

L'intervento ufficiale sul mercato dei cambi a termine: alcune esperienze recenti (*)

I - Introduzione. II - L'esperienza americana. III - L'esperienza tedesca. IV - L'esperienza italiana. V - L'esperienza belga. VI - Esempi vari. VII - Cenni conclusivi.

I

Negli ultimi anni, in particolar modo dopo il ristabilimento, alla fine del 1958, della convertibilità tra le valute dei paesi dell'Europa occidentale, le autorità monetarie si sono mostrate sempre più disposte a compiere operazioni sul mercato dei cambi a termine sia come mezzo per influenzare — nelle direzioni desiderate — il flusso internazionale dei fondi a breve termine, sia in sostituzione o in aggiunta alla manovra del saggio dell'interesse e ad altri strumenti di politica monetaria. Queste operazioni sono state condotte sullo sfondo di una mobilità sensibilmente accresciuta dei trasferimenti di capitale a breve termine, trasferimenti che hanno talora esercitato notevoli effetti disequilibratori sulle bilance dei pagamenti dei paesi interessati; di un grave e persistente squilibrio della bilancia dei pagamenti tra gli Stati Uniti e l'Europa continentale, che ha determinato, come contropartita, variazioni in senso opposto nelle rispettive posizioni nette delle riserve ufficiali; dello sviluppo di un alto grado di cooperazione tra le autorità monetarie sul mercato dei cambi esteri, cooperazione intesa a mantenere sotto controllo gli ampi e perturbatori movimenti internazionali di fondi a breve termine o a contrastare i loro effetti sulle riserve ufficiali; e del sorgere

(*) Le ricerche che sono alla base del presente saggio sono state compiute in Europa nella prima metà del 1963 durante il periodo di godimento di una borsa di studio concessa dalla Fondazione Ford. Ho consultato tutte le pubblicazioni ufficiali disponibili. Ho anche tratto beneficio da utili conversazioni con esponenti di banche centrali e commerciali. Ogni responsabilità per errori di fatto e di giudizio è però esclusivamente mia.

del sistema dell'Euro-dollaro, che ha contribuito in modo apprezzabile alla internazionalizzazione dei mercati monetari.

Le operazioni ufficiali su cambi a termine non costituiscono una novità. Persino anteriormente alla prima guerra mondiale alcune banche centrali, in particolare la Banca Austro-Ungarica, intervenivano sistematicamente sul mercato dei cambi a termine per influenzare il flusso dei fondi impiegati in operazioni di arbitraggio coperto sui tassi d'interesse; il periodo dal 1914 fino agli ultimi anni del decennio 1950-59 ha fornito ulteriori e più complessi esempi di consimili interventi (1). Eppure, fino a pochissimo tempo fa, le autorità monetarie erano di solito scettiche, se non del tutto ostili, a ricorrere ad operazioni di questo tipo salvo che in condizioni estremamente gravi, come nel caso di attacchi speculativi alla moneta nazionale. Dal 1958, tuttavia, sembra che questo atteggiamento stia cedendo il passo ad una posizione meno dogmatica e ad un crescente apprezzamento, frutto delle vissute esperienze, della potenzialità di tale strumento in una grande varietà di condizioni.

Le recenti misure adottate nel campo dei cambi a termine forniscono esempi di tecniche diverse utilizzate in varie circostanze ed avendo di mira differenti obiettivi. Dal 1958 è possibile individuare casi di operazioni su cambi a termine condotte direttamente sul mercato costituito dal pubblico extra-bancario; di rapporti di « swap » tra autorità monetarie e banche commerciali sulla base di tassi di cambio fissi o variabili; di operazioni intraprese in periodi di attacchi speculativi o in condizioni più « normali » del mercato dei cambi; di interventi sia sporadici che abituali sul mercato a termine; di operazioni condotte da autorità nazionali indipendentemente o in cooperazione con le autorità di altri paesi; ancora, di interventi sul mercato a termine per incoraggiare o per scoraggiare il deflusso o l'afflusso di fondi a breve termine. A seconda dei casi, gli obiettivi sottostanti sono stati diversi. Tra essi son da includere il desiderio di evitare un eccessivo drenaggio delle riserve ufficiali o di limitarne l'accumulo quando questo andasse assumendo proporzioni imbarazzanti; l'intento di influenzare la liquidità interna e di facilitare la

(1) Per un resoconto dettagliato e utilissimo si veda P. EINZIG, *A Dynamic Theory of Forward Exchange* (Londra, 1961), pp. 402-84. L'unica omissione significativa che riesco a trovare nella lista di esempi di Einzig è quella riguardante le operazioni di « swap » tra la Banca di Stato russa e le banche e imprese russe nel periodo 1900-1909, alle quali ho fatto riferimento nel mio studio *Short-Term Capital Movements under the Pre-1914 Gold Standard*, Princeton, 1963, p. 42.

messa in esecuzione di misure di politica monetaria; il proposito di far fronte a particolari situazioni come, ad esempio, al cosiddetto *window-dressing* (2) di fine d'anno, o a tensioni di carattere stagionale sul mercato monetario, di agevolare le banche nell'investimento di fondi liquidi all'estero a tassi d'interesse più remunerativi che all'interno o nell'espansione in generale delle loro operazioni internazionali, di aiutare il governo a risolvere particolari difficoltà di bilancio. È superfluo aggiungere che in certi casi alcuni di questi obiettivi si sono variamente combinati.

Sebbene la letteratura di carattere teorico sulla politica dei cambi a termine continui ad aumentare rapidamente — gran parte di essa si occupa dei pro e contra di una illimitata azione ufficiale contro-speculativa sul mercato a termine — non è stato finora praticamente compiuto alcun tentativo di raccogliere e analizzare il crescente volume di informazioni disponibili sulle operazioni ufficiali a termine negli ultimi cinque anni (3). È vero che tali informazioni sono in molti casi tutt'altro che complete; sono tuttavia sufficientemente abbondanti per giustificare un esame comparativo dell'intervento ufficiale sul mercato a termine a partire dal ristabilimento della convertibilità.

Per gli scopi di questo articolo, le operazioni di « swap » tra autorità monetarie, inclusa la Banca per i Regolamenti Internazionali, non verranno prese in considerazione, principalmente per la ragione che non costituiscono un intervento ufficiale sul mercato a termine. Esse ovviamente forniscono risorse che sono state entro certi limiti usate come base per, o insieme a, siffatti interventi.

II

I più importanti particolari riguardanti le operazioni su cambi esteri intraprese dal Tesoro degli Stati Uniti e dal « Federal Reserve

(2) Si tratta, com'è noto, di un espediente in base al quale, in origine, le banche presentavano in giorni diversi le rispettive situazioni patrimoniali trasferendo via via l'una all'altra fondi liquidi in modo da far apparire più elevato il rapporto cassa/depositi. Nel presente contesto l'espressione si riferisce alla possibilità che le banche in un certo paese — come complesso — ottengano crediti a fine d'anno da banche estere al solo scopo di migliorare la loro situazione di liquidità.

(3) Si deve fare eccezione per un recente articolo di Einzig il quale, tuttavia, si limita principalmente all'esame di operazioni a termine del Tesoro statunitense nel periodo 1961-62 e di alcune più ampie questioni di politica che da esse traggono origine. Si veda P. EINZIG, *Some Recent Developments in Official Forward Exchange Operations*, in « Economic Journal », giugno 1963, pp. 241-53.

System » a partire dalla loro ricomparsa sul mercato nei primi mesi del 1961 sono stati autorevolmente descritti altrove (4) e la trattazione in questa sede può quindi essere relativamente breve. Si concentrerà l'attenzione soltanto su quelle operazioni, principalmente in marchi e in franchi svizzeri, che hanno comportato un intervento sul vero e proprio mercato dei cambi a termine.

Le operazioni ufficiali degli Stati Uniti su cambi a termine durante gli ultimi tre anni hanno costituito una parte e, per quasi tutto il periodo considerato, soltanto una parte relativamente modesta di una assai più ampia azione strategica sul mercato dei cambi esteri tendente a limitare le richieste estere di conversione di dollari gravanti sulla riserva aurea americana e a difendere il dollaro contro effettivi — o minacciati — attacchi speculativi. Tale azione strategica, la quale si è a sua volta sovrapposta ad un ampio programma di interventi inteso a riportare in equilibrio i conti internazionali degli Stati Uniti, ha comportato operazioni sui mercati a pronti e a termine al fine di ridurre l'ampiezza del flusso di dollari verso le riserve di autorità monetarie estere e per assorbire saldi in dollari da esse già accumulati e per i quali si presentava il pericolo di una conversione in oro presso il Tesoro statunitense. Più specificamente, la detta azione strategica ha comportato acquisti di dollari a pronti offerti sul mercato, che altrimenti avrebbero dovuto probabilmente essere assorbiti da banche centrali estere per impedire ai loro tassi di cambio di superare il « tetto » in termini del dollaro; vendite a termine di valute estere intese a mantenere i margini a termine a livelli prossimi alle loro « interest parities » (cioè ai valori di equilibrio rispetto a un certo divario tra i tassi d'interesse) in modo da indurre gli operatori privati stranieri a conservare i loro investimenti in dollari o ad aumentare i dollari in loro possesso, e a scoraggiare altri movimenti di dollari destinati, in ultima analisi, ad accumularsi presso autorità monetarie estere; inoltre — cosa della massima importanza pratica — compere dirette di dollari già acquisiti da autorità monetarie estere in aggiunta alle quantità che esse sarebbero normalmente disposte a mantenere.

Ciascuno di questi tipi di operazioni ha naturalmente richiesto una disponibilità di valuta estera da parte delle autorità statunitensi.

(4) C. A. COOMBS, *Treasury and Federal Reserve Foreign Exchange Operations*, in « Monthly Review of Federal Reserve Bank of New York », ottobre 1962, marzo 1963, ottobre 1963 e marzo 1964.

Le quantità necessarie sono state ottenute in svariati modi: mediante operazioni dirette di « swap » tra il Federal Reserve System e il Tesoro statunitense, da un lato, e le principali autorità monetarie estere, compresa la Banca per i Regolamenti Internazionali, dall'altro; mediante prestiti da parte di autorità monetarie estere al Tesoro statunitense contro obbligazioni a breve e a medio termine emesse in moneta dei paesi esteri in questione e sotto altre forme; mediante acquisti ufficiali di valute estere sul mercato e talora direttamente presso le banche centrali estere; mediante accettazione, almeno in un caso, di parziale pagamento in valuta estera di debiti governativi dovuti agli Stati Uniti; e, recentemente, facendo ricorso al credito « stand-by » di 500 milioni di dollari concesso agli Stati Uniti dal Fondo Monetario Internazionale nel luglio 1963.

La « strategia » americana è stata l'elemento chiave nel programma di cooperazione tra le principali autorità monetarie che si è sviluppato negli ultimi anni allo scopo di rafforzare le basi del sistema monetario internazionale a cambio-oro durante un periodo di continui disavanzi della bilancia dei pagamenti statunitense e di periodici, squilibratori trasferimenti su larga scala di capitali a breve termine. Nel programma di cooperazione si inseriscono operazioni coordinate sul mercato dei cambi a termine — argomento immediato di questo articolo.

L'esempio più cospicuo di intervento degli Stati Uniti sul vero e proprio mercato a termine è fornito dalle vendite di marchi tedeschi da parte del Tesoro statunitense nella primavera del 1961. La rivalutazione del marco e del fiorino olandese ai primi di marzo di quell'anno avevano dato luogo a diffuse aspettative di ulteriori aggiustamenti di monete europee e a massicci movimenti internazionali di fondi a breve termine. Inizialmente fu la sterlina inglese a subire la pressione più intensa, donde la necessità di crediti su larga scala ed altri aiuti alla Banca d'Inghilterra da parte delle banche centrali europee in base al cosiddetto « Accordo di Basilea ». Sebbene il dollaro non fosse di per sé sospetto, le aspettative di una ulteriore rivalutazione del marco e di aggiustamenti verso l'alto di certe altre monete dell'Europa continentale ben presto dettero luogo a pressioni anche sul dollaro, e il dollaro a termine venne quotato con un notevole tasso di deporto in termini di quelle monete. Il marco a termine, sul quale si concentrava gran parte di quest'attività, salì ad una quotazione con un tasso di riporto di quasi il 4% annuo rispetto

al dollaro, nonostante che i tassi d'interesse a breve fossero più alti a Francoforte che a New-York (*).

Con l'aumentare del tasso di riporto sul marco a termine, divenne sempre più costoso coprirsi e speculare sul mercato a termine. Come risultato, i detentori tedeschi di crediti in dollari cominciarono a coprirsi prendendo a prestito dollari e vendendoli a pronti contro marchi; gli americani e alcuni altri operatori non tedeschi cominciarono a coprire le loro passività contrattuali in marchi comprando marchi a vista contro dollari; e gli speculatori trovarono più a buon mercato una posizione debitrice in dollari a pronti che in dollari a termine. Il saggio di riporto anormale sul marco a termine rese anche profittevoli movimenti di fondi di arbitraggio coperto su interesse da dollari in marchi. In tal modo si verificò una tendenza allo spostamento della pressione dal mercato a termine a quello a pronti, e in questo processo i dollari tenuti dalla Bundesbank aumentarono bruscamente, con la minaccia di grosse conversioni di questi dollari in oro.

In tale situazione, e in parte come alternativa ad aumenti considerabili dei tassi d'interesse a breve all'interno, il 13 marzo 1961 il Tesoro statunitense cominciò a vendere marchi a termine su larga scala in collaborazione con le autorità tedesche. Lo scopo era di ridurre il saggio di riporto anormale sul marco a termine e quindi la risultante accumulazione di dollari da parte della Bundesbank e allo stesso tempo di mitigare i timori di una imminente variazione della parità ufficiale dollaro-marco. Le vendite a termine continuarono fino al mese di agosto 1961, sebbene su scala decrescente; gli

(*) [N.d.T.] Si fa presente, da un punto di vista terminologico, che per saggio di riporto (o di deporto) si intende la frazione

$$\frac{\text{cambio a termine} - \text{cambio a pronti}}{\text{cambio a pronti}}$$

ove si parla di saggio di riporto se la frazione è positiva, di saggio di deporto se la frazione è negativa. Il saggio è riferito al periodo di durata dei contratti a termine, ma può agevolmente essere trasformato in saggio annuale. Tale terminologia è valida qualora i cambi siano quotati incerto per certo. Occorre inoltre fare attenzione da quale punto di vista ci si pone nel calcolare tale saggio, essendo ovvio che se nel paese *A* il cambio su *B* fa riporto, in *B* il cambio su *A* farà deporto, e viceversa. Sebbene l'*A.* non lo dica, è presumibile che egli si ponga dal punto di vista dell'operatore americano, il che va tenuto presente per una corretta interpretazione del testo. Sembra anche opportuno ricordare che, in base alla teoria dello scarto tra i saggi d'interesse, in condizioni normali ci sarebbe dovuto essere (a New York) un saggio di deporto (e non di riporto) sul marco a termine, essendo il saggio d'interesse minore a New York che a Francoforte.

impegni contratti dal Tesoro per vendite a termine raggiunsero un massimo alla metà di giugno con 340 milioni di dollari. Il Tesoro statunitense non assunse alcun rischio di cambio in queste operazioni, perchè la Bundesbank aveva consentito a fornirgli, alla scadenza dei contratti, qualsiasi quantitativo di marchi di cui avesse bisogno allo stesso tasso a cui i marchi erano stati venduti a termine.

Sotto l'effetto di queste vendite, il saggio di riporto sul marco a termine venne rapidamente fatto scendere ad un livello tra 1,50 e 1,75 per cento per anno (5), attorno al cui livello si mantenne, salvo un momentaneo aumento verso la metà dell'anno, fino ai primi di agosto 1961. La pressione sul tasso di cambio del dollaro a pronti venne ridotta e vennero contenute ulteriori accumulazioni di dollari da parte della Bundesbank. Il dollaro a pronti, tuttavia, cominciò a salire significativamente al di sopra del limite inferiore soltanto in giugno, in parte a causa della domanda di dollari sul mercato proveniente da alcuni dei titolari dei contratti a termine del Tesoro quando tali contratti cominciarono a scadere. Nell'agosto e settembre 1961, la crisi di Berlino rafforzò ulteriormente il dollaro nei confronti del marco e rese possibile al Tesoro di interrompere le vendite a termine e di liquidare completamente, entro la fine dell'anno, gli impegni esistenti. Tale liquidazione ebbe luogo per una parte modesta mediante l'impiego di certi quantitativi di marchi ottenuti dal pagamento di un debito governativo tedesco nell'aprile 1961.

Indubbiamente queste operazioni forniscono un esempio di un riuscito intervento difensivo sul mercato a termine contro un attacco speculativo, anche se è alquanto difficile districare la loro precisa influenza da quella esercitata da altri fattori, fra l'altro dall'azione autonoma (che sarà descritta in seguito) delle autorità tedesche intesa a dirottare da Francoforte il flusso dei fondi a breve. È anche significativo il fatto che, nonostante il diminuito costo della speculazione sul mercato a termine a causa della riduzione del saggio di riporto sul marco, non sembrano esserci prove di importanti aumenti negli acquisti speculativi di marchi a termine che avrebbero dovuto essere fronteggiati con vendite da parte del Tesoro statunitense. Al contrario, può darsi che la riduzione del saggio di riporto — in quanto tale — abbia contribuito, insieme con altri fattori, a reprimere la

(5) Non si fece alcun tentativo di eliminare del tutto il premio e, tanto meno, di spingere il marco a termine ad un saggio di deporto tale da indurre un'inversione del flusso dei fondi. Lo scopo era semplicemente di ridurre l'anormale saggio di riporto sul marco a termine.

febbre speculativa. D'altro canto, come è stato osservato (6), l'esperienza degli Stati Uniti non fornisce una totale conferma della diffusa opinione che, in caso di attacco speculativo, sia desiderabile un sostegno illimitato del mercato a termine; può darsi che in circostanze diverse, nell'evenienza di una fuga generale dal dollaro, una politica di sostegno del tasso a termine possa condurre a risultati meno soddisfacenti.

L'obiettivo fondamentale delle operazioni del Tesoro statunitense su franchi svizzeri a termine — operazioni compiute principalmente nella seconda metà del 1961, ma anche in seguito saltuariamente — è stato, come nel caso tedesco, di limitare le richieste di conversioni potenziali in oro a carico della riserva statunitense. Queste operazioni, tuttavia, si sono verificate in un insieme di circostanze alquanto diverse; inoltre sono state tecnicamente più complesse, comportando, non soltanto vendite sul mercato a termine, ma anche un più ampio sistema di operazioni ufficiali di « swap » con la Banca Nazionale Svizzera e con la Banca per i Regolamenti Internazionali; vendite di obbligazioni del Tesoro statunitense espresse in franchi svizzeri ed altre forme di prestito; rinnovo di linee di credito da utilizzare in operazioni di « swap » e di contratti a termine; liquidazione di contratti a termine in parte mediante vendite di obbligazioni in franchi svizzeri al governo svizzero, ed altri complicati movimenti (7). Come prima, si concentrerà l'attenzione soltanto sulle operazioni degli Stati Uniti sul mercato a termine vero e proprio.

Nel luglio 1961 l'occasione immediata per l'inizio delle operazioni del Tesoro statunitense su franchi svizzeri a termine fu costituita dalla prospettiva di un rimborso anticipato alla Banca Nazionale Svizzera del prestito di 200 milioni di dollari da essa accordato alla Banca d'Inghilterra al momento della crisi della sterlina nel marzo 1961, e dalla conseguente probabilità che gran parte di questi dollari sarebbe stata convertita in oro secondo la tradizionale politica delle autorità svizzere. Sembrò pertanto desiderabile incoraggiare un trasferimento di fondi, da parte delle banche svizzere e di altri operatori, in attività a breve termine in dollari, in modo da assorbire

(6) Si veda P. EINZIG, *op. cit.*, in « Economic Journal », giugno 1963, pp. 247-249. Un esame circostanziato dei pro e contra di un sostegno illimitato al mercato a termine in caso di attacco speculativo, con dettagliati riferimenti alla letteratura, si trova in P. EINZIG, *A Dynamic Theory*, cit., Capp. 44-45.

(7) Particolari completi sono contenuti nei citati articoli di Coombs e nelle relazioni annuali e nei bollettini settimanali della Banca Nazionale Svizzera.

l'eccesso di dollari che la Banca Nazionale Svizzera era in procinto di ricevere. Ma fin dall'inizio del 1961 il saggio di riporto sul franco svizzero a termine in relazione al dollaro aveva più che controbilanciato il più alto rendimento delle attività a breve in dollari rispetto alle analoghe attività del mercato svizzero — in parte a causa delle previsioni di una rivalutazione del franco — con la conseguenza che movimenti di fondi in operazioni di arbitraggio coperto in dollari non erano profittevoli.

A partire da luglio, pertanto, il Tesoro statunitense, agendo tramite la Banca Nazionale Svizzera, cominciò a vendere franchi svizzeri a termine allo scopo di rendere il tasso di cambio a termine con il dollaro sufficientemente attraente per indurre trasferimenti di fondi in operazioni di arbitraggio coperto sui tassi d'interesse. Queste operazioni vennero intensificate dopo la crisi di Berlino, quando una nuova ondata di fondi esteri entrò in Svizzera. Sotto la pressione delle vendite a termine, il saggio di riporto sul franco a termine diminuì da quasi il 2% annuo nel luglio 1961 a circa lo 0,50% annuo nel novembre 1961, quando gli impegni del Tesoro americano per vendite a termine raggiunsero un massimo di 152,5 milioni di dollari.

Da febbraio fino a tutto maggio 1962 la bilancia dei pagamenti svizzera si indebolì sotto la pressione del deficit commerciale ed il Tesoro statunitense poté ridurre a 90 milioni di dollari i suoi contratti a termine pendenti. Verso la metà dell'anno, il rinnovato movimento di fondi speculativi e di altro tipo verso la Svizzera rese di nuovo necessario incoraggiare l'esportazione di fondi svizzeri, ed i contratti a termine del Tesoro salirono di nuovo ai primi di agosto 1962 a 139 milioni di dollari. L'equivalente di altri 30 milioni di dollari di franchi svizzeri fu venduto in ottobre al tempo della crisi cubana. Da allora il Tesoro liquidò gradualmente i suoi contratti, di cui una rilevante quota era finita nelle mani del governo svizzero come copertura d'investimenti a breve in dollari, in parte mediante vendite al governo stesso di obbligazioni in franchi svizzeri. In data 20 giugno 1963 la posizione del Tesoro in franchi a termine era stata completamente liquidata. Nel luglio, settembre ed ottobre 1963, tuttavia, di fronte a nuovi e notevoli trasferimenti di fondi esteri in Svizzera, il Tesoro americano dovette nuovamente vendere franchi svizzeri a termine; i suoi contratti a termine in essere erano saliti alla fine dell'anno a 120 milioni di dollari.

Se le operazioni a termine del Tesoro statunitense su franchi svizzeri si sono svolte in circostanze alquanto diverse da caso a caso, esse — tenendo la quotazione del franco svizzero a termine ad un livello appropriato nei momenti appropriati — hanno avuto in comune lo scopo di indurre gli operatori svizzeri ad aumentare, o conservare, i loro investimenti in dollari a breve termine. Sotto questo aspetto esse sembrano aver avuto successo. Queste e le altre operazioni ufficiali cui si è prima accennato hanno avuto l'effetto di ridurre le richieste svizzere di oro a carico delle riserve degli Stati Uniti e di aiutare ad assorbire l'eccessiva liquidità bancaria in Svizzera durante i periodi di improvvisi e rilevanti movimenti di fondi a breve termine verso quel paese (8).

III

Le operazioni « swap » compiute dalla Deutsche Bundesbank con le banche tedesche dalla fine del 1958 alla primavera del 1963 rappresentano una diversa forma di intervento ufficiale. Esse comportarono la vendita di dollari a pronti contro marchi alle banche tedesche e il simultaneo riacquisto dei dollari stessi a termine da parte della Bundesbank a vari saggi di riporto — o di deporto — in relazione al tasso di cambio a pronti o talora alla pari con esso. Fissando, a seconda dei momenti, appropriati tassi di « swap » e altre condizioni accessorie, la Bundesbank potè, entro certi limiti, esercitare, nel senso voluto, una certa pressione sull'ammontare dei saldi monetari a breve termine tenuti all'estero dalle banche — e talora su altre categorie di movimenti di capitali a breve termine — in relazione alle esigenze della sua politica monetaria interna ed internazionale, della situazione della bilancia dei pagamenti tedesca e di altre condizioni. Al loro culmine, nel gennaio 1962, queste operazioni avevano dato luogo ad impegni in essere della Bundesbank per acquisti di dollari a termine pari ad una cifra alquanto superiore

(8) Il Tesoro statunitense vendette anche un totale di fiorini olandesi a termine per l'equivalente di 110,5 milioni di dollari, per la maggior parte tramite la Banca d'Olanda che agiva come suo rappresentante, in gennaio-febbraio, luglio-agosto e settembre-ottobre 1963, con lo scopo di rendere attraente il mantenimento degli investimenti in dollari da parte di fondi olandesi e di aumentare l'entità di questi investimenti. Per altre operazioni a termine del Tesoro statunitense si veda più avanti.

a 4 miliardi di marchi (circa un miliardo di dollari). A maggio 1963 questi impegni erano stati completamente liquidati.

La politica di « swap » della Bundesbank ebbe diversi obiettivi non sempre esplicitamente enunciati. Sia obiettivi esterni che obiettivi interni entrarono in gioco. Le autorità tedesche, di fronte ai grandi e persistenti saldi attivi dei conti privati di base della bilancia dei pagamenti ed alle notevoli entrate di fondi esteri a breve, erano ansiose di contenere l'imbarazzante accumulazione di riserve e di ridurre o neutralizzare gli eccessivi aumenti della liquidità bancaria interna in gran parte determinati dai predetti surplus. La politica di « swap », incoraggiando l'uscita e talora scoraggiando l'ingresso di fondi bancari, sembrò un metodo conveniente di contribuire al raggiungimento di questi obiettivi. Per quanto riguarda l'effetto sulla liquidità interna, le operazioni ufficiali di « swap » si dimostrarono un'utile integrazione delle operazioni piuttosto rudimentali di mercato aperto e degli altri strumenti di controllo creditizio della Bundesbank. Nel 1962, quando la bilancia dei pagamenti non era più in avanzo, le autorità si preoccuparono sempre più della tendenza delle banche ad utilizzare i propri saldi monetari all'estero come il primo mezzo per fronteggiare variazioni delle proprie posizioni di liquidità interna, con la conseguenza di frequenti trasferimenti in un senso e nell'altro di fondi bancari e di effetti disturbatori sui mercati dei cambi e sui mercati monetari esteri. In quell'anno, la politica di « swap » fu usata principalmente come mezzo per contenere tali brusche fluttuazioni dei fondi bancari tenuti all'estero.

I « swaps » della Bundesbank con le banche vennero compiuti esclusivamente in dollari, la più importante valuta estera in cui le banche tenevano le loro attività a breve termine all'estero. Questi dollari erano tenuti o investiti negli Stati Uniti e, dal 1960 in poi, principalmente nel mercato degli euro-dollari. Le banche potevano trasferire e naturalmente trasferivano con « swaps » parte dei dollari acquisiti in altre valute estere ogni qual volta i saggi d'interesse a breve termine ed i tassi di cambio a termine rendevano convenienti tali operazioni.

Poichè i « swaps » della Bundesbank erano compiuti soltanto con banche in Germania — cioè al di fuori del mercato — per tutto il periodo prevalse un sistema di un duplice tasso di cambio a termine dollaro/marco. Uno era il tasso a cui la Bundesbank era disposta a comprare dollari a termine dalle banche; l'altro era il tasso di mercato aperto, al quale tutte le altre transazioni a termine

in dollari potevano essere effettuate. Per la maggior parte del periodo, fatta eccezione per alcuni mesi del 1959, dei primi mesi del 1960 e del periodo dopo il novembre 1962, i tassi quotati dalla Bundesbank furono più favorevoli alle banche del tasso di mercato aperto.

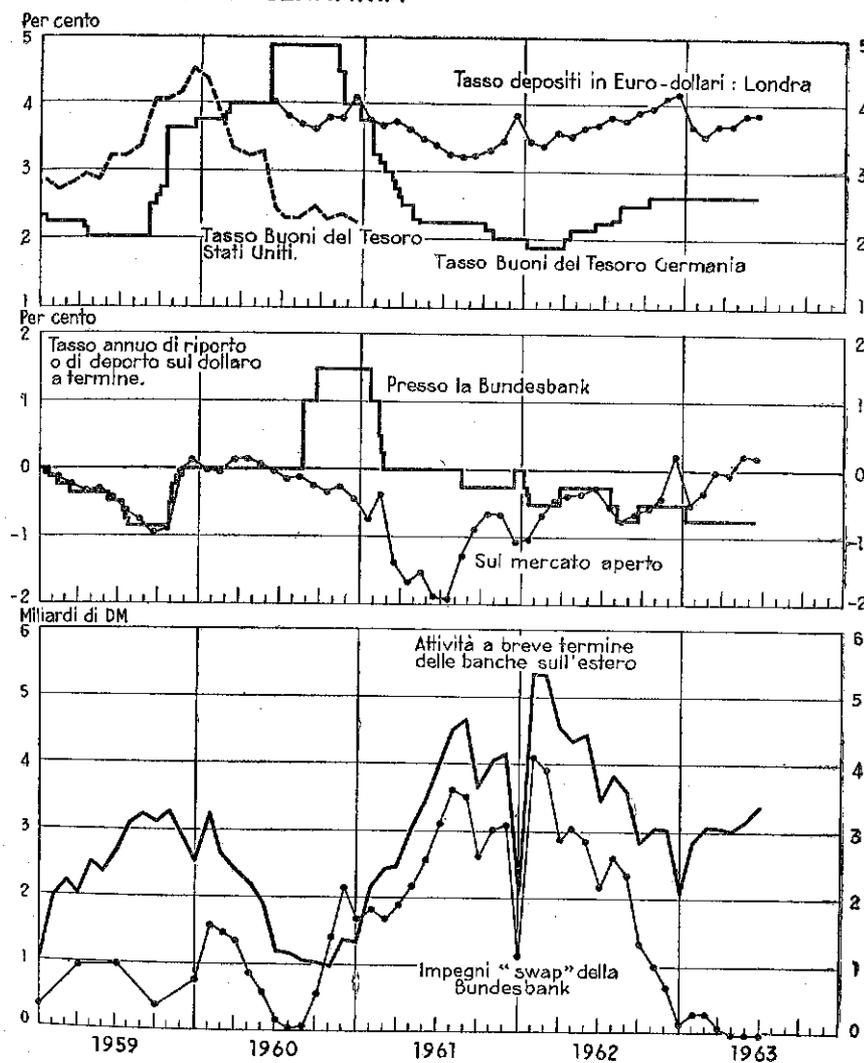
Le vendite di dollari alle banche in base agli accordi ufficiali di « swap » erano effettuate soltanto con l'intesa che i dollari così acquisiti sarebbero stati tenuti all'estero in forma di depositi o di investimenti sul mercato monetario. La sola eccezione a questa regola ebbe luogo dal 24 agosto all'11 novembre 1960, quando fu permesso alle banche di usare i dollari per finanziare transazioni di residenti tedeschi relative al commercio di importazione e di transito. Un'altra caratteristica della politica di « swap », che ne aumentò la flessibilità, fu la variazione — di tanto in tanto — della lunghezza del periodo per il quale la Bundesbank era disposta a concludere operazioni di « swap » con le banche. Questi periodi avevano una durata da uno a tre mesi da un lato e da due settimane a sei mesi dall'altro. In certe occasioni la Bundesbank era disposta a concludere « swaps » soltanto per un periodo di un mese esatto. A partire dal marzo 1962 essa cominciò a quotare simultaneamente due periodi, ciascuno con un minimo ed un massimo, per la cui durata era disposta a concludere « swaps » — uno, da uno a due mesi e l'altro, da due a sei mesi — con il tasso di « swap » relativo al periodo più lungo invariabilmente più favorevole alle banche. È anche avvenuto che in alcune occasioni la Bundesbank si sia rifiutata di operare sulla base dei tassi quotati. Negli ultimi mesi del 1962, ad esempio, essa rifiutò di concludere qualsiasi operazione a termine con scadenza nel dicembre di quell'anno, in modo da impedire alle banche di trasferire temporaneamente all'estero, alle condizioni relativamente favorevoli che essa allora offriva, disponibilità di cui poi avrebbero avuto bisogno all'interno in dicembre per scopi di « window-dressing ».

Alcuni dati chiave relativi alla politica di « swap » e alle operazioni della Bundesbank nel periodo 1959-63 sono mostrati nel diagramma 1. Nella parte superiore sono riportate tre serie: il rendimento dei buoni del Tesoro tedeschi a tre mesi (9); le medie mensili dei rendimenti giornalieri sui buoni del Tesoro statunitensi a tre mesi nel periodo 1959-60; le medie mensili delle quotazioni settimanali

(9) In effetti questo è il saggio di sconto quotato dalla Bundesbank per le sue vendite sul mercato aperto di buoni del Tesoro con scadenza da 60 a 90 giorni.

dei saggi d'interesse offerti sui depositi a tre mesi in euro-dollari a Londra dal giugno 1960 in poi. Durante il 1959 e l'inizio del 1960 i saggi d'interesse a breve a New York sembrano essere stati i più

DIAGRAMMA 1: GERMANIA



importanti per le decisioni delle banche tedesche di compiere operazioni di arbitraggio coperto su interesse in attività in dollari; in seguito, dalla metà del 1960, il tasso dell'euro-dollaro ha esercitato

un'influenza dominante (10). Si sarebbe anche potuto riportare il tasso per prestiti interbancari a tre mesi a Francoforte, perchè esso fu spesso il saggio chiave per paragoni internazionali da parte delle banche tedesche. A tale tasso si faranno riferimenti occasionali nella discussione che segue. Esso fu invariabilmente più elevato del saggio sui buoni del Tesoro tedeschi, ma di solito si mosse in stretto accordo con questo; però, nel periodo 1961-63, fu quasi sempre alquanto più basso del saggio dell'euro-dollaro. In ogni caso, un paragone fra il saggio sui buoni del Tesoro statunitensi e il saggio sull'euro-dollaro da un lato, e dall'altro il saggio sui buoni del Tesoro tedeschi (o il saggio sui prestiti interbancari a Francoforte) può dare, nella migliore delle ipotesi, soltanto un quadro imperfetto degli scarti tra i saggi d'interesse a breve di cui le banche tedesche tennero conto in tempi diversi nelle loro decisioni circa la convenienza di arbitraggi coperti su attività a breve in dollari.

Nel riquadro centrale del grafico sono riportate, nella stessa scala usata per i saggi d'interesse a breve, le medie mensili delle quotazioni giornaliere del dollaro a termine contro marchi sul mercato aperto e il tasso del dollaro a termine quotato dalla Bundesbank per le operazioni di « swap ». Ambedue sono espressi in termini di saggi annui percentuali di riporto o di deporto sui tassi di cambio a pronti vigenti in modo da renderli direttamente comparabili con gli scarti tra i tassi d'interesse indicati dal riquadro superiore. Dal marzo 1962 in poi, quando la Bundesbank quotava simultaneamente due tassi « swap », il grafico mostra soltanto il tasso relativo ai contratti da due a sei mesi.

Anche nel riquadro inferiore sono riportate due serie di dati statistici. Una mostra l'entità degli impegni « swap » in essere della Bundesbank — i suoi impegni a riacquistare dollari a termine dalle banche — a date trimestrali nel 1959 e su base mensile in seguito. L'altra serie fornisce le cifre mensili dei depositi e degli investimenti a breve all'estero delle banche tedesche, esclusi i crediti a breve concessi dalle banche stesse a non-residenti per la quasi totalità in marchi (11); nella serie è incluso un ammontare relativamente trascura-

(10) Ciò è suggerito dall'osservazione dei dati statistici del periodo 1959-63 relativi alle attività a breve in dollari delle banche tedesche rispettivamente negli Stati Uniti e sul mercato degli euro-dollari. Si veda *The External Position of the Banks*, in « Monthly Report of the Deutsche Bundesbank », agosto 1963, specialmente pp. 14-24.

(11) È anche escluso l'ammontare relativamente modesto di buoni del Tesoro statunitense tenuti sotto condizioni particolari dal « Kreditanstalt fuer Wiederaufbau » durante il 1961-63.

bile di depositi e di altre attività di mercato monetario sull'estero stilate in marchi, per cui non è stato possibile compiere una separazione su base mensile. In senso lato, questa serie rappresenta quelle attività a breve sull'estero che le banche tedesche tenderebbero a coprire contro il rischio di cambio, e le cui fluttuazioni sono di solito influenzate, tra gli altri fattori, dalla relazione esistente tra i margini di scarto del cambio a termine rispetto al cambio a pronti e i saggi d'interesse a breve prevalenti in Germania e all'estero.

Risulta evidente dal riquadro inferiore del diagramma 1 che per la maggior parte del periodo 1960-62 una elevata proporzione delle attività a breve tenute all'estero dalle banche tedesche fu coperta mediante vendite a termine di dollari alla Bundesbank, e che gli impegni correnti di « swap » della Bundesbank stessa ebbero, in generale, tendenza a muoversi in stretto accordo con le variazioni del volume di tali attività. Durante questi tre anni, come emerge dal diagramma, il tasso ufficiale di « swap » fu quasi costantemente più favorevole alle banche del tasso a termine di mercato aperto. Conseguentemente, per la maggior parte del periodo, risultò più vantaggioso — per le banche stesse — servirsi, nei limiti delle loro necessità di copertura a termine (12), delle facilitazioni dello « swap » ufficiale che non ricorrere al mercato aperto. Quando l'arbitraggio coperto su interesse era conveniente e lo stato della loro liquidità lo permetteva, le banche tendevano ad aumentare le loro attività all'estero compiendo operazioni di « swap » con la Bundesbank. Quando non era redditizio tenere all'estero fondi « coperti », oppure il bisogno di liquidità all'interno era forte, le banche tendevano a lasciar scadere i « swaps », con ciò riducendo l'entità di tali operazioni e gli impegni « swaps » della Bundesbank. Il parallelismo di movimento tra le due serie in questi tre anni fu interrotto in modo degno di nota soltanto tra agosto e novembre 1960, quando gli impegni di « swap » della Bundesbank aumentarono in modo netto e superarono persino temporaneamente le attività bancarie a breve sull'estero, in un momento in cui queste ultime stavano diminuendo o aumentavano soltanto modestamente. Durante quei mesi, come si è già notato, le banche ebbero il permesso di usare i dollari acquisiti con le facilitazioni di « swap » ufficiale per finanziare le necessità di valuta estera degli importatori

(12) Le attività delle banche in valuta estera erano, per un certo ammontare, coperte da corrispondenti passività in valuta estera. Inoltre, come già fatto notare, una parte relativamente piccola delle attività sull'estero incluse nella serie era stilata in marchi.

tedeschi, ciò che esse evidentemente fecero su scala notevole. Così gli impegni « swaps » della Bundesbank poterono aumentare nettamente senza alcun apprezzabile effetto sulla quantità di crediti a breve sull'estero delle banche.

Durante il 1959, peraltro, gli impegni « swaps » della Bundesbank costituirono soltanto una frazione relativamente piccola delle attività sull'estero delle banche, sebbene siano disponibili — per convalidare questa affermazione — soltanto i dati trimestrali relativi a detti impegni. Inoltre durante i due trimestri centrali del 1959 questi impegni diminuirono in modo sensibile, mentre le attività sull'estero delle banche aumentarono nettamente. Questi sviluppi indubbiamente riflettono in larga parte il fatto che durante quei mesi i tassi « swap » della Bundesbank furono in genere meno favorevoli alle banche dei tassi di cambio del dollaro a termine sul mercato aperto. Similmente, dopo il settembre 1962 il rapporto tra gli impegni « swaps » della Bundesbank e le attività sull'estero delle banche diminuì precipitosamente; nel maggio 1963 quegli impegni erano stati completamente liquidati, sebbene nel 1963 le attività sull'estero delle banche cominciarono nuovamente a salire. Tali sviluppi si riconnettono al fatto che dopo l'ottobre 1962 il tasso sul mercato aperto fu costantemente più favorevole alle banche del tasso offerto dalla Bundesbank.

Possiamo ora esaminare brevemente, avendo presenti le tendenze di fondo della bilancia dei pagamenti tedesca, entro quali limiti le variazioni delle attività a breve sull'estero delle banche furono influenzate dalla politica di « swap » e dagli altri interventi della Bundesbank.

Agli inizi del 1959, sotto lo stimolo dell'offerta di copertura a termine a costo zero da parte della Bundesbank in base alla politica di « swap » appena iniziata (13), le attività sull'estero delle banche aumentarono nettamente, in un momento in cui i tassi sul mercato monetario a Francoforte, incluso il tasso d'interesse per i prestiti interbancari, erano ben al di sotto di quelli prevalenti a New York. Con l'aumentare di tale scarto, la Bundesbank cominciò a quotare un modesto saggio di deposito sulle sue operazioni di « swap ». Di fronte

(13) Tale politica ebbe, in effetti, inizio nell'ottobre 1958. Sebbene la piena convertibilità del marco fosse formalmente adottata soltanto alla fine del 1958, da qualche anno le banche avevano già completa libertà di possedere attività a breve sull'estero sotto qualsiasi forma. Ma evidentemente esse ebbero bisogno all'inizio di qualche stimolo ufficiale per cominciare a costituire all'estero depositi e investimenti di mercato monetario.

alla continua, rapida espansione delle attività bancarie all'estero, tale saggio venne gradualmente elevato in relazione a quello praticato sul mercato aperto in modo da sospingere le banche ad operare un travaso di fondi verso il mercato interno, ciò che era vieppiù desiderabile dal momento che la liquidità bancaria era soggetta, a cagione di influenze interne, ad una certa tensione. In verità sembra che, nel periodo da maggio ad ottobre del 1959, la Bundesbank si sia completamente ritirata dal mercato e che i contratti di « swap » in esistenza siano stati liquidati. Le attività all'estero delle banche, tuttavia, continuarono ad aumentare a ritmo sostenuto dato che operazioni di arbitraggio coperto erano tuttora redditizie sulla base del saggio di cambio a termine praticato dal mercato aperto.

Ai primi di settembre 1959 la Bundesbank, nonostante il persistente e cospicuo avanzo della bilancia dei pagamenti, passò bruscamente ad una politica di restrizione del credito, e ciò in considerazione della notevole accelerazione assunta dall'attività economica interna e della crescente minaccia di inflazione. Con scatti successivi aumentò il tasso ufficiale di sconto (dal 3% al 5%) ed i saggi di rendimento dei titoli destinati al mercato aperto, elevò la percentuale di riserve obbligatorie delle banche e adottò altre misure restrittive. Data la rapida riduzione dello scarto tra i tassi d'interesse a breve termine a New York e a Francoforte, la Bundesbank a metà novembre allineò il tasso di cambio praticato per le operazioni « swap » a quello a pronti, al fine di incoraggiare le banche a continuare ad accumulare attività all'estero e ad astenersi dal rimpatriare quei saldi per i quali erano tuttora esistenti impegni « swap » della Bundesbank. Durante gli ultimi mesi del 1959 e nel gennaio 1960 gli impegni di « swap » della Bundesbank aumentarono rapidamente, sebbene — in media — durante gli stessi mesi le attività estere delle banche si mantenessero ad un livello costante. Dopo il gennaio 1960 le banche ridussero notevolmente il volume delle loro attività sull'estero ed i loro contratti di « swap » con la Bundesbank vennero esaurendosi e furono quasi completamente liquidati entro il luglio. Il rimpatrio di tali saldi fu dovuto, per la maggior parte, all'aumentata esigenza di liquidità all'interno da parte del sistema bancario. Durante i primi mesi del 1960 i tassi d'interesse a breve termine a Francoforte salirono ad un livello superiore a quello dei rendimenti delle attività a breve in dollari e nei mesi di marzo, aprile e maggio il dollaro a termine venne quotato con un modesto premio via via che i non residenti trasferivano in Germania crescenti importi in

operazioni di arbitraggio coperto su interesse. La Bundesbank, tuttavia, continuò a mantenere il tasso di cambio a termine praticato negli « swaps » in parità con il tasso a pronti fino agli ultimi di agosto, presumibilmente ritenendo che anche l'offerta di un tangibile premio « swap » avrebbe difficilmente scoraggiato le banche dal ridurre i loro impegni di « swap », data la tensione di liquidità all'interno. In ogni modo la Bundesbank si preoccupava meno del rimpatrio dei fondi tedeschi — che era conseguenza quasi inevitabile delle misure restrittive adottate e implicava l'utilizzo di qualsiasi cuscinetto di liquidità bancaria — che non dell'afflusso di fondi esteri i quali, aumentando la liquidità interna, minacciavano di frustrare la politica monetaria restrittiva.

All'inizio del giugno 1960, quando lo scarto tra i tassi d'interesse praticati sul mercato monetario tedesco e quelli del mercato dell'euro-dollaro era notevolmente aumentato, il dollaro a termine sul mercato aperto invece di essere quotato con un accresciuto riporto — come era da attendersi — presentava un deporto di entità crescente. Tale sviluppo rifletteva principalmente le attese sempre più consistenti di una rivalutazione del marco. In parte, tuttavia, può essere anche stato la conseguenza di una serie di misure annunciate dalla Bundesbank durante il mese di giugno, le quali ebbero l'effetto di rendere le operazioni di arbitraggio coperto su interesse verso la Germania (e gli altri trasferimenti di fondi esteri a breve termine) più difficili e meno attraenti (14).

Il 6 agosto 1960 la Bundesbank fece un altro passo, annunciando che, nei suoi rapporti di « swap » con le banche, avrebbe riacquisito i dollari a termine ad un saggio di riporto dell'1% per anno. Tale decisione non poteva mirare ad incoraggiare le banche a ricostituire attività all'estero o a dissuaderle da ulteriori rimpatri. Il suo obiettivo era un altro. Esso apparve evidente dal simultaneo annuncio che i dollari acquistati con accordo di « swap » potevano essere impiegati dalle banche per finanziare il commercio tedesco

(14) Tali misure comprendevano il divieto di corrispondere interessi sui depositi a vista di non-residenti e sui depositi vincolati quando il vincolo originariamente pattuito fosse scaduto, la proibizione di fatto di vendere a non residenti titoli Federali di mercato monetario e titoli in genere con clausola di riacquisto. Inoltre i depositi in valuta estera di non-residenti, che sino ad allora erano soggetti alla costituzione di riserve obbligatorie solo per l'ammontare eventualmente in eccesso alle attività tenute dalle banche all'estero, furono assoggettati nella totalità all'obbligo delle riserve. Allo stesso obbligo furono infine assoggettate le passività contratte dalle banche in garanzia di prestiti ottenuti all'estero dai loro clienti.

di importazione e di transito. Si sperava cioè che, dato il saggio di riporto delle operazioni « swap », le banche fossero poste in condizione di concedere ai propri clienti prestiti in valuta estera a condizioni più favorevoli e quindi di dissuadere gli importatori tedeschi dal richiedere prestiti all'estero al ritmo di prima. A tale riguardo la Bundesbank, anche mediante un aumento, alla fine di settembre, del saggio di riporto a 1,5% per anno, ebbe un apprezzabile successo, come si può dedurre dal notevole aumento dei suoi impegni a termine in un periodo durante il quale il volume delle attività bancarie a breve termine sull'estero continuò a diminuire.

Nonostante gli sforzi della Bundesbank, fondi esteri continuarono ad affluire sul mercato tedesco, in parte attraverso acquisti di titoli tedeschi per conto di non-residenti ed in parte attraverso l'utilizzo di scappatoie non coperte dalla regolamentazione dei cambi emanata in giugno. E poichè le voci di una imminente rivalutazione del marco crescevano di intensità, un forte afflusso di fondi esteri ebbe luogo attraverso il meccanismo dei « leads and lags » — cioè di anticipi o ritardi di pagamenti o riscossioni — nel commercio internazionale. Le crescenti importazioni di capitale estero in aggiunta all'aumentato avanzo della bilancia dei pagamenti frustrarono in larga misura gli sforzi delle autorità tedesche di rendere effettiva la loro politica di restrizione monetaria.

Nel novembre 1960, perciò, la Bundesbank decise di abbandonare tale politica, nonostante il surriscaldamento della congiuntura economica interna, nel tentativo di rendere meno attraente per i fondi esteri il mercato monetario tedesco. I tassi d'interesse a breve termine furono abbassati rapidamente con una serie di decisioni successive e nei primi mesi del 1961 fu ridotta la percentuale di riserva obbligatoria delle banche. Quando, ai primi del 1961, il saggio d'interesse sui buoni del Tesoro tedeschi e quello sui prestiti interbancari scesero al disotto del tasso sull'euro-dollaro, la Bundesbank immediatamente portò il tasso « swap » in parità con il tasso a pronti, dato che, avendo riguardo ai tassi d'interesse, non era più necessario un premio « swap » per indurre le banche ad accumulare attività a breve sull'estero ricorrendo ad operazioni « swap » con la Bundesbank (15). Mantenendo il tasso « swap » alla pari con quello

(15) Dopo l'11 novembre 1960 le operazioni di « swap » della Bundesbank furono nuovamente limitate a vendite di dollari per investimenti esteri a breve termine.

a pronti, tuttavia, la Bundesbank incoraggiava tale accumulo poichè sul mercato aperto il dollaro a termine era quotato ad un saggio di deporto tale da più che controbilanciare lo scarto tra il tasso d'interesse sul mercato dell'euro-dollaro e i tassi a breve sul mercato tedesco. Nei primi otto mesi del 1961 le banche, sorrette dalla politica di « swap » della Bundesbank e dal notevole miglioramento della loro posizione di liquidità, aumentarono in modo sorprendente il volume delle attività a breve termine sull'estero e, di pari passo, crebbero gli impegni « swap » della Bundesbank. Tali uscite di fondi furono ulteriormente stimolate da una norma del maggio 1961, secondo la quale, nel calcolare l'ammontare delle loro passività in valuta estera soggette all'obbligo di riserva, era consentito alle banche di dedurre l'ammontare delle loro attività a breve termine sull'estero.

Nel frattempo, sul mercato aperto il saggio di deporto sul dollaro, sotto la spinta della rivalutazione del marco e delle aspettative di ulteriori movimenti correttivi, era aumentato precipitosamente durante il mese di marzo 1961. Fu a questo punto che il Tesoro americano, come già si è detto, iniziò le sue operazioni sul mercato a termine in sostegno del dollaro (16). È interessante notare che, nei mesi seguenti, l'uscita di fondi bancari dalla Germania — resa possibile dalla politica di « swap » della Bundesbank — contribuì in parte a controbilanciare il continuo afflusso di fondi esteri in Germania.

Con la crisi di Berlino dell'agosto 1961, la Bundesbank portò il tasso « swap » ad un modesto deporto. Questa azione, combinandosi con una certa tensione esercitata sulla liquidità bancaria all'interno e con una riduzione dello scarto tra i saggi d'interesse sul mercato dell'euro-dollaro e quelli a Francoforte, può aver contribuito a determinare la netta contrazione delle attività bancarie sull'estero che ebbe luogo in settembre. Le necessità di « window-dressing » a fine d'anno e quelle più generali di liquidità causarono, durante il mese di dicembre, una riduzione anche più drastica di tali attività, riduzione che la Bundesbank cercò di contenere, almeno in parte, riportando il tasso « swap » in linea con quello a pronti. Ne seguì

(16) Sebbene non sia stato possibile ottenere alcuna conferma ufficiale, è probabile che una certa quota delle vendite dirette di marchi a termine compiute dal Tesoro americano sul mercato aperto siano state effettivamente messe in opera dalla Bundesbank nella veste di rappresentante del Tesoro americano medesimo.

un accumulo anche più sensibile di attività bancarie sull'estero nel gennaio 1962, e di nuovo la Bundesbank portò il tasso « swap » ad un livello di deporto. Durante questi mesi gli impegni di « swap » della Bundesbank ebbero un andamento strettamente aderente a quello del volume delle attività bancarie sull'estero.

Dopo il massimo raggiunto nel gennaio 1962, l'insieme delle attività sull'estero mostrò una tendenza nettamente decrescente per il resto dell'anno. Sulla base di un puro calcolo di convenienza di arbitraggi coperti su interesse, tuttavia, l'uscita di fondi dalla Germania avrebbe dovuto aver luogo fino alla metà del 1962; dopo giugno essa era ancora conveniente sulla base del rendimento dei buoni del Tesoro tedeschi; sulla base del tasso d'interesse sui prestiti interbancari invece sarebbe stato conveniente un afflusso di fondi. In ogni modo il fattore più importante nell'indurre rimpatri di fondi bancari tedeschi fu la tensione esercitata sulla liquidità bancaria dai profondi mutamenti che avevano avuto luogo nella bilancia dei pagamenti tedesca e dalla politica monetaria « neutrale » perseguita dalla Bundesbank. Inoltre, considerata la mutata situazione della bilancia dei pagamenti, non era più necessario incoraggiare deflussi di fondi bancari dalla Germania e in conseguenza il tasso di cambio a termine praticato dalla Bundesbank nelle operazioni di « swap » fu reso durante il corso dell'anno sempre meno favorevole. Sul mercato aperto, tuttavia, il saggio di deporto sul dollaro tendeva a diminuire; nel novembre 1962, quando gli impegni « swap » della Bundesbank erano stati in gran parte estinti, tale saggio era divenuto in realtà più favorevole alle banche di quello praticato dalla Bundesbank. A maggio 1963 gli impegni « swap » della Bundesbank erano stati completamente liquidati, sebbene, in quell'epoca, il volume delle attività bancarie all'estero avesse cominciato di nuovo ad aumentare. Durante il 1963 le banche trovarono più conveniente coprirsi sul mercato che attraverso la Bundesbank. Nel marzo 1964 tuttavia la Bundesbank ha ripreso la sua politica di « swap » (vedi « Addendum »).

Se, durante il 1962, la Bundesbank non si oppose alla tendenza discendente del volume delle attività bancarie sull'estero, essa cercò invece di moderare eventuali brusche fluttuazioni. In quell'anno la sua politica di « swap » fu principalmente intesa a dissuadere le banche dal trasferire all'estero per brevi intervalli di tempo fondi che presto avrebbero dovuto essere rimpatriati, dal ricorrere cioè a variazioni dei saldi all'estero come al principale mezzo di adatta-

mento a transitori mutamenti delle posizioni interne di liquidità. Tali movimenti di fondi avanti e indietro erano di turbamento per i mercati monetari esteri e per il mercato dei cambi, e la Bundesbank, con la sua politica di « swap » e con altri interventi, cercò di indurre le banche a realizzare i necessari aggiustamenti delle posizioni di liquidità mediante variazioni del portafoglio di titoli tedeschi a breve termine.

Considerando nel suo insieme il periodo 1959-1963, le operazioni su cambi a termine della Bundesbank mirarono direttamente ad influenzare soltanto quella componente del flusso complessivo di capitale a breve termine che era connessa con variazioni delle attività di breve periodo sull'estero (in valuta estera) delle banche tedesche (17). Tali operazioni si preoccuparono, in modo predominante, di stimolare l'uscita di fondi bancari dalla Germania — specialmente nella prima parte del 1959 e nel 1961 — e soltanto in misura molto minore di scoraggiare la loro entrata. In verità, durante periodi di stretta della liquidità bancaria interna, specialmente nel 1960 e nel 1962, la Bundesbank si esercitò punto o poco nel tentativo di controbilanciare l'effetto di tali strette sul rimpatrio di fondi bancari tedeschi. In tali occasioni, infatti, tassi « swap » favorevoli alle banche si sarebbero dimostrati di scarso ausilio. Per contro, quando le banche si trovarono in condizioni di liquidità, la politica di « swap » della Bundesbank ebbe senza dubbio una parte fondamentale nell'aiutare le banche a collocare all'estero parte del loro surplus di liquidità, in tal modo contribuendo al raggiungimento degli obiettivi di politica monetaria interna. Gli è che, anche se i margini a termine sul mercato aperto fossero stati in quelle occasioni tali da incoraggiare operazioni di arbitraggio in uscita da parte delle banche pur senza l'assistenza della Bundesbank, il conseguente aggiustamento dei margini avrebbe determinato l'immediata cessazione di siffatte operazioni.

(17) La sola eccezione si presentò nel periodo agosto-novembre 1960 quando la politica di « swap » ebbe come principale obiettivo di limitare l'entrata di fondi esteri connessa con operazioni di prestito concluse all'estero da imprese tedesche. Indirettamente, tuttavia, le operazioni a termine della Bundesbank potrebbero aver avuto qualche effetto secondario su altre categorie di movimenti di capitale a breve termine. Giacchè, entro i limiti in cui operazioni « swap » con la Bundesbank stornavano dal mercato aperto vendite potenziali di dollari a termine da parte delle banche, il dollaro a termine sul mercato aperto veniva quotato ad un saggio di deporto minore di quello che si sarebbe altrimenti avuto. Ciò a sua volta può aver reso possibile certe operazioni coperte di arbitraggio in uscita da parte di operatori diversi dalle banche tedesche, operazioni che altrimenti non sarebbero state profittevoli.

La politica di « swap » tedesca — prescindendo da altri suoi obiettivi — è stata un importante elemento di un più ampio programma di interventi, tendente a limitare eccessivi accumuli di riserve ufficiali in conseguenza di grosse eccedenze della bilancia dei pagamenti. Ma la sua importanza relativa a questo riguardo potrebbe essere sopravvalutata. In realtà i deflussi netti di fondi attribuibili alla suddetta politica nei tre anni precedenti il gennaio 1962 sono stati largamente superati in entità dall'insieme dei rimborsi anticipati di debiti pubblici e di altre operazioni « ufficiali ». Che poi una politica di cambi a termine più aggressiva, implicante non soltanto operazioni di « swap » con le banche ma anche dirette operazioni a termine e di « swap » sul mercato aperto, sarebbe stata consigliabile o si sarebbe dimostrata più efficace della più ristretta azione in realtà svolta, è un problema complesso che non può essere affrontato in questa sede.

IV

Le operazioni su cambi a termine, condotte dall'Ufficio Italiano Cambi dalla fine del 1959 alla fine del 1962 (18), hanno presentato somiglianze di massima con quelle intraprese dalla Bundesbank nel periodo 1959-63, ma anche pronunciate differenze. Tali operazioni consistettero in vendite di dollari a pronti alle banche italiane ed in un simultaneo riacquisto di tali dollari a termine. I dollari stessi, tuttavia, furono sempre riacquistati a termine al medesimo tasso di cambio a cui erano stati venduti a pronti e mai ad un saggio di riporto o di deporto; i dollari potevano essere usati non soltanto per l'acquisizione di attività a breve termine sull'estero, bensì anche per fare prestiti in valuta straniera a residenti italiani e per liquidare pendenze passive espresse in valuta straniera e dovute a non residenti. Le operazioni in questione furono compiute in un quadro di regolamentazione del commercio dei cambi e di norme impartite alle banche — quadro inesistente nel caso tedesco — per quanto riguarda il rapporto che le banche stesse potevano, o dovevano, mantenere tra le proprie attività e le proprie passività in valuta estera nei confronti dei non residenti. A partire dal luglio 1961 le

(18) A partire dal novembre 1962 tali operazioni sembra siano state avviate a graduale liquidazione. Gli ultimi dati pubblicati ed a mia disposizione si riferiscono, in ogni modo, al 31 marzo 1963.

autorità italiane hanno integrato le loro operazioni con depositi diretti di dollari presso le banche da parte dell'Ufficio Italiano Cambi, in parte per sostituire dollari ch'erano oggetto di contratti di « swap » da liquidare.

Sia nel caso italiano che in quello tedesco, le operazioni di « swap » degli anni 1959-62 furono intraprese in un contesto di grossi avanzi nelle bilance dei pagamenti (19); importante obiettivo, in ciascun caso, fu quello di limitare l'accumulo di riserve ufficiali, limitazione ottenuta inducendo le banche ad esportare fondi a breve termine. Ma fornendo valuta estera mediante rapporti di « swap », le autorità italiane sperarono anche di indurre le banche a non indebitarsi a breve termine verso l'estero e di accrescere il ruolo delle banche stesse nel finanziamento del commercio internazionale e, in generale, nelle operazioni bancarie internazionali. Il desiderio di assorbire liquidità interna ritenuta eccessiva non è mai stato, come nel caso tedesco, un obiettivo delle operazioni a termine compiute dalle autorità italiane. Invero, per tutto il periodo indicato, le autorità italiane furono maggiormente preoccupate di evitare tensioni nella situazione della liquidità bancaria interna.

A partire dal 1957 le banche italiane erano andate notevolmente indebitandosi sul mercato dell'euro-dollaro, in genere per poter concedere prestiti in valuta estera a importatori italiani a saggi d'interesse inferiori a quelli praticabili sia per operazioni di accettazione, sia per prestiti diretti su New York, sia per prestiti interni in lire. Le banche erano ansiose di ampliare il giro di affari ed erano premute dalle imprese italiane perchè finanziassero operazioni di commercio internazionale a tassi più vicini a quelli praticati sul mercato dell'euro-dollaro. Alla fine di ottobre 1959 le passività delle banche in valuta estera nei confronti di non residenti erano aumentate di 791 milioni di dollari e la loro posizione debitoria netta con l'estero, tenuto conto del modesto incremento delle loro attività in divise sull'estero, era salita a 345 milioni di dollari (20). L'entrata

(19) Tuttavia, tranne che per una breve sfuriata nel dicembre 1961, la lira non fu mai oggetto di anticipazioni speculative circa una sua eventuale rivalutazione. Si noti anche che le attività e le passività espresse in moneta locale delle banche italiane nei confronti dei non residenti, paragonate con le attività e le passività espresse in valuta estera, erano di entità relativamente molto minore che nel caso delle banche tedesche. Negli ultimi mesi del 1962 e durante il 1963 la bilancia dei pagamenti italiana presentò un disavanzo.

(20) I dati statistici contenuti in questa sezione e relativi alla posizione in valuta delle banche italiane comprendono la posizione della Banca d'Italia, la quale, nelle sue operazioni in valuta estera, è trattata, dal punto di vista della regolamentazione valutaria, alla stessa

di fondi connessa con tale crescente posizione debitoria netta ebbe luogo in un periodo in cui continui avanzi nella bilancia dei pagamenti italiana erano fonte di aumenti delle riserve ufficiali di dimensioni imbarazzanti. I prestiti a breve termine ottenuti all'estero contribuirono anche, a partire dalla seconda metà del 1957, a migliorare sensibilmente la posizione di liquidità delle banche; le quali, con il rallentamento dell'attività economica verificatosi in Italia nel periodo 1958-59, ebbero difficoltà ad impiegare all'interno in modo remunerativo le crescenti loro risorse.

Di fronte a simili sviluppi, nel novembre 1959 le autorità italiane comunicarono che erano disposte a vendere dollari a pronti alle banche con l'intesa di riacquistarli a termine al medesimo tasso di cambio. Fu fatto presente che i dollari potevano essere impiegati per costituire linee di disponibilità all'estero in conto proprio, per effettuare prestiti in valuta estera a residenti o per estinguere passività a breve termine in valuta estera. Si sperava in tal modo di ridurre la posizione debitoria netta delle banche in valuta estera nei confronti dei non residenti, posizione ritenuta di dimensioni eccessive, stimolando un'uscita netta di fondi a breve termine; di ridurre le riserve ufficiali o di limitarne l'ulteriore aumento; e di aiutare le banche a collocare il surplus di liquidità all'estero in maniera più remunerativa che all'interno (non di assorbirlo a scopi anti-inflazionistici). L'offerta di una copertura ufficiale a termine costituiva un elemento necessario del nuovo indirizzo, poichè se le banche fossero state costrette a coprire sul mercato (21) i rischi di cambio, il margine a termine si sarebbe portato a un livello tale da rendere non più convenienti ulteriori acquisti di dollari.

Le banche approfittarono prontamente delle possibilità loro offerte dai contratti di « swap ». La loro posizione netta in valute estere migliorò decisamente a causa dell'accresciuto volume di attività sull'estero (in prevalenza attività sul mercato dell'euro-dollaro) e del diminuito volume dell'indebitamento nei confronti dei non residenti. Allo scopo di dare a tale processo ulteriore stimolo, nell'agosto

stregua di qualsiasi altra banca. Tutte le operazioni ufficiali in valuta estera sono compiute dall'Ufficio Italiano Cambi. I dati statistici si riferiscono soltanto alle attività e passività espresse in valute convertibili. Attività e passività espresse in valute non convertibili rappresentano quantità trascurabili.

(21) In Italia non esiste un attivo mercato del dollaro a termine e non vengono pubblicate regolari quotazioni. Quando operazioni delle banche italiane implicano disponibilità in dollari, la copertura — tranne quella fornita dall'Ufficio Italiano Cambi mediante operazioni di « swap » — è normalmente ottenuta in modo indiretto attraverso Londra o Zurigo.

1960 le autorità richiesero alle singole banche di eliminare, entro l'anno (22), ogni restante posizione netta debitoria in valuta nei confronti dei non residenti (23), e di evitare in futuro la ricostituzione di tali posizioni. Alla fine di gennaio 1961, quando la posizione netta sull'estero in valute delle banche italiane, prese nel loro insieme, si stabilizzò, esse avevano in effetti raggiunto una posizione netta creditoria di 194 milioni di dollari, con una variazione complessiva di 539 milioni di dollari dalla fine di ottobre 1959. Durante lo stesso periodo il totale dei dollari ottenuti dall'Ufficio Italiano Cambi attraverso operazioni di « swap » era ammontato a 491 milioni di dollari.

Il notevole ammontare di dollari in tal modo acquistato dalle banche ebbe l'effetto, combinandosi con altri fattori, di ridurre gradualmente la posizione di liquidità delle banche. Dal giugno 1959 al giugno 1961 il rapporto liquidità eccedente/depositi delle banche si contrasse in modo netto, dal 14,3% al 5,7%. Mentre, in precedenza, i contratti di « swap » venivano rinnovati a scadenza — invero, il loro volume totale continuò a crescere fino a tutto agosto 1961 —, a partire dall'estate 1961 si manifestò una tendenza sempre più accentuata da parte di molte banche a lasciarli estinguere per procurarsi le lire necessarie. Le autorità italiane invece erano ansiose di impedire una contrazione delle attività bancarie in valuta estera e un conseguente aumento delle riserve ufficiali.

Nel luglio 1961, pertanto, l'Ufficio Italiano Cambi, man mano che i contratti di « swap » si esaurivano, cominciò a *ridepositare* i dollari presso le banche, in tal modo rendendo loro possibile di ottenere la richiesta disponibilità di lire senza sottostare ad alcuna riduzione netta nel volume delle disponibilità di valuta estera (24). Invero, tra luglio e dicembre 1961 l'ammontare dei dollari così depositati (302 milioni) superò la diminuzione (123 milioni di dollari)

(22) Nel settembre 1960 le banche furono anche autorizzate a finanziare operazioni commerciali in valuta estera tra non residenti.

(23) Dapprima la richiesta specificava che le banche dovevano eliminare la loro posizione debitoria netta in valuta estera nei riguardi dei non residenti per quanto riguarda sia i saldi a pronti che gli impegni a termine; ma nel febbraio 1961 fu concesso alle banche di detrarre gli impegni a termine nel computo delle posizioni debitorie nette da liquidare. Cioè, da allora in poi, le banche furono obbligate ad evitare di avere passività a pronti in valute estere nei confronti dei non residenti superiori alle loro corrispondenti attività a pronti.

(24) Se l'Ufficio Italiano Cambi non avesse depositato dollari in sostituzione dei contratti di « swap » venuti a scadenza, si sarebbe anche potuto verificare il caso che le attività in valuta sull'estero di talune banche scendessero ad un valore inferiore alle corrispondenti passività, in violazione delle norme emanate nell'agosto 1960.

nel volume dei contratti di « swap » in essere. Ciò sta ad indicare che il sistema dei depositi di dollari fu usato non solo come mezzo per rendere possibile alle banche di ottenere lire senza perdere dollari, ma anche per aumentare la disponibilità in dollari delle banche senza perdita di lire (come si sarebbe verificato nel caso di operazioni « swaps »). I dollari così depositati fruttavano un interesse del 3,5% all'anno ed erano soggetti a ritiro a richiesta dell'Ufficio Italiano Cambi.

Nonostante tale nuovo sistema, il miglioramento della situazione di liquidità delle banche fu temporaneo. Nel gennaio 1962 si ritenne quindi opportuno ridurre la percentuale di riserva obbligatoria delle banche — prima variazione dal 1947 — nel tentativo di migliorare la liquidità del sistema bancario nel suo complesso e non, come avveniva con il sistema dei depositi di dollari, soltanto a beneficio di quelle banche che più attivamente operavano sul mercato dei cambi esteri. Contemporaneamente l'Ufficio Italiano Cambi ritirò una quota notevole dei suoi depositi in dollari, i quali furono riacquistati contro lire dalle banche mediante operazioni di « swap », utilizzando un'aliquota della loro accresciuta liquidità. Da allora i contratti « swaps » in essere crebbero rapidamente fino a raggiungere una punta massima di quasi 800 milioni di dollari alla fine del settembre 1962, mentre i depositi di dollari si mantennero relativamente stabili.

Nel gennaio 1962, quando i contratti « swaps » in essere ammontavano a circa 500 milioni di dollari, il Tesoro americano rilevò dall'Ufficio Italiano Cambi una quota notevole, ma di ammontare ignoto, dei contratti che l'Ufficio stesso aveva con le banche per acquisti di dollari a termine. Sollevato in tal modo del rischio di cambio implicito in questi contratti, l'Ufficio Italiano Cambi fu stimolato a continuare e ad espandere le sue operazioni di « swap ». Dal punto di vista degli Stati Uniti, ciò aveva a sua volta il benefico effetto di limitare l'accumulo di dollari da parte delle autorità italiane e per conseguenza la quantità di oro che esse avrebbero potuto prelevare dal Tesoro americano. Durante il 1962 e nella prima parte del 1963 la quota dei contratti a termine in essere assorbita dal Tesoro degli Stati Uniti subì notevoli variazioni (25), variazioni per altro ignote nel loro ammontare.

(25) Nell'ultima parte del 1963 e nei primi mesi del 1964, dopo il brusco mutamento della situazione della bilancia dei pagamenti italiana, il Tesoro americano ed il « Federal

Durante l'ultima parte del 1962, data la forte domanda di credito, la liquidità bancaria fu nuovamente soggetta a crescente tensione. A quell'epoca, inoltre, le riserve ufficiali italiane avevano cessato di crescere. Nell'ottobre 1962 venne perciò presa la decisione di consentire alle banche di avere nuovamente, se necessario, posizioni debitorie nette in valuta estera nei confronti dei non residenti, al fine di aumentare la loro liquidità. Un'entrata netta di fondi a breve termine dovuta al riapparire di posizioni debitorie nette non si sarebbe più sommata, nelle nuove circostanze, ad un surplus della bilancia internazionale di base dell'Italia; e la necessità di limitare l'accumulo di riserve ufficiali e « di contribuire al ripristino della liquidità internazionale nei confronti del resto del mondo » non era più ritenuta impellente. Inoltre, la riorganizzazione del mercato monetario italiano avvenuta nell'ultima parte del 1962 aveva fornito alle autorità un insieme maggiormente diversificato di strumenti per controllare il livello della liquidità bancaria interna e, avendo accresciuto la flessibilità dei tassi d'interesse sul mercato italiano, sembrava promettere il sorgere di limiti automatici ad un eccessivo aumento dell'indebitamento estero da parte delle banche italiane.

Sotto l'influenza delle nuove disposizioni, che in effetti ripristinavano la situazione esistente prima dell'agosto 1960, le banche aumentarono grandemente le loro passività in valuta estera nei confronti di non residenti per un ammontare di quasi 500 milioni di dollari negli ultimi due mesi del 1962. Alla fine di novembre 1962, le banche, nel loro insieme, avevano completamente eliminato la loro posizione creditoria netta sull'estero; d'allora in poi vennero sviluppando una posizione debitoria netta di proporzioni crescenti, dovuta principalmente ad eccresciuti prestiti attinti sul mercato del euro-dollaro. Negli ultimi due mesi del 1962, come era da attendersi, gli impegni « swaps » dell'Ufficio Italiano Cambi si contrassero rapidamente man mano che i « swaps » venivano a scadenza. Sebbene tali impegni siano rimasti stazionari nel primo trimestre 1963, si può presumere che da allora essi, così come i depositi di dollari presso banche da parte dell'Ufficio Italiano Cambi, abbiano subito ulteriori riduzioni.

Reserve System » acquistarono dalla Banca d'Italia lire per un equivalente complessivo di 167 milioni di dollari come misura di appoggio in favore della lira. Il « Federal Reserve System » cedette poi al Tesoro americano i suoi contratti di acquisto di lire a termine.

L'evoluzione delle operazioni ufficiali italiane su cambi a termine dalla fine del 1959 sino a tutto marzo 1963 sono indicate graficamente nel diagramma 2. Il riquadro superiore mostra le attività e le passività in valute estere convertibili delle banche nei confronti dei non residenti; i prestiti delle banche in valuta estera a residenti italiani; e l'ammontare in essere dei dollari venduti dall'Ufficio Italiano Cambi alle banche mediante contratti di « swap » (26) e di quelli depositati dall'Ufficio Italiano Cambi presso le banche stesse. Nel riquadro inferiore sono indicati la posizione netta delle banche in valuta estera nei confronti dei non residenti (cioè la differenza tra le attività e le passività indicate nel riquadro superiore), e il totale complessivo dei contratti di « swap » e dei depositi di dollari dell'Ufficio Italiano Cambi (27). In linea generale il totale delle attività bancarie in valuta estera nei confronti dei residenti e dei non residenti tende ad eguagliare, in ogni momento, il totale delle passività in valuta estera delle banche nei confronti dei non residenti più le operazioni « swaps » dell'Ufficio Italiano Cambi e i depositi di dollari di quest'ultimo presso le banche (28).

Il riquadro inferiore del diagramma 2 pone in rilievo il deciso mutamento della posizione netta sull'estero delle banche seguito all'inizio delle operazioni ufficiali di « swap ». Si noti anche che tra il novembre 1959 e il gennaio 1961 (quando la posizione creditoria netta delle banche mostrò tendenza alla stazionarietà) il miglioramento della posizione netta sull'estero si mosse in stretto collegamento, anche quantitativo, con il volume dei dollari reso disponibile dalle operazioni « swaps ». Il riquadro superiore mostra che, durante quel periodo, il miglioramento della posizione delle banche verso l'estero fu dovuto in misura molto più sensibile ad un aumento

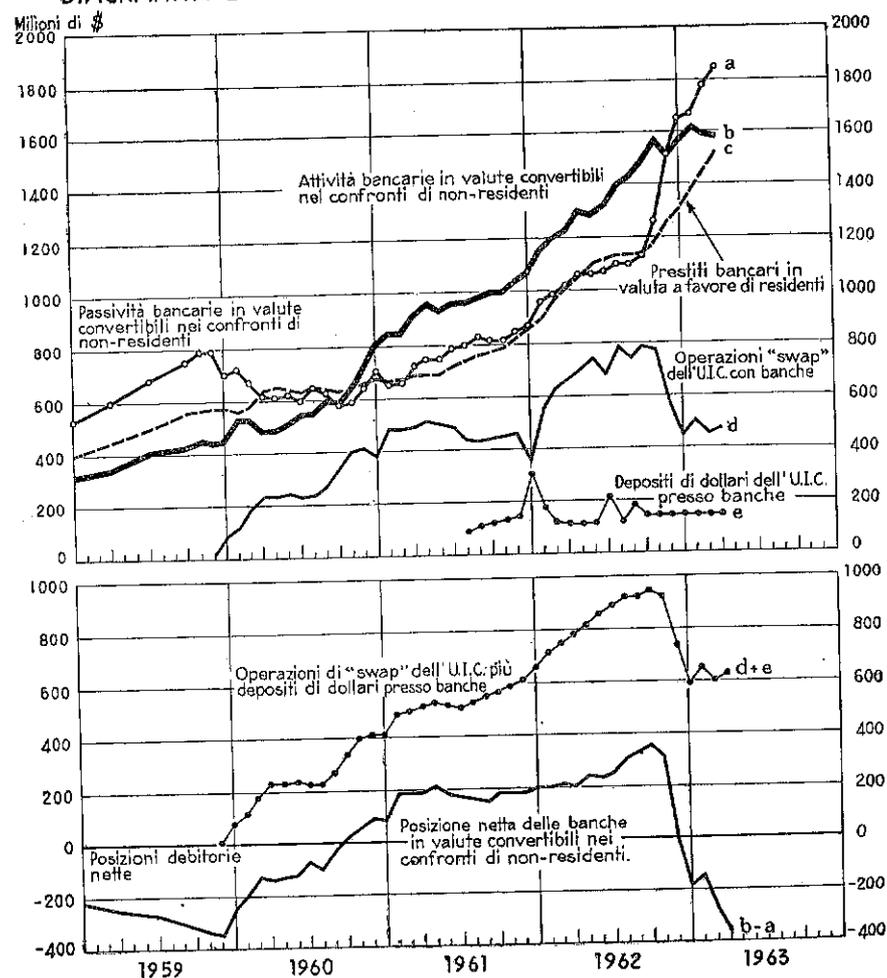
(26) Le cifre relative alle operazioni di « swap » in dollari tra l'Ufficio Italiano Cambi e le banche contengono, sino a tutto il novembre 1960, modesti quantitativi di dollari venduti alle banche stesse per loro esigenze dirette e senza copertura a termine. Non è stato possibile separare tali quantitativi dalle cifre totali.

(27) A partire dal novembre 1960 questo totale è lievemente superiore alla somma delle sue due componenti, poichè comprende il modesto quantitativo di dollari venduto alle banche in conto proprio e senza copertura a termine. I dati statistici che sono alla base del diagramma 2 sono tratti dalla pubblicazione trimestrale: *Movimento Valutario* (dell'Istituto Nazionale per il Commercio Estero) e dalle *Relazioni della Banca d'Italia* per gli anni 1960-62.

(28) Per ottenere una completa eguaglianza fra i due totali si dovrebbe anche tener conto dei depositi in valuta estera presso le banche intestati a residenti, dei contratti « swaps » delle banche tra lire e valute estere sul mercato aperto e di altre partite varie. Tali partite, tuttavia, tendevano a compensarsi.

delle loro attività in valuta estera nei confronti dei non residenti che non a una diminuzione delle loro corrispondenti passività e che i prestiti in valuta a favore di residenti crebbero solo moderatamente.

DIAGRAMMA 2: ITALIA



In quel periodo i dollari forniti dall'Ufficio Italiano Cambi mediante operazioni di « swap » andarono principalmente a gonfiare le attività bancarie in valuta sull'estero.

Dalla fine del gennaio 1961 sino a tutto il marzo 1962 la posizione netta delle banche sull'estero si mantenne relativamente stabile;

sia le attività che le passività aumentarono pressapoco del medesimo ammontare. In effetti, durante questo periodo i dollari forniti dall'Ufficio Italiano Cambi attraverso operazioni di « swap » e depositi, per un totale di circa 292 milioni di dollari, andarono principalmente ad aumentare i prestiti bancari in valuta a favore di residenti; tali prestiti crebbero di circa 353 milioni di dollari. In sostanza, i dollari forniti in quei modi non comportarono alcuna esportazione netta di fondi a breve termine da parte delle banche. Essi contribuirono a soddisfare le crescenti richieste da parte dei residenti di prestiti in valuta estera, richieste che, in mancanza di tali dollari e delle norme emanate nell'agosto 1960, avrebbero sicuramente provocato un'entrata netta di fondi a breve termine dall'estero.

Dopo un miglioramento moderato della posizione netta sull'estero nel periodo tra aprile e settembre 1962, le banche rapidamente trasformarono la loro posizione da creditoria in debitoria a causa dei forti prestiti contratti all'estero dopo l'abrogazione, nell'ottobre 1962, delle norme emanate nell'agosto 1960. Dalla fine di settembre 1962 alla fine di marzo 1963 l'entrata netta di fondi esteri a breve termine, per un ammontare di circa 712 milioni di dollari, contribuì all'espansione dei prestiti in valuta estera a residenti (per un ammontare di 396 milioni di dollari) e a ridurre gli impegni « swaps » in essere dell'Ufficio Italiano Cambi (per 301 milioni di dollari).

Il riquadro superiore del diagramma 2 indica, nei mesi di dicembre 1961, gennaio-febbraio 1962 e giugno-settembre 1962, una relazione inversa fra le variazioni dei « swaps » e dei depositi di dollari dell'Ufficio Italiano Cambi. La ragione di questo fatto sembra essere la seguente. Quando le banche, in momenti di tensione di liquidità, lasciavano, nel complesso, decadere contratti di « swap », l'Ufficio Italiano Cambi sostituiva i dollari in tal modo cedutigli dalle banche con depositi in dollari presso le banche. Quando invece la posizione di liquidità delle banche era migliore, l'Ufficio Italiano Cambi ritirava parte dei suoi depositi di dollari e induceva le banche a riacquistare i dollari contro lire mediante operazioni « swaps ».

V

Da molti anni la Banca Nazionale del Belgio vendeva valuta a termine al Tesoro belga al fine di fornire a quest'ultimo la copertura per pagamenti in valuta estera prossimi a scadere. Il volume

complessivo degli impegni a termine della Banca era regolarmente pubblicato in bilancio. Fu però solo dall'agosto 1962 che le operazioni a termine della Banca cominciarono ad assumere il carattere di intervento ufficiale nel senso pieno del termine (29). In quel mese la Banca cominciò a concludere operazioni di « swap » con le banche belghe allo scopo di incoraggiare operazioni di arbitraggio coperto da parte delle banche stesse da fondi espressi in valuta estera a fondi espressi in franchi belgi. Queste operazioni devono essere descritte sullo sfondo dei particolari problemi finanziari del governo belga.

Durante l'intero periodo post-bellico il governo belga ha dovuto affrontare continui disavanzi di bilancio, i quali hanno dovuto essere in parte finanziati con prestiti in valuta estera a causa della ristrettezza del mercato interno dei capitali e del limite massimo di 10 miliardi di fr. b. istituzionalmente fissato all'indebitamento della Tesoreria presso la Banca centrale. I prestiti in valuta estera del Tesoro venivano utilizzati per ottenere dalla Banca centrale il necessario controvalore in franchi e non sono stati motivati, almeno negli ultimi anni, da vere e proprie considerazioni di bilancia dei pagamenti.

Durante il 1960 e nella prima metà del 1961, in gran parte a causa della crisi congolese, l'indebitamento in valuta estera del Tesoro quasi raddoppiò. L'aumento assunse quasi interamente la forma di vendite di titoli a breve termine, più frequentemente a tre o sei mesi. Durante il 1960 la maggior parte di tali titoli fu venduta direttamente all'estero. Ma nella prima metà del 1961 i titoli furono assorbiti dalle banche belghe, le quali a loro volta finanziarono i loro acquisti indebitandosi all'estero a breve termine, in particolar modo sui mercati delle varie valute europee e secondariamente traendo su depositi in valuta estera intestati a residenti belgi. Il governo cedette le valute estere ricevute in prestito alla Banca centrale e simultaneamente coprì l'implicito rischio di cambio riacquistandole a termine al medesimo tasso di cambio a cui erano state vendute a pronti. A sua volta la Banca trattene la valuta estera fino a scadenza del contratto a termine, sebbene, alle volte,

(29) Si è affermato che, nell'autunno 1957, la Banca avesse indotto un gruppo bancario tedesco ad acquistare buoni del Tesoro belgi per un equivalente di 200 milioni di marchi, fornendo a tale gruppo la copertura a termine a condizioni tali da rendere l'operazione vantaggiosa. Si veda A. E. JASAY, *Forward Exchange: The Case for Intervention*, in « *Lloyds Bank Review* », ottobre 1958, p. 42. Ma ciò è errato, dato che l'operazione fu stilata in marchi e non in franchi belgi.

permutasse parte di questi saldi in valute di diversa denominazione quando ciò appariva vantaggioso.

Nel maggio 1961, quando il debito a breve termine in valuta estera raggiunse il valore massimo di 31,6 miliardi di fr. b., il Tesoro annunciò il proposito di ridurre l'ammontare di tale debito. A tal fine, nella seconda metà del 1961, esso provvide a collocare titoli a più lunga scadenza in Olanda, in Germania e negli Stati Uniti e a convertire in essi parte dell'indebitamento a breve termine (30). Come risultato di queste e di altre operazioni, l'indebitamento a breve termine in valuta estera del Tesoro si contrasse, alla fine del 1961, a 21,9 miliardi di franchi belgi e a 12,8 miliardi alla fine del 1962. Tale riduzione fu accompagnata da una diminuzione all'incirca proporzionale del portafoglio bancario di titoli del Tesoro espressi in valuta estera e, almeno fino alla fine del marzo 1962, da una forte riduzione nelle passività bancarie in valuta estera nei confronti dei paesi esteri. Nel quadro del processo di contrazione dell'indebitamento in valuta estera a breve termine, il Tesoro cominciò nell'agosto 1962, per ragioni mai chiaramente indicate, a rimborsare parte di quel debito utilizzando i ricavi delle vendite al sistema bancario di speciali certificati espressi in *franchi belgi*. Le banche finanziarono l'acquisto di tali certificati assumendo prestiti a breve termine all'estero, il cui ricavo era ceduto alla Banca centrale contro franchi. Per indursi ad accettare certificati in franchi contro passività in valuta estera, le banche naturalmente dovevano ottenere la copertura a termine a condizioni che rendessero vantaggiosa l'operazione. A ciò si provvide mediante « swaps » offerti dalla Banca centrale, la quale acquistava le valute estere dalle banche e simultaneamente le rivendeva alle stesse con consegna a termine. Sebbene non siano disponibili informazioni sui tassi « swap » ai quali tali operazioni furono compiute, è certo che la Banca centrale cedette la valuta a termine a condizioni le quali, dato il rendimento dei certificati ed il costo dei prestiti esteri a breve termine, rendevano l'operazione di arbitraggio verso l'interno conveniente per le banche. Se la Banca centrale non avesse agito in questo modo, il costo della copertura sul mercato aperto, se non era già proibitivo, avrebbe potuto diventar tale allorchè le banche

(30) Il debito governativo in valuta estera a medio e a lungo termine salì da 18,5 miliardi a 25,1 miliardi di franchi belgi negli ultimi mesi del 1961. Tale debito rimase relativamente invariato durante il 1962.

avessero tentato di coprirsi senza l'intermediazione della Banca centrale. Come alternativa il Tesoro sarebbe stato costretto a pagare sugli speciali certificati in franchi belgi un tasso d'interesse più alto di quello che effettivamente dovette corrispondere.

Grazie alle suddette operazioni, il Tesoro fu in grado, almeno per un certo tempo, di sostituire un debito a breve termine espresso in franchi belgi a un debito, sempre a breve termine, espresso in valuta estera. Nei limiti in cui il debito a breve termine rimborsato era nei portafogli delle banche belghe, queste ultime acquisirono attività a breve termine in franchi nei confronti del Tesoro in luogo di attività in valuta estera, e la Banca centrale assunse impegni di vendita a termine nei confronti delle banche invece di impegni per un ammontare corrispondente nei confronti del governo.

Sebbene il processo di contrazione dell'indebitamento a breve in valuta estera del Tesoro si fosse arrestato alla fine di dicembre 1962, le vendite dei certificati speciali in franchi alle banche, finanziate mediante indebitamento all'estero a breve termine, continuarono per tutto il 1963 provocando un corrispondente aumento negli impegni a termine della Banca centrale nei confronti del sistema bancario. In questo torno di tempo la Tesoreria venne utilizzando il nuovo procedimento non più come mezzo di riduzione del suo indebitamento a breve termine in valuta estera, ma semplicemente come espediente per finanziare il deficit di bilancio. Nel 1963 il Tesoro riprese anche le vendite di certificati a breve termine in valuta estera per superare le difficoltà incontrate nel finanziare il suo deficit sul mercato dei capitali belga in conseguenza della riforma tributaria del 1962; e parte di tali titoli furono assorbiti dalle banche sulla base di un ulteriore indebitamento a breve termine nei confronti dell'estero. Nella primavera del 1963 il Tesoro cominciò altresì ad accrescere il suo debito in valuta estera a medio termine mediante diretti collocamenti all'estero.

La tabella I raccoglie alcuni dati statistici i quali descrivono l'evoluzione dell'indebitamento a breve termine in valuta estera del governo e delle banche belgi dal 1959 al 1963; sono aggiunte alcune serie statistiche su aspetti connessi. I dati della colonna [2] consistono per la maggior parte del debito a breve in valuta estera del Tesoro belga in portafoglio di banche belghe; in essi sono inclusi anche modesti quantitativi di debiti in valuta estera a medio termine del Tesoro stesso e di altri enti pubblici non nel portafoglio delle banche, quantitativi che non possono essere separati dal totale.

Entro certi limiti, inoltre, le variazioni di tale portafoglio da trimestre a trimestre riflettono operazioni in titoli di debito a breve termine in valuta estera verso non residenti invece di acquisti o rimborsi da parte del Tesoro.

INDEBITAMENTO A BREVE TERMINE IN VALUTA ESTERA
DEL GOVERNO E DELLE BANCHE BELGI, 1959-63
(miliardi di Franchi Belgi)

TABELLA I

A fine	Debiti a breve termine in valuta estera del governo belga	Debiti in valuta estera del governo belga in portafoglio di banche belghe	Passività delle banche belghe verso non residenti, in valute estere convertibili	Impegni a termine della Banca centrale per consegne di valuta estera contro franchi	Depositi in valuta estera di residenti presso banche belghe
	[1]	[2]	[3]	[4]	[5]
Dicembre 1958 . . .	11,7	0,5	1,8	0,1	2,6
Dicembre 1959 . . .	15,2	2,9	4,8	1,2	4,3
Marzo 1960 . . .	14,2	3,4	5,6	2,1	4,8
Giugno 1960 . . .	17,7	4,5	6,9	3,5	5,8
Settembre 1960 . . .	19,0	7,0	9,1	5,6	8,0
Dicembre 1960 . . .	25,5	6,3	9,2	11,8	7,2
Marzo 1961 . . .	30,3	9,5	12,4	15,2	7,9
Giugno 1961 . . .	31,3	16,8	22,4	19,0	7,9
Settembre 1961 . . .	25,3	17,6	23,0	18,7	8,4
Dicembre 1961 . . .	21,9	14,7	21,3	18,4	8,0
Marzo 1962 . . .	20,1	8,9	15,5	16,1	8,2
Giugno 1962 . . .	15,3	9,2	16,4	13,4	7,9
Settembre 1962 . . .	13,6	8,6	17,2	13,9	8,0
Dicembre 1962 . . .	12,8	6,3	20,4	12,3	7,4
Marzo 1963 . . .	16,4	. . .	21,7	17,1	7,4
Giugno 1963 . . .	17,0	9,0	28,1	20,0	8,3

Fonti: « Bulletin de Statistique »; « Bulletin d'Information et de Documentation »; « Rapports de la Commission Bancaire » e « Relazioni Annuali della Banca Nazionale del Belgio ».

Comunque, tutto considerato, il confronto tra le variazioni dei dati della colonna [2] e le variazioni dei dati della colonna [1] chiaramente indica che nel 1960, e specialmente nella seconda parte dell'anno, l'incremento del debito a breve termine in valuta estera del governo è principalmente da imputarsi a vendite dirette all'estero. Nella prima metà del 1961 tuttavia l'intero incremento del debito sembra essere stato ceduto al sistema bancario il quale, in aggiunta, deve aver riacquisito parte del debito in essere tenuto da non residenti. Prendendo nel suo insieme il periodo di diciotto mesi termi-

nato il 30 giugno 1961 (quando l'indebitamento a breve termine in valuta estera del governo raggiunse la cifra massima), quasi tutto l'incremento del debito stesso (16,1 miliardi di franchi belgi) finì in possesso del sistema bancario, il cui portafoglio complessivo crebbe di 13,9 miliardi di franchi belgi. Ciò a sua volta spiega quasi completamente l'incremento, registratosi durante lo stesso periodo di tempo, nelle passività a breve termine in valute estere convertibili delle banche (colonna [3]), incremento pari a 17,6 miliardi di franchi belgi.

Tra giugno 1961 e dicembre 1962, mentre il Tesoro riduceva fortemente il suo debito a breve termine in valuta estera, il portafoglio bancario diminuiva anch'esso, ma per un importo minore. Ciò si accompagnò, fino al 30 marzo 1962, con una corrispondente contrazione delle passività in valuta estera delle banche verso non residenti. Dopo tale data, tuttavia, tali passività cominciarono di nuovo ad aumentare. Parte dell'aumento era causato dall'indebitamento bancario estero, resosi necessario per finanziare l'acquisto degli speciali certificati in franchi del Tesoro connessi con i contratti « swaps » e, dopo il 1962, dei suoi certificati in valuta estera.

Le variazioni trimestrali negli impegni su cambi a termine della Banca centrale, indicati nella colonna [4] (31), furono normalmente dello stesso segno di quelle dell'indebitamento a breve termine in valuta estera del governo; ma specialmente dopo il marzo 1961 le variazioni assolute sono state spesso sostanzialmente diverse. Ciò riflette il fatto che, alle volte, le variazioni degli impegni a termine della Banca Nazionale erano fortemente influenzate dall'attività del Tesoro derivante dalla necessità di copertura del suo debito in valuta estera a più *lungo termine* via via che si avvicinavano le scadenze del debito stesso e, dall'agosto 1962 in poi, dai contratti di « swap » che la Banca centrale concluse con le banche belghe.

VI

In questa sezione sono raccolti alcuni esempi di recenti operazioni ufficiali a termine aventi carattere più sporadico o per le quali esistono scarse informazioni.

(31) Le cifre della colonna [4] non includono gli impegni della Banca a consegnare valuta estera contro altra valuta estera. Tali impegni sono indicati separatamente nel bilancio della Banca.

La Banca Nazionale Svizzera, in aggiunta alle operazioni dirette sul mercato a termine compiute per conto delle autorità americane, si è, di quando in quando, impegnata in operazioni di « swap » per proprio conto con le banche commerciali svizzere, particolarmente in relazione con operazioni di « window-dressing » di fine d'anno. Praticamente prive di un mercato monetario interno, le banche svizzere tengono all'estero la massa delle loro riserve di seconda linea — negli ultimi anni principalmente sul mercato degli euro-dollari — e le coprono in modi appropriati contro i rischi di cambio. Alla fine di ogni anno, per accrescere i saldi presso la Banca Nazionale Svizzera a scopi di « window-dressing » e per far fronte al fabbisogno di liquidità di fine d'anno, esse rimpatriano importi considerevoli di fondi a breve termine. Tali fondi vengono riesportati non appena passato il periodo di fine d'anno.

Nella misura in cui il fabbisogno di franchi di fine d'anno non è automaticamente fornito dalla scadenza di contratti a termine in essere, un tentativo delle banche di vendere sul mercato un forte quantitativo di dollari contro franchi, accompagnato da un simultaneo acquisto di dollari a termine con consegna di poco differita renderebbe l'operazione « swap » costosa e forse difficile da concludere ed implicherebbe brusche oscillazioni nel cambio a pronti tra dollaro e franco svizzero. Per aiutare le banche nelle loro operazioni di « window-dressing » e al fine di recare il minor disturbo possibile al mercato dei cambi esteri, la Banca Nazionale Svizzera da qualche anno conclude in anticipo contratti temporanei di « swap » con le banche, mediante i quali la Banca centrale acquista notevoli quantitativi di dollari contro franchi svizzeri poco prima della fine dell'anno e contemporaneamente rivende i dollari con consegna nei primi giorni di gennaio. Le condizioni praticate su tali contratti non sono mai state rese note. Operazioni « swaps » di natura analoga furono compiute dalla Banca Nazionale Svizzera verso la metà del 1963 in relazione con il rimpatrio di fondi bancari resosi necessario per affrontare le esigenze di liquidità di quel periodo (32).

(32) Dalla fine del 1961 la Banca Nazionale Svizzera, in connessione con queste varie operazioni « swaps », ha contemporaneamente ceduto per lo stesso breve intervallo di tempo i dollari acquistati dalle banche contro oro della Banca per i Regolamenti Internazionali al fine di mantenere la minima normale proporzione di oro nelle sue riserve senza dover attingere dalle riserve auree del Tesoro americano. La B.R.I. a sua volta ricollocò immediatamente i dollari sui mercati monetari esteri dai quali erano stati momentaneamente ritirati dalle banche svizzere, con ciò rendendo minimi i perturbamenti che avrebbero potuto derivare

Un'operazione « swap » di genere diverso fu effettuata dalle autorità svizzere al momento della crisi della sterlina nel marzo 1961. Oltre ad anticipare 200 milioni di dollari alla Banca d'Inghilterra, la Banca Nazionale Svizzera operò una permuta di oro contro 40 milioni di sterline inglesi. La Banca centrale, a sua volta, permuto tali sterline contro franchi con le banche svizzere e con il governo svizzero a tassi di cambio che rendevano conveniente per costoro trasferire fondi in attività a breve termine in sterline con il rischio di cambio coperto. Il deporto sulla sterlina a termine sul mercato aperto era a quell'epoca di tale entità da rendere proibitivi arbitraggi coperti verso l'esterno. Mediante questa operazione la Banca Nazionale Svizzera fu in grado di assorbire una parte dell'eccesso di liquidità interna causata dalla fuga dalla sterlina e di fornire inoltre alle autorità inglesi il necessario oro. I due complessi di operazioni « swaps » furono liquidati nel corso dell'anno.

È risaputo che le autorità canadesi sono intervenute sul mercato dei cambi a termine nei mesi di maggio e giugno 1962 all'epoca del massiccio attacco speculativo contro il dollaro canadese, ma la natura delle loro operazioni non è mai stata ufficialmente resa nota.

Dai resoconti dei dibattiti che hanno avuto luogo nei mesi successivi al Parlamento canadese si può ricavare che la Banca del Canada, agendo come rappresentante del Fondo di Stabilizzazione Cambi, negli ultimi giorni di aprile, in maggio e specialmente in giugno 1962 concluse contratti a termine che determinarono un volume netto di impegni di vendita a termine in essere il 22 giugno 1962 per 239 milioni di dollari statunitensi. È possibile che tali vendite consistessero in operazioni dirette destinate a contenere il crescente saggio di riporto sul dollaro a termine e, per conseguenza, a limitare l'uscita di fondi a pronti (33), allo stesso modo in cui il Tesoro americano aveva operato su marchi a termine nel 1961. D'altro canto, come indicato da alcuni commentatori (34), tali vendite avrebbero

da tali ritiri. Queste catene di operazioni « swaps » furono ancor più complicate alla fine del 1962 e del 1963 coinvolgendo anche le autorità monetarie degli Stati Uniti. Come si è già avvertito, « swaps » fra autorità monetarie non sono oggetto di analisi in questo articolo.

(33) Sebbene il dollaro americano a termine fosse sensibilmente aumentato sino ad un saggio di riporto lievemente superiore al 2% l'anno negli ultimi giorni di giugno, il contemporaneo aumento del saggio d'interesse sui buoni del Tesoro canadesi mantenne il dollaro a termine ad un saggio di riporto *intrinseco* di altezza moderata durante quel mese.

(34) Si vedano: « Montreal Gazette », 10 ottobre 1962, p. 14; « Financial Post » (Toronto), 9 giugno 1962; e D. GRENIER, *Critical Year in Canadian Monetary Policy*, « Investors Chronicle », supplemento 15 febbraio 1963, p. xxiii.

potuto rappresentare speciali operazioni « swaps », mediante le quali la Banca del Canada vendeva dollari statunitensi a termine contro acquisti a pronti a tassi di cambio che rendevano le operazioni convenienti a coloro che permutavano dollari statunitensi in dollari canadesi.

Nei primi mesi del 1963 la Banca Nazionale di Danimarca fece una breve apparizione sul mercato dei cambi a termine. In gennaio le voci che la corona danese avrebbe potuto essere svalutata determinarono la formazione di un forte saggio di deporto sulla corona a termine sul mercato di Londra, e la Banca di Danimarca cominciò a vendere sterline a termine al fine di ripristinare una situazione di normalità. Dato che tali voci si rivelarono prive di fondamento la situazione poté presto essere controllata. Il Governatore della Banca di Danimarca, nel rendere noti questi particolari in un discorso tenuto nel maggio 1963 (35), fece osservare che la Banca si era da allora ritirata dal mercato.

Non è un mistero che negli ultimi anni il Fondo di Stabilizzazione Cambi inglese è di quando in quando intervenuto sul mercato a termine per proprio conto. Ciò fu ammesso nelle testimonianze ufficiali rese davanti al Comitato Radcliffe, ma, come traspariva da tali testimonianze, le autorità inglesi non nutrivano alcun entusiasmo nei riguardi di un sostegno illimitato della sterlina a termine in caso di attacco speculativo. Non sono disponibili fondate notizie circa la natura o l'estensione dell'intervento ufficiale inglese. Secondo una fonte seria (36), tale intervento è da ritenersi « limitato, anormale e prudente », e il Fondo di Stabilizzazione Cambi rifuggerebbe per tradizione dall'operare troppo a lungo contro le tendenze di mercato e considererebbe pericoloso far trasparire i suoi obiettivi e perciò la sua posizione sul mercato stesso.

Non si ritiene che le autorità olandesi, se si eccettuano vendite di fiorini a termine durante il periodo 1962-63 per conto del Tesoro americano alle quali si è già accennato, siano intervenute negli ultimi anni nel mercato a termine (37). Tuttavia, nell'aprile 1959, la Banca

(35) « International Financial News Survey », 21 giugno 1963, p. 215.

(36) « The Economist » (Londra), 10 febbraio 1962, n. 541.

(37) Durante il terzo trimestre del 1957, tuttavia, la Banca d'Olanda aveva venduto a termine dollari e marchi in un momento di forte pressione sul fiorino, pressione dovuta in gran parte ad aspettative di rivalutazione del marco. Nelle sue vendite di marchi a termine,

d'Olanda concluse un'operazione a termine di tipo particolare con le banche commerciali olandesi. La Banca d'Olanda, al fine di indurre le banche commerciali ad assorbire i certificati di debito ancora in possesso della Banca Mondiale in conseguenza del prestito da quest'ultima concesso al governo olandese nel 1947, rese noto di essere disposta a fornire i necessari dollari e a concludere contratti su valuta estera a termine con i partecipanti all'operazione — in relazione sia al pagamento degli interessi, sia al rimborso del capitale — in modo da eliminare per i partecipanti stessi ogni rischio di cambio (38).

Un ultimo esempio di operazioni di cambio a termine recentemente concluse è fornito dai contratti « swaps » intercorsi tra la Banca della Riserva del Sud Africa e le banche commerciali a partire dal giugno 1962 (39). Tali contratti, conclusi nel quadro del sistema del controllo dei cambi in vigore nel Sud Africa, sono costituiti in vendite alle banche di sterline a pronti da utilizzare per investimenti temporanei all'estero, contro il riacquisto delle medesime sterline a termine da parte della Banca centrale. Nel periodo intercorrente tra la metà del 1961 e l'ottobre 1962 le riserve della Banca centrale del Sud Africa erano all'incirca triplicate e la liquidità bancaria interna era elevata. Le operazioni « swaps » rientrarono tra le misure adottate per cercare di neutralizzare gli effetti della eccessiva liquidità e per ridurre l'accumulazione di riserve ufficiali; tali operazioni, infatti, rendevano possibile alle banche di trasferire, in aggiunta al normale portafoglio in valuta estera, quantità limitate di fondi coperti sul mercato di Londra, dove in media i

la Banca d'Olanda, secondo la relazione per il 1957, p. 12, fu « grandemente agevolata da un accordo con la Bundesbank ». EINZIG (*A Dynamic Theory*, p. 478) ha interpretato questa frase nel senso che la vendita di marchi a termine da parte della Banca d'Olanda abbia goduto della garanzia della Bundesbank contro eventuali perdite di cambio in caso di rivalutazione del marco. A mio giudizio la Bundesbank in quell'occasione ha semplicemente concesso alla Banca d'Olanda un'apertura di credito in marchi la quale non implicava alcuna garanzia di cambio contro una eventuale rivalutazione del marco stesso.

(38) I titoli in questione ammontavano a circa 55 milioni di dollari e avevano scadenze da due a sette anni. L'operazione permise alle banche olandesi di convertire parte delle loro riserve — che non fruttavano interesse — in titoli in dollari; tale quota di riserve era stata resa disponibile da una contemporanea riduzione della percentuale delle riserve obbligatorie. Si vedano la « Relazione annuale della Banca d'Olanda », 1959, p. 117, e « *Nederlandsche Handel-Maatschappij Quarterly Review* » primo trimestre 1959, pp. 11-12.

(39) Si veda la « Relazione annuale della Banca della Riserva del Sud Africa », 1963, pp. 21-31.

tassi d'interesse a breve termine erano superiori a quelli praticati nel Sud Africa. A metà dicembre 1962 le attività bancarie all'estero coperte da tali accordi di « swap » raggiunsero il valore massimo di 43 milioni di rands. Durante il 1963 ebbero luogo rimpatri di fondi, a causa delle condizioni più tese del mercato monetario interno, e il 26 luglio 1963 il totale in essere delle attività bancarie all'estero era sceso a 24 milioni di rands.

VII

Negli ultimi cinque anni, le operazioni ufficiali sul mercato dei cambi a termine hanno assunto forme diverse, sono state condotte in circostanze differenti e per differenti ragioni. In molti casi per altro esempi analoghi possono essere rintracciati nel passato. Ad esempio, le operazioni « swaps » della Bundesbank e dell'Ufficio Italiano Cambi presentano somiglianze con quelle compiute dalla Banca di Francia nel biennio 1927-28; le operazioni dirette a termine su marchi del Tesoro americano nel 1961 trovano riscontro negli interventi difensivi operati da varie banche centrali negli anni « trenta » e dalla Banca d'Inghilterra e dalla Banca d'Olanda nel 1957; e le operazioni « swaps » delle autorità belghe, intraprese allo scopo di favorire operazioni di arbitraggio coperto verso l'interno, assomigliano, nonostante abbiano avuto luogo in circostanze assolutamente diverse, alle operazioni « *Kost-devisen* » della Banca Nazionale Austriaca degli anni « venti ».

Le caratteristiche distintive delle recenti operazioni ufficiali a termine sono piuttosto le seguenti. In primo luogo, esse sono state intraprese sullo sfondo — o come parte integrante — di una più ampia strategia di cooperazione monetaria internazionale, strategia per la quale non esiste parallelo nel passato. In secondo luogo, le autorità monetarie, ad eccezione di quelle degli Stati Uniti, hanno mostrato di preferire accordi « swaps » con le banche commerciali al di fuori del mercato a operazioni dirette (o di « swap ») sul mercato vero e proprio. Nel passato l'intervento ufficiale sul mercato a termine sembra abbia assunto molto più frequentemente la forma di operazioni dirette (40). In terzo luogo, le operazioni ufficiali a termine

(40) Si veda EINZIG, *A Dynamic Theory*, p. 539.

condotte negli ultimi anni sono state ostacolate meno che in passato dalla tradizionale riluttanza delle autorità monetarie ad intraprenderle in circostanze che non fossero eccezionali. Infine, molte delle operazioni più recenti si sono svolte in stretta relazione al — o addirittura sono state agevolate dal — sorgere dei mercati delle euro-valute, allo sviluppo dei quali esse hanno a loro volto contribuito (41).

La recente esperienza non permette di fornire una risposta precisa al problema dibattuto nella letteratura teorica circa i vantaggi di una politica di illimitato sostegno dei tassi di cambio a termine in periodi di forte e prolungata pressione speculativa (42). È difficile in ogni specifica circostanza determinare con precisione se la fine di un attacco speculativo sia da attribuire alle operazioni ufficiali a termine in quanto tali, all'affievolirsi o al venir meno di altre ragioni o cause dell'attacco, oppure ad una combinazione di ambedue gli elementi. Tuttavia l'esperienza statunitense delle operazioni su marchi a termine del 1961 potrebbe confortare i fautori della tesi che il tasso di cambio a termine dovrebbe essere sempre sostenuto durante periodi di pressione speculativa, anche se il sostegno dato in quel caso particolare non fu illimitato, nè eccessivamente prolungato. Nondimeno è problema aperto che cosa sarebbe accaduto se non fossero sopravvenute la crisi di Berlino e l'inversione della bilancia dei pagamenti tedesca, se altre misure non fossero state adottate per distogliere fondi a breve termine dal mercato tedesco e se, di fronte al persistere della pressione speculativa, le autorità americane fossero state costrette a dare — o avessero scelto di dare — un sostegno continuato e su larga scala al dollaro a termine.

Per quanto riguarda le operazioni « swaps » concluse con le banche commerciali dalla Bundesbank, dall'Ufficio Italiano Cambi, dalla Banca Nazionale del Belgio e dalla Banca centrale del Sud Africa i risultati sembrano chiari. Le autorità monetarie, mediante la quotazione di opportuni tassi di cambio « swap », possono, nelle dovute circostanze, influenzare l'ammontare di fondi che le banche commerciali locali considerano conveniente collocare e tenere all'estero — oppure prestare all'estero — con copertura del rischio di

(41) Questo argomento è trattato in due autorevoli articoli sui mercati delle euro-valute dovuti a O. ALTMAN e pubblicati in « IMF Staff Papers », dicembre 1961 e marzo 1963.

(42) In aggiunta ai testi citati in EINZIG, si vedano anche i più recenti articoli di R. Z. ALJBER e H. GOLDSTEIN, in « Journal of Political Economy », dicembre 1962 e ottobre e dicembre 1963 e di J. L. STRIN, in « Quarterly Journal of Economics », maggio 1963.

cambio (43). Le operazioni dirette in franchi svizzeri (e fiorini) a termine compiute dal Tesoro americano similmente indicano che adattando il margine a termine — quando questo non è allineato con lo scarto tra i saggi d'interesse — dell'ammontare richiesto, le autorità possono indurre movimenti di fondi coperti nelle direzioni desiderate e/o incoraggiare i detentori di fondi coperti a mantenere i loro investimenti (44). Per usare tuttavia efficacemente gli interventi sul cambio a termine come strumento di sistematica neutralizzazione degli effetti di uno scarto tra i saggi d'interesse sul flusso di fondi sul mercato aperto in operazioni di arbitraggio coperto su interesse, potrebbero essere necessari — naturalmente se non si è in presenza di attacchi speculativi — divari tra i limiti di sostegno dei cambi a pronti più ampi di quelli oggi esistenti.

Dagli esempi tedesco e italiano emerge abbastanza chiaramente il fatto che la situazione della liquidità bancaria interna ha una parte importante, talvolta determinante, nei movimenti di fondi bancari coperti. Quando c'era abbondante liquidità, gli accordi di « swap » son riusciti ad esercitare l'influenza desiderata nell'incoraggiare

(43) A più riprese abbiamo osservato nel testo che, in assenza di favorevoli tassi di cambio ufficiali di « swap », i movimenti di fondi in operazioni di arbitraggio coperto su interesse, anche se profittevoli sulla base dei tassi di cambio a termine praticati sul mercato aperto, potrebbero presto cessare non appena i margini si fossero adattati alle « interest parities ». La rapidità ed il grado secondo cui tale adattamento avrebbe luogo in pratica dipendono, tra le altre cose, dalla elasticità delle schede di offerta e di domanda di cambi esteri a termine (e a pronti). Anche quando le parità dei tassi di cambio non sono poste in dubbio e c'è grande disponibilità di fondi impiegabili in operazioni di arbitraggio, una differenza tra i tassi di cambio a termine e lo scarto dei saggi d'interesse — tale da provocare continui arbitraggi coperti — può persistere per periodi di tempo abbastanza lunghi. Per dibattiti recenti su questi e altri connessi argomenti, si vedano gli articoli di W. H. WHITE, in « IMF Staff Papers », novembre 1963, e J. H. AUFEN, in « Journal of Finance », marzo 1963.

(44) Almeno in una occasione le autorità americane hanno concluso operazioni « swaps » sul mercato vero e proprio. Nel settembre 1963 la Banca della Riserva Federale di New York, agendo per conto del Tesoro americano, ha acquistato dollari canadesi a pronti e venduto gli stessi a termine nel quadro di un'operazione combinata con la Banca del Canada e destinata ad eliminare il saggio di riporto sul dollaro canadese, saggio che, in aggiunta allo scarto dei saggi d'interesse in quel momento favorevole al Canada, avrebbe potuto generare un notevole flusso di fondi in operazioni di arbitraggio coperto dagli Stati Uniti al Canada stesso. Si veda COOMBS, *op. cit.*, marzo 1964, p. 52. Attualmente sembra che il « Federal Reserve System » abbia dato inizio ad operazioni sul mercato a termine per proprio conto invece che, come in precedenza, soltanto per conto del Tesoro americano. Nell'ottobre 1963 il Comitato federale per le operazioni di mercato aperto ha esplicitamente autorizzato operazioni sul mercato a termine (e a pronti) « allo scopo di limitare l'uscita di fondi a breve termine indotta da considerazioni di arbitraggio ». Per quanto riguarda il mercato a termine, la precedente direttiva, emessa nel febbraio 1962, parlava soltanto di moderare « i saggi di riporto e di deporto quando essi fossero ritenuti di ampiezza squilibratrice ».

l'uscita (o limitare l'ingresso) di fondi bancari interni. Ma quando la situazione di liquidità interna era tesa, le banche avevano tendenza a contrarre i loro saldi all'estero indipendentemente dal profitto ottenibile sulla base dei tassi ufficiali di « swap ». Con ciò, naturalmente, l'influenza a sua volta esercitata dalla politica ufficiale di « swap » sulla liquidità interna resta un elemento significativo. In realtà uno degli obiettivi principali della politica di « swap » delle autorità tedesche e italiane fu quello di contribuire al controllo della liquidità interna; e le loro operazioni « swaps », e, nel caso italiano, l'associato sistema di depositi in dollari presso le banche furono importanti elementi di appoggio e di rinforzo della politica monetaria interna.

Le operazioni ufficiali recentemente compiute sul mercato dei cambi a termine hanno avuto essenzialmente carattere sperimentale ed esplorativo e sono tuttora in corso di svolgimento. Si stanno scoprendo nuove possibilità per la politica dei cambi a termine, possibilità non intraviste da Keynes nel suo contributo teorico e pionieristico dei primi anni dopo il 1920. L'intervento ufficiale sul mercato a termine è sempre più accettato come una parte importante di un più ampio arsenale di strumenti di politica monetaria e valutaria. È da sperare che, con il passare del tempo, le autorità monetarie interessate rendano noti sempre maggiori particolari riguardanti le operazioni ufficiali a termine e l'esperienza fatta. Non è però da credere che gli interventi sui cambi a termine diventeranno mai qualche cosa di più che uno dei tanti strumenti da impiegarsi nei momenti opportuni per esercitare la desiderata influenza sul flusso dei movimenti di capitali a breve termine, una notevole parte del quale non è, comunque, sensibile a variazioni nei tassi di cambio a termine.

ARTHUR I. BLOOMFIELD

ADDENDUM

Al momento di licenziare questo articolo per la stampa, si è saputo della ripresa, da parte della Bundesbank, della sua politica di « swap », ripresa avvenuta il 10 marzo 1964. Secondo i nuovi accordi, tuttavia, la Bundesbank, al fine di evitare di alimentare il mercato dell'euro-dollaro, concluderà operazioni di « swap » con le banche tedesche soltanto se i dollari saranno investiti in buoni del

Tesoro statunitensi. Il periodo minimo di investimento è di tre mesi, il periodo massimo di sei mesi. Tali periodi devono coincidere, per quanto possibile, con le scadenze dei buoni del Tesoro statunitensi. Il tasso « swap » reso noto dalla Bundesbank comporta un deporto in termini del dollaro dello 0,5% l'anno, naturalmente soggetto, come in passato, a variazioni. Tale intervento è stato deciso sullo sfondo di una bilancia dei pagamenti tedesca in surplus, surplus accentuato, durante il mese precedente la decisione della Bundesbank, da grossi afflussi speculativi di fondi esteri, in gran parte di provenienza da altri paesi europei, i quali hanno avuto l'effetto di aumentare le riserve ufficiali tedesche e di gonfiare la liquidità interna

A. I. B.