

Moltiplicazione e creazione di credito sul mercato dell'eurodollaro

Nel suo articolo sulla « storia misteriosa » del mercato dell'eurodollaro (1) il prof. Machlup è stato molto severo nei confronti delle tesi correnti sul *modus operandi* di questo nuovo e importante mercato e ha asserito che i contrasti d'opinione in materia sono in larga parte dovuti a difetti di chiarezza concettuale. « Gli stessi esperti — egli osserva — 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 ». Com'è suo costume, il prof. Machlup s'impegna nell'elaborazione di un sistema concettuale. Ma, se il valore dei contributi da lui dati al pensiero economico in altri campi è indubbio, parecchie delle idee e conclusioni che presenta in questa circostanza mi sembrano discutibili; non perché vi siano carenze nelle sue capacità di analisi, ma perché l'analisi stessa poggia su presupposti poco rispondenti alla natura ed al funzionamento del mercato dell'eurodollaro. La costruzione analitica presentata, pur avendo coerenza logica, in alcune parti è molto discosta dalla realtà del mercato dell'eurodollaro, forse perché il Machlup, al pari di altri studiosi prima di lui, nel trattare l'argomento si è lasciato un po' troppo influenzare dall'immagine del sistema bancario statunitense.

In tale sistema, le passività delle banche commerciali costituiscono la componente preminente dei mezzi di pagamento a disposizione dell'economia. A parte le riserve obbligatorie, le fuoriuscite di fondi dal sistema sono quindi ridotte e la capacità autonoma del settore bancario di creare credito è corrispondentemente elevata. Espandendo il credito le banche contribuiscono ad accrescere la domanda globale e la circolazione del reddito, e l'accresciuta circolazione del

(1) In questa Rivista, p. 249 segg.

reddito si riflette a sua volta sulle passività monetarie delle banche e costituisce la base di un ulteriore ciclo di espansione creditizia, e così via.

Il presente scritto è permeato dal convincimento che l'analogia con un sistema bancario del tipo statunitense — sulla quale il Machlup sembra fondare la propria costruzione concettuale e le proprie analisi — impedisce di cogliere alcune delle caratteristiche fondamentali del mercato dell'eurodollaro. Nei paragrafi seguenti cercherò pertanto di mostrare come il modello di un'endogena creazione di credito in un sistema bancario nazionale relativamente chiuso debba essere modificato per giungere a una valutazione più realistica del potenziale creativo del mercato dell'eurodollaro.

Nel primo paragrafo sosterrò che il sistema dell'eurodollaro, in relazione alla sua capacità di creazione creditizia, può essere tutt'al più assimilato ad una singola banca di dimensioni relativamente modeste operante nell'economia statunitense, e non all'intero sistema bancario degli Stati Uniti. Il secondo paragrafo rileverà che il grosso delle passività in dollari delle eurobanche verso non-banche non ha forma di conto corrente e si soffermerà a considerare le implicazioni di ciò sulla capacità creativa delle eurobanche. Il terzo paragrafo sottolineerà come il sistema dell'eurodollaro costituisca un mercato interbancario che pone a contatto i diversi sistemi bancari nazionali. Il quarto paragrafo cercherà di dimostrare che l'analisi tradizionale del moltiplicatore ed il concetto di depositi primari non sono strumenti adeguati per trattare delle implicazioni creditizie di flussi internazionali di capitali e proporrà alcune vie alternative. Il quinto paragrafo considererà alcuni aspetti peculiari dell'analisi del prof. Machlup sulle conseguenze derivanti alla bilancia dei pagamenti dai flussi di eurodollari. Nell'ultimo paragrafo mi soffermerò brevemente sul concetto di dimensione del mercato dell'eurodollaro.

I. Circuiti chiusi e circuiti aperti

A differenza delle passività delle banche commerciali statunitensi, le passività in dollari delle eurobanche non compongono un circuito monetario relativamente chiuso. Come è indicato dalle statistiche della Banca dei Regolamenti Internazionali, i detentori di eurodollari sono sparsi in tutto il mondo e non può ritenersi che un'autonoma espansione dei crediti in eurodollari conduca senz'altro ad un aumento dei redditi monetari delle imprese e degli individui

che mantengono sotto forma di depositi in eurodollari i propri fondi di cassa. Anche se accogliessimo l'ipotesi irrealistica che il grosso dei depositi in eurodollari tenuti da non-banche venisse utilizzato per esigenze di pagamenti correnti, i depositi in eurodollari rappresenterebbero soltanto una piccola frazione dello *stock* mondiale di moneta.

Di qui l'esigenza di assimilare la posizione del mercato dell'eurodollaro nell'economia mondiale non a quella del sistema bancario degli Stati Uniti nell'economia statunitense, ma a quella di una singola banca commerciale di dimensioni modeste, con la limitazione ulteriore che i suoi depositanti non siano concentrati in una sola area geografica, ma ampiamente distribuiti in tutti gli Stati Uniti. Mentre il sistema bancario degli Stati Uniti, globalmente considerato, ha praticamente il monopolio della moneta di deposito nell'economia statunitense, la singola banca deve competere con le altre banche per procurarsi fondi (alla stessa maniera che il mercato dell'eurodollaro deve competere con i settori creditizi nazionali dei diversi paesi). E mentre la capacità di creazione creditizia del sistema bancario — prescindendo dai deflussi di fondi all'estero — è limitata soltanto dal deflusso di fondi nelle riserve obbligatorie e nella massa di contante in circolazione, la possibilità della singola banca di espandere i propri crediti in misura superiore alla consistenza delle proprie riserve liquide è strettamente circoscritta dal deflusso di fondi verso altre banche del sistema. La capacità di espandere autonomamente i propri crediti in misura multipla rispetto alle proprie riserve liquide è attribuito esclusivo del sistema bancario globalmente considerato. La singola banca è in grado di « creare » credito solo di pari passo con le altre banche del sistema; l'aumento indotto nei depositi e nei crediti si realizza certamente, ma a prevalente vantaggio delle altre banche del sistema.

Ciò significa che un'autonoma espansione dei crediti in eurodollari può sì produrre una considerevole espansione indotta dei depositi e dei crediti bancari ma in misura prevalente al di fuori del mercato dell'eurodollaro, a vantaggio dei settori creditizi nazionali. Si ipotizzi, ad esempio, che il 4 per cento di ogni aumento della consistenza mondiale della moneta di deposito assuma la forma di accresciuti saldi in eurodollari (del tipo in conto corrente) e che un'espansione autonoma di crediti in eurodollari, poniamo, per un milione di dollari determini in media un'espansione indotta di 2 milioni di dollari nei depositi in conto corrente: solo il 4 per cento

— cioè 80.000 dollari — dell'espansione indotta potrà assumere la forma di un aumento di saldi in eurodollari. Il che significa che, se anche tutte le eurobanche aumentassero simultaneamente i propri crediti in dollari, soltanto l'8 per cento delle erogazioni creditizie attuate potrebbe da esse essere recuperato sotto forma di aumento delle passività di deposito in dollari (2). Il fatto che l'attività delle eurobanche possa avere rilevanti effetti sull'offerta complessiva di credito in moneta sia nazionale sia estera non implica affatto che il sistema dell'eurodollaro disponga di un poderoso potenziale endogeno di creazione creditizia.

Coloro che attribuiscono una maggiore portata al moltiplicatore fondano spesso la propria tesi sul fatto che gran parte dei crediti in eurodollari vengono erogati a grosse imprese internazionali che presumibilmente tengono sotto forma di depositi in dollari presso eurobanche una considerevole quota dei fondi operativi. Ma affinché esista un vero effetto moltiplicativo, non ha importanza che le aziende beneficiarie di prestiti tengano i fondi operativi presso eurobanche; importa soltanto che le imprese e gli individui che ricevono (direttamente o indirettamente) pagamenti con i proventi dei prestiti stessi seguano tale prassi. Sembra che i crediti in eurodollari concessi a grandi società internazionali per lo più sono usati come capitale d'esercizio e non c'è motivo di ritenere che vengano prevalentemente impiegati per effettuare pagamenti ad altre grandi società internazionali. D'altra parte, affinché esista un vero effetto moltiplicativo, non è affatto necessario assumere (come sembra faccia il Machlup nel suo articolo) che i proventi dei prestiti in eurodollari vengano utilizzati solo per pagamenti a residenti dell'area europea soggetta a rilevazioni statistiche (cioè ai residenti dei paesi le cui banche pos-

(2) Possiamo rilevare che l'esempio numerico ora indicato è in armonia con l'ampiamente citata e spesso malintesa affermazione del Klopstock secondo la quale «... il moltiplicatore delle eurobanche sembra essere molto basso, ad un livello che sta probabilmente tra 0,50 e 0,90» (*The Euro-dollar Market: Some Unresolved Issues*, «Essays in International Finance», n. 65, p. 8, Princeton, marzo 1968). Il Klopstock, come ci ha personalmente chiarito, intendeva affermare che un aumento autonomo di 100 milioni nei depositi in eurodollari poteva portare a un aumento totale di 60-90 milioni nei crediti in eurodollari, escludendosi dai «crediti» (diversamente da noi) i prestiti concessi da filiali bancarie all'estero alle proprie banche madri statunitensi, le riserve mantenute negli Stati Uniti a fronte dei depositi in eurodollari e i saldi delle giacenze per uso di transazione tenute negli Stati Uniti. Attenendosi alle sottintese valutazioni del Klopstock sull'entità dei deflussi, si ottiene un moltiplicatore dei depositi che si aggira tra 1,05 e 1,09 (il che significa che ad un aumento autonomo di 100 milioni nei depositi in eurodollari consegue un ulteriore aumento di 5-9 milioni).

sono considerarsi i principali intermediari del mercato dell'eurodollaro) o siano direttamente ridepositati presso eurobanche. I possessori di depositi in eurodollari sono disseminati in tutto il mondo; ed è probabile che i proventi dei prestiti siano dapprima convertiti in monete nazionali, quindi riconvertiti in dollari e solo in seguito collocati sul mercato dell'eurodollaro. Lasciando per il momento da parte gli interventi delle autorità monetarie, ciò che si richiede affinché esista un effetto moltiplicativo (per quanto modesto) è che i prestiti in eurodollari contribuiscano su base mondiale ad accrescere la domanda totale e la circolazione del reddito e che parte di questa accresciuta circolazione del reddito si rifletta in un'accresciuta consistenza di conti correnti presso le stesse eurobanche.

Il fatto che una singola banca sia generalmente in grado di « creare » credito solo in parallelo con le altre banche del sistema non esclude naturalmente la possibilità di notevoli differenze nei tassi di espansione delle varie banche. Ma prescindendo da influssi regionali o settoriali, siffatte differenze nei ritmi di crescita rispecchiano diversi gradi di competitività, cioè la diversa capacità di attrarre fondi da altre banche, e hanno poco che fare con autonomi poteri creativi. Nel nostro caso la capacità del sistema dell'eurodollaro di competere con i settori creditizi « convenzionali » deriva non solo dalla sua efficienza e dalla sua natura di mercato all'ingrosso, ma anche da differenze di regolamentazione per ciò che riguarda le riserve obbligatorie, i tassi d'interesse, ecc. (Nel suo articolo, il Machlup stesso ne fa un'interessante rassegna.) A parte la novità e la comodità dei servizi offerti, è soprattutto con questa ottica che bisogna analizzare la rapidissima crescita del sistema dell'eurodollaro e la crescita molto meno rapida dei tradizionali settori creditizi dei singoli paesi.

In ogni caso, a differenza di quanto asserito dal Machlup, il fatto che la consistenza del credito in essere sul mercato dell'eurodollaro non abbia mai presentato flessioni di qualche durata non può essere preso come elemento probante dell'esistenza di un autonomo potere creativo nel sistema dell'eurodollaro. In tempi di rapida espansione economica e di inflazione strisciante, anche singole banche nella maggior parte dei sistemi bancari nazionali beneficiano di una continua lievitazione delle loro voci di bilancio, pur restando soggette a influenze cicliche e a modificazioni di struttura in misura maggiore che il mercato dell'eurodollaro, che presenta un'ampia diversificazione internazionale e operativa.

Si può aggiungere, quasi come annotazione, che in un articolo più recente (3) (apparso quando questo articolo era terminato) il prof. Machlup cerca di fornire prove statistiche della moltiplicazione endogena di eurodollari. Assumendo una cifra di 19,2 miliardi di dollari come flusso 1969 di dollari « da conti presso banche esterne a conti presso banche interne » (cioè appartenenti ai paesi europei che forniscono statistiche) (4) ed escludendo che il grosso di questi conti possa essere derivato da un concomitante disavanzo della bilancia dei pagamenti statunitense o da esportazioni di capitali dagli Stati Uniti, il prof. Machlup pretende di dimostrare che « forse più di una metà di tutti gli eurodollari oggi esistenti sono stati "confezionati" in Europa » (5). Questa impostazione sembra però in parte basata su un'errata interpretazione delle statistiche. In primo luogo, la cifra di 19,2 miliardi di dollari, evidentemente desunta dal rapporto annuale presentato dalla Banca dei Regolamenti Internazionali nel giugno 1970, si riferisce all'aumento totale delle passività delle banche europee « interne » di fronte a « non residenti » — termine che ovviamente comprende anche soggetti residenti negli altri paesi dell'area « interna »: per esempio, nel caso delle banche inglesi, residenti in Francia, Germania, e via dicendo. La tabella di pag. 156 del Rapporto BRI indica che il grosso di questi 19,2 miliardi di dollari proveniva dall'area interna europea e che soltanto 7,2 miliardi di dollari, ossia meno della metà della cifra del prof. Machlup, proveniva dall'area esterna. In secondo luogo, come la BRI ha ripetutamente affermato nei suoi rapporti annuali, le statistiche da cui è desunta la cifra di 19,2 miliardi di dollari sono in larga misura gonfiate dai doppi conteggi che intervengono quando i flussi di credito in dollari passano attraverso più di una banca dell'area « interna » lungo il loro viaggio dai fornitori originari agli utilizzatori ultimi. Lo stesso prof. Machlup aveva osservato (nell'articolo pubblicato in questa Rivista) che tale forma di rideposito non può essere considerata come creazione multipla di credito. Infine, anche dopo aver eliminato i doppi conteggi, una notevole parte dell'importo rimanente riflette flussi di capitali all'esterno degli Stati Uniti; e tali flussi, come ogni altro flusso creditizio fra oppure entro paesi diversi dagli Stati Uniti, non importa

(3) *The Magicians and Their Rabbits*, in «The Morgan Guaranty Survey», maggio 1971.

(4) Ossia banche del Belgio-Lussemburgo, della Francia, della Germania, dell'Italia, dell'Olanda, della Svezia, della Svizzera e del Regno Unito.

(5) Op. cit., pp. 8-10.

in quale valuta, sono in larga misura indipendenti dalla situazione della bilancia dei pagamenti statunitense. Ma anche se tutti i fondi fossero stati prestati agli Stati Uniti, essi potrebbero essere finanziati con dollari provenienti da passati disavanzi della bilancia dei pagamenti statunitense o con altra attività di riserva. Pertanto, il fatto che il flusso di nuovi fondi attraverso il mercato non sia derivato da un simultaneo disavanzo della bilancia dei pagamenti statunitense o da un deflusso di capitale dagli Stati Uniti non significa affatto che i fondi stessi debbano essere prodotti dal potere moltiplicativo endogeno del mercato.

E' da sottolineare che il mio dissenso dal prof. Machlup in questo paragrafo è un dissenso di grado piuttosto che un dissenso « categorico ». Il prof. Machlup non nega che vi siano notevoli fughe dal mercato, come io non nego che vi possa essere qualche effetto moltiplicativo endogeno. Più profondo è il distacco rispetto a due recenti contributi del dottor Carli e di Fratianni-Savona (6), nei quali l'analogia della creazione multipla di credito in un sistema bancario nazionale è portata molto oltre il punto che probabilmente lo stesso prof. Machlup potrebbe indicare.

Qui non è possibile rendere piena giustizia a questi due contributi. Fratianni e Savona sembrano in sostanza misurare il potenziale endogeno di creazione creditizia del mercato dell'eurodollaro prendendo come moltiplicatore l'inverso del rapporto fra quelle attività delle eurobanche sugli Stati Uniti che hanno il carattere di riserve liquide e tutte le altre attività in eurodollari — anche se tengono conto dell'effetto che un aumento dei depositi in eurodollari potrebbe avere sui tassi del credito in eurodollari e pertanto sull'entità del suddetto « rapporto di riserva ». Come risultato essi giungono ad un moltiplicatore di 7 per la fine del 1964 e di 3 per la fine del 1969; dopo i grossi rimborsi da parte delle banche americane nel periodo 1970-71 il loro moltiplicatore dovrebbe ora addirittura superare il valore indicato per il 1963. Ciò implicherebbe che il potenziale moltiplicativo endogeno del mercato dell'eurodollaro è superiore a quello del sistema bancario statunitense! Lo stesso prof. Machlup respinge questo tipo di ragionamento. Da parte mia aggiungerei solo che la validità del suddetto approccio presupp-

(6) GUIDO CARLI, *Euro-dollars: A Paper Pyramid?*, in «Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review», giugno 1971; M. FRATIANNI e P. SAVONA, *La creazione di eurodollari: soluzione di un enigma*, in questa stessa Rivista, marzo 1971.

porrebbe che i dollari tenuti dalle eurobanche negli Stati Uniti per scopi di riserva sono la sola forma di « fuga » dal mercato stesso; e ciò a sua volta implicherebbe che il solo tipo di moneta usato nel mondo è costituito da depositi in eurodollari e che non vi sono monete nazionali, non banconote, non monete metalliche in circolazione!

Ad onta del titolo scelto, il contributo del dott. Carli mi sembra valido come analisi dei potenziali effetti inflazionistici di un disavanzo della bilancia dei pagamenti statunitense piuttosto che come esame del potere moltiplicativo endogeno del mercato dell'eurodollaro. Di fatto, le raccomandazioni del dott. Carli ai fini del controllo dell'impatto inflazionistico del mercato sono tutte, salvo una (che riguarda l'imposizione di rapporti di riserva obbligatoria sull'attività delle banche in eurodollari), misure atte a ridurre il disavanzo della bilancia dei pagamenti americana. Talché il mercato dell'eurodollaro — a parte il fatto di accrescere in certi periodi il disavanzo dei conti con l'estero americani — entra nel quadro soltanto quando il dottor Carli asserisce che gli effetti espansionistici di un disavanzo della bilancia dei pagamenti statunitense hanno probabilità di essere più sensibili quando i dollari derivanti dal disavanzo stesso sono collocati nel mercato dell'eurodollaro che non quando sono convertiti in valute nazionali. Come spiegazione il dott. Carli osserva che, a differenza di prestiti in moneta estera, l'espansione del credito in moneta nazionale è soggetta al controllo della banca centrale. A prescindere dal fatto che le banche centrali possono assoggettare l'attività bancaria in valuta estera alle stesse norme che disciplinano l'attività in valuta nazionale, la suddetta spiegazione non mi sembra del tutto soddisfacente per i seguenti motivi. Le eurobanche possono usare i nuovi fondi in questione soltanto in due modi. O li tengono negli Stati Uniti, come hanno fatto in larga misura nel 1969, e in tal modo contrastano l'impatto inflazionistico del disavanzo delle altre voci della bilancia dei pagamenti statunitense. Oppure li prestano al di fuori degli Stati Uniti, e in tal caso si verificherà, in generale, una conversione in valute nazionali, cosicché potranno trovare applicazione le possibilità accennate dal dott. Carli di controllarne le ripercussioni monetarie. L'eventualità che i dollari possano restare a far parte di una circolazione del reddito in eurodollari fuori dagli Stati Uniti mi sembra, per questi motivi e per altri che accennerò nel prossimo paragrafo, molto remota.

Con ciò, ovviamente, non voglio negare che aumentando i flussi di fondi da aree a credito facile verso aree con strette creditizie, provocando in certi periodi un deflusso netto di capitali dagli Stati Uniti, attraendo depositi di banche centrali, intensificando la concorrenza interbancaria, rendendo più facile l'aggiramento di massimali, di obblighi di riserva, di misure di controllo sui sistemi bancari nazionali, il mercato dell'eurodollaro possa spesso accentuare l'espansione del credito (queste relazioni saranno esaminate nel paragrafo IV); ma ciò è ben diverso dall'asserire che le banche del mercato dell'eurodollaro, prese nel loro insieme, possono in larga misura creare le loro proprie risorse espandendo semplicemente i loro crediti.

II. Intermediazione creditizia e creazione creditizia

Anche l'assimilare il ruolo delle eurobanche entro l'economia mondiale a quello di una singola banca commerciale nell'ambito di un'economia nazionale chiusa non è pienamente valido, dato che i depositi in eurodollari, a differenza di quelli presso le banche commerciali statunitensi, non vengono correntemente usati come mezzo di pagamento. A parte qualche eccezione, non si possono trarre assegni sui depositi in eurodollari; per essere utilizzati nei pagamenti, è necessario che tali depositi siano prima convertiti in depositi presso banche situate negli Stati Uniti. Questo aspetto è d'importanza fondamentale per comprendere correttamente le caratteristiche operative del sistema dell'eurodollaro; esso implica che l'acquisizione di un deposito in eurodollari è sotto molti riguardi più vicino ad un investimento in buoni del Tesoro, in carta commerciale o in certificati di deposito che non al possesso di un deposito a vista infruttifero presso una banca degli Stati Uniti.

La natura di strumenti del mercato monetario propria dei depositi in eurodollari è confermata dalla loro forma standardizzata e dalla loro anonimità. Al pari di altre attività del mercato monetario, la « liquidità » dei depositi in eurodollari aiuta gli investitori a ridurre al minimo i fondi d'esercizio infruttiferi o poco fruttiferi; ma non per questo si può considerarli disponibilità di conto corrente. Ed è principalmente con gli altri strumenti del mercato monetario (compresi i certificati di deposito) che i depositi in eurodollari devono competere, non con i depositi a vista infruttiferi degli Stati Uniti. I certificati di deposito e la carta commerciale degli Stati Uniti

— strumenti negoziabili — sono più liquidi dei depositi in eurodollari di corrispondente scadenza, come è in parte comprovato dai più alti saggi d'interesse di cui questi ultimi fruiscono.

Contrariamente a quanto sostiene il Machlup, pertanto, i depositi in eurodollari implicano un consapevole atto di prestito, nel senso che comportano la conversione di moneta in un'attività finanziaria che non può essere usata come tale per pagamenti, e che bisogna riconvertire in moneta se un'esigenza di pagamento si presenta. Ciò è vero anche per il grosso dei depositi a vista posseduti da non-banche, che, peraltro, presso le eurobanche di Londra ammontano a meno del 5 per cento delle passività complessive. Non si intende con questo asserire che i depositi in eurodollari non fungono in alcun caso da disponibilità di conto corrente, ma che questa funzione è relativamente insignificante nel sistema dell'eurodollaro. Dopo una recente visita alle eurobanche di Londra, il Klopstoch ha concluso che « i depositi aventi natura di conto corrente sono una frazione trascurabile delle passività complessive in dollari... C'è a Londra qualche abuso nell'uso di depositi *on call* come se fossero conti correnti, ma si tratta di casi non frequenti » (7). Va inoltre rilevato che i dati statistici sulle fonti non bancarie, forniti dalla Banca dei Regolamenti Internazionali nelle stime sulle dimensioni del mercato dell'eurodollaro, includono un notevole volume di fondi ricevuti da banche in amministrazione fiduciaria e da queste ultime investiti per conto, e quindi a rischio, dei rispettivi clienti. Depositi di questo tipo sono ben diversi da saldi di conto corrente.

Il fatto che i depositi in eurodollari rispondano ad esigenze di investimento più che di pagamento e siano una componente della circolazione finanziaria più che di quella del reddito ha importanti implicazioni per la capacità di creazione creditizia delle eurobanche. Si ipotizzi, per semplicità, che esistano soltanto due gruppi di banche: le « banche commerciali », le cui passività hanno natura di moneta e le « casse di risparmio », le cui passività soddisfano esigenze d'investimento e non possono essere utilizzate per pagamenti senza prima essere trasformate in depositi presso banche commerciali.

Un vero effetto di moltiplicazione creditizia si verifica soltanto nella misura in cui l'utilizzo dei crediti determina un aumento della circolazione del reddito (non importa se reale o monetario), che si

(7) Da una lettera personale indirizzata all'autore.

riflette in un incremento dei depositi presso le « banche commerciali » e fornisce la base per un nuovo ciclo di creazione creditizia. Può esserci, naturalmente, anche un'espansione indotta nei depositi presso le « casse di risparmio », nella misura in cui l'aumento dei redditi monetari derivante dall'accresciuta circolazione del reddito provoca la formazione di maggiori risparmi che in parte confluiscono presso le « casse di risparmio ». Non sarebbe tuttavia corretto considerare l'attività delle « casse di risparmio » come componente del processo di moltiplicazione creditizia, dato che le « casse » riprendendo fondi non accrescono la circolazione del reddito, ma impediscono solo un deflusso dalla circolazione stessa; in un certo senso, le « casse di risparmio » sono solo « intermediari », essendo i crediti « creati » dai loro depositanti, cioè dagli stessi risparmiatori. Ben diversa è la situazione nel caso delle « banche commerciali ». I fondi presso di esse depositati non escono dalla circolazione del reddito ma ne rimangono parte; e come il Machlup sottolinea, il fare questi depositi non implica un consapevole atto di prestito; non si tratta di crediti nel senso consueto del termine. Quando pertanto le « banche commerciali » danno a prestito questi fondi, creano credito e aumentano la circolazione del reddito.

Come la maggior parte delle altre banche, le eurobanche combinano elementi propri delle « banche commerciali » e delle « casse di risparmio », ma nella loro attività in eurodollari predomina l'elemento « cassa di risparmio ». Ciò è certo vero per tutti i fondi ottenuti in amministrazione fiduciaria e per tutti i depositi direttamente acquisiti da individui sul mercato; ed è vero anche per gran parte dei conti in eurodollari accesi da imprese, le quali usano depositi in eurodollari soprattutto come surrogato di altre attività del mercato monetario. In effetti, a fine settembre 1970, su un complesso stimato di depositi in dollari di 16 miliardi tenuti da non-banche (compresi i fondi in amministrazione fiduciaria gestiti da banche) presso le banche dei paesi europei che forniscono statistiche, al massimo 45 miliardi potevano considerarsi come rispondenti ad esigenze di pagamento piuttosto che di investimento. Si tratta di una piccola frazione dello stock mondiale di moneta; e se si guarda soltanto alle passività in dollari delle eurobanche a fronte di non-banche, sembra lecito asserire non solo che il sistema dell'eurodollaro possiede un potenziale autonomo di moltiplicazione creditizia molto modesto, ma anche che il contributo del mercato alla « creazione creditizia » (diver-

samente dall'«intermediazione») totale non è importante (8). Prima di arrivare a conclusioni definitive, tuttavia, dobbiamo abbandonare l'analogia con un sistema bancario nazionale e procedere, nei due paragrafi seguenti, all'esame delle funzioni di intermediazione interbancaria internazionale svolte dal mercato dell'eurodollaro, delle relative ripercussioni sui flussi internazionali di capitale e degli effetti degli interventi di banche centrali.

III. Il carattere interbancario del mercato

Fin qui ho seguito la linea del Machlup e trascurato gli aspetti interbancari del mercato dell'eurodollaro. E' tempo di fare un passo d'avvicinamento alla realtà. Un punto importante è che il mercato dell'eurodollaro opera anzitutto e soprattutto come anello di congiunzione tra i diversi sistemi creditizi nazionali; di conseguenza il grosso delle passività e attività in dollari delle eurobanche verso l'esterno è con altre banche, mentre i depositi intestati e i prestiti concessi a non residenti non-banche sono piuttosto l'eccezione. A fine settembre 1970, oltre l'80 per cento delle passività e attività esterne in dollari delle banche degli otto paesi europei che forniscono statistiche sulle eurovalute era con altre banche. Compensare queste posizioni interbancarie o metterle da parte in quanto irrilevanti (come sembra proporre il Machlup) darebbe un'immagine del tutto manchevole del mercato, per ciò che riguarda non solo le sue implicazioni per la bilancia dei pagamenti e le riserve valutarie, ma anche la sua incidenza sulla distribuzione internazionale del credito e sulla creazione creditizia. Certo, se si cercasse di misurare la consistenza mondiale della moneta di deposito o presentare un bilancio consolidato che indicasse la funzione intermediatrice di tutte le banche del mondo in tutte le valute, tutte le posizioni interbancarie, comprese quelle del sistema dell'eurodollaro, dovrebbero essere compensate. Ma se si vuole porre in risalto, come nel caso delle statistiche sull'eurodollaro, la funzione intermediatrice delle sole eurobanche, sono soltanto i depositi interbancari dell'area di rilevazione statistica che debbono essere in certa misura compensati, mentre l'ottenimento

(8) Per un'eccellente disamina degli effetti moltiplicativi sul mercato dell'eurodollaro, si veda anche F. H. KLOPSTOCK, *Money Creation in the Euro-dollar Market - A Note on Professor Friedman's Views*, «Monthly Review of the Federal Reserve Bank of New York», gennaio 1970.

e l'erogazione di fondi rispettivamente da e a banche esterne sono parte essenziale e integrale delle funzioni di mercato monetario e creditizio internazionale proprie del mercato dell'eurodollaro. Anche per quanto concerne l'area «interna» (di rilevazione statistica) è necessario tener conto delle funzioni delle banche come erogatrici ed utilizzatrici di fondi. La sola cosa da eliminare è la duplicazione che nasce dai successivi passaggi di fondi da una banca all'altra entro l'area interna prima che siano prestati agli utilizzatori finali; dato che ciascuna banca rileva le proprie attività e passività, la semplice sommatoria implicherebbe che un'unica erogazione creditizia viene conteggiata più volte tra le attività e le passività in eurodollari (9). Il che peraltro non si verifica nella misura in cui siano le banche stesse a creare eurodollari convertendo (con o senza copertura a termine) valuta nazionale o di un terzo paese in dollari oppure a consumare eurodollari convertendoli in moneta nazionale o di un terzo paese. Ad esempio, si consideri un flusso di dollari (direttamente o con l'interposizione di altre banche) dalla banca X alla banca Y (entrambe dell'area «interna»), con X che fornisce i fondi mediante una conversione di moneta nazionale in dollari e Y che usa i dollari convertendoli in moneta nazionale. Se la posizione interbancaria tra le due banche fosse completamente eliminata, e niente fosse ad essa sostituito, questo flusso di euro-credito non si rifletterebbe affatto nelle statistiche dell'eurodollaro. La soluzione ovvia è pertanto quella di includere la conversione in dollari della banca X tra le fonti di eurodollari e la conversione della banca Y in altra moneta tra gli usi relativi. (Questo in effetto è il principale significato da attribuire alle indicazioni «fonti bancarie» e «usi» che compaiono nella tavola sulle «dimensioni nette del mercato dell'eurodollaro» nelle Relazioni annuali della Banca dei Regolamenti Internazionali.)

(9) Analoga situazione si verifica allorché i fondi vengono ceduti in prestito a banche dell'area «esterna» e da queste ultime vengono poi ridepositati presso banche dell'area «interna». Questi flussi circolari, benché tendano ad inflazionare le rilevazioni della Banca dei Regolamenti Internazionali sulle dimensioni del mercato dell'eurodollaro, non possono certo considerarsi componenti di un vero processo moltiplicativo, poiché in sostanza non accrescono l'offerta totale di credito a non-banche. Essi dovrebbero quindi essere eliminati. Tuttavia siffatta eliminazione è statisticamente impossibile non essendo disponibili dati particolareggiati. D'altra parte, come cercheremo di dimostrare nel prossimo paragrafo, niente legittima a ritenere che un aumento nel bilancio consolidato complessivo del mercato dell'eurodollaro, con attività e passività a fronte tanto di banche quanto di non-banche, implichi un corrispondente aumento dell'offerta mondiale complessiva di credito a non-banche.

In definitiva, se si vuole un quadro soddisfacente delle funzioni del mercato dell'eurodollaro, è necessario che ciascun credito in essere presso le eurobanche debba comparire una ed una sola volta sia tra le fonti sia tra gli usi di eurodollari. L'unico modo possibile di raggiungere l'intento è quello di annotare tutte le posizioni a fronte dell'area « esterna » (non sono disponibili dati distinti per banche e non-banche) e di annotare per l'area « interna » solo le posizioni riguardanti non-banche e quelle banche che (nel senso sopra richiamato) debbano considerarsi fornitrici originarie ed utilizzatrici finali di eurodollari.

Anche nel bilancio consolidato così ottenuto, le posizioni a fronte di banche saranno predominanti. Il che non significa che il grosso dell'attività delle eurobanche sia irrilevante dal punto di vista economico. In effetti — e qui siamo in pieno contrasto con il Machlup — non ha importanza che le eurobanche prendano a prestito da o prestino direttamente a non-banche oppure agiscano con l'interposizione di altre banche. Se si considera, ad esempio, un deflusso di capitale dal paese A per il tramite di eurobanche al paese B, poco importa con riguardo alla bilancia dei pagamenti (a parte le complicazioni statistiche) o alle ripercussioni sulla base monetaria dei due paesi se siano le banche dei paesi A e B a prestare o a prendere in prestito i fondi o se siano le non-banche a farlo direttamente.

D'altra parte, come nel caso di depositi di non-banche, si potrebbe pensare che parte delle « fonti bancarie » di eurodollari derivino dall'attività di prestito delle eurobanche medesime; si avrebbe pertanto un effetto di moltiplicazione creditizia nella misura in cui queste « fonti bancarie » di eurodollari abbiano come contropartita, tra le poste di debito delle banche fornitrici, passività di conto corrente (in moneta nazionale) verso non-banche. Per esemplificare, si ipotizzi che le eurobanche prestino a residenti del paese B e che costoro convertano in moneta nazionale i dollari ottenuti; il conseguente aumento nella circolazione del reddito si rifletterà in un aumento delle passività di conto corrente delle banche del paese B, le quali a loro volta potrebbero riconvertire in dollari parte di questi fondi e collocarli presso eurobanche, fornendo la base per un ulteriore ciclo di espansione creditizia.

L'effettiva importanza pratica di questo tipo di effetto moltiplicativo può essere dubbia. Cionondimeno, il punto da tener presente è che possibilità di moltiplicazione traggono origine tanto

da fonti bancarie quanto da fonti non-bancarie di eurodollari. La spiegazione sta nel fatto che anche i fondi erogati ed utilizzati dalle banche provengono da, e sono alla fine prestati a non-banche. Dire che le eurobanche si procurano fondi presso banche e li riprestano a banche equivale a dire che non si conoscono i fornitori non-banche originari e gli utilizzatori non-banche finali. Una banca, ad esempio, che trasformi in moneta nazionale gli eurodollari avuti in prestito, immette i fondi così ottenuti nel suo pool di riserve liquide, ed è impossibile distinguere quali prestiti in moneta nazionale siano con essi finanziati. Se poi si tratta di una banca al di fuori dell'area « interna » europea, non è neppure possibile accertare se presta dollari direttamente a non-banche o se li converte prima in moneta nazionale.

Semmai, si potrebbe osservare che il bilancio consolidato che la Banca dei Regolamenti Internazionali cerca di comporre per stimare le « dimensioni nette del mercato dell'eurodollaro » non dà pieno risalto alle funzioni di mercato monetario internazionale ed interbancario svolte dal mercato dell'eurodollaro. Le operazioni di rideposito tra banche, accompagnandosi di solito con una « trasformazione » delle scadenze, tendono ad accrescere la liquidità del settore non-bancario e quindi possono indirettamente accrescere la domanda totale. Nella misura in cui non si ha trasformazione di scadenze, le banche stesse possono sentirsi più liquide dal momento che tendono a considerare riserve liquide i propri depositi presso eurobanche e confidano al tempo stesso di poter prorogare i debiti verso altre banche. La risposta ovvia è che il bilancio consolidato dell'attività in eurodollari delle eurobanche non può da solo dare il quadro completo del mercato dell'eurodollaro. Occorre guardare anche alle posizioni lorde totali. In ogni caso, elidere indiscriminatamente tutte le posizioni interbancarie dell'area « esterna » ed « interna » o lasciarle da parte come irrilevanti impedisce di cogliere la vera natura del mercato dell'eurodollaro.

IV. Creazione creditizia e flussi internazionali di capitale

Finora ho implicitamente seguito la linea d'analisi del Machlup sotto un altro profilo: limitando l'esame delle implicazioni creditizie del mercato dell'eurodollaro al solo lato degli « usi » dei fondi. In effetti, prospettando l'esempio di un flusso di capitale dal paese A

al paese B per il tramite di eurobanche, il Machlup si limita a considerare i soli effetti espansivi che i prestiti delle eurobanche hanno sul paese B e trascura gli effetti restrittivi che le esportazioni di capitale (il trasferimento di fondi alle eurobanche) possono avere sul paese A. Anche questa lacuna va imputata alla tendenza del Machlup di assimilare il mercato dell'eurodollaro ad un sistema bancario nazionale e non — come sarebbe più appropriato — ad una singola banca di tale sistema. E' risaputo che ogni aumento dei depositi di un sistema bancario globalmente considerato accresce il potenziale creditizio delle banche; ma un aumento dei depositi di una singola banca incide sulla capacità creditizia complessiva delle banche solo se non deriva da fondi defluiti da qualche altra banca del sistema. Il concetto di depositi primari può solo essere impiegato per l'intero sistema e non giova all'analisi della crescita dei depositi di una singola banca del sistema. Ugualmente, per analizzare l'impatto del mercato dell'eurodollaro sull'offerta mondiale di credito e il suo potenziale moltiplicativo endogeno, sarebbe fuorviante il considerare come depositi primari (come sembra proporre il Machlup) ogni incremento nei depositi che non può attribuirsi all'attività di prestito del mercato stesso.

Ogni aumento del credito totale in essere nel mercato dell'eurodollaro va ricondotto all'uno o all'altro dei quattro seguenti tipi di flussi di capitale:

- a) un flusso di capitale dal resto del mondo agli Stati Uniti per il tramite delle eurobanche;
- b) un flusso di capitale dagli Stati Uniti al resto del mondo per il tramite delle eurobanche;
- c) un flusso di capitale tra terzi paesi per il tramite delle eurobanche;
- d) un flusso circolare da un dato paese alle eurobanche e da queste ultime al medesimo paese.

Consideriamo uno per uno questi quattro tipi di flussi di capitale.

a) Un flusso di capitale dal resto del mondo agli Stati Uniti per il tramite del mercato dell'eurodollaro di solito si attua con la conversione in dollari di moneta nazionale o di terzi paesi, il deposito dei dollari presso le eurobanche, e la cessione in prestito da parte delle eurobanche di questi fondi a residenti statunitensi,

banche o non-banche. In questa categoria rientrano anche i fondi ceduti in prestito dalle eurobanche al di fuori degli Stati Uniti, ma utilizzati per il finanziamento di transazioni (come importazioni dagli Stati Uniti o investimenti all'estero di imprese statunitensi) che altrimenti sarebbero state finanziate dagli Stati Uniti.

Al pari di ogni altro flusso di pagamenti (non importa in quale moneta) ad un paese con moneta di riserva, i prestiti in eurodollari agli Stati Uniti tendono a ridurre l'offerta totale di credito a non-banche. Gli è che nella misura in cui le banche centrali straniere finanziano le conseguenti perdite di riserve con dollari tenuti in forma di depositi presso banche statunitensi o di attività del mercato monetario statunitense (10), l'afflusso di capitale negli Stati Uniti non accresce la base monetaria del paese (a parte eventuali modificazioni nella distribuzione delle scadenze delle passività delle banche statunitensi ed eventuali variazioni nelle riserve obbligatorie); ed anche se le banche centrali attingessero alle proprie riserve auree, le autorità statunitensi di norma neutralizzerebbero l'effetto espansivo che gli acquisti di oro avrebbero sull'offerta interna di moneta. D'altra parte, il deflusso di capitale tende automaticamente a restringere l'offerta di credito nei paesi da cui promana. Pur potendo gli effetti restrittivi essere in parte neutralizzati dalle autorità monetarie, rimane il fatto che, nel caso di un flusso di capitale verso gli Stati Uniti, un incremento dei crediti in dollari in essere presso le eurobanche (non importa se le loro passività o attività siano a fronte di banche o non-banche) tende a ridurre l'offerta totale di credito a non-banche. Per gli stessi motivi, il « moltiplicatore dei depositi in eurodollari » tenderà ad avere effetti negativi, dato che, verificandosi una restrizione creditizia e un rallentamento nella crescita dell'offerta di moneta nel resto del mondo senza una corrispondente espansione negli Stati Uniti, questo tipo di flusso di eurodollari agirà da freno sullo sviluppo dei depositi in eurodollari.

Il fenomeno può essere assimilato a quanto succede in un sistema bancario nazionale quando un depositante non-banca trasferisce fondi dalla banca A alla banca B, e quest'ultima impiega i fondi ricevuti, per esempio, in titoli governativi e il governo se ne

(10) La questione delle riserve ufficiali depositate direttamente presso la Riserva federale, trattata a lungo dal Machlup, può essere trascurata; si tratta soltanto di fondi d'esercizio di consistenza irrilevante.

serve per ridurre l'indebitamento con la banca centrale. L'espansione del totale di bilancio della banca B si accompagna così con una riduzione della base monetaria dell'economia. Se la banca A aveva interamente investito i propri fondi, si vedrà costretta a richiamare parte dei prestiti concessi e darà il via ad un processo di contrazione multipla del credito, con possibili conseguenze riduttive anche sui depositi della banca B.

Si noti che le suddette conclusioni sono valide a prescindere dalla natura, di riserve o di investimenti, delle attività che le eurobanche possiedono a fronte degli Stati Uniti (sebbene il prof. Machlup e Fratianni-Savona pongano un certo accento su tale distinzione). Il punto cruciale è che un aumento dei prestiti in eurodollari agli Stati Uniti non porta a un rilevante aumento dell'offerta totale di credito a non-banche statunitensi; se fosse diversamente, un'espansione delle attività delle eurobanche verso gli Stati Uniti, anche se soltanto per fini di riserva, non si differenzerebbe da una concessione di prestiti ad altri paesi, salvo forse il fatto che la propensione marginale dei residenti statunitensi a tenere eurodollari (11) è inferiore a quella del resto del mondo. Similmente, da un punto di vista teorico, non ha rilevanza il fatto che il resto del mondo finanzia l'afflusso di capitale negli Stati Uniti con un simultaneo disavanzo di altre voci della bilancia dei pagamenti statunitense o con riserve prima accumulate; nel primo caso sarà impedito un effetto espansivo, nel secondo si avrà un effetto restrittivo.

I flussi di capitale verso gli Stati Uniti sono stati un aspetto dominante del mercato dell'eurodollaro in certi periodi del 1965, del 1966, del 1968 e del 1969.

b) Un flusso di capitale dagli Stati Uniti al resto del mondo per il tramite delle eurobanche si verifica allorché residenti o non-residenti degli Stati Uniti (banche o non-banche) trasferiscono dollari dagli Stati Uniti alle eurobanche e queste con i fondi acquisiti, previa oppur no una conversione in moneta nazionale o di un terzo paese, fanno prestiti al di fuori degli Stati Uniti (con esclusione del caso in cui i fondi siano impiegati per finanziare

(11) Da intendersi come percentuale di ogni incremento dei conti correnti che assume veste di depositi in eurodollari; o, con riguardo alle banche, come percentuale di ogni incremento delle loro passività di conto corrente verso non-banche che viene usata per impieghi in eurodollari.

transazioni che altrimenti sarebbero state finanziate dagli Stati Uniti). Un caso speciale che rientra in questa categoria, pur non essendo trattato come deflusso di capitale nelle statistiche sulle bilance dei pagamenti, è il trasferimento ad opera di istituzioni monetarie ufficiali di dollari dagli Stati Uniti al mercato dell'eurodollaro, ossia il collocamento di riserve ufficiali presso le eurobanche (12).

I flussi di capitale dagli Stati Uniti al resto del mondo tendono ad accrescere l'offerta complessiva di credito a non-banche. La logica, ma con segni inversi, è quella esposta per il flusso di tipo a); nella misura in cui le banche centrali straniere impiegano gli incrementi che si verificano nelle loro riserve in attività del mercato monetario statunitense, il deflusso di capitale non restringe la base monetaria degli Stati Uniti pur avendo effetti espansivi sulla base monetaria del resto del mondo. In questo caso, pertanto, un aumento del bilancio totale consolidato del mercato dell'eurodollaro tende ad accompagnarsi con un'espansione del credito globale a non-banche (lo stesso effetto, senza un autonomo aumento della consistenza del credito in essere sul mercato dell'eurodollaro, si ha quando, come nel periodo 1970-71, le eurobanche trasferiscono proprie attività dagli Stati Uniti al resto del mondo).

Di fatto, i trasferimenti privati o ufficiali di dollari dagli Stati Uniti alle eurobanche, a meno che non derivino dall'attività propria del mercato, si avvicinano al concetto di depositi primari in eurodollari proposto dal Machlup. Se tali fondi vengono nuovamente dati in prestito fuori degli Stati Uniti (come nell'ipotesi in oggetto), si attivano effetti moltiplicativi, seppur di portata limitata (per le ragioni esposte ai paragrafi I e II). L'entità del moltiplicatore sarà ulteriormente ridotta se i paesi importatori di capitale — come si è verificato nel periodo 1970-71 — neutralizzano gli effetti espansivi dell'afflusso di capitale sulla base monetaria interna. D'altra parte, può aversi uno speciale tipo di effetto moltiplicativo, che non ha corrispondente nei mercati nazionali, allorché, come nel periodo 1970-71, le banche centrali ridepositano presso eurobanche parte delle riserve ad esse affluite in conseguenza dei deflussi di

(12) Per una trattazione più sistematica degli effetti della partecipazione di banche centrali al mercato dell'eurodollaro rimando al mio studio *Some Theoretical Problems relating to the Eurodollar Market* (in «Essays in International Finance», n. 79, Princeton, 1970, pp. 12-14).

eurodollari dagli Stati Uniti. In questo caso le ripercussioni sulle riserve ufficiali e sulle basi monetarie sono più ampie del deflusso di capitale dagli Stati Uniti.

c) Un flusso di capitale dal paese A al paese B (entrambi diversi dagli Stati Uniti) per il tramite di eurobanche avrà sostanzialmente gli stessi effetti di un qualsiasi altro flusso di capitale, non importa in quale moneta, tra paesi terzi: la base monetaria e le riserve ufficiali tenderanno a ridursi nel paese esportatore di capitali e ad espandersi nel paese importatore. L'unica differenza inerente al fatto che i fondi transitano sul mercato dell'eurodollaro è che le banche statunitensi avvertiranno un momentaneo aumento delle passività di deposito a vista verso eurobanche, mentre nel caso di un flusso diretto di capitale dal paese A al paese B il trasferimento di passività ufficiali degli Stati Uniti dal conto della banca centrale di A a quello della banca centrale di B può essere diretto. L'incidenza che i flussi di eurodollari tra terzi paesi hanno sull'offerta totale di credito a non-banche è di meno agevole individuazione rispetto a quella dei flussi di capitale da e verso gli Stati Uniti. In condizioni normali, tuttavia, l'effetto netto tenderà ad essere espansivo dato che — supposta l'assenza di incertezze di cambio e di sensibili differenze internazionali nei tassi di inflazione — le differenze di rendimento che normalmente determinano un flusso di capitale dal paese A al paese B rispecchiano in genere un diverso grado di tensione creditizia. Il rallentamento dell'espansione creditizia interna derivante dal deflusso di capitale e dalla concomitante riduzione della base monetaria nel paese A sarà, di solito, inferiore all'accelerazione dell'espansione creditizia conseguente all'afflusso di capitale e all'incremento della base monetaria nel paese B. Si ipotizzi, per esempio, che le banche del paese A abbiano inizialmente un'eccedenza di liquidità, investita in titoli emessi dalla banca centrale per «sterilizzarla» e che le banche del paese B abbiano esaurito la loro capacità di credito; l'esportazione di fondi da A a B avrà effetti modesti sull'offerta di credito in A, mentre le banche del paese B utilizzeranno in pieno l'incremento delle loro riserve per espandere il credito.

Benché si possa in generale ritenere che il mercato dell'eurodollaro, agevolando il deflusso di fondi da aree con abbondante liquidità ad aree in fase di ristrettezza creditizia, tenda ad accrescere l'offerta mondiale di credito bancario e quindi la circolazione

complessiva del reddito, non per questo si può riconoscergli un potenziale endogeno di moltiplicazione creditizia. L'esistenza di siffatto potenziale moltiplicativo presupporrebbe che la «propensione marginale» a tenere depositi in eurodollari sia la stessa in entrambi i paesi. La qual cosa è poco plausibile, dal momento che l'intensità della propensione marginale è influenzata in una certa misura dalle differenze di rendimento, e queste promuovono depositi in eurodollari nel paese A, ma l'assunzione di prestiti in eurodollari o il ritiro di depositi in eurodollari nel paese B. Si può pertanto ipotizzare che il rallentamento della crescita dei depositi in eurodollari conseguente ad una relativamente modesta restrizione dell'offerta di credito nel paese A non venga interamente compensato dall'accelerazione della crescita dei depositi in eurodollari risultante dall'aumento relativamente notevole dell'offerta di credito nel paese B. In simili circostanze, un aumento del bilancio consolidato delle eurobanche si accompagnerebbe con un aumento dell'offerta mondiale di credito e con un rallentamento dello sviluppo dei depositi in eurodollari; in altre parole, l'effetto moltiplicativo avrebbe segno negativo.

Diversa sarà la situazione se il flusso di capitale dal paese A al paese B è causato da speculazione sui cambi o se le differenze nei tassi d'interesse rispecchiano diversità nei tassi d'inflazione piuttosto che nel grado di ristrettezza creditizia. Allora può verificarsi che i flussi di capitale vadano da aree in fase di tensione creditizia ad aree con abbondante liquidità e che l'autonomo aumento del bilancio globale consolidato delle eurobanche dia luogo ad una riduzione del credito a non-banche e ad una riduzione (o a un rallentamento nella crescita) dei depositi in eurodollari (13).

Bisogna da ultimo tener conto del ruolo svolto dalle banche centrali. Laddove le banche centrali perseguono obiettivi autonomi per l'offerta interna di moneta e pertanto neutralizzano gli effetti sulla base monetaria interna derivanti da deflussi o afflussi di capitale, l'aumento del credito in essere sul mercato dell'eurodollaro non ha ripercussioni sull'offerta totale di credito a non-banche. E non si avranno neppure — prescindiamo per il momento da

(13) Anche qui torna appropriata l'analogia con un trasferimento di depositi dalla banca A alla banca B di un sistema bancario nazionale. Siffatto trasferimento può accrescere o ridurre l'offerta totale di credito nell'economia. Nel caso di riduzione, l'aumento autonomo dei depositi presso la banca B tenderà a produrre una contrazione multipla del credito che potrà anche implicare una riduzione indotta dei depositi della banca B.

eventuali depositi delle banche centrali sul mercato dell'eurodollaro — effetti moltiplicativi. In simili condizioni, il mercato dell'eurodollaro (oltre ad essere forse un fattore di disturbo per le politiche seguite) si limita ad operare una redistribuzione internazionale delle riserve ufficiali. Se è la sola banca centrale del paese importatore di capitale a neutralizzare gli effetti del flusso di capitale sulla base monetaria interna, l'aumento del bilancio consolidato delle eurobanche può persino accompagnarsi con una riduzione del credito a non-banche e con effetti moltiplicativi di segno negativo.

La situazione si complica ulteriormente se le stesse banche centrali mantengono, direttamente o per il tramite della Banca dei Regolamenti Internazionali, parte delle proprie riserve ufficiali sul mercato dell'eurodollaro. Si può allora dare che le autorità monetarie del paese importatore di capitale, mentre neutralizzano all'interno le conseguenze monetarie dell'afflusso di capitale, collochino gli incrementi di riserve di nuova acquisizione sul mercato dell'eurodollaro. Quando ciò accada, l'aumento del credito in essere sul mercato dell'eurodollaro potrebbe condurre ad una riduzione dell'offerta di credito e ad aumenti indotti nei depositi in eurodollari e nelle riserve ufficiali. Effetti moltiplicativi negativi esattamente opposti associati ad un aumento dell'offerta di credito potrebbero verificarsi se le autorità monetarie del paese esportatore di capitale, mentre neutralizzano gli effetti restrittivi del deflusso di capitale, finanziassero la perdita di riserve attingendo ai propri fondi in eurodollari.

d) Le ripercussioni che un flusso circolare di fondi da un dato paese alle eurobanche e da queste al medesimo paese (non importa se le eurobanche sono situate all'interno o al di fuori del paese in oggetto) hanno sull'offerta di credito e sul potenziale moltiplicativo dipendono da svariate circostanze. Tenderanno, ad esempio, ad essere di segno positivo se i flussi di eurodollari permettono di « aggirare » massimali creditizi o obblighi di riserva. Per esempio, si ipotizzi che le banche del paese B siano assoggettate a massimali nell'erogazione di credito e che il settore non bancario soddisfi quindi il proprio fabbisogno creditizio ricorrendo a prestiti all'estero sul mercato dell'eurodollaro. Il risultante afflusso di capitale porterà naturalmente ad un aumento dei depositi in conto corrente presso le banche del paese B; ma queste, essendo impedito dal prestare all'interno i fondi di nuova acquisizione, possono essere indotte a

ridepositarli in parte sul mercato dell'eurodollaro, e le eurobanche a riprestarli al settore non bancario del paese B, e così via. In questo caso gli effetti del moltiplicatore dell'eurodollaro si sostituirebbero in certo senso a quelli del moltiplicatore dei depositi interni.

Un altro esempio di flussi circolari, che ebbe una certa importanza prima che nel 1969 fosse imposto l'obbligo di riserva sui prestiti in eurodollari assunti da banche statunitensi, è il trasferimento di dollari da parte di banche centrali da Nuova York a Londra, seguito dall'erogazione di prestiti da parte delle banche londinesi a banche degli Stati Uniti. Flussi circolari di questo tipo avevano l'effetto di ridurre gli obblighi di riserva delle banche statunitensi e causavano un miglioramento della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti sulla base delle posizioni ufficiali, senza produrre un disavanzo nelle posizioni ufficiali del resto del mondo.

Se i flussi di eurodollari mirano semplicemente ad aggirare le restrizioni sui saggi d'interesse (come la *Regulation Q*) o sono dovuti alla maggior competitività delle eurobanche, la loro incidenza sull'offerta totale di credito e i concomitanti effetti moltiplicativi sono di scarsa portata. Possono tuttavia avere notevole effetto sulla quota dei flussi creditizi totali che transita attraverso i canali bancari o di un dato gruppo di banche.

Uno speciale tipo di flusso circolare si avrebbe se la banca centrale del paese B, neutralizzando da un lato l'effetto espansivo del ricorso a prestiti in eurodollari da parte di residenti, riversasse dall'altro i propri aumenti di riserve sul mercato dell'eurodollaro, e le eurobanche riprestassero tali fondi a residenti del paese B. Anche qui non vi sarebbero ripercussioni sull'offerta totale di credito a non-banche, ma si avrebbe una moltiplicazione delle riserve ufficiali del paese B.

Dalle considerazioni esposte in questo paragrafo si possono trarre le seguenti conclusioni:

1. Nelle loro ripercussioni sull'offerta totale e sulla distribuzione internazionale del credito e delle riserve ufficiali, i flussi di eurodollari non differiscono da qualunque altro tipo di flusso di capitale, non importa in quale moneta. Il mercato dell'eurodollaro si differenzia solo nella misura in cui, accrescendo la mobilità internazionale dei capitali, può influire sulle dimensioni e/o sulla direzione dei flussi internazionali di capitale; se però esso si limita a dare veste di dollari a flussi di capitale che si sarebbero mani-

festati in altre monete, la sua influenza economica è del tutto trascurabile. Pertanto ciò che si è detto in questo paragrafo a proposito di effetti creditizi e moltiplicativi vale, ad esempio, solo per quella parte dei flussi di capitale verso gli Stati Uniti del periodo 1968-69 e dei corrispondenti riflussi del periodo 1970-71 che non si sarebbe verificata in assenza del mercato dell'eurodollaro.

2. Anche dopo aver eliminato ogni tipo di duplicazione, un aumento del bilancio totale consolidato del mercato dell'eurodollaro non può essere preso come un aumento di pari entità dell'offerta mondiale di credito a non-banche. In alcuni casi può accompagnarsi con un incremento ancora più elevato dell'offerta totale di credito a non-banche; in altri può portare a una riduzione dell'offerta di credito a non-banche o non avere alcun effetto. Quali effetti si abbiano in pratica, dipende principalmente dai seguenti fattori:

a) la direzione dei flussi di capitale (cioè, se avvengano da o verso gli Stati Uniti oppure fra paesi terzi);

b) la causa dei flussi di capitale (cioè, se siano indotti dalla diversa intensità delle restrizioni creditizie o da speculazioni sui cambi, ecc.);

c) i tipi di prestatori o prestatari (cioè, se si tratti di banche centrali o di residenti privati);

d) l'atteggiamento delle autorità monetarie nei riguardi degli effetti monetari degli afflussi o deflussi di capitale (se cioè li neutralizzano o gli consentono di esplicarsi).

3. Un effetto moltiplicativo di segno positivo si verifica di norma solo quando l'attività del mercato dell'eurodollaro accresce l'offerta totale di credito a non-banche. Vi è però un'eccezione importante nel caso di collocamento di riserve ufficiali sul mercato dell'eurodollaro; in tal caso effetti moltiplicativi possono manifestarsi anche senza che il mercato accresca l'offerta di credito; si tratterebbe però di moltiplicazione di riserve ufficiali e non dell'offerta finale di credito a non-banche.

4. La teoria tradizionale del moltiplicatore e il concetto di depositi primari sono strumenti del tutto inadeguati per spiegare la crescita del mercato dell'eurodollaro o per analizzare il suo contributo alla creazione totale di credito. Non esiste un potenziale moltiplicativo di valore relativamente stabile associato a qualunque

aumento autonomo dei depositi in eurodollari, dato che un aumento del genere non porta di regola a un corrispondente aumento della base monetaria mondiale (può anzi ridurla, a seconda dell'uso dei fondi in questione). Con ciò non si vuol negare che in date circostanze, come nel 1970, allorché il mercato dell'eurodollaro promuove un deflusso di capitale dagli Stati Uniti e le banche centrali tendono a collocare sul mercato dell'eurodollaro gli incrementi derivanti alle loro riserve, gli effetti moltiplicativi possano essere notevoli. Peraltro, il periodo 1970-71 è stato il primo nella storia del mercato dell'eurodollaro in cui questo fenomeno è stato importante. D'altra parte, i depositi delle banche centrali devono essere considerati come esogeni al mercato. Una creazione creditizia endogena di tipo normale, come si verifica in sistemi bancari nazionali relativamente a se stanti (e sulla quale è prevalentemente fondata l'analisi del Machlup), è certo soltanto un aspetto marginale del mercato dell'eurodollaro.

V. Il mercato dell'eurodollaro e la bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti

Finora si è trattato di punti sui quali il dissenso dal prof. Machlup è prevalentemente dovuto alla diversità di premesse sulla natura e sul funzionamento del mercato delle eurovalute. In alcune parti importanti non sono, però, neppure d'accordo sulla logica della analisi del prof. Machlup.

Nelle pagine 277-279 il prof. Machlup giunge alla conclusione che il ricorso a prestiti in eurodollari delle banche statunitensi nel 1969 non ebbe ripercussioni sulla bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti (considerata sia sulla base della liquidità sia su quella delle posizioni ufficiali) né sulla consistenza dei depositi in dollari presso le banche europee. Al fine di agevolare la comprensione di questa conclusione, a prima vista sorprendente — il Machlup stesso sottolinea che i risultati della sua analisi « sono diversi da quelli raggiunti dai più quotati eurologi del dollaro » — giova seguire passo passo la sua analisi. Il Machlup individua concettualmente due distinte fasi nei flussi di eurodollari del 1969: dapprima, la trasformazione di dollari posseduti negli Stati Uniti da privati o da organismi ufficiali in dollari presso banche del mercato dell'eurodollaro, le quali mantengono la contropartita delle accresciute passività in depositi infruttiferi presso banche degli Stati Uniti; poi, la trasformazione ad

opera delle eurobanche di questi depositi infruttiferi (che figurano tra le passività per depositi a vista nei conti delle banche statunitensi) in prestiti a banche statunitensi ai tassi d'interesse dell'eurodollaro. Il Machlup, pur riconoscendo a questa divisione la natura di semplice espediente concettuale, esamina separatamente l'una e l'altra fase, come se tra esse non vi fossero nessi causali; anzi, per essere più precisi, trascura la prima fase e considera solo la seconda (la conversione dei depositi a vista in crediti non aventi natura di deposito), la quale ovviamente non esercita alcuna influenza sulla bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti comunque « misurata ». In questo significato molto limitato e superficiale, le sue conclusioni sono certamente corrette e nessun competente « eurologo del dollaro » — contrariamente alle aspettative del Machlup — dissentirebbe. Ma il dissenso non mancherebbe in merito alla validità di siffatto modo di guardare le cose. Non vi può essere dubbio che la pressante domanda di eurodollari da parte delle banche statunitensi e la conseguente vertiginosa ascesa dei tassi d'interesse dell'eurodollaro siano stati fattori determinanti della rapida espansione dei depositi in eurodollari nel corso del 1969. Nella misura in cui i fondi defluiti dagli Stati Uniti alle eurobanche erano di pertinenza di residenti statunitensi o avevano forma non liquida, hanno accresciuto il disavanzo sulla base della liquidità; mentre nella misura in cui uscivano da riserve ufficiali, hanno migliorato la bilancia dei pagamenti sulla base delle posizioni ufficiali. L'ignorare siffatte relazioni causali non ha che vedere con lo « sceverare i fenomeni con minuziose analisi », ma è soltanto un resoconto molto impreciso di quanto è realmente accaduto. Applicando la linea di ragionamento del Machlup agli sviluppi del 1970, si avrebbe a) che la restituzione dei prestiti da parte delle banche statunitensi non ha avuto alcun effetto sulla bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti, poiché hanno implicato soltanto la conversione ad opera delle eurobanche di crediti in depositi a vista infruttiferi in dollari presso banche statunitensi; b) che è stata la cessione in prestito di questi fondi infruttiferi a soggetti non residenti negli Stati Uniti a causare il disavanzo nella bilancia dei pagamenti statunitensi. E' come se un automobilista che abbia investito ed ucciso un pedone dicesse che non è colpa sua se alla vittima capitò di scontrarsi con la sua macchina proprio prima di morire.

Il metodo seguito dal Machlup di distinguere nei flussi di eurodollari due fasi (dapprima la conversione dei dollari posseduti

da privati o da organismi ufficiali in depositi a vista tenuti dalle eurobanche presso banche degli Stati Uniti, e poi la cessione in prestito da parte delle eurobanche dei fondi in questione a soggetti residenti o meno negli Stati Uniti) e la trattazione separata di ciascuna di queste due fasi come se tra esse non vi fosse alcun nesso causale danneggiano buona parte del suo articolo, in particolare il paragrafo intitolato « Proposizioni teoriche » che sintetizza alcune delle sue opinioni. Prese alla lettera, tutte le proposizioni esposte sono, in senso superficiale, corrette e per nulla polemiche (come il Machlup sembra pensare). Ma poiché si riferiscono solo ad alcuni aspetti isolati, rischiano di dare una visione fuorviante delle implicazioni economiche del mercato dell'eurodollaro; con un ulteriore peggioramento dovuto al fatto che il Machlup, come ho rilevato, trascura di considerare alcuni aspetti dell'attività del mercato che sarebbero in contrasto con la sua teoria sulla capacità moltiplicativa endogena del mercato e introduce invece certe distinzioni del tutto irrilevanti. Di conseguenza, per quanto concerne il meccanismo di moltiplicazione e l'incidenza del mercato sulla bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti, poco importa che i fondi siano forniti da (prestiti a) residenti dei paesi europei oggetto di rilevazione statistica oppure dell'area « esterna » (esclusi gli Stati Uniti); né ha molta importanza se siano le banche o gli stessi operatori non-banche ad effettuare la conversione nel o dal dollaro (il Machlup considera solo la conversione ad opera di non-banche). Analogamente, è proprio necessario distinguere, per finalità d'analisi, il caso in cui le conversioni in dollari ad opera di non-banche impediscono un aumento delle riserve ufficiali da quello in cui provocano una riduzione delle stesse?

Tanto per dare un solo esempio, nella proposizione I, riguardante la prima fase dei flussi creditizi, il Machlup afferma che il momentaneo aumento nelle riserve di contante in dollari avvertito dalle eurobanche per effetto dell'immissione nel mercato dell'eurodollaro di fondi posseduti da stranieri potrà, in date condizioni, finanziare partite in disavanzo della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti. Ma qual è la portata pratica di quest'effetto? Le eurobanche cercano di mantenere al minimo i propri saldi infruttiferi presso banche statunitensi, e alla fine di ogni giorno tali saldi sono poca cosa. Il Klopstock, in un recente scritto (14), sostiene

(14) *The Wiring of the Euro-dollar Market*, « Euromoney », agosto 1970.

che questi fondi operativi, una volta raggiunta la consistenza minima necessaria, tendono a rimanere costanti anche se si espande ulteriormente il volume del credito bancario in essere; il che implicherebbe che la portata concreta dell'effetto indicato dal Machlup è praticamente pari a zero. E' certo utile, per spiegare il *modus operandi* del mercato, mostrare come i fondi che transitano attraverso le eurobanche possano per breve tempo sostare in forma di depositi a vista infruttiferi presso banche statunitensi, ma non giova molto trattare questi saldi d'esercizio come se costituissero usi finali (o fonti originarie) dei fondi in eurodollari.

VI. Semantica sull'eurodollaro

Nell'uso fatto, ad esempio, dalla Banca dei Regolamenti Internazionale, la dizione « dimensioni del mercato dell'eurodollaro » è un'indicazione stenografica del volume globale di credito in essere presso le banche degli otto paesi europei che forniscono statistiche. Contrariamente a quanto sembra intendere il Machlup, il concetto non è limitato al lato dei depositi del mercato, ma cerca di misurare la funzione intermediatrice in moneta straniera (cioè in dollari) delle banche in questione. Contro questo metodo di stima il Machlup solleva due obiezioni.

La prima discende dal fatto, ripetutamente menzionato, che egli assimila le eurobanche al sistema bancario statunitense, le cui passività hanno in larga misura natura di moneta e sono in certo senso la risultante dell'attività di prestito delle banche medesime. Già abbiamo contestato la fondatezza di simile raffronto sostenendo che le eurobanche, nei loro rapporti con non-banche, hanno piuttosto carattere di « casse di risparmio ». Ma anche se il Machlup fosse nel giusto, sarebbe ugualmente auspicabile — in relazione alle funzioni di mercato monetario e creditizio internazionale svolte dal mercato dell'eurodollaro — disporre di una ripartizione geografica delle fonti e degli usi di eurodollari, cioè di una tabella in cui sono suddivisi geograficamente i principali gruppi di possessori di depositi e di prenditori di prestiti. Nel caso di un flusso di capitale dal paese A al paese B, ha poca importanza, per la bilancia dei pagamenti, se i fondi siano stati creati oppur no dalla attività stessa delle eurobanche. Per altri fini, certo, può essere utile anche la suddivisione per scadenze suggerita dal Machlup (che oggi

è disponibile solo per le banche del Regno Unito); ma ciò non significa che ogni altra informazione sia superflua.

Il prof. Machlup ammette che il mercato della carta commerciale o delle accettazioni bancarie possa essere « misurato » dai volumi totali di effetti in circolazione. La ragione che egli adduce (che qui l'analisi riguarda particolari investimenti creditizi) può applicarsi per analogia anche al « mercato dell'eurodollaro », che riguarda particolari gruppi di banche o particolari aspetti dell'attività bancaria (cioè, intermediazione in valuta straniera). Inoltre, come ho osservato, il possesso di depositi in eurodollari è molto più simile al possesso di carta commerciale o di accettazioni bancarie di quanto sia il possesso di depositi a vista infruttiferi presso banche commerciali statunitensi.

La seconda obiezione di fondo opposta dal Machlup a « misurare » le dimensioni del mercato con i crediti totali in essere è che il concetto di dimensione di un mercato dovrebbe piuttosto aver riguardo alle vendite complessive di un dato periodo di tempo. Anche su questo punto mi è difficile essere d'accordo, poiché penso che vi siano molti criteri validi per misurare le dimensioni di un mercato: il numero degli operatori che vi partecipano, l'estensione geografica, i volumi trattati, il valore del giro d'affari, e via dicendo. La scelta del criterio più appropriato dipende dagli obiettivi d'analisi che ci si prefigge e dalle caratteristiche del mercato stesso. Nel caso dei mercati creditizi, un economista guarda generalmente non all'aspetto contrattualistico (aspetto che sembra prevalere nella concezione del Machlup), ma alla funzione svolta dal mercato nel redistribuire capitali da risparmiatori ad investitori, a prescindere dalle modalità tecniche seguite. Nel caso del credito a lungo termine, la funzione in questione può essere « misurata » in termini globali dall'incremento netto annuo del volume complessivo di credito in essere sul mercato. Nel campo del credito a breve termine, cui appartiene il mercato dell'eurodollaro, ove la maggior parte delle operazioni creditizie vengono rinnovate almeno una volta l'anno, può essere più appropriato considerare i volumi totali in essere. Sarebbe infatti fuorviante affermare che il mercato ha subito una contrazione perché nell'anno in corso il volume totale del credito in essere è passato soltanto da 20 a 22 milioni, dopo essere cresciuto nell'anno precedente da 15 a 20 milioni. Ad ogni modo, non ha grande importanza quale dei due criteri sia adottato, poiché l'uno può agevolmente essere derivato dall'altro. Per inciso,

se si considera l'intera vita del mercato, i due criteri (il concetto *stock* ed il concetto *flusso*) coincidono.

Anche l'analogia, usata dal Machlup, con un mercato in cui si negoziano merci, non sembra felice: il pesce, una volta venduto sparisce dal mercato, viene consumato e non può essere richiamato dal venditore. I crediti, invece, non sono « venduti » dai risparmiatori agli investitori; nel caso di fondi ceduti a breve, la loro intera consistenza potrebbe teoricamente essere recuperata con breve preavviso o trasferita ad altri prestatari. Questa caratteristica, che potrebbe assumere importanza nel caso di crisi di fiducia o di speculazione sui cambi, è tra i motivi fondamentali per cui le « dimensioni » del mercato dell'eurodollaro sono sempre state intese in termini di volume complessivo del credito in essere.

Il criterio proposto dal Machlup (di considerare i nuovi prestiti negoziati e i vecchi prestiti rinegoziati giornalmente), benché forse più soddisfacente sotto il profilo del perfezionismo linguistico, non è di gran giovamento all'analisi. Un economista, per esempio, la cui attenzione sia prevalentemente rivolta alle implicazioni del mercato dell'eurodollaro per il credito e per la bilancia dei pagamenti, non troverebbe giustificato dire, durante una fase di espansione del volume totale di credito in eurodollari esistente, che il mercato dell'eurodollaro ha subito una contrazione soltanto perché vi sono stati meno ridepositi tra le banche che forniscono statistiche o perché la scadenza media dei prestiti si è allungata. La terminologia non è un fine a sé; è valida solo se è utile e significativa.

Da ultimo, il Machlup censura l'uso del termine « mercato » come tale, dato che « vi è ben di più nel sistema dell'eurodollaro di quanto non vi sia in un mercato creditizio ». La qual cosa è verissima. Ma tutti ricordiamo dagli studi liceali che già i Romani ricorrevano all'espedito della *pars pro toto*, all'espedito cioè di denominare un fenomeno con uno dei suoi aspetti più significativi. E non v'è dubbio che per un economista l'aspetto più importante del mercato dell'eurodollaro, al pari di ogni altro mercato creditizio, è la funzione che esplica nel distribuire capitali.

HELMUT MAYER