

Il sistema finanziario internazionale: crisi o ristrutturazione?

1. I nuovi compiti delle istituzioni finanziarie internazionali ufficiali

Tra la fine degli anni settanta e l'inizio degli anni ottanta si è verificata un'importante evoluzione dei compiti e delle funzioni delle istituzioni finanziarie ufficiali internazionali. Questa evoluzione è in netta opposizione alla situazione prevalente nel decennio precedente, durante il quale i flussi finanziari ufficiali avevano perduto importanza rispetto a quelli privati, soprattutto rispetto ai flussi intermediati dalle banche internazionali. È noto che negli anni settanta i crediti bancari, affiancati in modo sussidiario dai prestiti obbligazionari internazionali, hanno svolto il duplice ruolo di finanziamento degli squilibri di bilancia dei pagamenti e di finanziamento degli investimenti infrastrutturali e produttivi nei paesi in via di sviluppo (Pvs). Si era quindi venuta formando l'impressione che il Fondo monetario internazionale e la Banca mondiale fossero istituzioni obsolete. Negli anni ottanta, al contrario, le due istituzioni hanno riacquisito rilievo e il tema della riforma del sistema finanziario internazionale è ricomparso con la massima evidenza nell'agenda delle riunioni del Comitato interinale e delle Assemblee annuali del Fondo e della Banca.

La ripresa di interesse per il ruolo delle istituzioni ufficiali è diretta conseguenza delle difficoltà incontrate dall'intermediazione finanziaria privata internazionale. Numerosi paesi debitori dell'America Latina e dell'Europa orientale non sono in grado di rispettare i termini del servizio del debito estero ed esiste il timore che l'insolvenza di uno od alcuni di questi paesi possa provocare l'insolvenza delle banche finanziatrici scatenando una crisi finanziaria di ampie proporzioni.¹ In

¹ L'insolvenza, o anche la sola illiquidità, delle banche internazionali colpirebbe i depositanti interni, ivi comprese altre banche ed istituzioni finanziarie, e colpirebbe tutti quei paesi che detengono una parte più o meno consistente delle proprie riserve valutarie sotto forma di depositi presso le banche, minacciando direttamente il sistema dei pagamenti internazionali.

questo quadro, molti argomentano, le istituzioni ufficiali potrebbero svolgere un'azione decisiva di stabilizzazione, sia fornendo nuovi prestiti ai debitori, sia coordinando l'operato dei creditori privati, sia infine imponendo realistiche politiche di aggiustamento ai paesi debitori. L'ampliamento delle risorse di queste istituzioni e una loro eventuale riforma² faciliterebbero il compito di stabilizzazione del sistema finanziario internazionale che *di fatto*, a partire dalla crisi messicana, il Fondo si è assunto.

Accrescere l'importanza delle istituzioni ufficiali equivale a ridefinire i confini tra azione pubblica ed autonomia privata nella finanza internazionale. Inevitabilmente il ruolo delle banche internazionali verrebbe ridotto e si invertirebbe così la tendenza alla crescente privatizzazione dell'intermediazione finanziaria internazionale, iniziata nella seconda metà degli anni cinquanta con la nascita del mercato dell'eurodollaro e con la progressiva liberalizzazione dei movimenti di capitale internazionali.

Il confine tra pubblico e privato nella finanza internazionale può essere tracciato in modo diverso, come testimoniano le varie proposte oggi discusse per la soluzione della crisi finanziaria dei Pvs.³ Non rientra nei limiti di questo lavoro analizzare realizzabilità e costi e benefici delle varie proposte. Interessa invece esaminare un problema che è prioritario alla valutazione delle proposte stesse: il problema di quanto siano fondati i timori di una crisi finanziaria internazionale. È evidente infatti che quanto più l'attuale configurazione del sistema

² Col termine riforma si fa riferimento alle modifiche dell'organizzazione interna delle istituzioni tese ad assicurare maggiore rappresentanza a paesi in posizione secondaria; alla creazione di rapporti diretti con le banche private; alla determinazione di regole per la creazione di nuova liquidità internazionale con l'emissione di diritti speciali di prelievo; e soprattutto alla modifica delle procedure operative dei prestiti. A quest'ultimo riguardo va osservato che per statuto il Fondo non può effettuare prestiti per finanziare il pagamento di debiti in scadenza: ciò costringe il Fondo a subordinare sempre l'erogazione di prestiti all'adozione, da parte del paese richiedente, di programmi di stabilizzazione miranti alla realizzazione di un surplus corrente. Solo con l'accettazione di questa condizione il prestito può essere concesso per facilitare il pagamento di importazioni necessarie, nelle more del risanamento. La condizionalità dei prestiti del Fondo è considerata con particolare apprensione da quei paesi che corrono il rischio di incorrere in una crisi dei pagamenti semplicemente perché non riescono a rifinanziare il debito in scadenza, oppure perché non riescono a pagare gli interessi sul debito accresciutisi a causa della politica monetaria restrittiva statunitense. La condizionalità dei prestiti del Fondo si è rivelata un pesante ingombro nelle recenti operazioni di salvataggio di numerosi paesi in difficoltà e le sue più gravi conseguenze negative sono state evitate grazie all'intervento della Banca dei regolamenti internazionali che ha concesso *bridging loans* non subordinati a condizioni.

³ Per una succinta valutazione delle principali proposte, cfr. *World Financial Markets*, giugno 1983.

finanziario internazionale è considerata instabile, con tanto maggior favore saranno viste le proposte miranti, attraverso il rafforzamento dell'azione pubblica, a salvaguardare la sopravvivenza del sistema a scapito della libertà d'azione delle banche private. Il sistema finanziario internazionale seguirebbe così la stessa evoluzione dei sistemi finanziari interni, dove la regolamentazione pubblica è diventata stringente in seguito al verificarsi di crisi finanziarie o al tentativo di evitarle.

L'organizzazione liberale dei flussi creditizi e dei pagamenti internazionali corrisponde non soltanto ad una quasi universale predisposizione a favore del libero mercato degli economisti e dei politici dei paesi industrializzati, ma anche agli interessi sia delle grandi banche internazionali e dei gruppi industriali ad esse collegati, che non vogliono subire condizionamenti nelle politiche di credito, sia dei principali paesi industrializzati, in particolare degli Stati Uniti d'America e della Germania, le cui banche nazionali indirizzano larga parte del credito internazionale. Una pubblicizzazione del credito internazionale porterebbe alla revisione dei parametri finora seguiti nella concessione dei prestiti. Coloro che non sono stati favoriti dalla concessione di crediti negli anni settanta troverebbero l'opportunità di far valere le proprie ragioni in una sede politica come quella del Fondo e della Banca.

È indubbio che esistono numerose distorsioni nell'allocazione del credito internazionale, che danneggiano sia i Pvs sia numerosi paesi industrializzati. La gran massa dei crediti internazionali è stata concessa ad un limitato numero di paesi del Terzo mondo che godevano, e ancor più godono oggi, di condizioni socio-economiche migliori della media dei Pvs. Le banche internazionali hanno fatto pochissimo, per non dire nulla, per finanziare il commercio internazionale tra Pvs, il cosiddetto commercio Sud-Sud, privilegiando sistematicamente gli scambi tra paesi industrializzati e Pvs. Le esportazioni verso i Pvs di alcuni paesi industrializzati in difficoltà di bilancia dei pagamenti sono state influenzate negativamente dalla difficoltà di accesso al credito internazionale, a tutto vantaggio delle esportazioni dei paesi a moneta forte che godono di una solida posizione nell'intermediazione bancaria internazionale.

Se la pubblicizzazione del sistema finanziario superasse certi livelli, queste ed altre questioni diverrebbero oggetto di negoziazione e il compromesso che ne seguirebbe produrrebbe un'allocazione del credito differente da quella stabilita dal mercato.

Simili preoccupazioni spiegano probabilmente la tenace resistenza opposta dagli Stati Uniti d'America all'accrescimento delle quote del

Fondo nella misura desiderata dai Pvs e da alcuni paesi industrializzati⁴ e spiegano anche la decisione di aumentare la portata dei *General Arrangements to Borrow* (Gab) e di permettere al Fondo di utilizzare i prestiti Gab⁵ anche nei casi in cui la scarsità di liquidità del Fondo derivasse dalla necessità di far prestiti a Pvs. Limitando la crescita delle quote del Fondo e permettendo al Fondo di utilizzare i prestiti Gab per i Pvs i paesi industrializzati possono sperare di conseguire una suppletiva capacità di condizionamento dell'operato del Fondo.

2. La solidità del sistema finanziario internazionale

Una corretta valutazione del problema dell'indebitamento dei paesi in via di sviluppo può essere effettuata soltanto nel quadro di un'analisi che tenga conto dell'andamento di numerose variabili dell'economia mondiale, tra cui il tasso di crescita delle economie industrializzate nei prossimi anni, l'andamento delle ragioni di scambio dei Pvs, il tasso di crescita minimo che si ritenga debba essere assicurato ai Pvs.⁶ Quanto più sarà elevata la crescita dei paesi industrializzati e quanto più sarà favorevole l'evoluzione delle ragioni di scambio dei Pvs, tanto più forte sarà la crescita dei proventi delle loro esportazioni. Quanto più bassa sarà la crescita dei Pvs, tanto più contenuto sarà l'andamento delle loro importazioni.

Se si considera come data la crescita delle economie industriali, risultano date anche la crescita delle esportazioni dei Pvs e l'evoluzione delle ragioni di scambio: risultano cioè dati i flussi di risorse finanziarie proprie dei Pvs. Poiché le difficoltà attuali di numerosi paesi hanno reso timorose le banche internazionali, i Pvs non sono in grado di assicurarsi

⁴ Nel 1983 è stato concordato un aumento del 47% delle quote del Fmi, che rappresenta un compromesso rispetto alle proposte di raddoppio delle quote avanzate all'ultima assemblea del Fondo.

⁵ I Gab sono stati stipulati negli anni sessanta tra dieci paesi industrializzati (Gruppo dei Dieci o Club di Parigi) che si sono impegnati a far prestiti, nei limiti di un *plafond* prestabilito, al Fondo qualora questo non avesse le risorse per concedere finanziamenti ad uno dei dieci paesi. Nel 1983 la Svizzera è entrata formalmente a far parte del Gruppo e l'Arabia Saudita si è impegnata a partecipare ai Gab entro un *plafond* di 2 miliardi di Dsp. Contemporaneamente le disponibilità dei Gab sono state portate a 17 miliardi di Dsp. Cfr. "Bad debtors' charter", *The Economist*, 19 febbraio 1983.

⁶ Per la definizione di 'scenari' alternativi nei quali inquadrare l'andamento dell'indebitamento dei paesi in via di sviluppo, cfr. *World Financial Markets*, febbraio e giugno 1983.

crediti aggiuntivi per finanziare una crescita delle importazioni superiore a quella delle esportazioni. Il loro tasso di crescita risulta quindi legato a quello delle economie industrializzate.⁷

La crisi finanziaria pone dunque un vincolo alla crescita dei Pvs: il tasso di crescita del reddito di questi paesi deve abbassarsi fino a ridurre le importazioni di merci al di sotto delle esportazioni in modo da generare un surplus corrente tale da permettere il pagamento degli interessi sul debito estero.⁸ Tale tasso di crescita può essere troppo basso e rivelarsi fonte di traumi sociali e d'instabilità politica. C'è quindi un generale, seppur generico, accordo che, in assenza di una vigorosa crescita delle economie industrializzate, il debito dei Pvs dovrebbe poter continuare ad aumentare per finanziare un tasso di crescita sufficientemente elevato da evitare pericolosi contraccolpi interni.

In assenza di consistenti aumenti dei flussi di aiuti e di crediti agevolati provenienti sia direttamente dai governi dei paesi industrializzati sia dalle istituzioni internazionali, la finanza privata dovrebbe continuare ad aumentare la propria esposizione verso i paesi debitori. Per contro i flussi creditizi verso i Pvs sono in netta diminuzione.⁹ Il comportamento delle banche private, influenzato dai timori sull'incapacità di rimborso dei debiti in essere, aggrava la situazione interna dei paesi debitori. È però molto difficile che questa situazione possa dar luogo ad una crisi finanziaria generalizzata, le cui conseguenze si estenderebbero anche ai paesi industrializzati, pur non potendosi escludere il ripetersi di situazioni di emergenza sul tipo di quelle verificatesi nel 1982 nel caso del Messico, del Brasile e dell'Argentina.

Si è soliti attribuire al sistema finanziario internazionale una maggiore predisposizione alla crisi, rispetto ai sistemi finanziari nazionali, in conseguenza dell'assenza di un prestatore di ultima istanza. In realtà questa assenza non ha le gravi implicazioni negative che si è soliti attribuirle.

Secondo l'ipotesi dell'instabilità finanziaria di Hyman P. Minsky,¹⁰ il ruolo del prestatore di ultima istanza diventa sempre più

⁷ È quindi errato sostenere che i Pvs possano costituire un nuovo motore della crescita mondiale. Per una critica di questa tesi, cfr. W.A. LEWIS: "The slowing down of the engine of growth", *American Economic Review*, settembre 1980.

⁸ Il debito può comunque continuare ad accrescersi automaticamente non solo in termini assoluti, ma anche in proporzione al reddito nazionale o alle esportazioni, se l'interesse sul debito cresce in conseguenza dell'innalzamento dei tassi di interesse a breve statunitensi.

⁹ Cfr. P. NORMAN, "Severe contraction of bank loans may augur 'second wave' of crisis", *Wall Street Journal*, 19 luglio 1983.

¹⁰ Tra le numerose opere di Minsky dedicate al problema, cfr. "A theory of systemic fragility", in E.I. Altman e A. W. Sametz (a cura di), *Financial crises: institutions and markets in a fragile environment*, Wiley, New York, 1977.

importante a misura che il sistema finanziario 'si infragilisce', a misura cioè che una parte sempre più elevata del nuovo flusso di reddito delle unità dell'economia è riservata in anticipo al servizio del debito ed a misura che la catena dell'indebitamento si allunga con l'interposizione di anelli successivi di intermediazione finanziaria. L'ipotesi dell'instabilità è stata applicata al sistema finanziario internazionale da Charles P. Kindleberger,¹¹ che individua il pericolo principale per la sopravvivenza del sistema nella mancanza di un prestatore di ultima istanza. Senza entrare nel merito della validità generale dell'ipotesi di Minsky, ritengo che si possano sollevare dubbi sulla sua estensibilità al sistema finanziario internazionale.

Uno dei corollari dell'ipotesi di Minsky è che la fragilità del sistema finanziario aumenta quanto più tempo trascorre dalla crisi precedente, a causa del prevalere di atteggiamenti di compiacenza e di mancanza di prudenza da parte delle istituzioni finanziarie e, in generale, dei creditori e dei debitori ultimi. Il tempo trascorso dalla crisi del sistema finanziario internazionale degli anni trenta sembra a molti osservatori sufficientemente lungo per aver 'infragilito' nuovamente il sistema, che era stato 'irrobustito' dalla cancellazione dei debiti sia privati sia ufficiali prodottasi nella crisi e dall'istituzione di nuove regole del giuoco e di nuove strutture a Bretton Woods.

Peraltro la situazione del sistema finanziario odierno non somiglia molto a quella degli anni trenta. Allora l'epicentro della crisi era collocato nei rapporti finanziari tra i paesi industrializzati, gravemente compromessi dal peso dei debiti di guerra dei paesi alleati verso gli Stati Uniti e dei debiti contratti dalla Germania e da altri paesi dell'Europa centro-orientale per far fronte al pagamento parziale delle riparazioni e alle spese della ricostruzione. Il creditore ultimo di tutti i paesi europei erano gli Stati Uniti, ma il paese che gestiva il sistema monetario internazionale era la Gran Bretagna. Quando la crisi economica ridusse le esportazioni, e quindi la capacità di servire il debito, di alcuni paesi europei, essi furono costretti a sospendere il pagamento del debito estero, provocando così con un 'effetto domino' la sospensione dei pagamenti di altri paesi fino a coinvolgere la Gran Bretagna che fu obbligata a rescindere il legame tra la sterlina e l'oro, nell'impossibilità di far fronte al rimborso delle proprie passività verso l'estero. Molto

¹¹ Cfr. *Manias, panics, and crashes*, MacMillan, Londra 1978, specialmente cap. 10. (Traduzione italiana: *Euforia e panico*, Laterza, Roma 1981).

probabilmente se il paese centro del sistema fosse stato anche il creditore ultimo la crisi non si sarebbe verificata.

Il crollo delle relazioni finanziarie internazionali aggravò la crisi economica dei paesi industrializzati provocando gravi contraccolpi nei Pvs: questi videro crollare i proventi delle esportazioni di materie prime verso i mercati industrializzati e furono costretti a sospendere il servizio del debito estero e in molti casi a ripudiarlo.

Poiché oggi le relazioni finanziarie tra i paesi industrializzati sono meno compromesse che negli anni trenta e la cooperazione internazionale è molto più sviluppata, il pericolo di crisi può provenire soltanto dall'impossibilità dei Pvs di servire il loro debito sia perché i proventi delle loro esportazioni non crescono a sufficienza a causa della crisi nelle economie industrializzate, sia perché l'onere del debito è aumentato per l'innalzamento dei tassi di interesse.¹² La fragilità del sistema è cioè molto minore che negli anni trenta.

Esistono due altre caratteristiche che rendono scettici rispetto al reale pericolo di crisi. La prima riguarda l'improbabilità che l'insolvenza di un paese debitore sia riflessa nei bilanci delle banche creditrici. La seconda riguarda l'esistenza di meccanismi che riducono la necessità di un prestatore di ultima istanza, ovvero, esprimendo il concetto in altro modo, che fanno sì che il *Federal Reserve System* sia il prestatore di ultima istanza di tutto il sistema finanziario mondiale.

3. Insolvenza dei debitori e bilanci bancari

Le difficoltà finanziarie di un gruppo numeroso di Pvs possono scatenare una crisi finanziaria generalizzata se l'insolvenza dei debitori provoca l'insolvenza delle banche creditrici. Questo rischio in parte è attenuato dal fatto che numerosi prestiti ai Pvs sono assistiti da garanzia assicurativa pubblica o semi-pubblica. Per quanto riguarda la parte non coperta da garanzie, occorre notare che a) non esistono regole precise che impongano alle banche dei principali paesi creditori di evidenziare

¹² Poiché quasi tutto il debito internazionale dei paesi in via di sviluppo è denominato in dollari e larga parte di esso è a breve termine, l'aumento dei tassi di interesse statunitensi, riflettendosi sui tassi di interesse dell'eurodollaro, provoca l'accrescimento degli oneri finanziari dei paesi debitori.

in bilancio i crediti internazionali in sofferenza; b) è del tutto improbabile che uno o più paesi indebitati prendano l'iniziativa di ripudiare il debito estero, come è avvenuto nel passato, costringendo le banche a registrare la perdita nei propri conti.

Negli ultimi anni numerosi paesi sono stati inadempienti in modo più o meno grave nel servizio del debito estero, non rimborsando le rate dei prestiti in scadenza e/o non pagando gli interessi. Nei casi più gravi si è arrivati a sospensioni unilaterali di ogni pagamento (le cosiddette 'moratorie'). Le banche non sono obbligate a registrare le conseguenze di queste inadempienze. Se consideriamo la legislazione bancaria dei due paesi centri principali dell'attività bancaria internazionale, Stati Uniti e Gran Bretagna, non troviamo specificati criteri rigidi e accertabili per la definizione dei crediti internazionali in sofferenza e per l'accantonamento di riserve a fronte di essi. Negli Stati Uniti, la *Federal Deposit Insurance Corporation* ingiunge alle banche assicurate di considerare in sofferenza un credito dopo alcuni anni che esso è *nonperforming*, cioè dopo alcuni anni che il debitore non paga nemmeno l'interesse. In Gran Bretagna, la Banca d'Inghilterra si è rifiutata di specificare l'entità degli accantonamenti a riserva che le banche dovrebbero effettuare a fronte di crediti palesemente inesigibili per le difficoltà finanziarie del paese debitore. Recentemente negli Stati Uniti sotto la pressione dell'opinione pubblica, risentita per l'onere per il bilancio pubblico derivante dall'aumento della quota statunitense nel Fondo monetario internazionale che viene considerato come un sostegno indiretto alle grandi banche sovraesposte verso i paesi in difficoltà, il Congresso ha cominciato ad esaminare proposte intese a imporre alle banche di effettuare accantonamenti sui crediti a paesi in difficoltà pari al 5-6% dell'importo dei crediti: tale percentuale non si discosta molto dal rapporto medio capitale proprio/attività complessive delle banche statunitensi e quindi non imporrebbe un serio onere. In Giappone le autorità monetarie hanno imposto alle banche di accantonare riserve straordinarie secondo un'aliquota che va dall'1 al 5% dei crediti a una ventina di paesi elencati dalle autorità stesse: l'effettiva aliquota adottata è lasciata alla discrezione delle singole banche.¹³ La regolamentazione è dunque sufficientemente elastica per non intaccare il conto profitti e perdite delle banche costringendole a pesanti accantonamenti e soprattutto per non evidenziare nello stato patrimoniale una perdita in conto

¹³ Cfr. Y. SHIBATA, "Japanese banks take new look at loans to sovereign borrowers", *Financial Times*, 8 marzo 1983.

capitale fintantoché il debitore non dichiara ufficialmente la sua insolvenza, oppure la banca non decida autonomamente di considerare perduto il credito.

Il mantenimento di sostanziosi margini di profitto, a causa della limitatezza degli accantonamenti, influisce favorevolmente sulla quotazione di borsa delle banche impegnate nel credito internazionale. Dominato da una prospettiva miope, il mercato di borsa valuta di più i profitti distribuiti che non la situazione patrimoniale e il rischio di forti perdite nel futuro.

Anche se la normativa vigente non impone alle banche di evidenziare le perdite nelle quali potrebbero incorrere nell'intermediazione finanziaria internazionale, le banche sono obbligate ovviamente a registrare le perdite dovute al fallimento del debitore. La maggior parte dei crediti internazionali non coperti da garanzie assicurative è stata concessa a debitori 'sovrani', cioè a governi, o organismi pubblici e talvolta privati garantiti dai rispettivi governi. I crediti a soggetti del settore privato dei Pvs sono relativamente limitati, anche se mancano analisi complete. I debitori privati possono fallire e le banche debbono in tal caso sopportare le perdite sui finanziamenti concessi. Il volume dei crediti bancari al settore privato dei Pvs è, secondo alcune stime, largamente inferiore al capitale proprio delle banche, e tale quindi da non suscitare pericoli di insolvenza delle banche, anche perché è poco probabile che i debitori falliscano tutti insieme. In ogni caso le banche, nelle trattative per la rinegoziazione dei prestiti, si sforzano di imporre ai vari governi di garantire i debiti del settore privato, in modo da trasformare tutta la loro esposizione verso i Pvs in 'rischio sovrano'.

La possibilità che si ripeta l'esperienza del passato di ripudio del debito da parte di debitori 'sovrani' è pressoché inesistente. Nel passato infatti l'indebitamento internazionale era prevalentemente di tipo obbligazionario: i governi o altri enti pubblici e privati emettevano titoli che erano piazzati a cura delle *issuing houses* presso i risparmiatori dei paesi industrializzati. Solo una modesta quota di questi titoli rimaneva stabilmente nei portafogli delle banche, sia perché talvolta queste funzionavano come *issuing houses* e assorbivano parte dei titoli in offerta, sia perché li acquistavano per investimento. Come norma generale la finanza internazionale fino al secondo dopoguerra è stata una finanza *diretta* tra risparmiatori e debitori, in cui le banche e le altre istituzioni finanziarie avevano una funzione prevalentemente di *broke-*

raggio ma non di intermediazione vera e propria.¹⁴ Quando alcuni paesi hanno ripudiato il debito, le relative perdite sono state sopportate prevalentemente dalle famiglie o da intermediari finanziari di tipo non bancario. Sebbene le autorità statali di molti paesi industrializzati abbiano tentato di difendere i diritti dei propri cittadini, possessori di titoli esteri, la pressione esercitata sui paesi ripudianti è sempre stata relativamente debole ed ha avuto modo di esercitarsi con forza solo quando i paesi debitori hanno dovuto di nuovo indebitarsi in condizioni critiche.¹⁵

Negli anni sessanta il mercato delle obbligazioni internazionali, sia euro che nazionali, non aveva avuto, nonostante gli sforzi, uno sviluppo rigoglioso, probabilmente perché la memoria dei ripudi era ancora viva nel pubblico dei risparmiatori e perché, col tramonto dell'era coloniale, la fiducia nella capacità dei governi industrializzati di imporre la propria volontà ai paesi debitori era drasticamente calata. La grande crescita dei finanziamenti internazionali a partire dalla fine degli anni sessanta è stata opera delle banche private, soprattutto di quelle operanti nel mercato dell'eurodollaro. Questa caratteristica, se da un lato accresce le conseguenze potenziali negative di un ripudio del debito, che metterebbe in pericolo direttamente la sopravvivenza delle banche e quindi la massima parte del risparmio e dell'offerta di moneta dei paesi industrializzati, dall'altro lato rende un ripudio oltremodo improbabile, poiché il paese ripudiante si troverebbe contro non le modeste forze del *Council of Foreign Bondholders*, ma l'intera comunità bancaria internazionale, che gestisce il sistema mondiale dei pagamenti. Le banche operanti nel credito internazionale sono poco più di un migliaio, ma le più attive sono un centinaio e la maggioranza dei crediti è detenuta da trenta banche soltanto. Il mondo della banca internazionale è un insieme compatto in cui molti dirigenti si conoscono di persona e sono abituati a trattare sulla fiducia. Si può essere certi che le banche non accet-

¹⁴ Ciò non esclude casi in cui la crisi in un paese abbia coinvolto un gruppo bancario esposto sia con crediti a breve, che con attività di *issuing house*, che come proprietario di investimenti diretti, come il celebre fallimento della casa Baring sovraesposta nei confronti dell'Argentina nel 1890, cfr. KINDLEBERGER, *cit.*, pagg. 109 e 153-6.

¹⁵ In Gran Bretagna esiste un'associazione degli attuali possessori di titoli ripudiati, il *Council of Foreign Bondholders*, che funziona come *lobby* nei confronti del governo britannico: in alcuni casi la Gran Bretagna esercita pressioni perché vengano rimborsati vecchi debiti ripudiati da decenni. Anche il Fondo monetario internazionale ha talvolta imposto come condizione per l'erogazione di crediti il ripagamento di vecchi debiti ripudiati da parte del debitore. Più di recente, il ristabilimento di normali relazioni economiche tra la Cina popolare e gli Stati Uniti è stato accompagnato da azioni giudiziarie dei possessori di titoli della Cina imperiale per il rimborso del capitale e degli interessi.

terebbero passivamente di essere espropriate dei propri crediti. Esse potrebbero intentare azioni legali in qualsiasi paese il debitore ripudiante si trovasse ad avere attività esigendone il sequestro; ancora più efficacemente, esse potrebbero bloccare il commercio estero del ripudiante, che sarebbe costretto a regolare in contanti le sue importazioni e dovrebbe esigere il pagamento in contanti delle esportazioni; inoltre le somme coinvolte potrebbero essere sempre oggetto di azioni cautelative da parte delle banche danneggiate.¹⁶

Il paese che non è in grado di pagare, d'altra parte, trova tutta la comprensione delle banche per mutare le scadenze del debito e perfino per giungere a moratorie.

Rimane aperta l'eventualità che un 'cartello dei debitori' decida di ripudiare il debito o quantomeno di adottare una moratoria comune. Questa ipotesi estrema, peraltro di recente ventilata negli ambienti diplomatici di alcuni paesi latino-americani, equivarrebbe ad un vero e proprio atto di ostilità dei paesi debitori verso i paesi creditori che darebbe inizio ad una serie di rappresaglie reciproche tra il Nord e il Sud. Qualora questa ipotesi dovesse concretizzarsi non vi è dubbio che l'opinione pubblica e i parlamenti dei paesi industrializzati attribuirebbero la responsabilità della situazione ai paesi ripudianti e sarebbero pronti ad adottare tutti i provvedimenti di emergenza necessari a sostenere le banche coinvolte (fino alla loro nazionalizzazione), per quanto costosi per la finanza pubblica essi possano rivelarsi.

4. Il prestatore di ultima istanza

Una seconda caratteristica rafforza l'odierno sistema finanziario internazionale e impedisce che anche il verificarsi di ipotesi estreme possa dar origine a crisi a catena e ad episodi di panico finanziario, nonostante l'assenza di un prestatore di ultima istanza. Il sistema dell'eurodollaro è organizzato in modo tale da escludere la possibilità di convertire depositi in banconote per importi ingenti e comunque la possibilità che si verificino deflussi di fondi dal sistema stesso.

¹⁶ All'inizio dell'agosto 1983, le banche statunitensi hanno minacciato di sequestrare le attività estere del Venezuela, qualora le autorità del paese si ostinassero nel rifiuto di iniziare seri negoziati col Fondo monetario internazionale per modificare le scadenze del debito. A sua volta, il governo venezuelano ha proposto che la rinegoziazione del debito sia rinviata al periodo successivo alle elezioni presidenziali, previste per il novembre 1983.

Un aspetto generalmente poco noto della prassi eurobancaria è l'impossibilità che un depositante possa prelevare in contanti dal suo deposito presso un'eurobanca. Le eurobanche, se sollecitate dalla clientela a rimborsare il deposito, trasferiscono il deposito presso la propria banca corrispondente a New York, che nel caso delle filiali di banche statunitensi è la casa madre: il cliente potrà incassare il deposito a New York. Il normale preavviso applicato ai tiraggi sugli eurodepositi¹⁷ e il tempo tecnico necessario per effettuare il trasferimento del deposito (rilevante tuttoggi nonostante l'instaurazione di sistemi di trasferimento elettronico dei fondi) assicurano un congruo lasso di tempo nel quale la banca corrispondente può approvvigionarsi di contante, utilizzando le proprie linee di credito con altre banche o con il *Federal Reserve System* oppure liquidando attività. Ma soprattutto esiste un sistema automatico di razionamento del ritiro del contante da parte della clientela, che impedisce l'insorgere di una crisi di liquidità della banca sottoposta al prelievo: il razionamento è assicurato dal fatto che la banconota di taglio più elevato in circolazione negli Stati Uniti d'America è quella da cento dollari.¹⁸ Qualsiasi prelievo di somme ingenti richiederebbe un tempo enormemente lungo nel corso del quale la banca interessata avrebbe la possibilità di trovare soluzioni al drenaggio di liquidità.

Il caso del prelievo in contanti è stato menzionato per mostrare l'implausibilità di adottare, nell'analisi del problema della stabilità delle eurobanche, schemi mutuati dall'esperienza statunitense degli anni trenta, in cui circa diecimila banche fallirono investite dall'ondata di panico che provocava il ritiro dei depositi da parte della clientela. Il caso più probabile non è quello del prelievo di contante: nel caso di dubbi sulla solvibilità di una eurobanca a causa della cattiva qualità del suo portafoglio, i depositanti sposteranno il proprio deposito presso un'altra eurobanca oppure presso una banca operante nel mercato interno statunitense o di altro paese. In questo caso i fondi non escono fuori del sistema dell'eurodollaro; essi si spostano da una banca all'altra, e la banca in crisi di liquidità è sempre in grado di rifinanziarsi presso le altre banche; il preavviso al ritiro del deposito fornisce il tempo adeguato. Circa la metà dei depositi dell'eurodollaro sono depositi

¹⁷ Il ritiro di qualsiasi eurodeposito è sottoposto ad un preavviso minimo di 48 ore. Sull'organizzazione dei pagamenti nell'euromercato, cfr. G. DUFEY e I.H. GIDDY, *The International Money Markets*, Prentice Hall, Inc., Englewood Cliffs, N.J., 1978, pagg. 118-122.

¹⁸ I tagli da cinquecento e da mille dollari, pur legalmente ancora in circolazione, non sono più emessi da parecchi decenni ed il loro *stock* complessivo è limitato a pochi miliardi.

interbancari. Fintantoché una banca gode della fiducia delle altre banche essa è in grado di reperire i fondi con prontezza con un piccolo onere aggiuntivo.¹⁹

I fondi non possono comunque uscire dal mercato: non esiste sostanziale differenza nel caso in cui i fondi vengano ridepositati presso un'altra eurobanca oppure negli Stati Uniti presso una banca o altra istituzione che raccoglie depositi. Dall'inizio degli anni settanta il mercato dell'eurodollaro e il mercato monetario statunitense costituiscono un tutto unico, dopo l'abolizione di ogni controllo sui movimenti di fondi da e verso gli Stati Uniti. Il collegamento operativo tra i due mercati è divenuto ancora più stretto con la costituzione, a partire dalla fine degli anni settanta, delle 'zone bancarie internazionali libere' in numerosi centri monetari degli Stati Uniti.

La situazione non cambia se si ipotizza che l'eurodeposito venga trasferito presso una banca nazionale di un altro paese. Il deposito viene convertito nella moneta nazionale, cioè la titolarità del deposito è trasferita alla banca centrale del paese in questione: ma anche in questo caso non si ha fuoriuscita di fondi dal sistema.

Ovviamente il rifinanziamento dell'eurobanca può non essere sempre facile: la sua facilità dipende dalle condizioni generali del mercato monetario. Periodi di stretta creditizia negli Stati Uniti, in cui si ha distruzione di base monetaria da parte del *Federal Reserve System*, possono creare problemi al rifinanziamento di un'eurobanca. Ma questi problemi non sono qualitativamente diversi da quelli che incontra una banca nazionale. È noto che una politica monetaria eccessivamente restrittiva, come quella condotta dagli Stati Uniti d'America nel biennio 1981-2, può creare problemi all'intermediazione bancaria sia aumentando il peso degli oneri finanziari sia rendendo difficile il rifinanziamento delle banche illiquide. La posizione delle eurobanche non è differente da quella di un'istituzione bancaria interna; semmai è più sicura perché, in base alla tesi da noi sostenuta, debitori internazionali, a differenza di quelli interni, non possono fare bancarotta.

Il *Federal Reserve System* è il prestatore di ultima istanza di tutte le banche operanti nel mercato del dollaro, sia interno sia internazionale.

¹⁹ In sostanza, si esprime l'ipotesi che esista una forte collusione tra le eurobanche. Se il deterioramento del bilancio di una banca è prodotto da un motivo 'legittimo', cioè dalla crisi finanziaria di un paese debitore, la banca troverà sempre liquidità sul mercato interbancario; se il deterioramento è conseguenza di un comportamento *unethical*, 'scorretto', le altre eurobanche lasceranno andare a picco la pecora nera, come mostra l'esperienza del lussemburghese Banco Ambrosiano Holding.

In ultima analisi la stabilità del sistema finanziario dipende dalla disponibilità del *Federal Reserve System* a fornire appoggio al sistema nei momenti critici. Pochi temono che il *Fed* possa commettere gli errori del 1929.

Rimane aperto tuttavia un interrogativo. È corretto ipotizzare che le eurobanche non filiali di banche statunitensi abbiano la stessa facilità di accesso, diretto o indiretto, al credito di ultima istanza del *Federal Reserve System*? Perché l'accesso venga ostacolato occorre ipotizzare una situazione di grave conflitto tra il paese di origine delle eurobanche, non filiali di banche statunitensi, e gli Stati Uniti. Questa possibilità non si può escludere a priori. Finora tuttavia il conflitto tra le varie potenze nel campo finanziario non è arrivato a rotture gravi, anche se in alcuni casi si sono verificati antagonismi che hanno avuto fastidiose ripercussioni sul funzionamento del sistema. Così secondo informazioni di stampa, la crisi polacca sarebbe stata precipitata dalla richiesta delle banche statunitensi di rimborso dei propri crediti, pari a meno del 15 per cento del debito estero totale polacco; e la sospensione del servizio del debito da parte della Polonia avrebbe creato numerose difficoltà alle banche tedesche, i cui crediti sono pari a circa il 60 per cento del debito polacco. Una situazione analoga sembra essersi verificata nel caso del Messico, la cui crisi è scoppiata in seguito alla richiesta di rimborso di crediti da parte delle banche tedesche: la crisi messicana ha danneggiato le banche statunitensi titolari di oltre il 70 per cento dei crediti al Messico.

5. La necessità di una riforma

La relativa controllabilità degli effetti sul sistema finanziario internazionale della crisi dei Pvs ostacola gli sforzi di riforma effettiva del sistema. Stati Uniti, Germania e le grandi eurobanche²⁰ desiderano misure limitate, come la costituzione di una qualche forma di 'rete di sicurezza' per i paesi in difficoltà estrema, ma si oppongono ad una

²⁰ Nel gennaio del 1983 le principali trentacinque eurobanche hanno dato vita ad un organismo di coordinamento denominato Institute for International Finance Inc., noto come il gruppo di Ditchley, dal sobborgo londinese dove ha avuto luogo la riunione istitutiva del nuovo organismo.

profonda ristrutturazione della finanza internazionale, che porti a forme di 'politicizzazione' del mercato del credito internazionale.

Il costo della mancata riforma ricade sui Pvs, costretti a penosi aggiustamenti deflazionistici della bilancia dei pagamenti. Le loro condizioni potrebbero ulteriormente peggiorare qualora non fosse possibile trovare fonti di credito alternative alle banche regionali statunitensi. Negli ultimi tempi queste banche si sono rifiutate di accrescere la loro partecipazione ai circuiti del credito internazionale nei quali erano state coinvolte a partire dalla metà degli anni settanta. Le banche regionali statunitensi non traggono molti vantaggi da questa partecipazione, perché sono troppo piccole per fungere da capofila dei prestiti. Esse sono escluse dalle commissioni che le grandi banche percepiscono per tale funzione e che rappresentano la parte principale dei profitti realizzabili nell'intermediazione internazionale.²¹ Le banche regionali non sono peraltro organicamente collegate ai grandi complessi dell'industria di esportazione, a differenza delle banche internazionali operanti nei centri monetari degli Stati Uniti. Esse pertanto non hanno convenienza né diretta né indiretta a partecipare al credito internazionale, mentre soffrono di tutti gli svantaggi derivanti da un appesantimento del bilancio.

La diminuzione del concorso delle banche regionali rende difficile, se non il mantenimento, perlomeno la crescita dei flussi creditizi verso il Terzo mondo. I Pvs rischiano di essere nuovamente abbandonati al loro destino, perdendo ogni prospettiva realistica di sviluppo industriale, se non saranno predisposti canali ufficiali di finanziamento, come è stato proposto in varie sedi.

RICCARDO PARBONI

²¹ Il rendimento delle attività sull'estero non è sostanzialmente superiore a quello delle attività sull'interno.