo primo stadio di evoluzione dei mercati non regolati, dalla seconda metà degli anni Sessanta aumentò la quota di depositi sul mercato dell'eurodollaro riconducibile a *corporations* statunitensi operanti all'estero e grandi aziende europee. Contemporaneamente, le global companies occidentali continuarono a indebitarsi nei confronti dei mercati non residenti, in eurodollari o in altre valute: la quota in capo alle *corporations* statunitensi sul totale di bonds collocati sui mercati internazionali crebbe significativamente già tra il 1963 e il 1966 (Tav. 2). Al fine di comprendere quanto più possibile tale posizionamento delle *corporations* globali nel quadro dei nascenti mercati non regolati degli anni Sessanta è opportuno adottare una doppia prospettiva di indagine, ovvero indagare tale collocazione ai due estremi della catena di intermediazione finanziaria costituita dai mercati non regolati, quello del supply side e quello della domanda di liquidità.

Sul versante dell'offerta di credito, nel contesto monetario internazionale costituito, dalla fine degli anni Cinquanta, dalla piena convertibilità delle valute, molte *corporations* globali iniziarono a convertire in dollari i profitti derivanti da attività e investimenti all'estero, depositandoli nel mercato dell'eurodollaro di Londra. Dalla metà degli anni Sessanta, l'inasprimento del tasso di sconto tanto negli Stati Uniti quanto in altri mercati nazionali spinse ad una crescita della domanda di credito sul mercato dell'eurodollaro, a propria volta foriera di un'espansione dell'offerta su tale mercato finanziario: in conseguenza di ciò, dal gennaio del 1966 al novembre dello stesso anno il tasso dei prestiti a tre mesi in eurodollari conobbe un apprezzamento dal 5,5 per cento al 7 per cento. Si trattò di una esplosione del costo e delle rendite degli assets in eurodollari che condusse la Federal Reserve statunitense e la Banca Centrale svizzera a immettere dollari nel mercato dell'eurodollaro, direttamente o per il tramite della Banca per i Regolamenti Internazionali, al fine di calmierare il costo di remunerazione dei prestiti in eurodollari e ridurre la pressione sui mutuatari dei medesimi¹⁷.

Secondo la banca di investimenti Kuhn & Loeb gli intermediari finanziari internazionali che operavano sul mercato dell'eurodollaro ricorsero

16. Hbs, Blsca, Lehman Brothers Records, 1868-2007, b. 600, fascicolo. Lbk1 Merger Descriptive memorandum 1978, Lehman Brothers Kuhn Loeb, Memorandum, 1978.

17. Rac, Ibec Records, b. 84, fascicolo 1516 (Eurodollar Data 1966-1970), Norris O. Johnson (Senior Vice President and Economist, First National City Bank), *Eurodollars in the international new money market*, p. 14. Si veda anche Chase Manhattan Bank N.A., *Euro-dollar financing. A guide for multinational companies*, Chase Bank, New York 1968.

sin dagli anni Sessanta a tale mercato per finanziare l'acquisto di bond emessi sul mercato obbligazionario internazionale e il rifinanziamento a scadenza dei medesimi, così come per coprire finanziariamente l'aumento dei costi di roll over o rifinanziamento. Tale propensione contribuì ulteriormente alla forte crescita dei tassi registrati dagli assets in eurodollari tra 1965 e 1966. A propria volta, le *corporations* che emettevano bonds sul mercato obbligazionario internazionale, al fine di fronteggiare l'aumento dei costi di remunerazione dei bonds venduti determinato dall'apprazziamento dei tassi in eurodollari emisero a tal fine *convertible bonds* per fronteggiare tale crescita del costo del denaro denominato in valute non residenti. Tuttavia, tale strategia risultò fallimentare giacché in quegli anni il mercato azionario statunitense viveva una fase di contrazione del proprio valore e volume d'affari, rendendo difficile collocare *convertible debentures* per finanziare tale apprezzamento dei tassi in euro-valute¹⁸.

In questo contesto di crescente coinvolgimento delle *corporations* globali nel mercato dell'eurodollaro sia quali *borrowers* sia nelle vesti di investitori, nonostante l'instabilità che i tassi sui prestiti in eurodollari manifesteranno nel corso del decennio Sessanta, le *corporations* petrolifere internazionali ricorreranno ripetutamente ad indebitamenti su tale mercato. Parimenti, esse aumenteranno il proprio indebitamento nei confronti del mercato degli Eurobond, un mercato internazionale dei capitali con scadenze dei prestiti assai più lunghe, esso stesso in buona misura costituito da assets finanziari denominati in valuta statunitense.

Per parte loro, nel corso degli anni Sessanta le *corporations* petrolifere internazionali si trovarono a dover fronteggiare sia crescenti costi estrattivi e significative maggiorazioni delle *royalties* dovute ai paesi cui appartenevano i giacimenti petroliferi, sia una lievitazione dei costi di trasporto e di investimenti in ricerca e sviluppo: tale lievitazione generale dei costi operativi fu dovuta tanto al generale aumento degli investimenti e delle attività *corporate* su scala globale, quanto alla progressiva lievitazione dei costi del petrolio grezzo e delle *royalties* imposta dai paesi produttori alle compagnie estere operanti sul loro territorio. Peraltro, le *corporations* petrolifere si trovarono in quegli anni a dover affrontare un aumento degli investimenti in attività di raffinazione e estrazione in relazione alla crescita della domanda globale di idrocarburi da parte di un mercato di consumo finale alimentato dalla crescita complessiva di domanda, redditi e investimenti caratteristica dell'età d'oro del capitalismo occidentale vissuta dalle democrazie industriali avanzate in quegli anni. Questa lievitazione degli

18. Rac, Ibec Records, b. 84, fascicolo 1516 (Eurodollar Data 1966-1970), *The International Bond Market, 1966*, 31 dicembre 1966, p. 2.

investimenti e moltiplicazione delle tipologie di spese da dover sostenere spinse le *corporations* petrolifere a ricorrere al mercato dell'eurodollaro, all'epoca il più largo e importante tra i mercati in valute non residenti, cosiddette euro-valute, per finanziarsi. Ad esempio, sin dalla metà degli anni Sessanta la grande conglomerata del settore Shell ricorse all'emissione di titoli sul mercato a breve scadenza dell'eurodollaro per sostenere i propri investimenti globali¹⁹.

Al contempo, nella misura in cui i depositi a breve scadenza in eurodollari impedivano agli intermediari finanziari di reinvestire in titoli a lunga scadenza congeniali agli investimenti in capitale fisso delle *corporations*, molte di esse sommarono ai propri prestiti a breve e medio termine sul mercato dell'eurodollaro l'emissione di titoli a lunga scadenza in *eurobonds*²⁰. Con l'avvicinarsi della fine del decennio molti intermediari finanziari operanti sul mercato dell'eurodollaro cominciarono ad emettere titoli di debito con scadenza a 180 giorni su tale mercato per finanziare titoli a più lunga scadenza, tipicamente tra 5 e 7 anni. D'altro canto, il mercato degli *eurobonds* si attestò su un segmento del mercato obbligazionario del tutto differente, finanziando titoli con scadenza anche ventennale. Tale mercato era essenzialmente nato quale reazione da parte degli investitori internazionali alla messa in atto della Interest Equalization Tax (Iet): approvata dal *lawmaker* statunitense nel 1963, questa legge imponeva una maggiorazione delle imposizioni fiscali sulle *securities* estere acquistate da investitori statunitensi. Tale misura, la cui conseguenza fu l'aumento dei tassi sui prestiti e investimenti esteri, si inseriva anch'essa nel più ampio apparato legislativo messo in essere in quegli anni per contrastare il declino della bilancia dei pagamenti di Washington: la Iet era specificamente finalizzata a contrastare il deflusso di capitali e il deterioramento della bilancia dei pagamenti in conto capitali²¹. Il mercato degli *eurobonds* costituì una forma specifica di reazione dei grandi investitori e debitori internazionali a tale vero e proprio muro fiscale eretto contro l'emissione di *securities* estere da parte delle autorità statunitensi²². Pertanto, il mercato degli

19. BoEa, 6A123 - Economic Intelligence Department File Eurocurrencies including Eurodollars and eurobonds, b. 6A123/3 (*Eurodollars 1 August 1965 to 31 October 1966*), Bank of England, Economic Intelligence Department, *Eurocurrency meeting at Basle-Statistical Improvements*, 4 luglio 1966, p. 2.

20. Per un quadro generale di questo aspetto si veda Chris O'Malley, *Bonds without borders. A History of the Eurobond market*, John Wiley & Sons, Chichester 2015.

21. Cia E-reading room, Central Intelligence Agency, Directorate of Intelligence, Intelligence Memorandum *Invasion of the European Capital Market by U.S Firms*, luglio 1968. Disponibile all'indirizzo: www.cia.gov/readingroom/document/cia-rdp85t00875r001600010038-9.

22. Gunter Dufey, Jan Giddy, *The international money market*, Prentice Hall International, Englewood Cliffs (NJ) 1994.

eurobonds si attesta in quegli anni quale mercato delle securities collocate nei mercati internazionali e denominate in primo luogo in dollari Usa in grado di offrire scadenze di lunga durata e pertanto, dal punto di vista dei debitori, complementare ai titoli emessi sul mercato degli eurodollari. Si capisce così perché le grandi *corporations* petrolifere, nel quadro della necessità di moltiplicare le fonti di finanziamento e ampliare il volume di finanziamenti da ottenere per le ragioni anzidette, tra anni Sessanta e Settanta ricorsero ad entrambi i mercati per finanziarsi. Secondo le ricostruzioni storiche disponibili, in verità tuttora limitate, una delle prime aziende petrolifere occidentali ad emettere bonds sul mercato degli *eurobonds* fu la compagnia belga Petrofina S.A.: sin dal lontano 1957 essa emise un *eurobond* con scadenza ventennale per un importo complessivo di 5 milioni di dollari Usa²³.

Un altro esempio lampante dell'attitudine delle *corporations* occidentali del settore energetico ad emettere obbligazioni sul mercato degli *eurobonds* in dollari Usa nel corso degli anni Sessanta fu quello del consorzio di costruzioni di infrastrutture energetiche incaricato di costruire il gasdotto deputato a tradurre il gas naturale dall'Europa dell'Est a Tarvisio passando per la Cecoslovacchia e l'Austria. A metà del decennio, al fine di finanziare le proprie opere il consorzio industriale emise titoli obbligazionari sul mercato degli *eurobonds*. In modo analogo la Dutch Petroleum Corporations, ricorrendo alla banca di investimenti statunitense Kuhn & Loeb quale dealer, emise titoli di debito nel mercato internazionale delle *securities* per finanziare le proprie attività *downstream*²⁴.

Come già accennato, nel corso dei Sessanta alcune *corporations* petrolifere occidentali cominciarono ad indebitarsi tanto sul mercato a breve termine non regolato delle euro-valute quanto emettendo titoli a lunga scadenza, spesso ventennale, sul mercato internazionale delle securities. Il caso della *shareholding* italiana di stato del comparto degli idrocarburi, l'Ente Nazionale Idrocarburi (Eni), costituisce in questo senso un caso esemplare.

L'Eni cominciò a ricorrere all'emissione di titoli in euro-valute sin dalla metà degli anni Sessanta²⁵. Tale iniziativa italiana, che prese forma sullo sfondo dell'ampio coinvolgimento delle banche commerciali italiane, prima fra tutte Banca Commerciale italiana, su quel mercato, fu seguita da ana-

23. G. Burn, *The Re-emergence of Global Finance...*, cit., p. 32; D. Kidwell, M. Wayne Marr, R. Thompson, *Eurodollar Bonds...*, cit., p. 19.

24. Chase Manhattan Bank N.A., *Euro-dollar Financing. A guide for Multinational Companies*, Chase Manhattan Bank N.A., New York 1968.

25. Si veda ad esempio Archivio storico dell'Ente Nazionale Idrocarburi (d'ora in avanti Aseni), Castel Gandolfo, Roma; cfr. anche BoEa.

loghe emissioni di titoli in eurodollari e altre euro-valute da parte di altre *corporations* petrolifere europee impegnate in quegli anni a contendersi l'ottenimento di credito a costi ragionevoli rivaleggiando a tal fine proprio sui mercati in valute non residenti.

Durante la seconda metà del decennio la *corporation* di stato italiana fece emissioni di titoli in dollari Usa sul mercato degli *eurobonds*, spesso erroneamente confusi dalla stampa dell'epoca con emissioni in eurodollari²⁶. Nel settembre del 1966 l'Eni emise sul centro finanziario del Lussemburgo un bond garantito dallo Stato italiano per un importo complessivo di \$ 20 milioni esitante un tasso del 6,5% e avente scadenza a quindici anni²⁷. L'anno successivo l'Eni emise un altro bond alle stesse condizioni di mercato e avente la stessa durata. Nel 1968 il gruppo energetico italiano offrì sul mercato due ulteriori *eurobonds* denominati in dollari Usa. In quest'ultimo caso la compagnia petrolifera italiana collocò titoli non garantiti dallo Stato in grado di offrire ai sottoscrittori remunerazioni rispettivamente del 6 e 3/4 per cento per una scadenza finale a vent'anni dall'emissione: l'uno ammontava a \$ 30 milioni ed era *callable* a partire dal 1973 e l'altro a \$ 20 milioni e *callable* dal 1975. Analogamente al colosso energetico italiano, quello stesso anno altre compagnie petrolifere occidentali emisero obbligazioni sul mercato degli *eurobonds*: tra le altre la più nota e attiva su tale mercato fu Shell International Finance Corporation, azienda residente nel Regno Unito. Nel corso del decennio la stessa Mobil Oil emise obbligazioni in *eurobonds*.

L'emissione da \$ 30 milioni offerta da Eni ai mercati internazionali costituì un aumento del valore di titoli offerto ai mercati, inizialmente pari a \$ 25 milioni, a testimonianza della positiva risposta del mercato sul versante dell'offerta di capitale. Anche in tal caso le banche commerciali e gli istituti finanziari italiani specializzati a trattare titoli in eurodollari, quali Banca Commerciale Italiana, Euramerica-Finanziaria Internazionale, Banca Nazionale del Lavoro, unitamente a società di *brokering* finanziario di statura internazionale quali S.G. Warburg e White Weld & Co., parteciparono quali co-manager dell'operazione finanziaria di collocamento dei titoli emessi da Eni²⁸.

26. Cia E-Reading room, www.cia.gov/readingroom/document/cia-rdp85t00875r001600010038-9, Central Intelligence Agency, Directorate of Intelligence, Intelligence Memorandum, *Invasion of the European Capital Market by U.S Firms*, luglio 1968.

27. World Bank Group Archive, Washington, DC, Records of individual staff members, Wb Ibrd/Ida-09, fascicolo 1849856 (*Leonard B. Rist - Market Loans - Correspondence 1964-1967*), L. Rist, *Yield of selected Government-Guaranteed bonds issued in Europe*, 27 febbraio 1967.

28. *Italy's Eni Oil concern offers \$ 30 million Issue*, in *Wall Street Journal*, 6 giugno 1968, p. 27.

In aggiunta a tutto ciò, tra 1965 e 1967 la compagnia petrolifera di Stato italiana emise tre offerte pubbliche di sottoscrizione sul mercato degli eurodollari per un ammontare complessivo pari a \$ 65 milioni²⁹.

Tale crescente ricorso da parte delle *corporations* petrolifere occidentali ai mercati non regolati dell'eurodollaro e di altre euro-valute non solo dimostra quanto esse divennero attori finanziari internazionali in grado di promuovere, con il loro ricorso ad essi, lo sviluppo degli euro-mercati. In verità tali emissioni massicce di titoli di debito dimostra anche quanto la seconda metà degli anni Sessanta registri un forte riorientamento, per effetto della stretta sul tasso di sconto statunitense di metà decennio, delle politiche di indebitamento verso il mercato degli eurodollari, e quanto la crescente domanda di prestiti in eurodollari concorra in quegli anni ad un aumento dei tassi sulle stesse emissioni in eurodollari, nonché la conseguente tendenza ad aumentare le emissioni obbligazionarie sui mercati dei capitali internazionali, in particolare quelli degli *eurobonds* denominati in dollari, in grado di offrire scadenze più lunghe e maggiore protezione dalla volatilità in atto dei tassi di interesse. In questo contesto vanno collocate, ad esempio, le ripetute emissioni obbligazionarie a lunga scadenza capaci di evitare coupons fissi nel tempo immesse sui mercati internazionali dal gruppo Eni tra 1966 e 1968: l'obiettivo chiaro del gruppo italiano era di proteggere il proprio indebitamento dalla lievitazione dei costi sui mercati monetari internazionali a breve scadenza e di rifuggire anche dagli effetti di tale dinamica sui titoli emessi in eurodollari.

Nonostante questa logica sottesa a tale riorientamento delle politiche di emissioni obbligazionarie dei grandi gruppi energetici internazionali, nel caso di Eni la *ratio* costituita dal costo di remunerazione dei titoli emessi non costituisce l'unica spiegazione di tali orientamenti: è opportuno citare un insieme di altre e più specifiche ragioni che spinsero il gruppo italiano in tale direzione. In primo luogo, all'atto pubblico di offerta dei *bonds* di cui detto sui mercati internazionali Eni dichiarò il proprio intento di voler finanziare gli investimenti internazionali del gruppo fuori dall'Europa. Inoltre, è d'uopo tenere in considerazione quanto tali emissioni si inserissero nello sforzo di calmierare l'enorme debito che gravava sulle spalle dell'azienda di stato italiana, di cui lo stesso ripetuto ricorso al mercato nazionale dei capitali fece parte. Nel 1965 l'Eni raccolse, presso investitori italiani, \$ 176 milioni, mentre l'anno successivo tale raccolta ammontò a \$ 48 milioni³⁰. In secondo luogo, tale massiccio ricorso al mercato dell'eurodollaro costituisce

29. *Eni plans to float \$25 million issue of Eurodollar bonds*, in *Wall Street Journal*, 18 gennaio 1967, p. 25.

30. Neil McInnes, *Eni's future: Promises to be more businesslike than its controversial past*, in «Barron's National Business and financial Weekly (1942-1987)», 27 marzo 1967, n. 13, p. 9.

una traccia di quanto in quel decennio le *corporations* petrolifere espansero le loro attività di *drilling*, esplorazione di nuovi siti petroliferi e gasiferi, nonché investimenti in nuove attività estrattive. Nel nuovo quadro monetario internazionale costituito dall'indebolimento del dollaro nei mercati di cambio dei primi anni Settanta, quindi dalla nota svalutazione dello stesso, le grandi *corporations* petrolifere globali, così come colossi di altri settori manifatturieri, cominciarono ad emettere titoli obbligazionari non solo in eurodollari e eurobond ma anche in titoli multi-valuta nei mercati delle securities internazionali, così come perseguirono la pratica di indebitamento costituita dal ricorso a sindacati di prestito, usualmente gestiti da consorzi di banche statunitensi e europee quali collocatori internazionali³¹: ciò a dimostrazione del bisogno delle grandi multinazionali, non solo petrolifere, di diversificare la struttura del proprio *corporate credit*³². Il prossimo paragrafo renderà parzialmente conto di tale diversificazione attraverso il prisma delle *corporations* di stato del settore energetico.

Come anticipato, a partire dalla seconda metà degli anni Sessanta le grandi *corporations* occidentali, e con esse quelle petrolifere, divennero protagoniste nei mercati finanziari internazionali non regolati anche sul versante dell'offerta di capitale, affermandosi quali investitori nel mercato dell'eurodollaro e in quello degli eurobonds (Tav. 2): anche sul versante del *supply side* contribuirono in modo sostanziale allo sviluppo di questi mercati. Giganti *corporate* quali Standard Oil of New Jersey, Shell, Unilever, Volkswagen, fecero investimenti nei mercati finanziari non residenti, spesso a brevissima scadenza, in eurodollari³³. Quindi, successivamente, le *corporations* petrolifere statunitensi si resero protagoniste centrali di tali mercati sia sul versante dell'offerta di capitale, ovvero investendo in tali mercati, sia su quello della domanda, ossia emettendo e collocando titoli in essi.

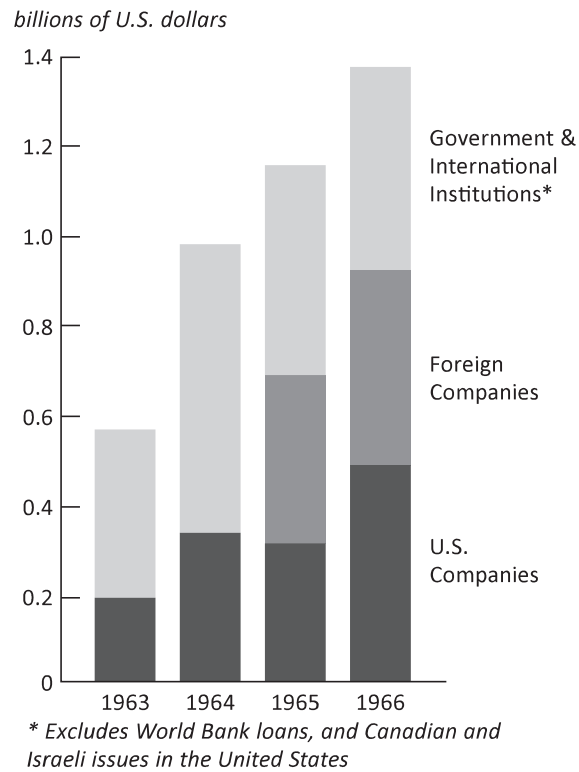
Il coinvolgimento delle grandi banche statunitensi a vocazione internazionale in tale processo sin da quel decennio è palese: la Tav. 3 traccia il crescente indebitamento estero degli istituti finanziari statunitensi attraverso il prisma dei prestiti che ricevettero durante la seconda metà degli anni Sessanta dalle proprie filiali operative all'estero, in primo luogo quelle a Londra, ampiamente coinvolte in attività di investimenti e indebitamenti nei mercati dell'eurodollaro e degli eurobonds sin da quegli anni.

31. Steven I. Davis, *A buyer's market in Eurodollars*, in «Harvard Business Review», maggio-giugno 1973, p. 121.

32. Le fonti archivistiche di storia della finanza internazionale degli anni Settanta in grado di documentare la storia dei sindacati di prestito sono ampie e non documentabili qui. Si veda a titolo d'esempio l'eccellente base documentaria contenuta in Federal Reserve Bank of New York Historical Archive (d'ora in avanti Frbnya), Central Files, Correspondence with NY bankers.

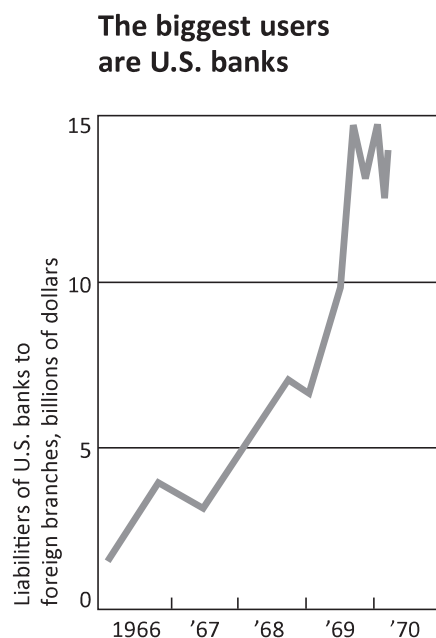
33. *The Money Machine Magic of Eurodollars*, in «Business Week», 21 febbraio 1970.

INTERNATIONAL BONDS PUBLICITY FLOATED IN EUROPE AND THE UNITED STATES



Fonte: Financial Report "International Bond Issues in 1966", in Conference Report "European Capital Market Conference".

Tav. 3 - Indebitamento estero delle banche USA verso le proprie filiali estere



Fonte: Euromoney, 21 February 1970.

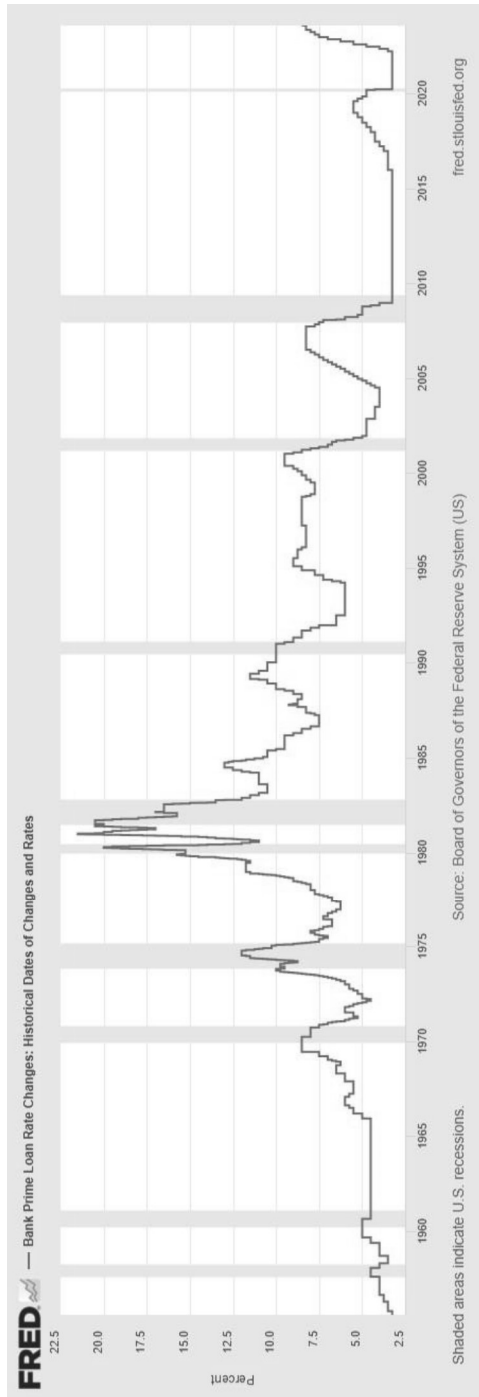
Tav. 4 - Three month money market rates, in percentage

	12/67	6/68	12/68	6/69	12/69
Eurodollar deposit	6,25%	6,75%	7,06%	10,60%	10,13%
US dollar time deposit	5,5	6	6	6	6
British Pound time deposit	7,85	8,0	7,53	9,25	9,13
Canadian dollar time deposit	6,25	7,0	6,50	7,0	7,50
German mark time deposit	4,0	3,25	4,33	5,50	5,63
Swiss franc time deposit	4,0	3,75	4,25	4,0	5,0
Us Treasury Bill	4,96	5,29	6,24	6,06	8,0
British Treasury bill	7,48	7,24	6,78	7,86	7,65

Fonte: Euromoney, 21 February 1970.

Tale considerevole coinvolgimento delle banche americane nei mercati non regolati sicuramente trova spiegazione plausibile e evidente nei margini di profitto sul mercato dell'eurodollaro, assai migliori rispetto a quelli del mercato nazionale dei capitali statunitense e degli altri mercati

Tav. 5



Fonte: Board of Governors of the Federal Reserve System, disponibile all'indirizzo <https://fred.stlouisfed.org>.

monetari (Tav. 4). Tuttavia, al fine di spiegare l'avventura delle banche statunitensi nei mercati in valute non residenti corre l'obbligo di menzionare il tacito incoraggiamento in tale direzione da parte della Federal Reserve Bank di New York, la quale nell'estate del 1966 spinse gli istituti finanziari nazionali ad acquisire crediti sul mercato dell'eurodollaro al fine di finanziare tanto il mercato creditizio nazionale quanto gli investimenti esteri delle *corporations* americane. Si trattava per la Fed di fissare un obiettivo strategico di politica monetaria internazionale, ovvero il riassorbimento di *assets* denominati in dollaro Usa ampiamente presenti sulla piazza finanziaria di Londra e su altri mercati monetari internazionali. L'obiettivo di tali acquisizioni era quello di impedire alle altre banche centrali di utilizzare i propri *surplus* in dollari per drenare oro dalle riserve di Washington³⁴. Pertanto, nel passaggio storico in cui la stabilità del dollaro sui mercati di cambio e la sua piena convertibilità in oro cominciarono a manifestare segni di instabilità e indebolimento, l'afflusso di eurodollari nel mercato monetario degli Usa venne concepito dalle autorità monetarie statunitensi quale strumento di finanza privata internazionale a sostegno dell'infrastruttura monetaria internazionale fondamentale per la tenuta dell'intero sistema di Bretton Woods, e al fine di garantire credito ad un mercato nazionale dei capitali scosso dalle strette monetarie sul tasso di sconto della seconda metà degli anni Sessanta. Si spiega così l'attitudine delle grandi banche commerciali e di investimenti statunitensi, tra 1967 e 1968, ad attingere al mercato dell'eurodollaro di Londra al fine di alimentare il mercato creditizio interno americano, colpito prima dalla stretta creditizia operata autonomamente dagli istituti bancari nazionali nel 1967, e poi dalla stretta ufficiale sul tasso di sconto adottata dalla Fed l'anno successivo (si veda Tav. 5).

4. Mercati finanziari non regolati e finanziamento delle *energy corporations* globali nella crisi economica mondiale dei Settanta

Il contesto macroeconomico specifico tipico della metà degli anni Settanta fu costituito per le *corporations* occidentali da perdita di competitività e di quote del prodotto manifatturiero globale. Tanto le aziende dotate di una proiezione sui mercati internazionali quanto quelle nazionali si trovarono a dover affrontare problemi di bilancio e di liquidità corrente, entrambi seriamente compromessi durante le due crisi petrolifere del decennio dal combinato disposto costituito per un verso da aumento dei prezzi del

34. *High takes in Eurodollars*, in «International Management», febbraio 1967, p. 35.

greggio e dalla relativa spirale inflativa innescatasi, e per l'altro dall'acuto declino della domanda e dei consumi su scala globale.

In questo quadro di difficoltà si innescò un'aspra competizione tra colossi industriali globali per raccogliere credito a tassi di interesse competitivi quale misura strategica al fine di restaurare la propria competitività di prezzo sui mercati interni e internazionali: il credito a basso costo era finalizzato a finanziare sia le attività commerciali sia gli investimenti in capitale fisso delle *corporations*. Il ricorso delle *corporations* energetiche globali ai mercati dell'eurodollaro si colloca in questa *competitive race* per raccogliere credito a tassi vantaggiosi: l'emissione di titoli in eurodollari era connessa tanto alle politiche *corporate* di ristrutturazione della competitività di prezzo sui mercati esteri quanto al finanziamento delle crescenti attività di diversificazione sul piano estrattivo, della ricerca e sviluppo di nuovi siti di produzione, nonché di nuove attività di raffinazione e trasporto conseguenti a e coerenti con le politiche di diversificazione energetica che guidarono, a partire dagli Stati Uniti, le strategie energetiche occidentali messe in atto per rispondere alla crisi in corso e alle sue conseguenze sulla prosperità materiale dell'occidente³⁵. La ristrutturazione della *maturity structure* dei depositi in eurodollari di cui si è dato conto e la nuova specializzazione in attività di intermediazione finanziaria sui mercati non regolati che potevano offrire le grandi banche statunitensi e altre grandi banche occidentali, nonché la loro disponibilità a collocare su scala globale in termini di investimenti e prestiti la ricchezza finanziaria accumulata dai paesi produttori di petrolio nel corso del decennio, attrassero le *corporations* globali alla ricerca di credito a costi contenuti. Nel contesto di tale processo le *corporations* energetiche di stato o a partecipazione statale divennero protagoniste sui mercati in valute non residenti sul versante della domanda di credito.

Il caso delle *corporations* petrolifere con attività e investimenti all'estero è esemplare di tale ricorso ai mercati in valute non residenti quali l'eurodollaro nella misura in cui gli investimenti esteri richiedevano credito in valute internazionali. Il caso della *corporations* di stato italiana Eni è, anche in questo caso, esemplificativo. Quando scoppiò la prima crisi petrolifera del 1973 la stabilità di bilancio e la credibilità finanziaria del gruppo industriale italiano presso i mercati creditizi internazionali cominciò a vacillare cospicuamente in primo luogo per effetto dell'accresciuto rischio

35. Coby Van der Linde, *Dynamic international oil markets: oil markets developments and structure, 1860-1990*, Kluwer Academic Publishers, Boston 1991; Jane Atwood, Amy Hersh, Janet Newport, *Energy diversification by firms in the United States*, American Petroleum Institute, Washington D.C., 1978.

che in quel passaggio storico e negli anni immediatamente successivi l'economia italiana nel suo complesso rappresentò al cospetto dei creditori internazionali. Inoltre, ciò che complicò l'incerta stabilità finanziaria del gruppo italiano fu il bisogno pressante di intensificare le proprie politiche di diversificazione energetica e di fonti di approvvigionamento delle materie prime energetiche. Se poi si considera che sin dall'inizio del decennio la vocazione dell'Eni ai mercati internazionali la aveva condotta ad aumentare le proprie attività di ricerca e estrattive in Africa, Iran e Mare del Nord, si comprende il bisogno crescente di diversificare anche le fonti di approvvigionamento di credito per tale messe di investimenti e costi da sostenere³⁶. Sul piano della credibilità finanziaria l'Eni, così come altri gruppi industriali italiani risentì, sin dall'inizio della prima crisi petrolifera del 1973, del downgrading inflitto alla solvibilità del sistema Italia dai mercati finanziari internazionali e dalle rispettive agenzie di rating del debito estero. Tale declassamento dipese dal peggioramento di alcuni tra i principali indicatori macroeconomici: bilancia dei pagamenti, produttività industriale, debito estero. Tale *outlook* economico negativo spinse gli investitori internazionali a escludere per alcuni anni, dalla prima crisi energetica alla metà del decennio, il paese e le sue principali *corporations* dall'accesso agli euro-mercati ed altri mercati valutari internazionali³⁷.

Nel corso del 1974 il quadro di indebitamento dell'Eni registrò un ulteriore peggioramento: all'*outlook* negativo che colpì l'intera economia italiana si sommò, nel caso del gruppo energetico italiano, la crescita dei *posted prices* del greggio, i costi relativi alla nuova acquisizione del *network* di attività *retail* in Italia della Shell e la sensibile contrazione dei profitti derivante dal calo della domanda di beni energetici sul versante della domanda interna. L'insieme di questi fattori concorse a determinare un peggioramento tanto del debito a breve termine quanto dell'indebitamento a lungo termine del gruppo Eni, che tra 1973 e 1974 aumentò del 47 per cento, passando da \$ 3.5 miliardi a \$ 5.2 miliardi. Questo deterioramento della stabilità di bilancio del gruppo occorre, peraltro, proprio negli anni in cui la compagnia italiana era impegnata in importanti negoziati per la costruzione di infrastrutture energetiche vitali per le future attività internazionali e nazionali: in particolare, alla metà del decennio l'Eni fu impegnata nei negoziati con la Tunisia relativi alla costruzione del gasdotto del Mediterraneo

36. ASEni, serie Direzione per l'Estero, Centro Documentazione Estero, b. 55, ff. 1-2, C. Sarchi, *Promemoria per l'Avv. Sette*, 29 agosto 1977.

37. ASEni, Serie Direzione per l'Estero, Centro Documentazione Estero, b. 55, fascicolo 8 (comunicati stampa 1976-1977), Eni, Comunicato stampa, 8 settembre 1977; si veda anche Eisuke Sakikabara, *The Eurocurrency market in perspective*, in «Finance and Development», 1975, p. 13.

orientale, delle dimensioni di circa 2,500 km, che avrebbe dovuto connettere i giacimenti di R'Mel a La Spezia per un costo complessivo, secondo le stime, di circa \$ 1.9 miliardi. Inoltre, ad accrescere il bisogno di credito del gruppo concorsero in quegli anni anche spese minori quali il finanziamento delle attività di formazione che il gruppo italiano forniva ad altre *corporations* energetiche del Mediterraneo quali ad esempio l'algerina Sonatrach³⁸.

Nei due anni successivi, nonostante questo incerto quadro di bilancio e di indebitamento, l'Eni non si sottrasse a queste e altre attività internazionali: dopo una fase di stallo registratasi alla fine del 1976, i negoziati relativi al progetto per il gasdotto mediterraneo tra Italia e Tunisia ripresero, mentre nell'estate del 1977 Saipem, importante *subsidiary* di Eni fornitrice di servizi, giunse a stipulare con Sonatrach un contratto per la fornitura di *drilling services* per un ammontare di \$ 96 milioni per i successivi quattro anni³⁹. Secondo la stampa dell'epoca, le basse quotazioni degli *eurobonds* emessi precedentemente da Eni sui mercati internazionali indussero il gruppo petrolifero italiano a ricorrere a prestiti sugli euro-mercati, «lent by middle east oil producers»⁴⁰, per contrastare l'espansione delle voci di spesa e del debito complessivo dell'azienda e delle sue controllate. A prescindere dalle speculazioni di tipo giornalistico, a partire dal 1977 il ricorso del gruppo italiano ai mercati non residenti fu massiccio e ripetuto: in un primo momento Saipem si aggiudicò un prestito gestito da un consorzio bancario costituito da Banca Europea per gli Investimenti, Chemical Bank of New York e dalla *overseas branch* milanese di First National City Bank (ora Citibank)⁴¹. Successivamente, nel corso del 1977, per conto di Eni il colosso bancario tedesco Deutsche Bank guidò nelle vesti di lead manager un sindacato di prestito bancario internazionale costituito anche da altre banche europee e occidentali finalizzato a raccogliere credito per un ammontare complessivo di \$ 200 milioni con una scadenza di sei anni⁴².

38. Economist Intelligence Unit Limited, *Outlook. Algeria*, in «Quarterly Economic Reviews», n. 1, 1975, p. 7.

39. Economic Intelligence Unit Limited, *Algeria*, in «Quarterly Economic Reviews», n. 4, 1977, p. 9.

40. Neils McInnes, *Italian Watergate? Eni's Operations smack of a major scandals*, 30 giugno 1975, in «Barron's National Business and Financial Weekly (1942-1987)», n. 26, p. 9.

41. AsEni, Series Direzione Estero, b. 55, fascicolo 8 (*Comunicati stampa 1976-1977*), Dr. Cirinei a Eni, s.d. (1977).

42. Archivio Centrale dello Stato, Roma (d'ora in avanti Acs), serie Ministero delle Partecipazioni Statali, Direzione Generale per gli Affari Economici, b. 30, fascicolo 90 (*Prestito in dollari Usa all'Eni*), Pietro Sette a On. Antonio Bisaglia (Ministro per le Partecipazioni Statali), 12 settembre 1977, telegramma; Pietro Sette a Ministero per le Partecipazioni Statali, 15 settembre 1977.

Questa operazione sui mercati internazionali, portata a termine con successo nel settembre dello stesso anno⁴³, fu presto seguita dal collocamento sui mercati obbligazionari internazionali di un *bond* dotato di scadenza quinquennale: gestito da un consorzio bancario costituito da banche svizzere, tedesche, belghe, italiane e statunitensi, consentì al colosso energetico di Roma di acquisire credito per un ammontare di \$ 75 milioni⁴⁴. Entrambe queste iniziative di raccolta di credito occorsero poco dopo che il gruppo petrolifero italiano ebbe raggiunto accordi ufficiali con governi e aziende del bacino Mediterraneo che imposero ulteriori impegni di spesa futuri: poco tempo dopo aver finalizzato tali collocamenti di *bonds*, l'Eni prima raggiunse accordi con le autorità tunisine che impegnavano l'azienda italiana a coprire costi di costruzione del gasdotto trans-mediterraneo dai confini algerini alla penisola per complessivi £ 2 miliardi; quindi negli anni successivi stipulò ulteriori contratti di fornitura di gas, quale quello con la Sonatrach, della portata di 12.4 bn cu m. Circa le relazioni tra tutti questi nuovi capitoli di spesa e l'emissione di titoli sui mercati delle euro-valute, le evidenze archivistiche suggeriscono con certezza che per lo meno la propria quota di spese di costruzione della gas pipeline trans-mediterranea venne finanziata previo ricorso agli euro-mercati⁴⁵.

Il decennio degli anni Settanta, che si concluse per l'Eni con l'emissione di un nuovo e più impegnativo prestito collocato sul mercato londinese delle euro-valute per un importo complessivo di £ 500 milioni⁴⁶, fu caratterizzato da un più generale ricorso delle *corporations* energetiche europee e occidentali, sulla falsariga di quanto fece Eni, tanto al mercato internazionale degli *eurobonds* quanto a quello delle euro-valute, in particolare in eurodollari⁴⁷. Dopo la crisi di fiducia che essi soffrirono presso gli investitori internazionali a seguito delle crisi bancarie di metà decennio, quali ad esempio quella della Franklin National Bank negli Stati Uniti, che misero sotto pressione anche i tassi sul mercato dell'eurodollaro con un sensibile aumento del *mark up* sull'indice Libor⁴⁸, nella seconda metà del decennio i prestiti e titoli emessi in eurodollari e altre euro-valute tornarono ad essere in grado, grazie anche all'ormai consolidata *maturity structure* di medio

43. Piero Ciulli, *Prestito internazionale all'Eni*, in «Ecos», n. 52-53, 1977, pp. 3-9.

44. World Bank, *Foreign and international bonds by market country. Annual 1977*, in «Borrowing in International Capital Markets», dicembre 1979.

45. The Economist Intelligence Unit Limited, *Algeria*, in «Quarterly economic review», n. 1, 1978, pp. 10-11.

46. Ezio Chiodini, *Un "Jumbo per l'Eni"*, in «Ecos», n. 91-92, 1980, pp. 3-5.

47. Morgan Guaranty Trust Company of New York, *World Financial Markets*, anni vari 1976-1982.

48. Si veda la documentazione in Hbs, Blsc, Lehman Brothers Records, 1868-2007.

termine, di offrire tassi competitivi rispetto a quelli proposti alle *corporations* sia dai mercati dei capitali nazionali a lunga scadenza sia dal mercato internazionale dei *bonds*⁴⁹.

L'ascesa degli euro-mercati quali strumenti di finanziamento delle politiche industriali e di investimenti atte a ristrutturare il ciclo economico a seguito della prima crisi energetica e le strategie di diversificazione energetica dei propri approvvigionamenti portate avanti dalle *corporations* del settore va anche ricondotta, al fine di ricostruirne il quadro storico in modo esauriente, al declino del dollaro sui mercati di cambio internazionali nella nuova cornice monetaria internazionale costituita dalla fluttuazione delle valute. In questo nuovo contesto monetario molte aziende occidentali e non di stato del settore energetico ricorsero ripetutamente ai mercati dell'eurodollaro, quasi sempre incaricando del collocamento finanziario consorzi bancari guidati per lo più da banche statunitensi o britanniche: nel nuovo quadro di fluttuazione delle valute tali collocamenti, se non collocati in dollari, erano emessi in *basket* di valute proprio al fine di proteggere i *borrowers* dai rischi di cambio che il dollaro poteva potenzialmente correre nel nuovo contesto monetario globale. Ciò fu ad esempio il caso di British Petroleum, che nel 1975 emise un *private placement* dotato di scadenza quinquennale e poco dopo, nel 1977, fece un collocamento pubblico gestito da Morgan Stanley con la partecipazione di altri istituti finanziari britannici e statunitensi⁵⁰. Negli stessi anni altre compagnie petrolifere statali europee o controllate da governi europei si affidarono a banche commerciali e di investimento statunitensi ed europee per collocare titoli denominati in dollari sui mercati non residenti: fu ad esempio il caso della neocostituita British National Oil Company (Bnoc), *corporation* statale britannica creata per promuovere attività, interessi e investimenti di Londra nel campo degli idrocarburi nella specifica area del Mare del Nord. Nel 1977 la celebre banca di investimenti statunitense Lehman Brothers Kuhn Loeb fu incaricata per conto della Bnoc di gestire il collocamento sul mercato dell'eurodollaro di un prestito per complessivi \$ 825 milioni finalizzato a finanziare attività di *downstream distribution*, raffinazione, esplorazione, ricerca e sviluppo, nonché il progetto di costruzione di un *gathering system* per il gas naturale nel Mare del Nord⁵¹.

49. Una pluralità di fonti statistiche in materia suggeriscono tale divergenza dei margini di profitto: si veda ad esempio *Federal Reserve Bulletin*, numeri molteplici.

50. World Bank, *Privately placed foreign and international bonds by capital market, fourth quarter 1975*, in «Borrowing in international capital markets», febbraio 1976.

51. Hbs, Blsca, Lehman Brothers Records, 1868-2007, b. 600, fascicolo. *Lbkl-merger-descriptive memorandum-1978*, Lehman Brothers Kuhn Loeb, *Descriptive Memorandum*, 1978, p. 21.

Nel corso del decennio in molteplici occasioni aziende nazionalizzate del settore energetico europeo e *utilities* del comparto ricorsero all'emissione di *securities* sugli euro-mercati. Le società energetiche pubbliche o a partecipazione pubblica del Regno Unito costituiscono in questo senso un caso esemplare. Nel corso degli anni Sessanta queste aziende avevano prevalentemente emesso titoli di debito a lunga scadenza, fino a 25 anni, per il tramite dell'intermediazione finanziaria del Ministero del Tesoro britannico. Tuttavia, la stretta sul tasso di sconto e sui tassi di interesse impostasi nella seconda metà del decennio spinse il governo di Londra a liberalizzare le emissioni di titoli di debito di tali aziende, consentendo loro di emettere *securities* con scadenza assai più breve, non più di quindici anni, sui mercati valutari internazionali. Pertanto, liberate dal vincolo del Tesoro quale broker unico delle loro *securities*, a partire dal 1969 le *utilities* del comparto energetico britannico cominciarono a emettere titoli a breve scadenza su tale mercato. I primi e più esemplari casi di questa svolta epocale furono quello del British Gas Council, che nel 1969 emise titoli a breve scadenza denominati in Marchi tedeschi, e della British Electricity Authority (Bea), che contemporaneamente cominciò a offrire titoli a breve scadenza in Franchi svizzeri. Scelta analoga verrà fatta, poco dopo, dal British Post Office⁵².

Tutto ciò costituì l'inizio di un decennio segnato da un crescente indebitamento delle aziende britanniche nazionalizzate a breve termine, o in alternativa a medio-breve termine, quando sul mercato degli eurobonds e quando sui mercati delle euro-valute: tale strategia di finanziamento delle aziende britanniche, e in particolare delle *utilities* del comparto energetico, raggiunse quindi il proprio apice tra le due crisi energetiche degli anni Settanta.

È opportuno sottolineare quanto tale scelta di ricorrere in quegli anni ai mercati valutari in valute estere, e in particolare a quelli delle euro-valute, non fu certo precipua delle compagnie pubbliche del settore energetico europeo. Fuori dal vecchio continente, ad esempio, il colosso petrolifero di stato argentino, *Yacimiento Petrolifero Fiscales*, principale gruppo energetico del paese sudamericano, sin dalla prima metà del decennio ricorse al mercato londinese degli eurodollari e di altre euro-valute per finanziarsi: dopo aver tentato la strada di fare emissioni dirette sul mercato dell'eurodollaro si affidò ad un consorzio bancario costituito da alcune delle principali banche occidentali esperte di intermediazione finanziaria sugli euro-mercati e dal colosso nazionale Banco de la Nación Argentina⁵³.

52. British Telecom Archives, London, Tcb 53/3/143, Post Office Board, *Paper by Finance Board Member. Borrowing in International Capital Markets*, 15 luglio 1969.

53. Si veda ad esempio Archivo Banco de la Nación Argentina, Buenos Aires (d'ora in avanti Ahbna); cfr. anche Archivo Historico Banco Central de la Republica Argentina, Buenos Aires (d'ora in avanti Ahbca).

Se le banche statunitensi parteciparono, quasi sempre con un ruolo primario di *lead manager* a tali grandi operazioni di emissione sugli euro-mercati e sui mercati degli *eurobond* per conto di *corporations* statali europee o delle Americhe, è altrettanto vero che, soprattutto nella seconda metà del decennio, il loro crescente protagonismo su scala internazionale non fu certo limitato a tali mercati. Come documentato da molteplici fonti archivistiche, nella seconda metà degli anni Settanta esse si spinsero a guidare sindacati di prestito incaricati di raccogliere credito necessario a finanziare l'esplosione del debito sovrano dei paesi in via di sviluppo, in particolare quelli dell'America Latina⁵⁴.

Nonostante tale doppio fronte di impegno su scala internazionale, si può dire che la maggior quota dei loro impegni creditizi esteri fu rivolta alle attività di intermediazione finanziaria e collocamento di *securities* per conto di grandi *corporations*.

5. Conclusioni

Questo capitolo ha messo a fuoco il rapporto storico tra mercati non regolati, ricchezza finanziaria dei paesi produttori di petrolio, e le politiche di *borrowing* delle *corporations* globali, adottando quale caso di studio quello delle *energy corporations* occidentali e dei paesi in via di sviluppo. L'arco cronologico coperto è quello tra primissimi anni Sessanta e fine dei Settanta in virtù della tesi, distinta dalla letteratura esistente, secondo la quale sin dall'inizio di quel decennio i paesi produttori di petrolio accumulano avanzi di bilancia dei pagamenti diventando sia investitori nei mercati non regolati dell'eurodollaro sia essi stessi centri finanziari dove gli investimenti di valute non residenti si concentrano quale alternativa alla piazza finanziaria principale di Londra e a quelle analoghe di Parigi e Zurigo, tradizionali mercati di sviluppo dell'eurodollaro. Parimenti, il saggio si è distinto dalla letteratura esistente in quanto focalizza l'attenzione sul ruolo di grande intermediario finanziario tra investitori e *corporate borrowers* svolto, in modo crescente tra i due decenni, dalle grandi banche americane coinvolte nel mercato dell'eurodollaro.

Ne è emerso un quadro che ha confermato queste premesse suggerendo in quale misura tanto la fase espansiva in termini di investimenti e internazionalizzazione delle *corporations* energetiche tipica dei Sessanta, quanto quella di risposta alla caduta dei saggi di profitto e al bisogno di

54. Si veda a titolo d'esempio Frbny, Central Files, Records of meetings with NY bankers; si veda anche, per un caso di studio nazionale, Ahbna, e Ahbca.

diversificare i propri investimenti energetici tipica delle politiche delle *corporations* energetiche, in particolare pubbliche, durante gli anni Settanta, abbiano fortemente fatto leva, sul piano dei finanziamenti, sul ruolo dei mercati non regolati dell'eurodollaro e delle altre euro-valute, in seno alle quali emerse la forte attività di intermediazione delle maggiori banche commerciali e di investimento statunitensi. Tali conclusioni valgono tanto per le *corporations* energetiche occidentali quanto per quelle dei paesi produttori e non produttori di petrolio in via di sviluppo: i crescenti problemi di bilancio imputabili al combinato disposto costituito da investimenti per riorganizzare la competitività industriale, diversificazione delle fonti di approvvigionamento energetiche, nonché calo dei profitti, accomuna *corporations* energetiche di stato del mondo occidentale quale Eni o British Gas Council e colossi di stato del sud-America quali l'industria di stato argentina: in modo analogo tutte queste aziende petrolifere individuano nella miscela tra prestiti a breve termine o medio breve termine sui mercati dell'eurodollaro e prestiti ottenuti sui mercati dei capitali degli eurobonds la risposta più efficace ai problemi e alle sfide che il decennio delle due crisi energetiche pose loro.