

La creazione di eurodollari: una storia misteriosa (*)

Il presente articolo verte sugli eurodollari e sul cosiddetto « mercato degli eurodollari ». Non è possibile affrontare in modo intelligente questi argomenti senza prima avere acquisito un'adeguata preparazione concettuale. Gli stessi esperti mostrano di avere in materia idee confuse, probabilmente imputabili alla disinvoltura con cui si sono pronunciati prima ancora di avere pensato; oppure hanno cercato di pensare prima di essersi formati la necessaria preparazione concettuale.

L'assenza di chiarezza concettuale ha dato origine a notevoli discordanze di spiegazione e di giudizio sulla rapida crescita del volume di negoziazioni in eurodollari. In particolare, vi sono idee contraddittorie riguardo alle fonti e agli usi dei fondi in questione. Ad un estremo, si sostiene che il grosso dei depositi in eurodollari trae origine dal processo di creazione multipla attuato da banche che operano con riserve frazionali; all'estremo opposto, si afferma che tutti questi depositi vanno ricondotti alle decisioni di coloro che, possedendo o ricevendo dollari, aprono conti di deposito presso banche europee. Alcuni individuano la fonte di gran parte o di tutti gli eurodollari nel disavanzo della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti; altri sono giunti alla conclusione che la bilancia dei pagamenti statunitense, anziché essere la causa, subisce le conseguenze della massa crescente di depositi in eurodollari. Quanto al giudizio di merito, la maggior parte degli esperti reputa che lo sviluppo del mercato dell'eurodollaro sia conveniente per i paesi ad esso interessati; altri hanno invece posto l'accento su notevoli pericoli, e qualcuno ha profetizzato un collasso imminente, un « cata-

(*) Il testo inglese di questo articolo del prof. Fritz Machlup è stato pubblicato nel numero di settembre 1970 della « Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review »; si ritiene opportuno darne ora una versione italiana, seguita da un commento critico del dottor Helmut Mayer (N.d.R.).

clisma » con conseguenze catastrofiche. Mi astengo dall'indicare gli autori dei singoli punti di vista; mi limito a dire che alcuni di essi sono noti economisti.

Il presente saggio non pretende di far piena luce su tutte le controversie, ma si propone almeno di dimostrare come i dati ora disponibili non consentano di giungere a conclusioni definitive e come certe oscurità concettuali abbiano finito col portarci in strade senza uscita (1).

Flussi e « stocks »

Occorre anzitutto avere chiara la distinzione tra concetti di *flusso* (relativi ad un tratto di tempo) e concetti di *stock* (relativi ad un istante nel tempo). Produzione e consumo, importazioni ed esportazioni, vendite ed acquisti, transazioni e redditi, sono concetti di flusso basilari. Scorte, capitale, ricchezza, quantità di moneta, debiti e crediti, rientrano invece tra i concetti di *stock*. Certi concetti di flusso sono implicitamente legati a valori di *stock*; basti pensare ai concetti di accumulazione e di riduzione (di scorte, di capitale, ecc.), di profitti e di perdite (come differenze di valori patrimoniali netti), di creazione e di estinzione (di moneta), di rigiro (di capitale, di moneta, ecc.). Vi sono inoltre alcuni concetti ambigui, che provocano interminabili confusioni; crediti e debiti rientrano in quest'ultima categoria, come grandezze erogate in un dato periodo oppure esistenti in un dato momento; vi rientrano anche i depositi, intesi come atto, come credito, oppure come debito. Per sfortuna, prestiti, crediti e depositi sono elementi base di qualunque discorso sull'eurodollaro.

A prescindere dai tre termini ambigui, non si può fare a meno di parlare di transazioni, di rigiro, di crediti e debiti cumulativi, di *stocks* monetari ed anche di creazione ed estinzione di moneta. In effetto, molti titolari di crediti in dollari nei confronti di banche europee sono convinti di possedere attività perfettamente liquide, il

(1) Non ho la pretesa di essere uscito dall'oscurità e di vedere chiara ogni cosa. Può anzi darsi che io stesso sia confuso come la maggior parte degli altri o anche più. Diversi errori ed equivoci, presenti in una stesura preliminare di questo scritto, mi sono stati segnalati dai seguenti benevoli lettori, ai quali rivolgo il mio ringraziamento: Stanley W. Black, Benjamin Jerry Cohen, Arthur B. Hersey, Fred H. Klopstock, Burton G. Malkiel, Helmut W. Mayer ed Alexander Swoboda. Essi non sono naturalmente responsabili degli errori e delle oscurità che tuttora rimanessero, soprattutto là dove la mia ostinazione ha frustrato il loro sforzo inteso ad illuminarmi e a convertirmi.

che conferisce a tali crediti la natura di « quasi-moneta » e all'espansione dei depositi in eurodollari la natura, almeno per una parte, di creazione monetaria.

Sistema e mercato

La scarsa disponibilità attuale di concetti adeguati si manifesta nella denominazione di *mercato* attribuita all'intero sistema di transazioni, di depositi e così via. Un mercato si definisce come l'incontro (non necessariamente in senso fisico) di persone che hanno qualcosa da offrire in vendita, in locazione o a noleggio, con persone interessate all'acquisto, alla locazione o al noleggio. Operazioni di questo tipo ricorrono indubbiamente con riguardo agli eurodollari: si tratta di nuove offerte o richieste di crediti in eurodollari, di nuovi prestiti contratti nel corso di una giornata, di contrattazioni e di ri-negoziazioni di prestiti già in essere. Ma vi è ben di più nel sistema dell'eurodollaro di quanto non vi sia in un mercato creditizio: vi sono prestiti in essere; « attività » possedute; impegni di rimborso di depositi; creazione, rigiro, conversione ed estinzione di moneta internazionale; richieste di tale tipo di moneta a scopi operativi, nonché precauzionali e speculativi; ed inoltre molte altre componenti che poco hanno a che vedere con un « mercato ». Parlare dell'intero sistema in termini di mercato può essere ingannevole, poiché gli aspetti di mercato coprono *soltanto una parte del quadro in esame*.

Si consideri, ad esempio, la seguente affermazione (ripresa alla lettera) secondo la quale « in base a stime, le dimensioni nette del mercato dell'eurodollaro alla fine di giugno del 1969 erano di circa 37 miliardi di dollari... »; ed ancora, « il mercato dell'eurodollaro ha avuto nel 1968 una crescita di oltre il 35 per cento... ». Come si può — ci chiediamo — misurare le « dimensioni nette » e la « crescita » di un mercato? Per la maggior parte dei mercati un buon metro potrebbe essere dato dal totale delle vendite (locazioni, noleggi) per periodo, oppure dalla media delle vendite giornaliere di un periodo. Così, per il mercato dell'eurodollaro si potrebbe ricorrere al volume giornaliero dei nuovi prestiti contratti e dei vecchi prestiti ri-negoziati, non diversamente da quanto si fa per il mercato di borsa considerando il volume delle azioni trattate o il valore delle azioni vendute. Ma i 37 miliardi di dollari riferiti alla fine di giugno del

1969 non individuano i fondi immessi nelle contrattazioni giornaliere. Sono bensì l'insieme dei depositi in dollari esistenti presso banche e filiali bancarie che operano in otto paesi europei nei quali si pubblicano statistiche relative al fenomeno in esame; si tratta più specificamente di depositi intestati sia a privati (non-banche) residenti nell'area soggetta a rilevazione sia a banche e a non-banche residenti altrove.

L'insieme dei depositi è una grandezza riferita ad un particolare momento. Chi mai utilizzerebbe il valore complessivo delle azioni detenute da individui e società come misura delle dimensioni del mercato azionario? Chi utilizzerebbe la consistenza totale dei depositi raccolti dalle banche americane come misura delle dimensioni del mercato monetario americano? Chi utilizzerebbe la somma dei conti in valuta posseduti in un certo giorno da individui, da società e da banche (e magari anche da banche centrali) come misura delle dimensioni del mercato dei cambi? Chi infine — mi sia concessa un'ulteriore assurdità — utilizzerebbe lo *stock* di oro esistente come misura delle dimensioni del mercato dell'oro?

I rapporti tra le vendite giornaliere e lo *stock* totale sono naturalmente molto diversi nei vari sistemi e mercati cui fanno riferimento i suddetti interrogativi retorici. Riconosco che il totale dei prestiti in essere in luogo dei prestiti negoziati giornalmente è più accettabile della confusione che si avrebbe ricorrendo ad ipotesi impossibili. E' più accettabile, perché il volume dei nuovi prestiti in eurodollari e di quelli vecchi ri-negoziati in un dato giorno può maggiormente avvicinarsi al totale dei prestiti in essere, ed anche perché, essendo in parte i prestiti in eurodollari alla giornata, l'eventuale decisione di *non* richiamare il prestito di ieri può essere vista come decisione di accordare un nuovo prestito. Inoltre, vi è qualche altro mercato le cui dimensioni vengono correntemente espresse in termini di consistenza e non di giro d'affari; si pensi al mercato della carta commerciale ed a quello delle accettazioni bancarie.

Sussiste tuttavia una differenza sostanziale tra questi mercati creditizi ed il sistema dell'eurodollaro; l'analisi dei mercati creditizi fa perno su specifici strumenti creditizi, mentre l'analisi del sistema dell'eurodollaro deve tener conto anche dell'ampia gamma di forme tecniche delle attività in dollari possedute dalle banche europee e delle passività in dollari (principalmente in veste di deposito) nei confronti di diverse categorie di creditori. L'assumere il totale di queste passività in dollari come misura delle dimensioni del *mercato*

creditizio dell'eurodollaro sarebbe come considerare l'intero ammontare dei depositi a vista che individui ed imprese tengono presso banche americane (208 miliardi di dollari a dicembre del 1969) come « prestiti » da essi concessi alle banche (il che giuridicamente è vero) ed interpretare la loro astensione dall'effettuare prelievi come decisioni di accordare (o rinnovare) tali « prestiti » ogni giorno. I depositi raccolti dalle banche commerciali americane superavano i 400 miliardi di dollari a dicembre del 1969, tenendo conto di quelli a tempo oltre che di quelli a vista, di quelli nazionali e di quelli stranieri (con esclusione dei depositi a risparmio); si tratta di una grandezza significativa, che però non è idonea ad esprimere le dimensioni del mercato monetario americano.

Il mio punto di vista è che esiste senz'altro una componente di mercato nel sistema dell'eurodollaro, particolarmente evidente quando le banche europee si contendono tanto i depositi quanto le attività fruttifere in dollari. L'andamento fluttuante dei saggi d'interesse sull'eurodollaro ci richiama continuamente alla mente la componente di mercato del sistema, con banche che offrono saggi quanto più « attraenti » possibili per acquisire fondi che collocano a saggi solo leggermente maggiorati. Tuttavia questo è solo un aspetto parziale dell'intero quadro e, a mio avviso, non il più importante. I termini che si usano in un discorso fanno da guida al pensiero e la parola « mercato » può indurre a trascurare i fondamentali aspetti non di mercato del sistema dell'eurodollaro.

Prestiti e moneta

Il possesso di moneta comporta il possesso di un credito perfettamente liquido nei confronti dell'emittente (2), credito che è accettato come mezzo di scambio da venditori di beni, di servizi e di titoli. Il possesso di tali crediti implica, in senso giuridico, la concessione di un « prestito » e, da parte del debitore-emittente, l'otteni-

(2) Le monete metalliche sono l'unico tipo di moneta corrente che non costituisce un credito giuridico nei confronti dell'emittente. I diritti speciali di prelievo sono, per le autorità monetarie dei singoli paesi, moneta internazionale, pur senza essere crediti nei confronti dell'organismo emittente. Si tratta di eccezioni. Un'altra eccezione è l'oro, moneta internazionale ad uso delle autorità monetarie sprovvista però di emittente, a meno che non si voglia riconoscere siffatta qualifica al produttore o alla banca che per prima lo acquista e lo rivende.

mento di un « prestito ». Peraltro, il considerare tutti coloro che hanno depositi in banca come prestatori e fornitori di fondi al sistema bancario non giova all'analisi economica più che il considerare coloro che hanno banconote in portafoglio come prestatori e fornitori di fondi alla banca centrale e coloro che hanno in tasca monete metalliche e biglietti di stato come prestatori al Tesoro.

Rimane comunque il fatto che chi possiede moneta ha un'ampia gamma di scelte dinanzi a sé: può tenere biglietti di stato, banconote, depositi bancari in moneta nazionale oppure depositi in moneta di un altro paese. In ognuno di questi casi, egli è « creditore » nei confronti dell'organismo emittente solo in senso giuridico. Dal punto di vista economico, egli non ha ceduto in prestito il proprio danaro, ma lo possiede e può usarlo in qualunque momento per effettuare pagamenti. Di conseguenza, per certi tipi di analisi, sarà opportuno prescindere dalla nozione che l'esistenza di passività in dollari in banche europee necessariamente implica un « ottenimento di prestiti » da parte del sistema monetario internazionale.

Questo modo di guardare ai depositi bancari — intesi come possessi di somme monetarie, e non come prestiti concessi — è appropriato fintantoché sono titolari dei depositi individui e società non bancarie. E' meno appropriato se ne sono titolari altre banche; del tutto inappropriato se le banche titolari si trovano sullo stesso « livello di liquidità » delle banche depositarie. Se il sistema bancario ha una struttura verticale, con banche del piano superiore detentrici di depositi di « moneta ad alto potenziale » che fungono da fondi di riserva per le banche del piano inferiore, allora è ancora appropriato considerare siffatti depositi come moneta a disposizione dei rispettivi depositanti, comprese le banche che li tengono come riserva. Ad esempio, negli Stati Uniti, i depositi presso le Banche federali di riserva costituiscono per le banche associate al Sistema della riserva federale moneta e fondi di riserva, non prestiti accordati alle Banche di riserva. Analogamente, i depositi presso le banche associate al Sistema costituiscono moneta a disposizione di individui, di società non bancarie, e di banche non associate; non prestiti accordati da individui, da società e da banche non associate alle banche associate. Se però si considerano i depositi tra banche del medesimo piano, questo schema concettuale risulta inadeguato.

A titolo esemplificativo, si pensi a una banca associata A di Nuova York che faccia un prestito ad una banca associata B, sempre di Nuova York; la banca A trasferisce alla banca B una parte dei

propri fondi tenuti presso la Riserva federale e diviene titolare di un deposito presso la banca B medesima. Dal punto di vista teorico, sarebbe fonte di confusione il considerare tale deposito come moneta e, dal punto di vista pratico, sarebbe preoccupante se gli amministratori della banca A lo considerassero come moneta e come parte delle loro riserve di prima linea. Certamente le autorità non permetterebbero che esso venisse incluso nelle riserve obbligatorie. Analogamente, il deposito che la banca B ha ricevuto dalla banca A non verrebbe conteggiato nelle statistiche sull'offerta di moneta degli Stati Uniti.

Nell'estendere al sistema dell'eurodollaro questi principi, che appaiono fondati sia sul piano teorico sia su quello pratico, si rende indispensabile una rigorosa distinzione tra il possesso di attività in dollari aventi natura di moneta e quasi-moneta e il possesso di crediti in dollari (prestiti) e di titoli provvisti di un minor grado di liquidità. Analogamente, le passività in dollari delle banche europee devono essere attentamente classificate con riguardo al grado di *moneyness* che esse presentano per i rispettivi detentori, intendendosi come *moneyness* l'attitudine all'immediato utilizzo senza perdita per l'estinzione di debiti pecuniari. (Si noti che non solo i depositi a vista, ma anche diversi tipi di depositi a tempo possono considerarsi moneta.)

Siffatto requisito è certamente soddisfatto dai depositi in eurodollari tenuti da individui e da imprese non bancarie. L'efficienza e la stabilità del sistema dell'eurodollaro dipendono in larga misura dalla quota di depositi posseduta da individui e da imprese che richiedono tali depositi per lo svolgimento della loro attività corrente. La domanda di depositi in dollari a scopo di transazioni è infatti l'elemento stabile, mentre la domanda di depositi a scopo di investimento o patrimoniale (legata com'è ai saggi di rendimento comparati) e la domanda a scopo speculativo (in larga misura dipendente da previsioni sulle variazioni dei tassi di cambio) costituiscono elementi più instabili. In ogni caso, vi è una domanda di depositi in eurodollari che è vera e propria « domanda di moneta da tenere a disposizione » e non « offerta di prestiti in eurodollari ».

I dati di cui vien fatto uso per indicare le dimensioni del mercato dell'eurodollaro includono i depositi posseduti da banche presso le banche degli otto paesi europei di cui si è detto. Solo per i depositi posseduti da residenti dell'« area interna » (gli otto paesi in questione) si dispone di statistiche distinte per il settore non-banche

e per quello delle banche. Pertanto i 37 miliardi di dollari già ricordati, e i valori ancora superiori indicati per date più recenti, comprendono depositi di cui sono titolari sia non-banche sia banche. (E possono pure esservi duplicazioni per i depositi di banche, come si vedrà.) L'inclusione dei depositi interbancari sia pure di quelli delle sole banche che operano nell'«area esterna», impedisce di sapere quale parte dei depositi in eurodollari debba essere considerata — dal punto di vista economico, non giuridico — come prestiti e quale come moneta. (Siffatta distinzione può apparire insensata a molti uomini di banca, ma insisto nel dire che vi è una differenza notevole se il creditore pensa di aver fatto un prestito e quindi sa di dover attendere la restituzione prima di poter utilizzare i propri fondi oppure pensa di avere danaro disponibile.)

Credito e moneta a raffronto

Giungiamo così ad una distinzione che la maggior parte degli economisti intende chiaramente quando si parla di creazione creditizia interna. I punti principali sono i seguenti: 1) un credito concesso da un soggetto che non sia banca ad un altro che neppure sia banca non è « creazione creditizia », poiché sta semplicemente ad indicare potere d'acquisto trasferito da chi si astiene dal farne uso a chi intende usarne; 2) l'erogazione di un credito da parte di una banca ad un soggetto che non sia banca costituisce creazione creditizia, poiché il beneficiario del prestito dispone di nuovo potere d'acquisto al quale nessuno ha preventivamente rinunciato; 3) l'atto di creazione creditizia compiuto in un dato giorno da una banca può dar vita a mezzi monetari potenzialmente inestinguibili; 4) l'offerta di credito non va confusa con l'offerta di moneta, giacché in questo contesto credito è concetto di flusso e moneta è concetto di *stock*.

Se le banche commerciali, disponendo di liquidità, accordano nuovi prestiti (in eccesso sui rientri) il lunedì, aumentano l'« offerta » (o la « quantità offerta » (3)) di credito; ma soltanto il lunedì, non

(3) Un aumento dell'offerta è rappresentato da uno spostamento della funzione dell'offerta; un aumento della quantità offerta da uno spostamento lungo una data curva di offerta. Pertanto, l'« offerta » è accresciuta se, in presenza di una data domanda, nuovi prestiti vengono assunti solo a condizioni più favorevoli per i richiedenti. La « quantità offerta » è accresciuta se nuovi prestiti vengono attivamente ricercati dai richiedenti, cioè se, in presenza di una data offerta, la domanda di prestiti si è ampliata e viene soddisfatta

necessariamente il martedì o ogni altro giorno successivo. Se i fondi in tal modo dati a prestito si immettono nei depositi a vista presso le banche del sistema, ne consegue che le banche hanno provocato un aumento dell'offerta di moneta, non solo per il lunedì, ma anche per il martedì, per il mercoledì e per tutti i giorni successivi fintantoché i depositi a vista non subiscono una contrazione per effetto di una riduzione del credito in essere o per effetto di un deflusso dal sistema conseguente a pagamenti netti all'estero.

Come applicare tutto ciò al sistema dell'eurodollaro? Se le euro-banche accordano a soggetti che non siano banche nuovi prestiti in eurodollari, provocano un'espansione dell'offerta (o del volume in essere) di credito nel mercato dell'eurodollaro, ma soltanto nel giorno in cui i prestiti sono erogati. Se i proventi dei prestiti rimangono nel sistema sotto forma di depositi di eurodollari (intestati non ai beneficiari dei prestiti, ma a coloro che da questi ultimi hanno direttamente o attraverso transazioni successive ottenuto pagamenti), l'offerta (*stock*) di depositi in eurodollari — una moneta o quasi-moneta di tipo internazionale — risulterà accresciuta, potrà poi nuovamente ridursi sia per effetto di una contrazione nel volume dei prestiti in essere presso le euro-banche sia per effetto di un deflusso netto dal sistema bancario dell'eurodollaro verso sistemi bancari nazionali. (Tale deflusso, a meno che non si diriga verso gli Stati Uniti, comporta la conversione in monete di altri paesi.)

Si può, in sintesi, affermare che ogni sistema bancario, compreso quello delle euro-banche, accresce l'offerta di *credito* nel giorno in cui espande l'insieme dei propri prestiti (compresi gli impieghi in titoli, ma esclusi i prestiti tra banche del sistema). Accresce l'offerta di *moneta* per quel giorno e per ogni giorno successivo, fintantoché l'insieme delle proprie passività liquide sotto forma di depositi (esclusi quelli di cui siano titolari altre banche del sistema) permane al livello raggiunto in seguito all'espansione dei prestiti ed è considerato « danaro a disposizione » da coloro che ne sono titolari.

E' opportuno tener ben presente questa distinzione tra l'offerta di credito come flusso e l'offerta di moneta come *stock* e accertare ogni volta che si ode la parola « offerta » a proposito del mercato

a condizioni più favorevoli per i prestatori. Si tratta in generale di vedere qual'è la parte che prende l'iniziativa: o i prestatori tentano di collocare maggiori fondi o i richiedenti cercano di ottenerne di più. Nel primo caso l'offerta di fondi è accresciuta spontaneamente; nel secondo, l'aumento nel volume dei crediti è indotto dall'aumento della domanda.

dell'eurodollaro quale sia esattamente il suo significato. Il termine « offerta di moneta » è notoriamente equivoco, in quanto non fa riferimento al significato abituale della parola « offerta », ma alla quantità di moneta esistente in un dato momento. A maggior ragione è necessario tenere distinte l'offerta di *credito* in eurodollari e l'offerta (cioè la quantità esistente) di *disponibilità* in eurodollari.

Analoga distinzione è indispensabile dal lato della domanda. La domanda di *credito* in eurodollari è domanda di prestiti in eurodollari da parte di aziende che li richiedono per effettuare pagamenti (o per tenerli come scorta di cassa necessaria per la loro normale attività), giudicando più conveniente o più agevole attingere a tale fonte piuttosto che altrove. La domanda di *depositi* in eurodollari è domanda di moneta o quasi-moneta da tenersi in questa particolare forma perché giudicata più vantaggiosa; basti pensare agli interessi che maturano su tali depositi, ai ridotti costi di conversione e riconversione e alla maggior comodità sotto molti aspetti (4).

Nelle analisi del sistema dell'eurodollaro una delle insidie consiste nell'identificare la domanda di eurodollari con l'offerta di credito in eurodollari. La prima, peraltro, è domanda intesa al *possesso di un quantum di moneta*, mentre la seconda è offerta di *credito* in un dato giorno, un *flusso* di fondi in un dato periodo. Questa offerta di credito non promana da coloro che domandano disponibilità monetarie, come ritengono molti. Alcune delle ricerche

(4) La terminologia consueta della teoria monetaria può essere definita contraddittoria allorché fa uso dei termini offerta e domanda per indicare quantità di moneta. L'*offerta* di moneta ha significato di *stock* in essere senza alcun riferimento alle intenzioni che di solito si attribuiscono a coloro che offrono qualcosa o che ne offrono di più o di meno. La *domanda* di moneta, invece, viene intesa come somma dei volumi di moneta che milioni di famiglie e imprese intendono tenere a vari livelli dei prezzi dei beni, dei servizi e dei titoli. Il complessivo *stock* di moneta in essere è, sostanzialmente, posseduto dall'insieme degli individui e delle imprese, ma alcuni di costoro possono avere la sensazione di tenere mediamente somme di danaro leggermente superiori (o inferiori) a quelle che vorrebbero continuare a tenere in presenza di dati prezzi, transazioni, redditi e spese ricorrenti. Di conseguenza, i volumi complessivi di moneta domandata possono essere superiori (o inferiori) ai volumi « offerti » (effettivamente posseduti) e tale eccesso (o carenza) si manifesterebbe mediante accresciuti (o ridotti) esborsi che trascinerebbero i prezzi a livelli superiori (o inferiori) rispetto a quelli del momento.

Se sussistono forme alternative per tenere le disponibilità di cassa — ad esempio, banconote, depositi a vista o a tempo, presso banche nazionali o straniere, in moneta nazionale o estera — la domanda di ciascun tipo particolare di moneta è una funzione più complessa implicante costi di opportunità e benefici alternativi. E' questa una delle difficoltà che si innestano sul concetto di domanda di eurodollari.

statistiche sul « mercato dell'eurodollaro » indagano sulle fonti dei fondi distribuendo per classi i possessori di depositi in eurodollari. Di certo, la presenza di detentori di depositi dà alle banche la possibilità di offrire prestiti che non potrebbero altrimenti offrire; ma non sono necessariamente i possessori di depositi che hanno offerto i fondi messi a disposizione dei mutuatari. Se le banche si trovano in condizione di accordare prestiti in eurodollari e se i beneficiari dei prestiti utilizzano i fondi per pagamenti che avviano catene di transazioni che portano a un'accresciuta domanda di disponibilità di eurodollari, i detentori ultimi degli accresciuti volumi di eurodollari non sono coloro che hanno concesso credito. I loro depositi non dovrebbero pertanto essere considerati come « le fonti di fondi prestati » nel mercato creditizio dell'eurodollaro (5).

Queste osservazioni non si estendono necessariamente ai depositi in eurodollari di cui siano titolari banche. I crediti di una banca verso altre banche possono essere la risultante di un trasferimento di fondi già esistenti compiuto dalla banca depositante presso la banca che ha preso a prestito.

I depositi ridepositati

Da anni mi lascia perplesso l'affermazione che il « processo di rideposito » ha avuto una parte di primo piano nell'espansione dei depositi in eurodollari. Alcuni usano quell'espressione in una con l'altra della « costruzione a piramide di depositi ». Si tratta di espressioni che evocano entrambe la teoria della creazione multipla dei depositi. Secondo questa teoria, com'è noto, i prelievi su depositi a vista non comportano alcuna riduzione né della consistenza dei

(5) La proposizione secondo cui i possessori di depositi bancari non sono necessariamente i fornitori dei fondi offerti a richiedenti credito diviene plausibile mediante una semplice analogia. Si ipotizzi che una banda di falsari faccia uso delle banconote contraffatte dando prestiti ad ogni sorta di richiedenti. Le banconote vengono da questi ultimi spese e continuano a circolare senza che alcuno scopra il falso, entrando a far parte delle consistenze di cassa di individui e imprese. Certamente i possessori delle banconote non sono le stesse persone che le hanno inizialmente offerte in prestito.

Le analisi finanziarie sulle « fonti e usi » dei fondi possono essere chiarificatrici per le singole imprese e banche, benché anche qui i risultati differiscano notevolmente da periodo a periodo. Ma per l'intera economia o per un ampio settore di essa, in un periodo in cui lo *stock* di moneta si sia accresciuto, esse possono essere fuorvianti se i termini usati vengono intesi nel loro significato letterale.

depositi presso l'intero complesso delle banche né delle loro riserve disponibili, fiantantoché i destinatari delle somme prelevate le *ridepositano* presso le banche del sistema; di conseguenza, tutte le banche del sistema possono, procedendo pressapoco di conserva, espandere i propri prestiti senza perdere riserve. La « piramide » dà un'immagine della crescita dei depositi su una data « base » di riserve.

Alla fine mi sono reso conto che non era questo il significato inteso da coloro che parlavano di ridepositi e di piramidi per gli eurodollari. Il senso dei loro discorsi non implicava alcuna costruzione piramidale e il processo di rideposito non era da attribuire né ai depositanti né ai loro diretti o successivi percettori di pagamenti, ma piuttosto alle banche europee che collocavano presso banche europee o asiatiche i dollari venuti in loro possesso. Per chiarire, si pensi a un ipotetico signor X del Kuwait che abbia depositato dollari presso una banca di Londra, la quale a sua volta li abbia ceduti a una banca di Milano, la quale li abbia ulteriormente trasferiti a una banca di Zurigo, la quale li abbia finalmente dati in prestito a un'azienda non bancaria, il signor Y, in Brasile, che li ha spesi per acquistare euro-obbligazioni. La catena di transazioni ha lasciato certo traccia nelle rilevazioni statistiche sulle attività e passività in dollari: la banca di Londra presenta un credito verso la banca italiana e un debito di deposito nei confronti della persona residente nel Kuwait; la banca italiana presenta un credito verso la banca svizzera e un debito nei confronti della banca di Londra; infine la banca svizzera ha un credito verso il cliente non-banca del Brasile e un debito di deposito nei confronti della banca italiana. Le tre banche possono essere viste come intermediari tra i signori X ed Y e si suddividono tra loro il margine esistente tra il saggio d'interesse pagato da Y e quello percepito da X. Dal punto di vista economico, il gonfiamento dei depositi in eurodollari per effetto di questa intermediazione multipla è privo di significatività; ha tutt'al più rilevanza statistica. I depositi interbancari, anche se tra banche di paesi diversi, dovrebbero essere tenuti distinti dai depositi dei clienti non-banche.

L'esigenza di disporre di dati statistici sui depositi in eurodollari al netto dei depositi interbancari è emersa ben presto, con riferimento non solo ai singoli paesi, ma anche agli otto paesi europei che costituiscono l'« area interna ». I depositi interbancari sono però tuttora compresi nelle statistiche del « mercato dell'euro-moneta »

quando si tratti di depositi dovuti a banche dell'« area esterna », cioè a banche situate in paesi diversi dagli otto paesi europei che forniscono dati (6).

Eurodollari e « fondi federali »

Si afferma di frequente che il mercato dell'eurodollaro è come il « mercato dei *federal funds* ». Somiglianze, naturalmente, esistono, ma vi sono anche fondamentali differenze, per cui l'analogia tende a creare equivoci piuttosto che ad aiutare coloro che cercano di capire il sistema dell'eurodollaro.

La somiglianza principale si richiama al fatto che una banca di Nuova York desiderosa di integrare in tutta fretta le proprie disponibilità liquide presso la Riserva federale può contrarre prestiti con un'altra banca, sia negli Stati Uniti sia in Europa. In entrambi i casi la banca in oggetto acquisisce nuova liquidità, che esce dalle disponibilità di un'altra banca americana. Nella prima ipotesi la banca prestatrice rinuncia a fondi liquidi esuberanti rispetto alle esigenze del momento; nella seconda, la banca americana perde involontariamente fondi ad iniziativa di una banca europea che mantiene un conto presso di essa e che preleva in favore della banca bisognosa di liquidità o di una filiale europea di quest'ultima.

Un'altra somiglianza sta nel fatto che sia il mercato dei *federal funds* sia quello dell'eurodollaro sono molto « concorrenziali »; le banche che vogliono attingere fondi in questi mercati devono offrire saggi d'interesse competitivi. Ciò non significa che i saggi d'interesse debbano essere gli stessi; il fatto che i *federal funds* e gli eurodollari costituiscano fonti alternative di liquidità per alcune delle maggiori banche americane sta semplicemente ad indicare che, in caso di aumento del saggio d'interesse sui *federal funds*, queste banche (soprattutto se possiedono filiali in Europa) possono essere indotte a procurarsi fondi sul mercato dell'eurodollaro.

Le dissomiglianze tra i due mercati sono però notevoli. Il mercato dei *federal funds* è strettamente nazionale, nel senso che gli operatori che vi ricorrono risiedono negli Stati Uniti (comprese le filiali newyorkesi di banche straniere); mentre il mercato del-

(6) Questi paesi, elencati per ordine di grandezza delle passività a breve in dollari delle rispettive banche nel dicembre 1969, sono: Regno Unito, Francia, Italia, Svizzera, Belgio, Germania Federale, Olanda e Svezia.

l'eurodollaro è essenzialmente internazionale, con negoziazioni che fanno per lo più capo ad operatori di paesi diversi. Il mercato dei *federal funds* trae vita soprattutto dagli interventi di banche americane (come prestatrici e come prestatarie), ma anche da quelli di *dealers* in titoli governativi e di alcune agenzie federali; gli operatori del mercato dell'eurodollaro sono invece di tutti i tipi — individui, piccole imprese, grandi imprese (finanziarie e no), banche commerciali, banche d'investimento, banche centrali, agenzie governative, compagnie d'assicurazione, fondi d'investimento, imprese multinazionali, organismi internazionali.

Le normali scadenze dei prestiti negoziati nell'uno e nell'altro mercato sono molto diverse. Nel mercato dei *federal funds* la maggior parte dei prestiti è *overnight*, con solo poche frange di prestiti da un giorno all'altro o con scadenze prestabilite inferiori a 15 giorni e talvolta di poco superiori (principalmente a *dealers* di titoli governativi). Nel mercato dell'eurodollaro ben tre quarti dei prestiti rientrano in un arco temporale che va da pochi giorni a sei mesi. Persino i prestiti interbancari — ad esempio le passività di banche americane nei confronti delle rispettive filiali all'estero — presentano scadenze superiori a quelle più consuete nel mercato dei *federal funds*.

Le differenze più significative, tuttavia, riguardano gli effetti delle operazioni compiute nei due mercati, in particolare gli effetti sulle riserve libere delle banche americane presso la Riserva federale, sulle riserve obbligatorie e sul complesso dei depositi in possesso delle banche che prestano e prendono a prestito.

Le banche della Riserva federale possono controllare il totale delle loro passività (per la maggior parte costituite dai fondi di riserva delle banche americane) mediante il controllo delle loro attività. I prestiti bancari negoziati sul mercato dei *federal funds*, quale che sia il loro volume globale, non possono in alcun modo influire sulla consistenza delle riserve bancarie, ma si limitano a redistribuirle. In linea di principio, ciò vale anche per il mercato dell'eurodollaro fintanto che le correnti di prestito, attivo e passivo, sono alimentate da operatori non ufficiali, restandosene le banche centrali in disparte. L'ottenimento di prestiti da parte di banche americane presso banche europee implica semplicemente un trasferimento di riserve da altre banche americane, presso le quali le banche europee erogatrici mantengono conti in dollari. Può succedere, però, che le banche prestatrici o i loro debitori in Europa facciano fronte

agli esborsi acquistando da una banca centrale europea dollari tenuti presso la banca della Riserva federale di Nuova York piuttosto che presso una banca commerciale di Nuova York (prassi, questa, più consueta). In tal caso, gli impegni ufficiali della Riserva federale verso l'estero si trasformano in impegni verso banche nazionali, ed il volume delle riserve bancarie presso la Riserva federale risulta di conseguenza accresciuto. E' noto che certe banche centrali europee hanno in più occasioni collocato cospicui volumi di dollari di loro pertinenza sul mercato dell'eurodollaro, finanziando in tal modo parte dei prestiti alle banche americane. E' peraltro vero che in alcune circostanze le banche centrali in discorso hanno fatto ricorso agli accordi ufficiali di credito reciproco — il cosiddetto *central-bank-swap network* — per prendere a prestito dalla Riserva federale i dollari con cui finanziavano in definitiva i prestiti delle banche europee a quelle americane. In tali casi, l'ottenimento di prestiti da parte di banche americane sul mercato dell'eurodollaro portò, seppur indirettamente, a un aumento della consistenza delle riserve bancarie presso la Riserva federale.

Gli effetti sulle riserve obbligatorie possono anch'essi essere diversi. L'intrecciarsi di prestiti tra banche americane non incide sulle riserve obbligatorie, poiché i depositi interbancari che possono conseguire non sono soggetti all'obbligo di riserva. Non così invece per i prestiti in eurodollari: quando le banche americane ricorrevano al mercato dell'eurodollaro, indebitandosi sotto forma di passività non aventi veste di depositi, principalmente verso proprie filiali all'estero, siffatte passività non erano (fino all'agosto del 1969) soggette all'obbligo di riserva; in pari tempo le banche americane corrispondenti dei prestatori europei subivano una contrazione dei depositi ricevuti dall'estero e di conseguenza delle riserve obbligatorie. L'effetto netto era una diminuzione nel volume globale delle riserve obbligatorie. Questa situazione, che era prevalsa nel periodo 1966-1969 di crescente ricorso americano all'indebitamento, mutò a cominciare dall'agosto del 1969, quando fu introdotto l'obbligo di riserva sugli incrementi delle passività verso filiali all'estero.

Gli effetti che le operazioni nell'uno o nell'altro mercato esercitano sul totale dei depositi sono molto diversi, a meno che non ci si limiti a considerare la sola componente relativa all'ottenimento di prestiti da parte americana. Probabilmente, solo a ciò intendevano riferirsi le asserzioni secondo cui il mercato dell'eurodollaro è « come il mercato dei *federal funds* ». Se invece si vuole abbracciare l'intero

processo, bisogna chiarire che le operazioni svolte sul mercato dell'eurodollaro tendono a produrre un ampio e durevole aumento dei depositi delle banche interessate, mentre le operazioni svolte sul mercato dei *federal funds* non hanno di regola tale effetto. L'intrecciarsi di prestiti e debiti in eurodollari ha portato a uno sviluppo dei depositi in dollari presso le banche europee che ha stupito e preoccupato molti osservatori. Nessun sviluppo di simili dimensioni dei depositi presso banche americane può essere invece attribuito al modus operandi del mercato dei *federal funds* (7). La differenza consiste probabilmente nel fatto che il mercato dei *federal funds* è un mercato, e soltanto un mercato, mentre il mercato dell'eurodollaro è parte di un sistema molto più complesso. L'attività svolta sul mercato dei *federal funds*, diciamo, nel 1968 e 1969, non ha portato ad alcun durevole aumento nello *stock* di moneta o quasi-moneta; mentre l'attività nel mercato dell'eurodollaro ha avuto questo risultato.

Eurodollari e depositi delle banche non associate al Sistema della Riserva federale

Dopo esserci soffermati su un'analogia piuttosto inutile, posso prospettare un'analogia che si adatta molto meglio al sistema dell'eurodollaro, pur senza pretesa di perfezione: il sistema delle banche statunitensi non associate alla Riserva federale presenta notevoli somiglianze con il sistema dell'eurodollaro.

Uno dei caratteri comuni consiste nel fatto che le banche di entrambi i sistemi mantengono depositi con funzioni di riserva di prima linea presso banche associate, senza essere sottoposte al controllo della Riserva federale. Tanto il sistema dell'eurodollaro quanto il sistema delle banche non associate costituiscono, per così dire, strati aggiuntivi della « piramide » di depositi in dollari.

La metafora della « piramide » ricorre da lungo tempo nelle analisi della struttura del sistema monetario degli Stati Uniti: i certificati aurei e gli altri titoli governativi fungono da riserve per la sistemazione dei rapporti di credito tra le Banche federali di riserva; i depositi presso le Banche federali di riserva fungono da

(7) Una precisazione è opportuna: nella misura in cui le banche relativamente sprovviste di possibilità di prestare cedono parte delle proprie riserve disponibili a banche maggiormente attive nell'erogazione di crediti, la creazione complessiva di credito e di depositi si accelera.

riserva per le banche associate; i depositi presso le banche associate fungono da riserva liquida di prima linea delle banche non associate; e i depositi presso le banche non associate sono una componente dello *stock* di moneta in circolazione. Ora, al pari delle banche statunitensi non associate, le banche europee che operano nel campo degli eurodollari considerano i depositi (e persino altri tipi di crediti) presso banche associate come riserve di prima linea a fronte delle proprie passività in dollari.

I depositi presso le Banche federali di riserva vengono spesso indicati come moneta ad alto potenziale, in quanto fungono da « base » per l'emissione di moneta a basso potenziale da parte delle banche associate. Quest'ultima, nella misura in cui diviene a sua volta « base » di passività bancarie liquide, assume natura di moneta ad alto potenziale. In altre parole, tenuti da non-banche i depositi presso banche associate sono moneta a basso potenziale; tenuti come riserva di cassa da banche americane non associate e da banche europee operanti in eurodollaro sono moneta ad alto potenziale che rende possibile l'offerta di ulteriori passività in depositi da parte delle banche non associate e delle euro-banche.

Questo accostamento tra banche americane non associate e banche europee può aiutare a comprendere la capacità del sistema dell'eurodollaro di accrescere lo *stock* di dollari. Non vi è dubbio che le banche non associate creano dollari addizionali negli Stati Uniti: ogni pagamento fatto da un depositante di una banca associata a un depositante di una banca non associata trasforma la disponibilità monetaria di colui che ha pagato in disponibilità di riserva della banca non associata, che è così in grado di espandere i propri prestiti fintanto che la corrente dei pagamenti non si inverte. Del pari, ogni pagamento fatto da un depositante di una banca americana a un depositante di una euro-banca trasforma la disponibilità monetaria di colui che ha pagato in disponibilità di riserva della banca europea, che è così in grado di espandere i propri prestiti in dollari fintanto che la corrente dei pagamenti non si inverte.

I depositi tenuti presso le banche non associate degli Stati Uniti sono parte dello *stock* di moneta statunitense. I depositi in dollari presso le banche europee, invece, non sono inclusi in alcuna statistica sullo *stock* di moneta di alcun paese. Eppure, essi non dovrebbero essere ignorati, dato che costituiscono moneta per i rispettivi titolari. Ma a quale paese dovrebbero essere assegnati? A quello di residenza del titolare del deposito, oppure a quello in cui ha sede la banca (o

la filiale bancaria) depositaria, oppure a quello che emette la moneta oggetto di deposito? Le banconote emesse da Banche federali di riserva, quando circolano all'estero, continuano ad essere conteggiate nello *stock* di moneta degli Stati Uniti; ciò è inevitabile, non potendosi accertare in quali importi e in quali paesi esse siano tenute. Quando invece si tratta di depositi in dollari tenuti presso banche estere da residenti stranieri, l'accertamento è possibile, e appare ovvio che non debbano essere considerati parte della moneta in circolazione negli Stati Uniti. Sarebbe ragionevole conteggiarli nello *stock* di moneta del paese del depositante. Di fatto, però, vengono del tutto trascurati; come moneta « apolide » essi sfuggono alle rilevazioni statistiche di ogni paese.

Depositi primari e depositi derivati

La genesi dei depositi in eurodollari è altrettanto difficile da comprendersi quanto quella dei depositi delle banche commerciali in generale. Nell'Ottocento e nei primi decenni del nostro secolo i banchieri erano convinti che i depositi traessero origine soltanto da versamenti (di banconote e monete metalliche) del pubblico e che le banche potessero far prestiti solo in virtù delle riserve in tal modo acquisite, le quali dovevano poi essere cedute ai beneficiari dei prestiti o ai loro « aventi causa ». Se un economista osava rilevare che i depositi bancari erano cresciuti a un multiplo della moneta legale in circolazione, i banchieri replicavano che il fenomeno era dovuto ad una catena di atti di risparmio e di deposito in moneta legale da parte del pubblico e di conseguenti prestiti ed esborsi da parte delle banche; essi credevano che tutti i depositi avessero natura « primaria » e che qualunque prestito fosse reso possibile solo da preventivi depositi primari. Ho il sospetto che la cocciutaggine delle banche nel respingere la teoria della creazione di moneta sia stata alla fine superata grazie al diffondersi dell'istruzione universitaria. Chi aveva imparato la teoria prima di entrare in banca, trovò minori difficoltà ad intendere il fenomeno e ad accettarlo. Ai nostri giorni, nessuno ormai mette in dubbio la capacità del sistema bancario di creare depositi addizionali mediante l'erogazione di prestiti addizionali.

Che questo potere possa estendersi alla creazione di crediti e di depositi in moneta straniera è un concetto nuovo, che, di nuovo, urta nella resistenza dei pratici. Come i banchieri di cinquant'anni fa

per lo più respingevano l'insinuazione che fossero « fabbricanti » di moneta del loro paese, così oggi i banchieri che operano nel sistema dell'eurodollaro non sanno persuadersi del loro potere — che di fatto esercitano — di « fabbricare » moneta straniera. Sembra assurdo pensare che onesti banchieri di Londra, di Zurigo, di Francoforte e di Milano siano attivamente impegnati nella creazione di dollari statunitensi!

Su certi monetaristi ha fatto presa la fermezza con cui autorevoli rappresentanti delle euro-banche negano la capacità di creare dollari. Da parecchi anni ormai il mondo accademico è discorde sulle cause generatrici del crescente volume di depositi in eurodollari: alcuni individuano il fattore determinante nella creazione creditizia, altri negano l'esistenza di qualunque processo creativo, altri ancora si tengono nel mezzo accettando in linea di principio la teoria della creazione, ma attribuendole sul piano pratico una portata molto ridotta.

La vecchia distinzione tra depositi primari e derivati (ormai quasi del tutto eliminata nei testi di teoria monetaria) può tornare ancora utile con riguardo al processo di creazione degli eurodollari. Ha natura « primaria » il deposito che accresce contemporaneamente le passività totali e le riserve liquide totali del gruppo di banche che si considera. Ha natura « derivata » il deposito che trae origine da una simultanea o antecedente espansione degli impieghi (titoli e prestiti) di una qualunque delle banche del gruppo (paese, regione o sistema); esso accresce il totale delle passività, ma non le riserve liquide del gruppo.

Quando il possessore di un deposito a vista o a tempo di Nuova York lo trasferisce in un conto in dollari presso una banca in Europa, oppure fa un pagamento a una persona titolare di un conto in dollari presso una banca europea, nelle banche europee si avrà un aumento sia dei depositi sia delle riserve liquide in dollari. Tale aumento va pertanto ricondotto a un deposito primario. Se con i fondi ottenuti dal nuovo deposito la banca europea eroga un prestito in dollari, è possibile che il prestatario e coloro che da quest'ultimo ricevono pagamenti in dollari, e coloro che li ottengono in transazioni successive, versino almeno parte degli introiti in conti in dollari presso banche europee. In questo caso, le riserve liquide in dollari dell'insieme delle banche europee rimangono almeno in parte in loro possesso; l'aumento netto delle loro passività totali in dollari va

ricondotto al prestito in dollari; questo secondo aumento dei depositi in dollari ha di conseguenza natura derivata.

E' evidente che una banca europea, dovendo pagare elevati interessi sui depositi in dollari, si guarderà dal tenere un volume eccessivo di riserve liquide in dollari; cercherà invece impieghi fruttiferi di maggiori interessi, preferibilmente attività in dollari a breve. Fino a che le riserve liquide in dollari restano nell'ambito del sistema, in quanto i prestatori e i loro « aventi causa » preferiscono tenere fondi in dollari presso banche europee, prestiti addizionali in eurodollari saranno concessi da ogni singola banca che acquisisce depositi derivati da prestiti fatti da altre banche del sistema. Il processo di creazione creditizia può protrarsi in connessione con numerosi trasferimenti di riserve all'interno del sistema, oppure può arrestarsi dopo una o due banche, oppure può non iniziarsi affatto. Se il prestito iniziale, concesso dalla banca che ha ricevuto il deposito primario, va a beneficio di un operatore che sta al di fuori del sistema (una banca americana, ad esempio), non vi sarà neppure un « secondo » deposito. Se invece va a una società che opera sia in Europa sia in altri continenti, c'è molta probabilità che abbia luogo una serie di prestiti addizionali in eurodollari.

E' dunque possibile che vi sia stato un ingente volume di dollari creati dalle banche europee; ma è altrettanto possibile che la creazione di eurodollari ad opera delle euro-banche sia responsabile solo in *piccola* parte dell'espansione globale dei depositi in eurodollari. Le statistiche disponibili, purtroppo, non consentono di risolvere la questione, per ragioni che saranno chiarite più avanti. Le indagini dei banchieri sono prive di utilità, poiché le banche non sono in grado di accertare se i depositi acquisiti derivino da prestiti di altre banche; e neppure i depositanti sanno se gli assegni in dollari che versano in banca sono stati loro rilasciati da persone beneficiarie di prestiti in dollari presso banche europee.

La documentazione statistica potrebbe permettere di respingere l'ipotesi di creazione di dollari da parte delle banche europee, qualora risultasse che tutte le attività in dollari da esse possedute fossero crediti perfettamente liquidi verso banche di Nuova York e non esistesse alcun prestito a favore di operatori europei, qualora cioè i depositi in dollari delle banche europee fossero coperti al cento per cento da depositi a vista presso banche di Nuova York. Ma la realtà è diversa; e le statistiche non possono quindi servire a negare l'ipotesi della creazione creditizia.

A quanto ammontano le riserve liquide in dollari che le banche europee tengono a fronte delle passività in dollari? Ci è stato detto che il rapporto è appena di un 3 per cento, ma non sappiamo di preciso quali siano i termini del rapporto. Sappiamo che le filiali europee di banche americane hanno crediti che considerano « perfettamente liquidi » verso le rispettive sedi centrali per un importo complessivo che va dai 12 ai 14 miliardi di dollari; ma si tratta di attività fruttifere di interessi, per lo più in forma di prestiti a breve o *on call*, non di depositi a vista. Non è facile decidere se si possa riconoscere natura di riserve liquide a siffatte attività in dollari.

Comunque, la constatazione che i depositi in dollari delle euro-banche sono un multiplo — non importa quanto elevato — delle loro riserve liquide in dollari non reca alcun suffragio all'ipotesi della creazione creditizia. *Qualunque* rapporto può essere compatibile con la vecchia teoria dei pratici (la teoria del « guardaroba ») secondo la quale le banche non possono dare a prestito più di quanto abbiano ricevuto come depositi primari. L'accertamento statistico di un « moltiplicatore delle riserve » nulla dice sull'esistenza di un effettivo moltiplicatore del credito.

Il rapporto di riserva come inverso del moltiplicatore

Il rapporto di riserva (sia esso imposto o deciso autonomamente) delle banche commerciali — rapporto tra riserve liquide e ammontare dei depositi — determina il limite massimo della creazione creditizia bancaria. Con un rapporto del 20 per cento (ossia di $1/5$), il complesso dei depositi può salire fino a cinque volte le riserve liquide; con un rapporto del 3 per cento (ossia di un $1/33$), l'espansione può arrivare a 33 volte le riserve. Si potrebbe ingenuamente pensare che le banche nel loro complesso possano creare depositi addizionali — addizionali rispetto a quelli primari — in misura 4 o 32 volte superiore, rispettivamente, ai depositi originariamente ricevuti, e che di fatto così sia avvenuto quando i suddetti rapporti siano stati in vigore. Senonché l'effettiva attivazione di tutto il potenziale disponibile presuppone che per le banche del gruppo non vi sia alcuna perdita di riserve come conseguenza dell'erogazione di prestiti. Per il sistema dell'eurodollaro, ciò implicherebbe che tutti i beneficiari di prestiti facciano pagamenti ad operatori che hanno conti di deposito presso le banche del medesimo gruppo, e che a loro

volta effettuano pagamenti a soggetti titolari di depositi presso le banche del gruppo. Qualunque pagamento ad « estranei » — persone o aziende che tengono in altra forma le scorte di cassa — intaccherebbe le riserve liquide del gruppo o sistema di euro-banche. E una siffatta fuga di riserve ridurrebbe la crescita dei depositi creati dai prestiti, pur senza abbassare il rapporto statistico tra riserve e depositi. (Dal punto di vista aritmetico, il medesimo rapporto può risultare da un aumento dei depositi o da una riduzione delle riserve.)

Si ipotizzi che 100 milioni di dollari pervengano a banche di Londra (o di altre piazze europee) in veste di deposito primario, ad iniziativa di società americane che trasferiscono fondi da Nuova York, o di altre aziende che hanno venduto beni e servizi negli Stati Uniti, o di operatori che passano da altre monete al dollaro. Le banche che ricevono tali depositi primari non terranno certo una riserva liquida del 100 per cento, ma procederanno all'erogazione di prestiti in dollari. Se i beneficiari dei prestiti o coloro che da questi ultimi ricevono pagamenti utilizzano i fondi così acquisiti per fare pagamenti negli Stati Uniti o per convertire i dollari in altre monete, le banche prestatrici — non solo individualmente, ma nel loro insieme — subiranno una perdita di riserve in misura corrispondente a tali esborsi. I loro prestiti, conseguentemente, non contribuiranno all'espansione dei depositi in dollari presso il sistema cui appartengono, ma porteranno a una riduzione delle loro scorte liquide in dollari presso le banche di Nuova York. Se i prestiti in eurodollari vengono interamente usati fuori del sistema, le riserve liquide in dollari potranno ridursi a 20, a 10 o a 3 milioni di dollari, a seconda dell'entità della riserva frazionaria minima. Il rapporto di riserva alla fine raggiunto sarà l'inverso di un moltiplicatore statistico, ma non di un moltiplicatore che indichi un processo di creazione creditizia.

Se ogni prestito in dollari di banche europee o filiali di banche americane nel corso degli ultimi dieci anni fosse avvenuto a spese di riserve liquide in dollari, sarebbe difficile spiegare la vistosa crescita dei depositi in eurodollari, ma non impossibile. Con un certo sforzo d'immaginazione, potremmo pensare che il totale o la maggior parte degli eurodollari sia formata da depositi primari e che insignificanti siano stati gli importi derivanti dai prestiti erogati da banche europee. Le statistiche disponibili non escludono la possibilità di siffatta interpretazione, ma per renderla plausibile occorrerebbe

documentare che i trasferimenti netti di fondi da banche americane a banche europee più l'afflusso di dollari a banche europee suscitato da alcune componenti della bilancia dei pagamenti statunitense siano stati, in ciascun anno, di entità non troppo dissimile dall'incremento dei depositi in eurodollari.

C'è da chiedersi se i passaggi da riserve non in dollari e da depositi non in dollari a riserve in dollari ed a depositi in dollari, rispettivamente, debbano essere considerati come aumenti dei depositi primari in dollari. La risposta è affermativa per i depositi non in dollari *già esistenti*: se i loro possessori li convertono in dollari, di guisa che sia depositi non in dollari sia riserve non in dollari vengono trasformati in dollari mediante acquisti da banche centrali, si può dire che nessuna creazione creditizia ha avuto luogo. Ma se la conversione avviene per iniziativa di banche, che cedono alla banca centrale parte delle riserve in moneta nazionale in cambio di dollari, siffatta trasformazione di per sé non crea nuovi depositi in dollari. Ogni eventuale aumento di tali depositi può soltanto essere il risultato di crediti in dollari concessi dalle banche utilizzando l'accresciuta capacità di prestare dollari.

Persino la vecchia teoria del « guardaroba » dei pratici non può negare che l'offerta mondiale di prestiti e la consistenza totale dei depositi vengono accresciuti dai crediti che le euro-banche erogano utilizzando la maggior parte dei dollari acquisiti mediante depositi primari. Se i depositanti trasferiscono un miliardo di dollari da banche di Nuova York a banche europee, per le banche del primo gruppo non vi sarà perdita di riserve o di depositi. (Prima dell'agosto 1969 poteva anzi verificarsi un aumento della loro capacità di credito, se tali trasferimenti comportavano una riduzione dei depositi soggetti a riserva obbligatoria e un aumento dei depositi, fino allora esenti da obbligo di riserva, presso filiali all'estero.) Per le banche europee, che ricevono nuovi depositi e nuove riserve liquide per un miliardo di dollari, si avrà un accrescimento della capacità di erogazione creditizia, anche se ad ogni dollaro prestato dovesse corrispondere la perdita di un dollaro di riserve. (Se l'importo dei prestiti erogati raggiungerà il miliardo o si terrà al di sotto, dipende dal rapporto di riserva liquida in dollari che si intende mantenere. Le scadenze dei prestiti, a loro volta, saranno diverse secondo che i depositi di nuova acquisizione siano a vista o a tempo. E' comunque innegabile che le banche in questione erogheranno nuovi prestiti per

un volume non tanto discosto dal miliardo di dollari ricevuti.) E tutto ciò senza quella creazione creditizia aggiuntiva sostenuta da alcuni studiosi e respinta da gran parte dei pratici.

La crescente preferenza per gli eurodollari

A prescindere dal problema se il grosso degli eurodollari sia creazione delle banche europee o derivi da altre fonti, devono esserci stati validi motivi per i loro possessori a tenerne in misura crescente e per le banche e non-banche a ricercare prestiti in eurodollari a preferenza di altre attività. Tra questi motivi vi sono pratiche istituzionali, regolamentazioni e restrizioni.

Per quanto concerne i depositanti, la loro accresciuta propensione a tenere conti in eurodollari, piuttosto che dollari (o titoli) negli Stati Uniti o depositi di moneta nazionale nei rispettivi paesi, poggia su un insieme di circostanze: più alti rendimenti, minori costi operativi, maggiore comodità e minori rischi (di cambio o di inconvertibilità). Non tutte queste circostanze hanno costantemente agito nella stessa direzione; anzi, alcune possono aver agito talvolta in senso contrario, attenuando piuttosto che alimentando la propensione al possesso di eurodollari. L'elevato saggio d'interesse sui depositi in dollari presso banche europee (superiore a quello dei depositi in dollari negli Stati Uniti e superiore anche a quello dei depositi in moneta nazionale presso banche europee) è stato in buona parte negli ultimi anni il risultato di regolamentazioni imposte dalle autorità e di accordi interbancari in diversi paesi. I costi operativi, a loro volta, sono più contenuti probabilmente perché, da un lato, certe norme e condizioni applicabili a conti di residenti non si applicano a transazioni di non residenti e, dall'altro, perché i costi di conversione e riconversione tra dollaro ed altre monete sono mantenuti elevati da disposizioni ufficiali e da accordi di cartello tra banche.

Tra le ragioni che hanno indotto le banche americane a far provvista di fondi per il tramite delle loro dipendenze europee c'è stato per parecchio tempo il fatto che le passività verso filiali all'estero erano esenti dall'obbligo di riserva, imposto, invece, per i depositi di individui e società. (L'obbligo di riserva ha gli stessi effetti di una tassa sui depositi, poiché impone il mantenimento di una riserva legale infruttifera.) Altra ragione: la *Regulation Q*, che ha vietato alle banche americane di pagare saggi d'interesse compe-

titivi sui depositi a tempo (in primo luogo sui certificati di deposito), provocando un deflusso di fondi.

Tra i motivi che hanno indotto molte banche europee a preferire la raccolta di dollari, hanno peso le convenzioni e gli accordi interbancari stipulati nei rispettivi paesi allo scopo di controllare e limitare la concorrenza; l'attività in eurovalute è una circoscritta area operativa in cui può aver libero corso la concorrenza senza pregiudizio per le norme di cartello che proteggono la rimanente attività. In alcuni paesi europei poi (soprattutto in Germania e in Italia) le banche hanno trovato un'incentivo all'espansione dei prestiti in dollari nelle vantaggiose operazioni di *swap* offerte dalle rispettive banche centrali, le quali, concedendo dollari in cambio di riserve bancarie in moneta nazionale, riducevano la capacità delle banche di erogare prestiti in moneta nazionale e ne accrescevano il potenziale creditizio in dollari. Limiti massimi imposti in alcuni paesi sui tassi d'interesse per prestiti a residenti hanno anch'essi contribuito ad accrescere la preferenza delle banche per prestiti in dollari o in altre monete estere.

E' probabilmente un'esagerazione spiegare la crescente preferenza delle banche europee per prestiti e depositi in dollari *esclusivamente* come una reazione alle limitazioni imposte alla libera concorrenza e ai tentativi (talvolta farraginosi) delle autorità monetarie di controllare il mercato dei cambi e il mercato monetario. Altri fatti devono essere tenuti in particolare conto: tra l'altro, che il dollaro è divenuto la principale moneta nelle transazioni internazionali, che la maggior parte del commercio mondiale in rapida espansione viene regolata in dollari, che i mercati monetario e finanziario degli Stati Uniti sono i più importanti del mondo, e che il grado di elasticità dell'offerta e della domanda di dollari è di gran lunga più elevato di quello di qualunque altra moneta.

E' stato detto che il dollaro è divenuto il più idoneo veicolo finanziario per gli scambi internazionali (e pertanto la migliore moneta che le imprese impegnate in transazioni con l'estero possano tenere a disposizione) e che la *City* di Londra ha perfezionato un sistema capace di offrire non solo i più ridotti costi operativi ma anche un compenso su ogni tipo di deposito. Le transazioni in dollari sulla piazza di Londra sembrano pertanto una combinazione ideale di moneta e di localizzazione, la qual cosa può spiegare perché le banche londinesi e le filiali londinesi di banche americane sono le maggiori detentrici di depositi in eurodollari. Questi van-

taggi possono anche dar ragione di una più o meno stabile crescita dei depositi in eurodollari parallelamente all'espansione del commercio mondiale e dei movimenti internazionali di capitali. Ma non giustificano l'esplosivo aumento dei depositi in eurodollari in certi periodi, soprattutto nella prima metà del 1969. Le cause di un'espansione di tale entità possono probabilmente rinvenirsi nella situazione artificiosa (resasi « acuta » in particolari momenti) prodotta dai controlli instaurati dalle autorità e dalle intese interbancarie.

Una parte, seppur non importante, dell'« esplosione » dell'attività in eurodollari nel 1969 fu il risultato di una situazione contingente in cui i bassi tassi d'interesse che le banche americane potevano pagare sui certificati di deposito (CD's) in forza della *Regulation Q* coesistevano con tassi d'interesse elevati promossi dalla politica monetaria restrittiva della Riserva federale. Allorché i tassi di mercato superarono il tetto del 6,25% che le banche potevano pagare sui depositi a tempo, non pochi possessori di CD's trasferirono fondi presso banche europee (e indirettamente presso filiali europee di banche americane), le quali pagavano interessi di gran lunga superiori, persino doppi rispetto a quelli dei CD's negli Stati Uniti. Grazie a tali trasferimenti le banche europee acquisirono depositi a vista in dollari presso banche di Nuova York; e non esitarono a cederli « in prestito » a banche americane che ricercavano fondi sul mercato dell'eurodollaro. Le euro-banche pagavano interessi competitivi ai propri depositanti e applicavano interessi attivi altrettanto competitivi sui prestiti a banche americane. Il riassetto patrimoniale delle banche americane si concentrò sul lato delle passività — con uno spostamento da depositi a bassi tassi d'interesse ricevuti da non-banche a depositi ottenuti a elevati tassi d'interesse da banche in Europa.

Questo « scambio delle parti », come in una quadriglia, fu quasi interamente provocato dalle regolamentazioni delle autorità. Ne trassero vantaggio i maggiori possessori di fondi che poterono beneficiare di alti rendimenti sulle loro disponibilità liquide; rimasero sacrificati i possessori di somme più modeste, ai quali fu preclusa la possibilità di ottenere tassi d'interesse competitivi aggirando la regolamentazione vigente. Oneri per improduttivi costi operativi, distorsioni nell'impiego delle risorse e discriminazioni a danno dei possessori di modesti depositi bancari furono solo alcune delle conseguenze derivate dalla disciplina ufficiale dei tassi d'interesse sui depositi bancari.

Lo scambio delle parti

Il fenomeno dello « scambio delle parti » — altri hanno parlato di « girotondo » — dal punto di vista quantitativo non ha avuto molta importanza: secondo le statistiche, i prelievi di depositi a tempo subiti dalle banche americane e gli afflussi di tali fondi alle banche europee non sono stati, nel 1969, di molto superiori alla quarta parte dei dollari che le banche americane hanno preso a prestito da banche europee, principalmente dalle loro stesse filiali.

Si è detto che le banche americane erano costrette a reperire prestiti in Europa per fronteggiare le perdite di depositi a tempo. Ma si potrebbe anche asserire che le banche americane offrivano in Europa per prestiti in eurodollari tassi d'interesse talmente elevati che i clienti possessori di depositi a tempo non seppero resistere all'attrattiva di trasferire dollari in Europa. In altre parole, il « girotondo » non sempre prese avvio da ovest, ma spesso da est.

La maggior parte di questi « viaggi » avviene per telecomunicazione e non mediante trasporto aereo, talché il viaggio di ritorno può essere simultaneo a quello di andata. Come accade per tutti i movimenti rapidi, l'osservatore ha quindi una visione confusa. Solo ricorrendo al rallentatore gli è possibile vedere chiaro e analizzare il processo — anche se molti di coloro che hanno osservato dal vero il fenomeno protesteranno che la rappresentazione al rallentatore non rispecchia la realtà. Come un'immagine al rallentatore può far apparire un « ostacolista » sospeso immobile a mezz'aria, così si potrà vedere un banchiere tenere infruttifero un deposito a vista molto più a lungo di quanto succeda in realtà.

Seguiamo dunque al rallentatore le fasi di un trasferimento ad est di dollari che escono da un conto di deposito a tempo presso banche di Nuova York, e poi le fasi di un trasferimento in senso inverso di eurodollari ceduti in prestito a banche di Nuova York; lasciamo fuori dal quadro sia la Riserva federale sia le banche centrali europee. (Modificheremo in seguito questo assunto.)

I possessori (residenti o non residenti) di depositi a tempo a Nuova York, alla scadenza dei loro CD's, ne depositano il ricavo presso banche europee, che in tal modo diventano titolari di depositi a vista a Nuova York. Un immaginario bilancio consolidato delle banche americane registrerà una riduzione nella consistenza dei depositi a tempo di non-banche residenti e non residenti, e un

aumento dei depositi a vista intestati a banche straniere; nessun cambiamento, dunque, nelle attività e solo un rimaneggiamento nelle passività. Un immaginario bilancio consolidato delle banche europee registrerà un aumento nella consistenza dei depositi a vista in dollari tenuti presso banche di Nuova York e un eguale aumento nella consistenza dei depositi a tempo ricevuti da operatori non-banche non residenti.

Le banche europee saranno ansiose di impiegare in prestiti le accresciute riserve liquide in dollari tenute in depositi a vista presso banche corrispondenti della piazza di Nuova York. Nel contempo certe banche americane avranno perduto riserve liquide in deposito presso la Riserva federale a vantaggio di altre banche americane che tengono i conti di corrispondenza delle banche europee. Le banche che hanno subito una perdita potranno ricorrere al mercato dei *federal funds* e ottenere prestiti direttamente dalle banche che hanno acquisito riserve; oppure potranno vendere titoli in portafoglio; oppure potranno prendere a prestito eurodollari offerti sul mercato dalle banche europee e così, indirettamente, rientrare in possesso delle riserve che le corrispondenti nuovayorkesi delle banche europee avevano loro sottratto. Se quest'ultima è la via scelta, si avrà la seguente situazione: le banche americane non presenteranno modificazioni dal lato delle attività e solo una variazione nella composizione delle passività, figurando ora al posto dei depositi a tempo intestati a non-banche residenti e non residenti (successivamente divenuti, per un istante, depositi a vista intestati a banche straniere) dei debiti (non più depositi) verso banche straniere e verso filiali all'estero. Le banche straniere, a loro volta, conserveranno gli accresciuti depositi a tempo intestati a non-banche non residenti, ma trasformeranno i loro momentanei depositi a vista in crediti a breve (non più depositi) verso banche americane. (Nei bilanci consolidati risulteranno ovviamente eliminati tutti i depositi interbancari.)

Come risultato finale, al termine del giro, si constaterà per le banche americane soltanto uno « scambio di parti » associato ad una variazione delle scadenze delle loro passività; per le banche europee, un aumento delle attività in dollari — i loro prestiti alle banche americane — e delle passività in dollari. Tale aumento deriva dal movimento di capitali dagli Stati Uniti all'Europa, *non* dal rimpatrio dei dollari, *non* dai prestiti in dollari ottenuti da banche americane.

Quali le conseguenze sulla bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti? Il deflusso dagli Stati Uniti di capitale privato (depositi di

residenti) è un elemento di disavanzo nel conto capitale, finanziato da un aumento delle passività a vista verso banche straniere; di qui un disavanzo sulla *liquidity basis*. Tale disavanzo non è aumentato né ridotto dal ricorso delle banche americane a prestiti sul mercato dell'eurodollaro. Nella misura in cui i prelievi dai depositi a tempo presso banche americane sono fatti da non residenti, le transazioni sono registrate « sotto la linea » a riduzione delle passività liquide verso soggetti non ufficiali stranieri, alla stessa stregua degli aumenti compensativi registrati nelle passività liquide verso le banche straniere che hanno ricevuto i depositi; pertanto, né i prelievi fatti da depositanti non residenti né il successivo indebitamento delle banche americane presso banche europee incidono sulla bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti.

L'ingresso in campo delle banche centrali

L'assunto fin qui era che le banche centrali se ne stessero in disparte. L'esclusione non vizia i risultati del discorso, dato che nelle condizioni ipotizzate non vi erano i presupposti per interventi di banche centrali. La Riserva federale evidentemente non intendeva accrescere le riserve liquide delle banche associate al sistema; e le banche centrali europee non si trovavano nella necessità di fronteggiare un'eccessiva offerta o un'eccessiva domanda di dollari sul mercato dei cambi. Ora però analizzeremo gli effetti di interventi di banche centrali. Nell'intento di rispecchiare quanto più possibile la realtà, ipotizziamo che le banche americane, in presenza di possibilità d'impiego negli Stati Uniti superiori alle loro capacità di prestito, siano indotte a prendere in prestito dalle banche europee, comprese le proprie filiali all'estero, più dollari di quanti defluiscono dai loro depositi a tempo intestati a non-banche, residenti e non residenti. In altre parole, il traffico da est a ovest è di gran lunga superiore a quello alimentato dai soli dollari che fanno ritorno in patria.

Le banche centrali europee possono avere molteplici ragioni per far defluire dollari dalle loro riserve sul mercato dell'eurodollaro. Ad esempio, possono voler contrastare l'eccessivo aumento dei tassi d'interesse sull'eurodollaro conseguente alla massiccia domanda americana di prestiti; possono ritenere indesiderabile l'aumento del tasso di cambio del dollaro, che potrebbe verificarsi se banche o privati possessori di moneta nazionale fossero spinti alla ricerca di dollari

per fruire dei maggiori interessi ritraibili; possono aver accumulato un eccesso di riserve in dollari e desiderare di liberarsene, oppure di impiegarle più proficuamente, oppure di « nasconderle » immettendole mediante *swaps* nei portafogli delle banche commerciali; oppure possono voler drenare eventuali eccessi di liquidità interna, magari prodotti da precedenti acquisti di dollari. L'una o l'altra di queste ragioni può indurle a vendere alle banche commerciali dollari a fermo o a termine mediante operazioni con patto di riacquisto.

Gli effetti immediati sulle situazioni di bilancio delle banche europee consistono in riduzioni delle riserve liquide in moneta nazionale e in aumenti dei depositi a vista in dollari presso banche americane. Gli effetti sulle situazioni di bilancio delle banche americane dipendono dalle forme in cui le banche centrali tenevano i dollari. Se i dollari erano tenuti in depositi presso banche commerciali degli Stati Uniti, si ha un semplice passaggio da depositi intestati a organismi ufficiali stranieri a depositi intestati a banche straniere. Se i dollari delle banche centrali erano investiti in crediti verso la *Federal Reserve Bank* di Nuova York, ora la titolarità di questi crediti si trasferisce a banche americane, ossia queste vedono accrescersi le loro riserve presso la Riserva federale (non per effetto di prestiti da esse ottenuti in Europa, ma come conseguenza delle vendite di dollari fatte da banche centrali a banche commerciali in Europa). Se i dollari erano incorporati in titoli del Tesoro statunitense successivamente monetizzati con operazioni di vendita sul mercato, bisogna vedere chi siano stati gli acquirenti di tali titoli: se li ha acquistati la Riserva federale, le banche commerciali statunitensi fruiscono di un afflusso di riserve come nel caso precedente; se li hanno acquistati residenti americani non-banche, per le banche commerciali statunitensi si verifica una riduzione dei depositi intestati a residenti interamente compensata dall'aumento dei depositi intestati a banche straniere. (Possiamo prescindere dal caso che siano le banche commerciali statunitensi ad acquistare i titoli, avendo ipotizzato che le banche siano alla ricerca di liquidità addizionale e quindi non propense a comperare titoli.)

Nella nostra sequenza al rallentatore abbiamo fermato l'immagine delle vendite di dollari da parte di banche centrali a banche commerciali in Europa. Teniamola ancora ferma per qualche istante per considerare gli effetti delle vendite in esame sulla bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti. In tutti quattro i casi si è avuta una trasformazione di passività liquide (si faccia conto che i titoli del

Tesoro non avessero scadenze superiori all'anno) verso organismi ufficiali stranieri in passività liquide verso banche straniere. Pertanto la bilancia dei pagamenti sulla base della liquidità è rimasta immutata, mentre la bilancia sulla base delle posizioni ufficiali (*official-settlement balance*) ha presentato un miglioramento per effetto del deflusso di dollari dalle riserve ufficiali verso banche commerciali (comprese le filiali di banche americane) in Europa.

Facciamo ora procedere la pellicola: le banche europee prestano alle banche americane i dollari ottenuti dalle rispettive banche centrali. Ciò trasforma semplicemente depositi a vista in dollari di banche europee presso banche americane in crediti non aventi natura di deposito verso le stesse; ovvero, dal punto di vista americano, i depositi a vista intestati a banche europee sono sostituiti da debiti non aventi natura di deposito verso le stesse. Pertanto, il ricorso a prestiti in Europa da parte delle banche americane non provoca alcuna variazione nei loro fondi di riserva o in altre attività, ma soltanto un mutamento nella composizione e nelle scadenze delle loro passività; inoltre non provoca alcuna modificazione nella bilancia dei pagamenti statunitense, vista sia sulla base della liquidità sia sulla base delle posizioni ufficiali; non provoca infine aumenti o riduzioni nei depositi in eurodollari delle banche europee (comprese le filiali di banche americane) purché siano esclusi i depositi interbancari e si tenga conto soltanto dei saldi di operatori non-banche.

I risultati della nostra analisi sono diversi da quelli raggiunti dai più quotati « eurologi del dollaro ». Supposto che non abbia commesso errori, come spiegare la diversità dei risultati? Sono del parere che molti studiosi abbiano voluto con un solo colpo d'occhio abbracciare troppe cose, piuttosto che isolare ciascun processo da tutti gli altri concomitanti. Hanno voluto spiegare tutto in una sola volta e hanno mancato di sceverare i fenomeni con minuziose analisi.

Attività liquide e prestiti: una lacuna d'informazione

Uno dei punti più oscuri sui prestiti in eurodollari a banche americane riguarda il grado di liquidità di tali prestiti. Le statistiche disponibili non offrono alcuna indicazione sul grado di liquidità delle attività in dollari che le banche europee e le filiali americane all'estero possiedono in forma di crediti verso banche americane; mancano distinzioni tra depositi a vista, depositi a tempo e crediti non aventi natura di depositi. Rimane ancora da chiarire in quale

misura il passaggio da depositi a vista a crediti in dollari nei confronti di grandi banche americane riduca la posizione di liquidità delle banche prestatrici. Una banca in Europa che faccia un prestito di sette giorni alla *Chase Manhattan Bank* o alla *First National City Bank* si sente più o meno liquida che se avesse tenuto un deposito a vista presso la propria corrispondente di Nuova York? Una filiale europea di banche americane che faccia un prestito *on call* alla propria banca madre può considerare tale prestito come attività perfettamente liquida o addirittura come parte delle proprie riserve di cassa? Questa indeterminatezza di confine tra attività liquide e prestiti offusca sia il quadro statistico sia quello teorico.

Negli Stati Uniti, l'applicazione della teoria monetaria all'andamento dell'attività bancaria è agevolato dall'esistenza di una definizione operativa delle riserve bancarie aventi natura « legale ». Anni addietro erano riserve « legali » solo i depositi a vista tenuti presso la Riserva federale; ora vi rientra anche il contante in cassa. Niente altro può essere conteggiato come componente delle riserve legali, neppure i depositi a vista tenuti presso altre banche americane. Certo, una banca di un centro periferico assimila al contante in cassa il proprio saldo a vista presso banche corrispondenti di Nuova York e Chicago, ed ogni banca che abbia ceduto *overnight* sul mercato dei fondi federali parte delle proprie riserve in eccesso include tale somma tra le poste di cassa; gli analisti monetari, invece, si attengono alle statistiche ufficiali fornite dal *Federal Reserve Board*, le quali prescindono dai punti di vista delle banche. Le riserve legali contemplate in tali statistiche non comprendono depositi diversi da quelli tenuti presso le Banche federali di riserva né prestiti di alcuna sorta, per quanto liquidi possano essere.

Le statistiche disponibili sulle attività in dollari delle banche in Europa non sono altrettanto soddisfacenti. In alcuni paesi, neppure le banche centrali dispongono dei dati necessari per un'analisi della posizione di cassa delle banche. Per la maggior parte dei paesi si conosce tutt'al più la consistenza globale delle attività in dollari o quella delle attività in dollari a breve, senza specificazioni sul grado di liquidità o sulle scadenze (8).

Per un'analisi esauriente si rendono necessari resoconti particolareggiati nei quali le attività in dollari delle banche europee siano

(8) Fa eccezione il Regno Unito, dove la Banca d'Inghilterra pubblica statistiche particolareggiate. Si veda, *Bank of England Quarterly Bulletin*, marzo 1970 (vol. 10, num. 1).

classificate per paese, e all'interno di ciascun paese per categoria di debitore (governo centrale, amministrazioni locali, banca centrale, banche commerciali, altre banche, altri istituti finanziari, ecc.) e di scadenza (a vista, da un giorno all'altro, a fine settimana, a sette giorni, e così via).

Analoga classificazione sarebbe necessaria per le passività in dollari. Bisogna però notare che questi dati, per quanto analitici siano, non potranno dire quale grado di *moneyness* abbiano per i relativi possessori le passività delle banche. A questo fine occorrerebbe interpellare i possessori stessi sulle loro motivazioni ed attese, tenendo ben presente che i risultati di questo tipo di inchieste possono divenire inattendibili dopo pochi mesi.

A complemento o in sostituzione di indagini campionarie sui depositanti, si dovrebbero fare studi su campioni di conti in dollari tenuti presso grandi banche a Londra ed in altri centri europei. Si potrebbe così accertare quale quota della complessiva raccolta in dollari rientra nei conti correnti di clientela più o meno permanente che presentano intensi movimenti e consistenze (massima, minima e media) piuttosto stabili o crescenti; quale quota ha natura di depositi a tempo in possesso di clientela stabile; e quale quota è soltanto costituita da depositi temporanei di clienti di passaggio. Anche altre categorie di depositi potrebbero dimostrarsi importanti.

Informazioni di questo genere si rendono necessarie anche per stimare con una certa cura quale parte dei depositi in eurodollari ora esistenti tragga origine da prestiti erogati da banche europee. Solo se vi è domanda di eurodollari da tenere come moneta o quasi moneta — a scopo transattivo, precauzionale o speculativo — ci si può aspettare che eurodollari ricevuti a saldo di crediti, o derivanti da prestiti o dalla conversione di altre monete, continuino ad essere tenuti come disponibilità liquide. Solo in questo caso, infatti, le banche europee possono creare ulteriori dollari mediante operazioni di prestito.

Proposizioni teoriche

La disponibilità di informazioni statistiche adeguate non è in grado, da sola, di fornire una risposta per concludere sulla genesi della crescente massa di eurodollari; è necessario che le si accompagni una migliore interpretazione teorica degli effetti derivanti da

vari tipi di transazioni. A tal fine sottopongo all'attenzione di coloro che si sono occupati e si occupano dell'argomento alcune proposizioni, in parte contrastanti con i loro punti di vista. Mi auguro che esse provochino le loro critiche, di maniera che si possa poi procedere, in uno sforzo comune, all'eliminazione di almeno parte delle oscurità che ora ci ostacolano. Siffatte proposizioni faranno riferimento a sistemi bancari considerati in blocco, non a singole banche (pertanto con le espressioni « banche europee » e « banche americane » intendo riferirmi a bilanci consolidati dell'uno e dell'altro insieme di banche).

Proposizione 1. La consistenza presso banche europee dei depositi in dollari intestati a depositanti non-banche aumenta quando i conti di costoro vengono accreditati di dollari *a*) ricevuti in pagamento di esportazioni di beni e servizi venduti a residenti degli Stati Uniti, *b*) ricevuti in pagamento di titoli venduti a residenti degli Stati Uniti, o *c*) prelevati da conti di deposito da essi tenuti presso banche statunitensi. In ognuno di questi casi le banche europee acquisiscono riserve di cassa in dollari, che cercheranno al più presto di mettere a frutto (in prestiti o in titoli), pur dovendo almeno per qualche istante tenerle infruttifere. Sempre in ognuno di questi tre casi — a meno che si tratti di depositanti non residenti negli Stati Uniti che abbiano fatto prelievi da conti di deposito a tempo con scadenza inferiore all'anno — l'aumento delle passività liquide americane verso soggetti stranieri « non ufficiali » finanzia voci deficitarie *a*) delle partite correnti, *b*) del conto capitale a lungo termine, e *c*) del conto capitale a breve della bilancia dei pagamenti statunitense. Presso le banche americane non si avranno riduzioni delle riserve complessive, ma soltanto una redistribuzione fra le varie banche; non vi saranno neppure variazioni dei depositi complessivi, ma soltanto mutamenti nella loro composizione (banche straniere sono divenute titolari di fondi prima intestati a individui e società, nazionali e straniere).

Proposizione 2. I depositi in dollari dovuti da banche europee a depositanti non-banche possono oppur no subire un'espansione per effetto delle transazioni delineate nella precedente proposizione. *Non* presenteranno alcun aumento se le banche americane prendono a prestito dalle banche europee l'intero importo delle riserve in dollari da queste ultime acquisite. Questi prestiti operano nelle banche europee una sostituzione delle riserve in dollari con attività fruttifere a breve (aventi natura di crediti e non di depositi) verso le

banche americane. Essi *non* modificano la consistenza delle riserve complessive delle banche americane, pur provocando una redistribuzione tra le varie banche; *non* alterano la bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti, considerata sia sulla base della liquidità sia su quella delle transazioni ufficiali; infine *non* incidono sulla consistenza dei depositi in eurodollari di soggetti non-banche (pur potendo attivare una serie di prestiti interbancari con conseguente aumento dei depositi interbancari).

Proposizione 3. I depositi in eurodollari intestati a non-banche potranno ulteriormente espandersi, senza incidere in più o in meno sulle riserve in dollari delle euro-banche, se queste ultime fanno prestiti in dollari a non-banche residenti in paesi diversi dagli Stati Uniti le quali se ne servono per effettuare pagamenti ad imprese e individui che tengono depositi in dollari presso banche o filiali di banche all'interno degli otto paesi europei in precedenza ricordati. Fintantoché nessun pagamento è fatto a residenti di paesi diversi da questi otto, e i dollari disponibili non sono convertiti in altre monete, e nessun prestito è concesso a banche americane, le riserve in dollari restano in possesso di banche europee (trasferendosi dall'una all'altra banca).

Proposizione 4. I depositi in dollari dovuti da banche europee a depositanti non-banche presenteranno egualmente un aumento quando detentori di monete diverse dal dollaro le convertono in dollari. Le banche potranno dar corso alle conversioni ricorrendo ad acquisti di dollari presso banche centrali, soprattutto se i prestiti in dollari risultino più vantaggiosi di quelli in moneta nazionale. Questi trasferimenti di dollari da organismi ufficiali a privati lasciano inalterata la bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti sulla base della liquidità, ma la migliorano sulla base delle transazioni ufficiali. Peraltro, la conversione di monete diverse dal dollaro in dollari depositati presso banche europee non presuppone necessariamente acquisti di dollari da banche centrali. E' possibile che le banche gradualmente, nel processo di rinegoziazione e rinnovo di prestiti, passino da valute europee a dollari. Ne consegue la possibilità che parte del passivo e parte dell'attivo siano convertiti in dollari senza alcun mutamento nelle posizioni delle banche europee e di quelle americane o nelle bilance di pagamenti dei paesi interessati.

Proposizione 5. La maggior parte dei residenti degli otto paesi europei che ricevono dollari in pagamento *a)* di beni e servizi venduti a residenti degli Stati Uniti, *b)* di titoli venduti a residenti degli Stati Uniti e forse anche *c)* a seguito di prelievi fatti su conti di deposito tenuti presso banche americane, vende dollari in cambio di moneta nazionale. Alcune delle banche che acquistano questi dollari potranno astenersi dal cederli, a loro volta, alla banca centrale, preferendo impiegarli in prestiti. Gli effetti sulla bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti sono allora quelli già visti nella Proposizione 1. Pur essendo le banche europee pronte ad erogare prestiti in dollari, per il momento non si ha alcun aumento nei depositi in eurodollari intestati a non-banche. Tale aumento si realizzerà se i prestiti saranno erogati a residenti non-banche dei paesi dell'eurodollaro, come già visto nella Proposizione 3; non si realizzerà se i prestiti saranno concessi a banche americane.

Proposizione 6. I depositi in eurodollari, unitamente alla consistenza delle riserve liquide delle banche europee, possono accrescersi anche a seguito di pagamenti o di prestiti ricevuti da residenti di paesi diversi dagli Stati Uniti e dagli otto paesi europei. I pagamenti possono concernere beni e servizi o titoli acquistati da residenti nell'area delle euro-banche; può anche trattarsi di fondi liquidi collocati presso euro-banche da non residenti. Tali fondi possono pervenire in veste di varie monete da convertire in dollari sul mercato dei cambi dell'area in oggetto oppure possono già arrivare come dollari. Nel secondo caso, le banche europee semplicemente si sostituiscono a residenti dell'area esterna nella titolarità di depositi presso banche americane; se i residenti di cui si parla, per trasferire fondi presso banche europee, hanno smobilizzato attività in dollari non perfettamente liquide, allora per gli Stati Uniti si verifica un deflusso di capitali privati a breve finanziato mediante un aumento delle passività liquide verso soggetti stranieri non ufficiali; si ha pertanto un fattore di disavanzo della bilancia dei pagamenti sulla base della liquidità, ma non sulla base delle transazioni ufficiali. Se i residenti dell'area esterna tenevano i dollari presso banche della loro area, per gli Stati Uniti si verifica semplicemente una variazione geografica nella titolarità delle loro passività liquide senza alcuna incidenza sulla bilancia dei pagamenti comunque considerata. Se, d'altra parte, i depositanti dell'area esterna convertono in dollari altre monete, occorre vedere se i dollari sono forniti da una banca centrale — la

quale evidentemente ne è venuta in possesso *in passato* come finanziatrice del disavanzo degli Stati Uniti — oppure se sono forniti da privati che ne sono venuti in possesso in relazione al disavanzo *corrente*. Nel primo caso, le rilevazioni non indicheranno alcuna variazione nella bilancia dei pagamenti sulla base della liquidità, ma un miglioramento sulla base delle posizioni ufficiali; nel secondo caso, il deposito di dollari presso banche europee, con conseguente aumento delle passività a breve verso stranieri non ufficiali, figurerà come finanziamento del disavanzo in atto della bilancia dei pagamenti statunitense. Si potrebbe però osservare che l'acquisto di questi dollari per depositarli presso euro-banche solleva la Banca centrale dalla necessità di comprarli e quindi evita un deterioramento della bilancia dei pagamenti sulla base delle posizioni ufficiali.

Creazione di eurodollari

AmMESSO che le proposizioni sopra elencate siano pertinenti e corrette (do' però per scontato che le critiche non mancheranno), ci si può chiedere se giovano a giungere a una qualche valutazione della misura in cui l'espansione dei depositi in eurodollari è dovuta a un processo di creazione multipla del credito.

Le Proposizioni 1, 4 e 6 si riferiscono a transazioni che provocano aumenti dei depositi in eurodollari non attribuibili all'attività di finanziamento in dollari delle banche europee e delle filiali americane. E' questo forse un modo appropriato per distinguere (sotto il profilo teorico, non statistico) depositi primari e depositi derivati: i depositi primari si sarebbero formati anche se nessuna banca avesse fatto prestiti o investimenti in titoli. Tutti gli altri depositi hanno natura derivata, sono frutto delle « autonome » decisioni bancarie di acquisire impieghi fruttiferi. Di conseguenza, il primo passo da compiere per valutare la parte che nella crescita degli eurodollari è imputabile alla creazione creditizia delle banche sarebbe quello di stimare la consistenza dei depositi primari. Naturalmente il nostro elenco delle transazioni che dan luogo a depositi primari può essere incompleto; prima di procedere all'indagine empirica sarebbe necessario accertare che *tutte* le fonti di depositi primari in eurodollari siano prese in considerazione.

Può essere a questo punto utile guardare all'espansione dei depositi in dollari presso le banche commerciali all'interno degli Stati

Uniti e soffermarsi sulla spiegazione datane da analisti monetari. Dalla fine del 1966 alla fine del 1969, i depositi a vista (esclusi quelli interbancari) crebbero di 40 miliardi di dollari, quelli a tempo di 33,9 miliardi e i mezzi ottenuti a credito (non come depositi) di 12,9 miliardi: in tutto 86,8 miliardi. Aggiungendo i depositi interbancari e gli aumenti di capitale, si constata che il complesso delle passività e dei capitali delle banche commerciali presentò nei tre anni considerati un aumento di circa 100 miliardi di dollari. Nello stesso periodo i prestiti in essere crebbero di 75,9 miliardi, i titoli in portafoglio di 20,3 miliardi e le giacenze presso la Riserva federale di 3,5 miliardi: anche qui, in tutto, circa 100 miliardi. Un contabile o uno statistico potrebbe concludere che depositanti e prestatori (più, in misura modesta, gli azionisti) hanno fornito i fondi usati dalle banche per espandere i prestiti, acquistare nuovi titoli e accrescere i depositi presso la Riserva federale. Anche un economista, chiedo, potrebbe giungere alla stessa conclusione?

Direi proprio di no. Gli stessi rapporti delle Banche federali di riserva e del *Board of Governors* lasciano chiaramente intendere che l'aumento dei fondi di riserva che le banche commerciali tengono presso la Riserva federale deriva da interventi della Riserva federale medesima volti a creare un proprio indebitamento, principalmente mediante acquisti di titoli sul mercato aperto. Né dubitano che le banche commerciali, erogando prestiti e acquistando titoli, creino passività a proprio carico, passività che consistono in depositi a vista e a tempo tenuti da individui e società.

Con ciò non si esclude che di tanto in tanto qualche deposito primario di moneta del Tesoro abbia contribuito per qualche settimana all'espansione dei depositi totali. Si tratta però di un fenomeno poco rilevante. In generale, per il sistema bancario statunitense, è più plausibile l'affermazione che *quasi tutti* i depositi delle banche commerciali sono stati creati dall'attività delle banche e non da atti spontanei dei depositanti.

In qual misura questa spiegazione dello sviluppo di depositi può valere per il sistema bancario europeo e in particolare per l'espansione delle sue passività in dollari? Se considerassimo l'intero complesso delle banche dei paesi finanziariamente evoluti — America, Europa e l'« area esterna » — e l'insieme della loro attività in ogni moneta — dollari statunitensi, eurodollari e tutte le altre monete — la risposta potrebbe essere affermativa. Se però dividiamo il mondo in settori e guardiamo separatamente alle banche commerciali di

taluni paesi europei e alle loro passività in dollari in forma di depositi, dobbiamo tenere in debito conto gli « afflussi » di fondi dagli altri settori per spiegare l'espansione dei depositi. Ma spiegare l'intera espansione esclusivamente con afflussi da altri settori sarebbe altrettanto errato che spiegarla come conseguenza dei prestiti di eurodollari fatti dalle euro-banche.

Per chiarire la differenza tra aggregazione completa, aggregazione parziale e disaggregazione completa, torna utile fare di nuovo riferimento agli Stati Uniti. Ciò che la singola banca considera come fondi ricevuti dai suoi depositanti, l'analista del sistema complessivo considera come fondi creati dalle Banche federali di riserva e dalle banche commerciali. Se l'analista deve guardare a un solo distretto anziché all'intera nazione, dovrà accettare una posizione intermedia: dovrà spiegare lo sviluppo dei depositi delle banche di quel dato distretto come effetto combinato di afflussi da altri distretti e dell'attività creativa delle banche del distretto. Naturalmente, gli « afflussi » potranno talvolta aver segno negativo; vi potranno cioè essere deflussi verso altri distretti. Ciò costituisce forse un'importante differenza tra le banche di un distretto statunitense e le euro-banche. Sembra infatti che nel corso degli ultimi dieci anni vi siano stati solo afflussi netti di fondi al sistema dell'eurodollaro; questa è almeno l'impressione che si ricava dalla lettura dei rapporti pubblicati da organismi che hanno tenuto costantemente sott'occhio ciò che essi chiamano il « mercato » delle eurodivise.

Tale impressione può non essere fondata, se non altro perché i rapporti in oggetto fanno esclusivo riferimento agli afflussi di fondi, senza mai menzionare la possibilità di creazione endogena di credito in eurodollari. Essendo probabile che gli afflussi abbiano avuto andamenti fluttuanti nel tempo, e non essendo improbabile che talvolta abbiano avuto segno negativo, l'ipotesi che la creazione endogena abbia operato in misura rilevante, per lo meno in certi periodi, non manca di fondamento ed è suffragata dalla teoria monetaria.

Le altre euro-monete

Questo articolo ha considerato soltanto l'eurodollaro, trascurando le altre euro-monete. Spero mi sia perdonata l'esclusione, soprattutto in vista del fatto che la consistenza dei depositi in euro-monete diverse dal dollaro è di gran lunga più modesta. A parte il dollaro, si hanno

statistiche su sei euro-monete: il marco tedesco, il franco svizzero, la sterlina inglese, il fiorino olandese, il franco francese e la lira italiana. Ciò significa che le banche dei paesi europei diversi da quello in cui ciascuna moneta è moneta nazionale raccolgono depositi in tali monete. L'insieme dei depositi nelle sei monete ammontava nel dicembre 1969 a solo il 18% del totale degli euro-depositi; i depositi in euro-marchi raggiungevano l'8,3%, mentre quelli in euro-sterline, euro-fiorini, euro-franchi francesi ed euro-lire erano appena il 2,6%. Il peso preminente dell'eurodollaro e l'importanza dei problemi connessi con la bilancia dei pagamenti e con l'indebitamento all'estero degli Stati Uniti bastano, credo, a giustificare la limitazione del nostro esame.

Fritz Machlup