

Sulla necessità di controllare l'attività creditizia internazionale delle banche

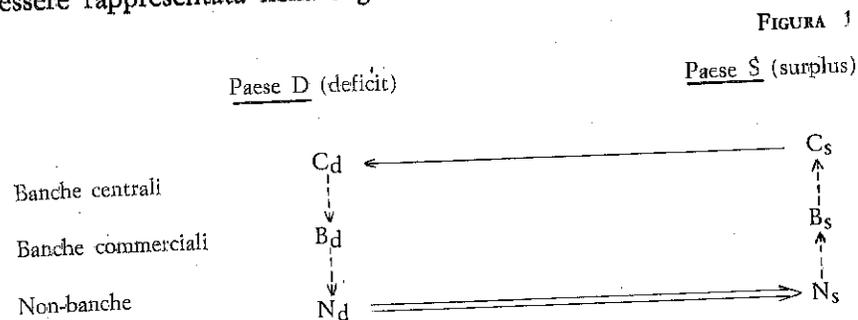
Quest'articolo considera l'attività creditizia internazionale delle banche e le sue implicazioni per la politica monetaria. Sostiene che l'espansione del credito bancario estero è divenuta (o è probabile che divenga) un importante fattore monetario. Analizza gli aspetti macro e micro-economici della dinamica di tale processo di espansione e il suo rapporto con il deficit della bilancia dei pagamenti statunitense. Si conclude con alcune osservazioni generali sulla necessità di un'intensificata cooperazione monetaria internazionale.

L'espansione del credito bancario estero come fonte di creazione globale di moneta

1. In un mondo in cui non avessero un ruolo né i prestiti né i depositi bancari internazionali, e in cui quindi i sistemi bancari nazionali fossero completamente separati l'uno dall'altro, gli squilibri di bilancia dei pagamenti per le partite correnti e per i movimenti non-bancari di capitale potrebbero essere "finanziati" solo da transazioni ufficiali: trasferimenti di riserve dal paese in disavanzo al paese in surplus, e/o crediti monetari concessi dalle autorità monetarie (banca centrale) del paese in surplus alle autorità monetarie del paese in disavanzo. In un mondo siffatto, in cui le banche non prendessero parte — né contraendo né concedendo prestiti — alle transazioni internazionali di capitale, il deflusso di liquidità dai paesi in disavanzo sarebbe eguale all'afflusso di liquidità nei paesi in surplus. Da un punto di vista globale, la creazione di moneta deriva unicamente dalla somma delle espansioni di credito *interno*. Gli squilibri di bilancia dei pagamenti influiscono sulla ripartizione fra paesi, ma non sull'ammontare globale. Inoltre, poiché la moneta è

detenuta solo nel sistema bancario *interno*, le statistiche bancarie nazionali forniscono un quadro completo dell'offerta nazionale di moneta. La politica monetaria e le statistiche monetarie debbono solo occuparsi delle transazioni *interne* al sistema bancario nazionale.

Schematicamente, la situazione descritta in questo paragrafo può essere rappresentata nella Figura 1:



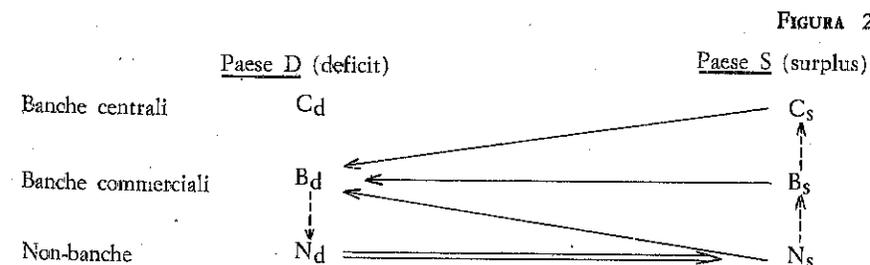
- $N_d N_s$ = disavanzo di D = surplus di S di partite correnti e di movimenti non-bancari di capitale.
 $B_d N_d$ = espansione del credito interno in D e/o riduzione dell'offerta moneta in D.
 $N_s B_s$ = aumento dell'offerta di moneta in S e/o contrazione del credito interno in S.
 $C_d B_d$ = assistenza interna della banca centrale a (e/o riduzione delle riserve libere di) B_d .
 $B_s C_s$ = aumento delle riserve libere di (e/o transazioni interne di mercato aperto con) B_s .
 $C_s C_d$ = regolamenti ufficiali tra banche centrali (credito monetario da C_s a C_d e/o trasferimento di riserve da C_d a C_s).

2. Da un punto di vista monetario la situazione non cambia sostanzialmente se supponiamo che le banche commerciali intrattengano depositi interbancari internazionali. Nella Figura 1 ciò renderebbe possibile, ad esempio, che le banche dei paesi in surplus aprissero depositi nelle banche dei paesi in disavanzo (o facessero investimenti nel mercato monetario di questi ultimi). Se questo fosse l'unico tipo di transazione internazionale delle banche commerciali, sarebbe sempre vero che l'espansione del credito interno è l'unica fonte di creazione di moneta e che le statistiche monetarie possono essere costruite sulla base dei dati bancari nazionali. Naturalmente, rispetto alla situazione descritta nel paragrafo 1, vi sarebbe un'importante differenza: le banche commerciali del paese in disavanzo, attirando depositi dalle banche del paese in surplus, riducono il loro grado di dipendenza dalla banca centrale. Quest'ultima perciò si trova in una posizione tecnicamente più debole per procedere a ri-

duzioni dell'espansione del credito interno per eliminare il disavanzo della bilancia dei pagamenti. Tale posizione è ulteriormente indebolita nella misura in cui le banche commerciali del paese in disavanzo sono in grado di attrarre depositi dalle banche *centrali* estere e dalle *non-banche* estere. Ne è un esempio caratteristico la situazione del sistema bancario americano. In queste circostanze il disavanzo della liquidità di base acquista maggior rilievo del disavanzo dei regolamenti ufficiali.

3. Di passaggio, occorre notare che, da un punto di vista *statistico*, fa differenza se le banche commerciali attraggono depositi da *non-banche* estere. L'eguaglianza fra deflusso di liquidità dal paese in disavanzo e afflusso di liquidità nel paese in surplus è pregiudicata, *a meno che* il concetto di liquidità (moneta) non sia ampliato a includere i depositi di residenti detenuti all'estero. In effetti, questa è un'estensione necessaria e logica. Da un punto di vista monetario, i depositi di residenti tenuti presso banche interne e quelli tenuti presso banche estere andrebbero trattati allo stesso modo. Se si fa così (con l'implicazione che le statistiche monetarie nazionali debbono essere integrate con dati forniti dalle banche estere), si preserva la simmetria fra il deflusso e l'afflusso di liquidità, e inoltre resta vero — *fin quando le banche commerciali non s'impegnino in prestiti internazionali a non-banche* — che la creazione di moneta è il risultato dell'espansione creditizia *interna*. Quest'ultima, perciò, resta l'oggetto logico della politica di controllo monetario.

La situazione descritta nei paragrafi 2 e 3 può essere rappresentata nella Figura 2:

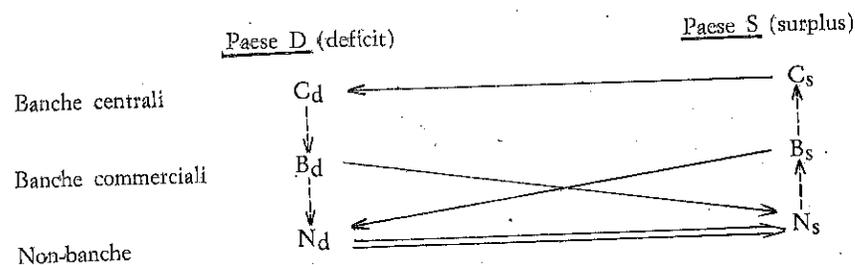


L'(eccessiva) espansione creditizia interna $B_d N_d$ nel paese in disavanzo D si scarica in un disavanzo e in un deflusso di liquidità $N_d N_s$; ne risulta un corrispondente surplus e afflusso di liquidità

per il paese S, sotto forma di un aumento dei depositi "interni" $N_s B_s$ tenuti nelle banche nazionali e dei depositi "esterni" $N_s B_a$ tenuti nelle banche estere.

4. Un cambiamento di fondo nel funzionamento globale del processo di creazione di moneta ha luogo se e quando le banche commerciali compiono operazioni di prestito internazionale a non-banche.¹ Come risultato di tali prestiti, viene compromessa la simmetria fra deflussi e afflussi di liquidità; inoltre, la creazione di moneta (nel senso ampio comprendente la creazione di depositi detenuti dall'esterno) non deriva più esclusivamente dall'espansione creditizia interna, ma anche dall'attività nel campo dei prestiti internazionali. La nuova situazione è descritta nella Figura 3, in cui per semplificare si è supposta l'assenza di depositi internazionali.

FIGURA 3



Se $B_a N_s$ e $B_s N_a$ indicano rispettivamente i prestiti internazionali concessi dalle banche commerciali del paese D e i prestiti internazionali concessi dalle banche commerciali del paese S, il deflusso netto di liquidità dalle non-banche in D è pari a $N_a N_s$ meno $B_s N_a$. Tuttavia, l'afflusso netto di liquidità alle non-banche in S è pari a $N_a N_s$ più $B_a N_s$. L'asimmetria, perciò, è pari al totale dei prestiti bancari internazionali. Tali prestiti danno luogo a importazioni di capitale da parte delle non-banche che non hanno corrispettivo in esportazioni di capitale delle non-banche. Ne consegue che la creazione globale di moneta supera per quello stesso ammontare il totale

¹ In tutto quest'articolo, i prestiti vanno interpretati come prestiti netti cioè deducendo il ricorso a fondi esteri a lungo termine. Nella misura in cui le banche finanziano per questa via le proprie attività estere, esse non fanno altro che reincondannare il capitale internazionale senza monetizzazione. Tuttavia, le passività estere delle banche commerciali G 10 hanno per la quasi totalità il carattere di passività a breve termine.

delle espansioni creditizie interne. E' il totale dell'espansione di credito bancario (sia interno sia estero) che costituisce l'offerta globale di moneta.

Se $B_a N_a$ indica l'espansione di credito interno da parte delle banche commerciali di D, mentre si suppone nulla l'espansione di credito interno da parte delle banche commerciali di S, l'aumento dell'offerta globale di moneta è dato da $N_a B_s$, che è eguale alla somma di $B_a N_a$, $B_a N_s$ e $B_s N_a$. La politica monetaria deve tener conto dell'espansione creditizia interna ed estera del settore bancario.

Stime approssimative delle transazioni estere delle eurobanche e delle banche statunitensi

5. I prestiti a non-banche estere sono divenuti un'attività molto importante per le banche commerciali dei paesi del Gruppo dei Dieci (G 10).² Data la posizione speciale degli Stati Uniti come paese a valuta di riserva, e più in generale come fonte importante di titoli a breve denominati in dollari, è usuale e analiticamente utile distinguere fra il sistema bancario statunitense (nel quale in quest'articolo includiamo le filiali delle banche USA nei centri off-shore dei Caraibi) da un lato, e il complesso dei sistemi bancari degli altri paesi del Gruppo dei Dieci dall'altro lato. Quest'ultimo gruppo di sistemi bancari è indicato in genere, ma con non molta precisione, come eurobanche.

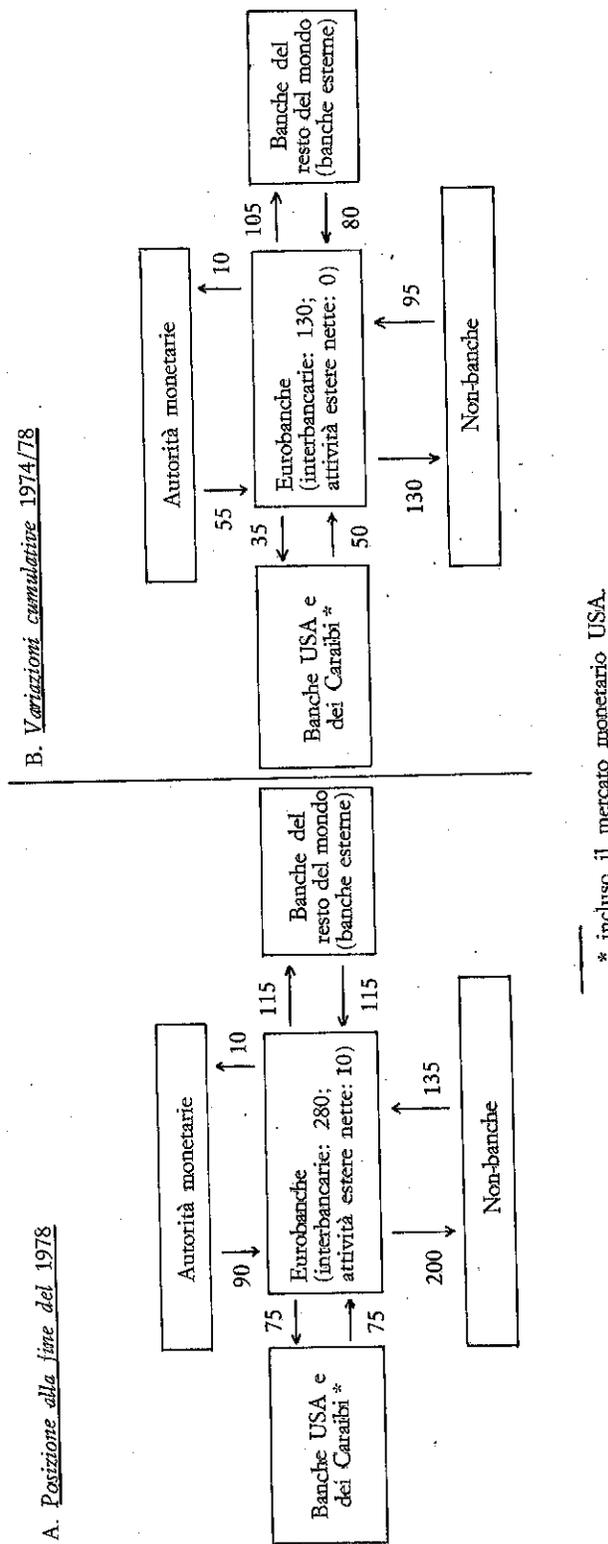
La Figura 4 fornisce una rappresentazione delle attività e passività estere delle eurobanche alla fine del 1978 e delle variazioni intervenute nel quinquennio 1974-78.

Le eurobanche hanno accresciuto i loro crediti in essere a non-banche nel corso del quinquennio da \$ 130 miliardi a \$ 200 miliardi (a un tasso di circa il 25% annuo). Le eurobanche hanno inoltre accresciuto i loro crediti (e/o depositi) a favore di banche e autorità monetarie esterne ai G 10 per una cifra dello stesso ordine di grandezza (\$ 115 miliardi), parte della quale ha indubbiamente dato luogo a un'espansione addizionale di credito interno (e quindi di creazione di moneta) nei paesi interessati. Le eurobanche hanno potuto finanziare queste operazioni attraendo depositi da non-banche

² In quest'articolo l'espressione G 10 include la Svizzera.

FIGURA 4

ATTIVITÀ E PASSIVITÀ ESTERE DELLE EUROBANCHE
(in miliardi di dollari USA)



e da banche "esterne" per un ammontare di \$ 175 miliardi, che copre più del 70% dell'espansione delle loro attività. Il resto, pari a \$ 70 miliardi, è stato finanziato attraendo depositi di autorità monetarie — soprattutto dall'esterno del Gruppo dei 10 — e, in piccola misura, dall'indebitamento netto con banche statunitensi e dei Caraibi.

Oltre ad aiutare le eurobanche ad espandere le loro attività estere, le banche USA e dei Caraibi hanno partecipato su scala considerevole a prestiti diretti a non-banche estere e a banche esterne. Secondo le stime approssimative riportate nella Figura 5, le banche USA e dei Caraibi hanno accresciuto la loro attività in tali settori di \$ 55 miliardi negli ultimi cinque anni, cioè a un saggio di quasi il 25% annuo. Il flusso di ritorno sotto forma di depositi (e di investimenti sul mercato monetario statunitense) compiuti da soggetti esteri non-ufficiali è stato alquanto inferiore (dell'ordine dei \$ 40 miliardi). Tuttavia, le istituzioni *ufficiali* estere hanno accresciuto i loro depositi e i loro investimenti sul mercato monetario statunitense a un saggio assai superiore al vuoto lasciato dai soggetti non-ufficiali. Ne è risultata una crescita dell'indebitamento monetario netto degli USA di circa \$ 60 miliardi in cinque anni. Naturalmente, questo sviluppo riflette gli ampi disavanzi cumulativi di bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti per le partite correnti e per le transazioni di capitale non-monetarie.

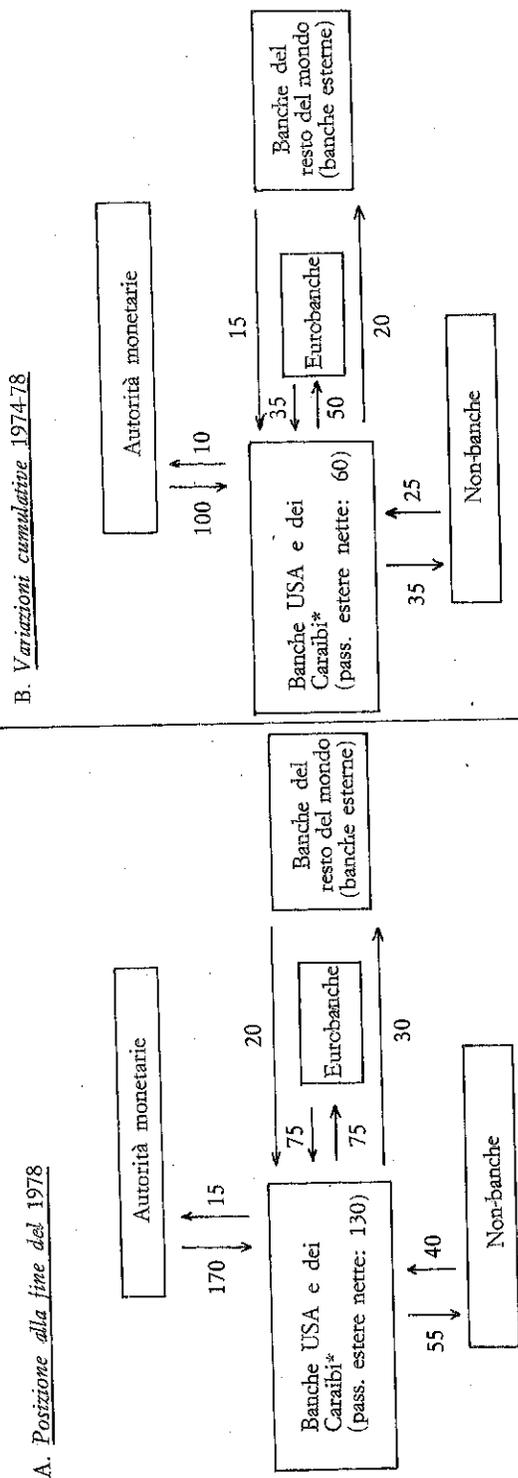
La caratteristica principale del *modus operandi* degli Stati Uniti nel campo monetario internazionale era ed è che, sia attraverso i prestiti bancari internazionali sia attraverso i disavanzi di bilancia dei pagamenti, vengono quasi continuamente create attività a breve sulle banche USA e sul mercato monetario USA, che rappresentano "liquidità" di non-banche estere, di banche estere e/o di autorità monetarie estere. Il totale di questo disavanzo di liquidità di base degli Stati Uniti nel corso del quinquennio considerato è stato di circa \$ 175 miliardi, come si può vedere dalla Figura 5.

6. Nel quinquennio 1974-1978 l'espansione del credito estero da parte delle banche del Gruppo dei 10 a favore di non-banche e di banche esterne è stato pari a oltre il 30% dell'espansione creditizia interna netta³ delle banche G 10. Questo risultato è derivato da un

³ Cioè una volta dedotto l'aumento delle passività interne a lungo termine.

FIGURA 5

ATTIVITA' E PASSIVITA' ESTERE DELLE BANCHE USA E DEI CARAIBI
(in miliardi di dollari USA)



* incluso il mercato monetario USA.

saggio annuo di crescita che in media è stato oltre il doppio del saggio di crescita nel settore interno. E poiché quest'ultimo ha più o meno tenuto il passo del saggio di crescita del PNL nominale e non ha mostrato rallentamenti rispetto agli anni in cui l'espansione del credito estero era meno vivace, c'è un forte sospetto che l'attività estera delle banche G 10 debba essere considerata un fattore inflazionistico di una certa importanza.

Naturalmente, per valutare in modo adeguato l'impatto monetario complessivo di tale attività occorre approfondire l'analisi. E' infatti necessario considerare gli sviluppi monetari nei paesi G 10 e nel resto del mondo. Una questione importante per questo aspetto è in quale misura l'attività estera delle banche G 10 abbia svolto negli ultimi anni una funzione utile o addirittura indispensabile nel riciclaggio dei surplus petroliferi. Tornerò più avanti su tale aspetto. Lo scopo di quest'articolo, tuttavia, non è quello di valutare sviluppi del passato, ma di guardare a quanto può accadere in futuro e, più particolarmente, di sottolineare che la dinamica dell'espansione del credito estero è sicuramente tale da non permettere di escludere la necessità di un qualche tipo di controllo.

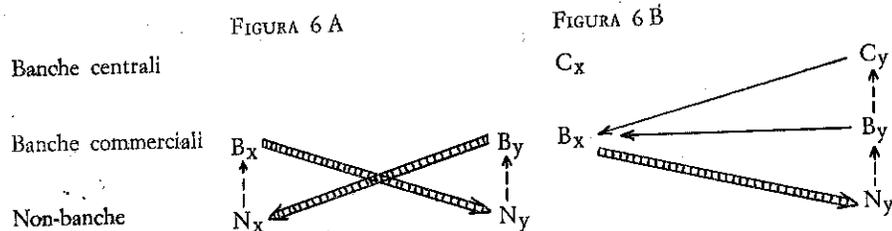
Aspetti macro-economici della dinamica del processo d'espansione del credito estero delle banche

7. Alla fine del 1978 le non-banche dei paesi G 10 tenevano quasi il 4% delle loro attività monetarie liquide presso banche estere. Per le non-banche di altri paesi questa proporzione era probabilmente un po' più elevata, cioè nell'ordine del 6%. Se supponiamo che la propensione delle non-banche a detenere parte delle loro attività monetarie liquide presso banche estere resti costante, il flusso di ritorno verso le banche G 10 nel loro complesso, indotto dai loro prestiti a non-banche estere, non sarà in media superiore al 5% circa. Secondo questa valutazione anche se trascuriamo qualsiasi desiderio da parte delle banche G 10 di mantenere i loro rapporti di cassa o di liquidità, il moltiplicatore dei prestiti esteri sarebbe molto piccolo in confronto a quello relativo ai prestiti interni. Naturalmente, ciò non esclude un processo di continua espansione del credito estero; tuttavia, tale espansione non può procedere indefinitamente a un saggio superiore a quello dell'espansione creditizia interna.

La situazione già cambia se supponiamo che la propensione delle non-banche a tenere parte delle loro attività liquide presso banche estere mostri un graduale aumento. In effetti, ciò è quanto è accaduto negli ultimi anni. Nel quinquennio 1974-1978 i depositi di non-banche estere affidati a banche G 10 sono cresciuti a un saggio medio di oltre il 25% annuo, considerevolmente superiore al saggio di crescita dell'offerta mondiale di moneta tenuta all'interno.⁴ E' chiaro che una crescita più rapida dei depositi esteri, fin quando continua, può permettere un tasso di espansione del credito estero superiore al tasso d'espansione del credito interno.

8. La dinamica dell'espansione del credito estero è, di fatto o potenzialmente, rafforzata da altri "flussi di ritorno". Le Figure 6 A, B, C e D indicano quel che può accadere.

In primo luogo è possibile che prestiti esteri simultanei da parte delle banche G 10 a non-banche G 10 diano luogo a flussi "interni" reciproci di ritorno (6 A). In tal modo ogni banca G 10 — e quindi anche le banche G 10 nel loro complesso — acquisirebbero gradualmente una posizione attiva netta sull'estero. Per quanto si siano certamente verificati prestiti esteri simultanei a non-banche G 10, i flussi di ritorno esterni ed altri fattori hanno fatto sì che la posizione netta delle attività sull'estero delle eurobanche non mostrasse praticamente alcun cambiamento nel quinquennio 1974-1978 (si veda la Figura 4 B).



Per quanto riguarda questi flussi di ritorno esterni, nella Figura 6 B sono rappresentate due nuove possibilità dopo quella di depositi esterni compiuti da non-banche.

⁴ Convertita in dollari al tasso di cambio corrente.

Nella misura in cui le non-banche che ricevono prestiti dall'estero o i loro beneficiari effettuano depositi presso banche *interne* (B_y) tali banche interne, se non sono già esse stesse impegnate in attività di prestito all'estero, possono trovare conveniente entrare nel mercato dei depositi interbancari, permettendo così di rifinanziarsi alle banche G 10 che hanno concesso prestiti (B_x).

E' importante ricordare che, indipendentemente dalla valuta in cui le transazioni estere sono denominate, vi sarà una tendenza quasi automatica alla chiusura del circuito fin quando tutte le parti coinvolte si coprono dai rischi di cambio. In tali circostanze, c'è da attendersi che qualsiasi riduzione del tasso a pronti della valuta x in termini della valuta y sia controbilanciato da un aumento del premio a termine (o da una caduta dello sconto a termine). Di conseguenza, anche senza un aumento dei tassi di interesse del paese x rispetto ai tassi di interesse del paese y, gli investimenti sul mercato monetario del paese x diverranno più attraenti per le non-banche e le banche del paese y. Ciò tenderà a indurre flussi di ritorno, che a loro volta contribuiranno a stabilizzare il tasso di cambio sul mercato a pronti. Se necessario, le banche centrali del paese x e/o y possono stimolare i flussi di ritorno permettendo o provocando variazioni dei tassi d'interesse.

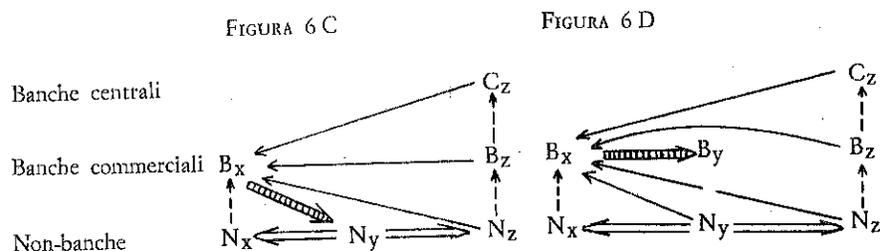
L'intervento diretto è un modo alternativo di stabilizzare il tasso di cambio sul mercato a pronti.⁵ In un mondo in cui i regolamenti fra banche centrali in attività finanziarie di riserva (DSP) non hanno un ruolo importante, le variazioni delle riserve di valuta estera delle banche centrali spesso consistono in variazioni dei depositi tenuti presso banche commerciali G 10. In tal modo può manifestarsi un altro flusso di ritorno estero.

Anche le transazioni internazionali non-monetarie possono svolgere un ruolo importante nel favorire il processo di espansione del credito estero (Figura 6 C). Il paese beneficiario (y) può avere un disavanzo di bilancia dei pagamenti per partite correnti e/o per transazioni di capitale non-monetarie (il disavanzo può anzi essere causato o quanto meno condizionato dall'afflusso di credito bancario

⁵ Se non ha luogo una stabilizzazione "spontanea" dei tassi di cambio, le autorità possono, naturalmente, optare per (una certa misura di) libera fluttuazione. Fin quando le autorità si astengono dall'intervenire, le transazioni di capitale delle banche o delle non-banche daranno luogo — quasi per definizione — in un modo o nell'altro a flussi compensativi di ritorno.

estero), la cui contropartita è o un surplus del paese x che concede il prestito (dando così luogo a un flusso di ritorno interno), o un surplus di un paese terzo (z), le cui non-banche, banche commerciali o banche centrali effettuano depositi esteri chiudendo il circuito.

Quest'ultimo fenomeno ha assunto grande importanza nel processo di riciclaggio dei surplus petroliferi dei paesi OPEC. Nella misura in cui tali surplus e i corrispondenti disavanzi dei paesi im-



portatori di petrolio hanno dovuto essere accettati come un fatto inevitabile, e il finanziamento non ha potuto essere completamente effettuato con transazioni di capitale non-monetarie a causa della preferenza per la liquidità dei paesi OPEC, l'intermediazione delle eurobanche è stata utile o addirittura indispensabile.

Dopo quanto si è detto riguardo ai flussi di ritorno verso le banche G 10 impegnate in prestiti esteri a non-banche, c'è poco da aggiungere riguardo ai flussi di ritorno che favoriscono i prestiti esteri (o i depositi) a favore di banche "esterne". La Figura 6 D, in cui B_x rappresenta il gruppo delle banche G 10 e B_y e B_z si riferiscono a banche esterne, mostra che possono funzionare gli stessi canali già considerati.

9. Riassumendo, vi sono molti modi in cui il "circuito esterno" delle banche commerciali G 10 nel loro complesso può funzionare come un sistema chiuso. Le "dispersioni" ("leakages") monetarie e i vincoli cui questo circuito è comunque sottoposto, e che quindi possono influenzare l'offerta di credito bancario internazionale, rientrano in quattro categorie. Vi è inoltre un quinto fattore di secondaria importanza che può piuttosto agire da stimolo.

(1). Nella misura in cui i flussi di ritorno hanno natura interna (sono rappresentati da $N_x B_x$ nelle Figure 6 A, C e D), è possibile — specie se il tasso di espansione del credito interno non si riduce —

che si verifichi un ulteriore aumento dell'offerta di moneta e di conseguenza della circolazione di banconote, con un deterioramento della posizione di cassa delle banche commerciali.

(2). Nella misura in cui i flussi di ritorno dipendono dall'"intermediazione" delle banche centrali (flussi $C_y B_x$ e $C_z B_x$ nelle Figure 6 B, C e D), vi è la possibilità che il circuito venga bloccato da regolamenti diretti (oggi non molto importanti), da crediti monetari tra banche centrali, o dall'uso di altre alternative all'apertura di depositi presso banche commerciali (come l'investimento in Buoni del Tesoro).

(3). Le autorità monetarie sono naturalmente libere di intervenire per influenzare la posizione di liquidità delle loro banche commerciali. Esse possono compensare le dispersioni ricordate sopra, sub (1) e (2), e spesso lo fanno. Possono invece imporre vincoli aggiuntivi, in modo discrezionale o più istituzionale, ad esempio mediante operazioni di mercato aperto o l'imposizione di obblighi di riserve liquide, eventualmente anche rispetto alle passività estere delle banche commerciali.

(4). Il funzionamento del circuito esterno delle banche commerciali G 10 può essere anche sottoposto a effetti "distributivi". A seconda delle preferenze e delle condizioni di mercato, i flussi di ritorno esterni possono essere distribuiti in modo "diseguale" fra le banche commerciali G 10. Sono possibili spostamenti da un gruppo all'altro di tali banche. Proprio perché i fattori istituzionali e le reazioni delle autorità monetarie nei paesi interessati possono essere asimmetrici, e perché le banche commerciali possono essere riluttanti ad accettare il mercato dei depositi interbancari come canale redistributivo senza limiti quantitativi, sono necessarie suddivisioni del sistema bancario commerciale G 10. Per gli scopi di questo articolo è sufficiente la suddivisione già presente nelle Figure 4 e 5, tra il sistema bancario USA (incluse le filiali delle banche USA nei centri "off-shore" dei Caraibi) e il sistema delle cosiddette eurobanche.

(5). Come si è già osservato, le transazioni internazionali non-monetarie possono svolgere un ruolo importante nella chiusura del circuito esterno (Figure 6 C e D). Tuttavia, i disavanzi e i surplus di bilancia dei pagamenti per transazioni internazionali non-monetarie possono anche avere natura più autonoma (pur se indubbiamente in-

fluenzate in modo pesante dalle politiche monetarie *interne* dei paesi interessati), e in tal caso possono agire da stimolo a prestiti esteri delle banche commerciali dei paesi in surplus o di altre banche intermediarie. I disavanzi della bilancia dei pagamenti statunitense hanno svolto un ruolo molto importante per questo aspetto.

La posizione particolare della bilancia dei pagamenti statunitense nel processo di creazione di liquidità esterna: implicazioni di politica economica

10. Con il declino della sterlina dopo la seconda guerra mondiale, la posizione del dollaro come principale valuta di riserva e mezzo di scambio ha naturalmente indotto le banche centrali, le banche commerciali e le non-banche a preferirlo per i loro depositi esteri. Ne è risultato che, prima che il mercato dell'eurodollaro acquisisse la sua attuale importanza, la massa dei depositi internazionali veniva diretta verso gli Stati Uniti, dove un ben organizzato mercato monetario e un efficiente sistema bancario potevano gradualmente sostituire Londra. A quell'epoca, i prestiti esteri delle banche commerciali G 10 erano già un fattore monetario di una certa importanza, ma l'attività bancaria internazionale si svolgeva soprattutto in valute *interne*, e di conseguenza lo spazio per tale attività era ovviamente molto maggiore per le banche situate negli Stati Uniti che per altre banche G 10.

Era in questo modo che gli Stati Uniti potevano svolgere un'utile funzione di creazione di liquidità internazionale per far fronte alla domanda di autorità estere e di banche e non-banche estere. I prestiti internazionali concessi da banche USA o, più in generale, un disavanzo di *liquidità di base* della bilancia dei pagamenti USA — che include anche la possibilità di un disavanzo nel conto delle transazioni (di capitale) non-monetarie — erano il presupposto di questo processo di creazione di liquidità. Purché il disavanzo non fosse maggiore dell'aumento effettivo (cioè non inflazionistico) nella domanda mondiale di liquidità, e purché le autorità dei paesi in surplus riuscissero a ridurre il saggio di espansione del credito interno, non vi era nulla di male, da un punto di vista monetario, in questo sistema (per quanto, come sappiamo, queste condizioni non si siano purtroppo verificate).

La nascita e lo sviluppo del mercato dell'eurodollaro e, più in generale, del mercato delle *eurovalute*, hanno cambiato considerevolmente lo scenario e le possibilità di creazione di liquidità internazionale. Le banche commerciali fuori degli Stati Uniti, sempre più impegnate in transazioni in valute *estere*, furono in grado di acquisire una parte considerevole del circuito di creazione della liquidità in dollari imperniato su prestiti e depositi esteri. C'è stata inoltre, negli ultimi anni, una tendenza dei detentori di depositi esteri a diversificare a favore di valute (soprattutto il marco tedesco) diverse dal dollaro. Questo processo, tuttavia, non ha necessariamente portato paesi come la Germania ad acquisire, sia pure su scala modesta, la posizione tecnica di banchiere internazionale. La crescita dell'attività bancaria internazionale in valute *estere* ha significato che la creazione di liquidità internazionale ha avuto luogo in una certa misura indipendentemente dai paesi originari di tali valute. Di conseguenza Londra ha potuto riconquistare parte del suo ruolo di centro finanziario internazionale, mentre sorgevano altri centri, in parte situati in paesi la cui valuta non aveva alcuna importanza internazionale.

Un ulteriore sviluppo, strettamente connesso con il cambiamento appena ricordato, è dato dal fatto che si è considerevolmente accresciuta la disponibilità delle non-banche a tenere depositi presso banche estere. Data la possibilità di effettuare depositi nella valuta nazionale del depositante, sono sorti i cosiddetti "flussi circolari". Ma anche indipendentemente da tale fenomeno, l'attività internazionale delle banche G 10 può ora beneficiare di un mercato di depositi esteri molto reattivo.

Le implicazioni monetarie dei suddetti sviluppi sono due:

(1). Da un punto di vista globale l'ampliarsi degli spazi per la creazione di liquidità esterna deve, in linea di principio, essere controbilanciato da un relativo rallentamento nel processo di espansione creditizia interna. Come si è già ricordato (paragrafo 6), è da ritenere che questa condizione interna non sia stata soddisfatta nel quinquennio per il quale abbiamo fornito dati. Comunque, per quanto riguarda il futuro c'è concordanza di opinioni sul fatto che la riconquista e il mantenimento della stabilità monetaria mondiale richiede un saggio di crescita del credito interno sufficientemente in "armonia" (cioè negativamente correlato) con il saggio di creazione di liquidità esterna.

(2). E' chiaro inoltre che c'è poca speranza di conseguire un siffatto sviluppo monetario globale "armonizzato" e non-inflazionistico, se la creazione di liquidità esterna non viene mantenuta entro certi limiti (per quanto si sia ampliato il suo ruolo). Ora, poiché la creazione di liquidità esterna è divenuta una attività molto importante per le eurobanche, una ovvia condizione da soddisfare — a parte qualche tipo di controllo su tale attività — è che si riduca considerevolmente la creazione di liquidità esterna da parte degli Stati Uniti. Negli ultimi anni è accaduto esattamente il contrario. Nonostante un elevato ritmo di prestiti esteri da parte delle banche USA (e dei Caraibi), la bilancia dei pagamenti USA per le partite correnti e per le transazioni di capitale non-monetarie, dopo esser stata prossima all'equilibrio nel 1974 e 1975, è andata ancora una volta in disavanzo, in misura elevatissima, e per di più con effetti di liquidità che hanno costituito un forte stimolo per i prestiti esterni delle eurobanche (cfr. Tabella 1).

TABELLA 1

CREAZIONE DI LIQUIDITA' ESTERNA

In % del PNL dei paesi G 10	1964/68	1969/73	1974/75	1976/78
	medie annue			
1. Prestiti concessi da banche USA ¹ a non-banche estere e a banche esterne	0,1	0,2	0,4	0,3
2. Deficit della bilancia dei pagamenti USA per le transazioni non-monetarie (1) + (2)	0,3 0,3	0,4 0,6	0,0 0,5	0,4 0,7
3. Prestiti concessi da eurobanche a non-banche estere e a banche esterne (1) + (2) + (3)	0,3 0,7	0,5 1,1	0,9 1,3	1,3 2,0

¹ e banche del Caraibi

All'impatto del disavanzo della bilancia dei pagamenti USA, che in parte dipende anche dal "comportamento" delle autorità degli altri paesi, sono dedicati i paragrafi 11 e 12.

11. I disavanzi della bilancia dei pagamenti statunitense per le partite correnti, per le transazioni di capitale non-monetarie e per prestiti bancari all'estero implicano un afflusso di liquidità nel resto

del mondo. Naturalmente lo stesso avviene per i disavanzi di bilancia dei pagamenti degli altri paesi.⁶ Tuttavia, da un punto di vista monetario globale, la posizione della bilancia dei pagamenti statunitense ha un significato strategico diverso da quello della bilancia dei pagamenti degli altri paesi, per una duplice ragione.

In primo luogo, il dollaro è la principale valuta di riserva e di scambio internazionale. Circa i due terzi delle attività liquide estere di non-banche, banche commerciali e autorità monetarie sono tenuti in dollari, di cui circa un terzo sotto forma di attività nei confronti degli Stati Uniti. In conseguenza della posizione predominante del dollaro, le transazioni estere degli Stati Uniti hanno luogo in misura elevatissima in dollari. Perciò, la conseguenza principale di un disavanzo della bilancia dei pagamenti statunitense è che i saldi in dollari dei "soggetti non ufficiali" degli altri paesi aumentano all'incirca per lo stesso ammontare.

Nelle circostanze attuali vi è una seconda ragione per cui la posizione della bilancia dei pagamenti USA ha un significato non confrontabile con quella degli altri paesi. Il fatto che a partire dal crollo del sistema di Bretton Woods non esiste più alcun obbligo di intervento per le autorità statunitensi e dei loro principali "partner" commerciali per mantenere il tasso di cambio del dollaro all'interno di limiti ristretti, implica che (se le autorità non decidono lo stesso di intervenire) i dollari "creati" dal disavanzo USA vengono in qualche modo "catturati" dal circuito non ufficiale.

Fin quando la domanda di non-banche e banche per saldi esterni in dollari mostra un aumento spontaneo, non ci saranno necessariamente inconvenienti. Anzi, entro tali limiti il disavanzo USA può anche esser considerato un provvidenziale⁷ elemento di compensazione di dispersioni distributive derivanti dai "flussi di ritorno" verso gli Stati Uniti. Peraltro, i disavanzi USA per l'ammontare eccedente questa compensazione, quali si sono verificati in passato, possono avere per più vie un effetto dirompente sugli sviluppi monetari internazionali. Se le autorità si astengono dall'intervenire sui mercati valutari, su tali mercati deve necessariamente verificarsi una tendenza al deprezzamento del dollaro, che tale deprezzamento sia

⁶ Cfr. la Figura 3, in cui gli afflussi di liquidità nel paese S sono pari a $N_d N_s$ più $B_d N_s$.

⁷ Supponendo "armonia" fra la creazione di liquidità esterna e l'espansione creditizia interna (cfr. paragrafo 10).

o no giustificato dal punto di vista dell'aggiustamento degli squilibri di fondo. Il deprezzamento proseguirà fino al punto in cui le aspettative diverranno tali da indurre i detentori non-ufficiali di dollari ad assorbire l'eccesso di offerta. In queste circostanze, naturalmente, è molto facile che si verifichi un deprezzamento eccessivo.

Nei loro tentativi di prevenire o minimizzare un apprezzamento indesiderato delle loro valute, le autorità dei paesi in surplus che non vogliono intervenire direttamente possono essere indotte a imboccare singolarmente la strada delle riduzioni dei tassi sul mercato monetario per contrastare il minaccioso afflusso di valuta estera. Dal punto di vista della stabilizzazione dei tassi di cambio questa politica può, in effetti, avere un certo successo. Tuttavia, essa accentua la liquidità delle banche commerciali che comunque risulta dall'eccessiva offerta di dollari. Le eurobanche, che vedono ridursi i loro tassi di interesse coperti sulle loro attività addizionali in dollari, e in generale sui loro investimenti nel mercato monetario, sono spinte ad espandere individualmente i loro prestiti esteri. Ma quest'espansione del credito estero, se non è a favore di residenti USA, non comporta una riduzione delle attività a breve termine sugli Stati Uniti. Pertanto, l'incentivo ad espandere i prestiti esteri può permanere fin quando le dispersioni derivanti dall'aumento delle attività dirette in dollari di non-banche e banche esterne e/o le accresciute dimensioni delle operazioni non hanno assorbito la (relativa) liquidità.

Nel frattempo, la possibile "ondata" di prestiti esteri addizionali da parte delle eurobanche, cui può dar luogo un "eccessivo" disavanzo USA, soprattutto se le autorità dei paesi in surplus riducono i saggi sul mercato monetario, implica un'amplificazione degli effetti monetari globali del disavanzo. Questi effetti "secondari" non si verificano necessariamente se le autorità intervengono sui mercati valutari. Eliminando i rischi di cambio, tali interventi possono aiutare a stabilizzare i tassi di cambio. Per quanto riguarda gli incentivi ai prestiti esteri, molto dipende dal carattere delle transazioni ufficiali. In assenza di regolamenti diretti, un aumento dei depositi o degli investimenti sul mercato monetario da parte delle banche centrali negli Stati Uniti può non incentivare prestiti esteri addizionali; si può anche verificare una certa stretta di liquidità delle banche commerciali USA, nella misura in cui le banche centrali dei paesi dell'euromercato acquistano Buoni del Tesoro USA e le autorità USA non intraprendono azioni compensative. Tuttavia, se le banche centrali cercassero di avvalersi dell'euromercato ed affidassero

ad eurobanche i loro depositi, la contropartita del disavanzo USA sarebbe semplicemente reincanalata verso queste banche, e potrebbe così ancora una volta produrre un aumento della loro liquidità.

Risulta così che, accanto al "comportamento" monetario degli Stati Uniti, anche le politiche degli altri paesi possono influenzare le condizioni di offerta dei prestiti esteri. La misura in cui le banche centrali tengono le loro riserve di dollari presso le eurobanche e non negli Stati Uniti costituisce un importante fattore distributivo (cfr. paragrafo 9). Gli spostamenti a favore delle eurobanche possono esercitare una notevole influenza espansionistica, poiché ne risulta accresciuta la liquidità delle eurobanche, mentre la liquidità delle banche USA non viene ridotta e può perfino aumentare.⁸

Si possono avere analoghi effetti distributivi espansionistici sulle condizioni d'offerta nel caso di comportamento asimmetrico dei paesi in surplus e di quelli in deficit, se questi ultimi riducono le riserve centrali tenute negli Stati Uniti mentre i primi accettano depositi presso eurobanche. Se invece i paesi in disavanzo, desiderosi di difendere le proprie riserve, si rivolgono all'euromercato per ottenere prestiti esteri, si ha un'influenza espansionistica sui prestiti esteri delle banche dal lato della domanda.

12. Da quanto precede, dovrebbe risultare chiaro che l'ampiezza del disavanzo della bilancia dei pagamenti USA e il "comportamento finanziario" esterno delle autorità degli altri paesi possono esercitare una forte influenza sull'ammontare della creazione globale di liquidità esterna. Perciò, gli sforzi di mantenere tale creazione di liquidità entro i limiti di un armonico sviluppo monetario globale non-inflazionistico richiedono il sostegno di una politica di aggiustamento della bilancia dei pagamenti da parte degli Stati Uniti e di una "disciplina delle attività di riserva" da parte delle autorità monetarie degli altri paesi.

Per quanto riguarda la prima condizione, occorre sottolineare che sono le partite correnti, le transazioni di capitale non-monetarie e i prestiti bancari all'estero, cioè la bilancia della liquidità di base USA, il cui disavanzo va ridotto entro limiti accettabili da un punto di vista monetario globale. Fin quando persiste un ampio disavanzo,

⁸ Cioè nella misura in cui le banche centrali vendono Buoni del Tesoro USA e le autorità USA non intraprendono azioni di riequilibrio.

i regolamenti diretti possono essere utili ad accelerare il processo di aggiustamento e a contenere gli effetti secondari. Tale contenimento può anche essere il risultato di condizioni di relativa "stretta" dei mercati monetari USA, condizioni che possono pure essere indispensabili a stabilizzare i tassi di cambio. Alla fine, tuttavia, le operazioni d'ingegneria finanziaria non sono sufficienti: quello che conta è il processo di riequilibrio.

Per quanto riguarda la disciplina delle attività di riserva delle banche centrali, è vero che può essere difficile convincere le autorità dei paesi non-G 10 ad astenersi dall'effettuare depositi presso le eurobanche per amore della stabilità monetaria globale. E' anche vero che in linea di principio non vi potrebbe essere alcuna obiezione contro il fatto che l'"ammontare accettabile" di creazione di liquidità esterna sia conseguito in misura maggiore per mezzo di prestiti esteri delle eurobanche, purché i prestiti esteri delle banche USA si riducano proporzionalmente. Tuttavia, nella situazione attuale in cui sia il disavanzo dei pagamenti USA sia i prestiti esteri delle eurobanche tendono ad eccedere le dimensioni che, da un punto di vista monetario globale, possono essere armonizzate con la creazione di liquidità interna, va considerato di grandissima importanza un accordo fra le banche centrali G 10 (anche se non inclusivo di tutte le banche centrali del mondo) ad astenersi dall'accrescere i depositi presso le eurobanche. Un accordo del genere, che in realtà era stato già concluso nel 1971 e riconfermato nel 1978, indica anche che le autorità G 10 si riconoscono una speciale responsabilità per la restaurazione e il mantenimento della stabilità monetaria nel mondo.

Aspetti micro-economici del processo di espansione del credito bancario estero

13. L'accento posto sugli effetti di amplificazione dell'attività creditizia estera delle eurobanche collegati con i disavanzi della bilancia dei pagamenti USA non deve tuttavia farci trascurare il fatto che la creazione di liquidità esterna da parte delle banche commerciali G 10 ha anch'essa un impulso autonomo, che può essere molto sensibile alla domanda di credito.

Il circuito esterno può essere soggetto a dispersioni e a effetti distributivi, ma le spinte alla chiusura del circuito possono essere

molto forti. Cosa forse più importante, non vi è alcuna evidenza di un rapporto di liquidità di base esterna che controllerebbe il processo di creazione di liquidità esterna. Le attività delle eurobanche sulle banche USA (e sul mercato monetario USA), che ci si poteva forse attendere svolgessero tale funzione, hanno mostrato un declino quasi continuo sia in rapporto alle passività in dollari sia in rapporto al totale delle passività esterne.

Il comportamento delle banche commerciali G 10 è certo influenzato da considerazioni di liquidità; ma tali considerazioni si riferiscono al complesso delle loro attività. La distinzione fra attività interne ed attività estere, per quanto importante da un punto di vista macro-economico, è quasi del tutto irrilevante nel definire limiti prudenziali di comportamento.

La posizione di liquidità relativa delle eurobanche che può influenzare la loro attività creditizia è un concetto *micro-economico*. Le banche non hanno alcun motivo di tener distinto il "settore" interno da quello estero della propria attività, fin quando sono convinte di poter usare fondi interni per il rimborso di debiti esteri e/o fondi esteri per il rimborso di debiti interni, grazie all'assenza di restrizioni valutarie.⁹ E' vero che in un sistema di libera fluttuazione non vi è alcuna garanzia che le banche nel loro complesso siano in grado di effettuare la conversione valutaria. Tuttavia questa considerazione perde molta della sua importanza per ciascuna banca *individualmente*; inoltre, l'esperienza ha insegnato che, anche in assenza di obblighi di intervento, le autorità intervengono per attenuare troppo brusche fluttuazioni nei tassi di cambio (fluttuazione guidata).

E' in pieno accordo con questa situazione il fatto che gli obblighi prudenziali di liquidità imposti alle banche commerciali dalle autorità di vigilanza spesso si applicano allo stesso modo alle voci interne e a quelle estere del bilancio.¹⁰

Naturalmente, a parte gli obblighi prudenziali di liquidità, anche la liquidità nel senso più tecnico di contante prontamente disponibile può influenzare (o piuttosto essere un vincolo per) le attività

⁹ Il principio della libertà dei mercati monetari internazionali si è solidamente affermato nel mondo occidentale.

¹⁰ Può essere interessante osservare che nel caso dell'Olanda le voci di bilancio estere delle banche olandesi contribuiscono a un rilevante *surplus* di liquidità rispetto alle norme cautelative; questo *surplus* compensa una carenza di liquidità relativamente alle voci interne di bilancio.

delle banche commerciali. Ma, ancora una volta, questa posizione *di cassa* (inclusiva delle riserve libere e delle facilitazioni di risconto inutilizzate) è rilevante per la *totalità* delle attività delle banche.¹¹

Se le attività estere delle eurobanche sono in disavanzo, a causa di un "insufficiente flusso di ritorno" esterno, le banche possono utilizzare fondi interni. Dal punto di vista degli obiettivi *nazionali* non vi è alcun motivo perché le autorità resistano a questa forma di finanziamento fin quando la bilancia dei pagamenti è in surplus. Ma, anche in assenza di un surplus, lo spostamento che ne risulterebbe da riserve centrali ad attività nette sull'estero delle banche commerciali può non preoccupare le autorità nazionali. Si aggiunga che la concessione di prestiti esteri da parte delle banche commerciali a favore di non-banche, traducendosi in un eccesso degli afflussi sui deflussi di liquidità (cfr. paragrafo 4), può favorire il diffondersi di un'illusione di bilancia dei pagamenti in surplus e così ridurre la preoccupazione delle autorità, da un punto di vista nazionale, per la concessione di prestiti esteri.

Le banche commerciali G 10 soddisferanno le domande di credito estero nella massima misura possibile se non si sentiranno vincolate da considerazioni micro-economiche di liquidità, solvibilità e redditività. Le stesse considerazioni, tuttavia, si applicano alle loro attività nel campo dei prestiti interni. Ne segue che fin quando la espansione creditizia interna tiene quasi ovunque il passo con (o supera) il fabbisogno di liquidità del sistema economico, non è verosimile che l'attività dei prestiti esteri delle banche, anche senza lo stimolo di eccessivi disavanzi USA, sia ostacolata da carenza di liquidità. Per quanto riguarda le altre considerazioni micro-economiche, l'attività bancaria internazionale può per molti motivi trovarsi in situazioni di *vantaggio* rispetto all'attività bancaria interna sia per la concessione sia per l'assunzione di prestiti.

14. Nell'ampia letteratura sull'euromercato tali vantaggi hanno ricevuto molta attenzione. Non è scopo di questo articolo trattarne in modo approfondito. Essi derivano, fra l'altro, dal fatto che l'euromercato ha sostanzialmente il carattere di un mercato all'ingrosso con importanti economie di scala. Tali vantaggi possono anche deri-

¹¹ È possibile che le linee di credito interbancario internazionale, per quanto da un punto di vista macro-economico non contribuiscano alla liquidità *netta* delle banche G 10, contribuiscano alla loro liquidità aggregata in senso micro-economico.

vare dal carattere anonimo del mercato, cosa che può attrarre mutuantieri esteri i quali, inoltre, possono trovarsi di fronte a una capacità inadeguata delle loro banche interne rispetto alla loro domanda di credito. Un ruolo importante possono poi avere i vantaggi fiscali, specialmente nel caso delle banche situate in centri "off-shore". Tali banche possono anche avere il "vantaggio" che la vigilanza prudenziale è meno severa che altrove. Infine, ma non meno importanti, le differenze esistenti nei controlli monetari possono operare con forza a favore dei prestiti esteri. Oltre al fatto che in vari paesi le direttive per l'attività creditizia, quando esistono, si riferiscono solo ai prestiti interni, la principale differenza monetaria riguarda l'applicazione dell'obbligo di riserve in contanti, dal quale spesso (e sempre nei centri "off-shore") sono in tutto o in parte esentate le passività estere e/o le passività in valute estere.¹²

15. La dinamica dell'espansione del credito estero è chiaramente riflessa nelle oscillazioni dei divari ("spreads") medi fra il saggio Libor¹³ e il saggio d'interesse che i mutuatari esteri debbono pagare alle eurobanche. Tali divari erano piccoli (7/8% prima del 1974) quando i disavanzi dei pagamenti USA erano ampi (specialmente nel 1971 e 1972); si sono ampliati nel 1974 e 1975, quando era molto elevata la domanda di credito da parte di alcuni paesi dell'OCSE e di paesi in via di sviluppo non produttori di petrolio, pesantemente colpiti dal rincaro del petrolio, mentre, nonostante quel rincaro, la bilancia dei pagamenti USA mostrava un brusco miglioramento;¹⁴ si sono nuovamente ridotti nel 1976, fino a raggiungere livelli bassi o molto bassi nel 1977 (5/8%) e nel 1978-79 (1/2% o meno), quando la bilancia dei pagamenti USA è tornata in pesante passivo (cfr. Tabella 2).

Quanto al tasso di espansione dei prestiti esteri delle eurobanche, è interessante osservare che, nonostante i cambiamenti nello scenario internazionale, questo tasso ha continuato a fluttuare attorno ad una media elevata, di quasi il 30% annuo. Ciò suggerisce che, per quanto una drastica riduzione del disavanzo dei pagamenti USA sia

¹² Storicamente, il tetto ai tassi di interesse sui depositi interni (la norma Q negli Stati Uniti) ha anche avuto un ruolo importante.

¹³ Il tasso sui prestiti interbancari sulla piazza di Londra.

¹⁴ Naturalmente, hanno avuto un ruolo anche altri fattori, come l'accresciuta consapevolezza dei rischi indotta da alcuni fallimenti bancari.

TABELLA 2

	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978
1. "Spreads" medi sull'Euromercato	—	—	7/8	1	1¼	1	5/8	1/2
2. Disavanzo della bilancia dei pagamenti USA ¹	1,2	0,7	0,4	0,7	0,2	0,6	0,8	0,8
3. Disavanzo di partite correnti dei paesi in via di sviluppo non petroliferi e degli "altri" ² paesi OCSE ³	0,5	0,2	0,2	1,1	1,3	1,0	0,9	0,7
4. Prestiti esteri delle euro-banche ⁴	15	68	29	35	19	23	24	36

Note

¹ disavanzo per le transazioni non-monetarie e prestiti esteri a non-banche e banche "esterne" in % del PNL dei paesi G 10.

² Paesi OCSE meno paesi G 10 e Svizzera.

³ In % del PNL dei paesi G 10.

⁴ A non-banche e banche "esterne" in % dell'ammontare dei prestiti in essere all'inizio dell'anno.

chiaramente un presupposto per mantenere in limiti monetariamente "accettabili" la creazione di liquidità esterna, possono anche essere necessarie misure specifiche per assicurare che la crescita dei prestiti esteri ad opera delle banche commerciali non contrasti con l'esigenza di ripristinare e mantenere un qualche grado di stabilità monetaria globale.

Non è scopo di questo articolo fare proposte concrete su tali questioni specifiche, che richiedono uno sforzo intenso di cooperazione monetaria internazionale su scala quasi mondiale e in un campo quasi completamente nuovo. In proposito mi limito a qualche osservazione generale.

Cooperazione monetaria internazionale e controllo monetario rispetto all'espansione del credito bancario estero

16. In primo luogo, possono essere richiesti sforzi di cooperazione internazionale per eliminare quei vantaggi dell'attività bancaria internazionale rispetto all'attività bancaria interna che derivano da differenze nei regolamenti di vigilanza o nei vincoli monetari esistenti.

Nel campo della vigilanza sono già in vista notevoli progressi. Importanti passi in avanti sono costituiti dall'adozione del principio del controllo della solvibilità su base consolidata (il che implica che le sedi centrali e le banche "matri" debbono accettare una responsabilità complessiva per le filiali estere, per le affiliate e per le banche controllate con partecipazioni di maggioranza), e dalla dichiarata disponibilità a cooperare delle autorità di importanti centri "off-shore". Ovviamente sarà importante anche una certa armonizzazione delle norme di controllo sia della solvibilità sia della liquidità.

Nel campo dei vincoli monetari, una questione molto difficile ma importante è costituita dalla possibilità di ristrutturare e coordinare gli obblighi nazionali di riserve in contanti; questa materia è già oggetto di studio da parte di banche centrali in cooperazione.

Ma anche se l'attività bancaria internazionale non beneficiasse più di importanti vantaggi relativi derivanti da differenze nelle discipline di controllo ¹⁵ (e qui rientrano anche i vantaggi fiscali), non è affatto certo che l'attività creditizia internazionale delle banche commerciali si manterrebbe spontaneamente entro limiti tali da non creare mai problemi per il controllo monetario. Un'intensificazione dell'attività di controllo può ridurre il rischio di una espansione micro-economica troppo rapida. Ma la dinamica dell'attività bancaria internazionale, in un mondo in cui banche e non-banche tendono ad orientarsi sempre più in senso internazionale, rende difficile che le autorità monetarie continuino a preoccuparsi, da un punto di vista macro-economico, più della creazione di liquidità interna che della creazione di liquidità derivante da prestiti bancari all'estero.

17. L'idea sostenuta da alcuni che le autorità nazionali possano efficacemente proteggere le loro economie da afflussi indesiderati non permettendo ai residenti di ricorrere al credito bancario estero, è una risposta inadeguata al problema della creazione di liquidità esterna anche trascurando la praticabilità di lungo periodo di simili vincoli valutari. Come dovrebbe risultare chiaro dall'analisi svolta, molti sono i canali attraverso i quali la liquidità creata dai prestiti bancari internazionali può diffondersi in altri paesi. I residenti nel

¹⁵ Occorre notare che l'accettazione della proposta della New York Clearing House di creare un "International Banking Facility" implicherebbe che i vantaggi siano perpetuati piuttosto che eliminati.

paese in cui affluiscono i prestiti possono aumentare le importazioni di merci e servizi e le esportazioni di capitali. Non è quindi possibile bloccare efficacemente gli effetti monetari semplicemente con vincoli valutari sull'afflusso *diretto* di fondi bancari esteri. Fin quando continua il processo di (eccessiva) espansione dei prestiti bancari esteri (e non ci si può attendere che controlli mondiali sull'indebitamento all'estero delle non-banche possano mai divenire uno strumento di controllo dei prestiti), gli effetti monetari di disturbo emergeranno da qualche parte e tenderanno a diffondersi in tutti i paesi. Dal punto di vista del controllo monetario globale, occorre perciò prendere in considerazione altre misure.

18. In linea di principio vi sono tre modi di affrontare il problema: le autorità possono trattare come un tutto unico i prestiti bancari interni ed esteri; possono concentrarsi, come fanno ora, sul controllo della creazione di credito interno, tentando per questa via di giungere a un qualche grado di armonizzazione (negativamente correlata) con la creazione di liquidità che deriva da prestiti bancari esteri; o infine possono tentare di influenzare separatamente queste due vie di creazione della liquidità.

Il primo modo di intervento implica l'assunzione del totale dell'espansione creditizia interna *ed estera* come variabile-obiettivo della politica monetaria. Se ciascuna autorità monetaria mantenesse entro limiti accettabili l'espansione creditizia *totale* delle proprie banche, le importazioni eccessive di capitale non potrebbero mai divenire una fonte generale d'inflazione monetaria. Per contro, i flussi internazionali di capitale (inclusi i flussi di fondi bancari) potrebbero e dovrebbero in genere essere lasciati liberi, perché avrebbero l'importante funzione di prevenire differenze regionali nella disponibilità di liquidità. E' evidente che questo modo di affrontare il problema dell'espansione creditizia può esser previsto solo per paesi già molto avanti sulla strada di un effettivo coordinamento e armonizzazione delle politiche economiche e monetarie. E' possibile che a tempo debito la Comunità Europea sarà in grado di seguire questa linea d'azione.

Adottando il secondo modo d'intervento, le autorità potrebbero puntare a ridurre il tasso di espansione del credito interno, in modo da assicurare che il totale dell'espansione creditizia interna ed estera (con quest'ultima libera da vincoli) non sia eccessivo. Perché tale sistema funzioni, è necessario che le fluttuazioni del saggio di espan-

sione del credito estero siano sufficientemente piccole da rendere possibili stime ragionevoli, e che la cooperazione fra i vari paesi sia abbastanza stretta da permettere un accordo sulle "detrazioni" da applicare al tasso-obiettivo di espansione creditizia interna. Tali detrazioni, naturalmente, dovranno essere tanto più ampie quanto più ampio sarà l'ammontare previsto dei prestiti bancari esteri. Può allora essere molto difficile raggiungere un saggio "armonizzato" di creazione della liquidità interna.

Un'altra possibilità, sempre seguendo il secondo criterio, consisterebbe nella decisione delle autorità di tener conto sistematicamente dell'afflusso di liquidità stimato derivante da surplus nella bilancia dei pagamenti monetaria (inclusi gli effetti diretti e indiretti dei prestiti bancari esteri), nel fissare l'obiettivo di espansione creditizia interna. In qualche misura, questa è la via principale con cui le autorità oggi cercano di evitare aumenti eccessivi dell'offerta di moneta interna. Naturalmente, per coerenza, il concetto di moneta dovrebbe essere ampliato e includere i depositi dei residenti tenuti *all'estero* (cfr. paragrafo 3). Inoltre, è evidente che una condizione per giungere lungo questa via a un qualche grado di stabilità monetaria globale, è ancora una volta un'espansione creditizia estera non troppo rapida e instabile.

Poiché non si può dare per certo che questo accada, occorre anche esaminare il terzo modo di intervento, cioè qualche forma di controllo monetario sui prestiti bancari esteri, oltre al controllo monetario sull'espansione creditizia interna. Per quanto riguarda l'espansione creditizia interna, si può pensare a controlli indiretti (mediante vincoli di liquidità e/o redditività), o a controlli più diretti basati su direttive quantitative rese efficaci in vario modo (persuasione, incentivi finanziari). Poiché i prestiti interni e i prestiti esteri dipendono, grosso modo, dallo stesso "fondo di disponibilità finanziarie" una delle questioni relative alle tecniche di controllo indiretto riguarda la possibilità che tali tecniche siano veramente d'aiuto, senza l'ausilio di elementi di controllo diretto, nel rallentare l'attività dei prestiti esteri senza esercitare un'influenza indesiderata sui prestiti interni. Le banche centrali, come prestatrici di ultima istanza, hanno il potere di rendere più caro il loro denaro, ad esempio aumentando la riserva obbligatoria in contanti. Indubbiamente, ciò può rallentare l'espansione dei prestiti esteri su tutto l'euromercato. Senonché, i prestiti esteri in valute, i cui tassi d'interesse non vengono rincarati, non ne risentono e possono anche aumentare in seguito allo sposta-

mento di domanda sulle monete più a buon mercato. Cosa ancor più importante, qualsiasi riduzione netta dei prestiti esteri è conseguita a prezzo di tassi di interesse interni più elevati nei paesi che utilizzino questo metodo indiretto di controllo. Ciò può essere in contrasto con le esigenze del controllo monetario interno. Così, le autorità possono doversi rivolgere a metodi di controllo più diretti, se desiderano influenzare i prestiti bancari esteri pur conservando una certa libertà d'azione rispetto agli sviluppi monetari interni.

Tutta questa materia — è ovvio — dovrebbe essere oggetto di studi approfonditi e di intense consultazioni internazionali. Come ho detto, l'adozione di misure di controllo dell'attività bancaria internazionale richiede una cooperazione monetaria internazionale in un campo quasi completamente inesplorato e su una scala senza precedenti. Che tali misure debbano comunque essere messe a punto, nonostante tutte le difficoltà, anche nell'ipotesi di una riduzione sostanziale del disavanzo dei pagamenti USA, è la conclusione principale di quest'articolo.

GELDOLPH A. KESSLER