

## Ancora sull'eurodollaro

Esistono numerosi tipi di persone tediose; particolarmente noto è quello che parla sempre delle stesse cose. Sarebbe un dispiacere per me ricevere l'etichetta di specialista del mercato dell'eurodollaro. Se ho accettato l'invito a rispondere a due articoli (1) sui problemi dell'eurodollaro, la ragione principale è che, se non rispondessi, il mio atteggiamento potrebbe essere erroneamente interpretato come una mancanza di rispetto nei confronti degli autori che hanno assunto l'onere di discutere il primo dei miei contributi all'analisi dell'eurodollaro. Un'altra giustificazione per la mia insistenza è che dei sette articoli (2) in cui ho trattato dell'eurodollaro, o in generale delle « xeno-valute » (*Xeno-currencies*), almeno cinque si trovano in pubblicazioni di non facile accesso per i lettori della Rivista della Banca Nazionale del Lavoro.

Sebbene io scriva in risposta agli articoli di Fratianni e Savona e di Mayer, non è mia intenzione né di affrontare tutti i punti e i problemi da essi sollevati, né di limitarmi ad essi. La mia scelta dei problemi può essere considerata alquanto arbitraria; ma questa è la natura di tutte le scelte.

(1) MICHEL FRATIANNI e PAOLO SAVONA, *La creazione di eurodollari: soluzione di un enigma*, in questa Rivista, n. 93, marzo 1971; HELMUT MAYER, *Moltiplicazione e creazione di credito sul mercato dell'eurodollaro*, in questa Rivista, n. 95, settembre 1971.

(2) *La creazione di eurodollari: una storia misteriosa*, in questa Rivista, n. 95, settembre 1971; *World Inflation: The Present Situation*, studio presentato a una Conferenza presso il Centro di Bologna della Johns Hopkins University nell'aprile 1971 (in corso di pubblicazione); *Changes in the International Monetary System and their Effects on Banks*, studio presentato alla International Banking Summer School a Chianciano nel maggio del 1971, pubblicato su *Banking in a Changing World* (Roma: Associazione Bancaria Italiana, 1971); *The Magicians and Their Rabbits*, in «Morgan Guaranty Survey», maggio 1971; *The Eurodollar System and Its Control*, studio presentato alla Monetary Conference of the American Enterprise Institute, Washington, settembre 1971 (il dibattito è in corso di pubblicazione sotto il titolo *International Monetary Problems*); *Stateless Money*, nella Festschrift per il Professor George N. Halm (in corso di pubblicazione); *Five Errors about Euro-Dollars* (in corso di pubblicazione).

## Xeno-valute, eurodollari, creazione di credito, creazione di depositi

Comincio, come son solito fare, con una precisazione terminologica, soprattutto perché devo difendere una nuova parola da me conosciuta: « xeno-valute ». Non ho potuto accettare l'imprecisione semantica di numerosi giornalisti finanziari i quali hanno incluso i depositi in dollari tenuti presso banche operanti in Asia e in altri posti lontani sotto la denominazione di eurodollari. Era necessario un termine che coprisse i depositi in dollari presso banche di Singapore, i depositi in marchi tedeschi presso banche di Rio de Janeiro, i depositi in franchi svizzeri presso banche di Londra. Queste sono tutte xeno-valute, cioè depositi bancari espressi in valute diverse da quella del paese nel quale la banca (o la filiale) è situata. Se la banca opera in Europa, i depositi presso di essa sono eurovalute; e se la valuta è il dollaro, essi sono eurodollari.

La creazione di eurodollari è un caso di creazione di depositi, la quale può essere, ma non necessariamente, associata con la creazione di credito. Il *credito* bancario si riferisce ad attività acquisite dalle banche; i *depositi* bancari sono passività dovute dalle banche. Non è vana pedanteria insistere su questa distinzione; le operazioni delle eurobanche possono dar luogo a incrementi dell'offerta di credito senza accrescere il volume dei depositi e *viceversa*.

Creazione di depositi è un termine dotato di numerosi significati. John Maynard Keynes lo ha usato in un'accezione insolitamente ampia: « There can be no doubt that, in the most convenient use of language, all deposits are created by the bank holding them » (3). In questo ampio significato, si ha creazione di depositi quando una banca « accredita » il conto di un cliente non importa per quale titolo, quindi anche in contropartita di versamenti di contante. Tuttavia Keynes distingue l'attitudine delle banche a creare depositi « attivamente » (*actively*), « mediante prestiti e investimenti in titoli » (*by lending and investing*) e la loro capacità di « crearli passivamente ricevendo fondi liquidi dai propri depositanti » (*passively creating them against the receipt of liquid resources from its depositors*) (4). La letteratura prevalente assegna al termine creazione di

(3) JOHN MAYNARD KEYNES, *A Treatise on Money* (Londra: Macmillan, 1930), vol. 1, p. 30. [«Non può esservi dubbio che, per dirla nel modo più comodo, tutti i depositi sono creati dalle banche che li tengono».] Noi usiamo dire che i *clienti* «tengono» depositi bancari; Keynes avrebbe parlato di banche «debitrici» di depositi.

(4) KEYNES, *op. cit.*, p. 25.

depositi il significato attribuito da Keynes alla creazione *attiva* di depositi, ma preferisce riferirsi a un sistema o gruppo di banche, piuttosto che a una banca singola. Gli è che una piccola banca, che accresca i suoi prestiti e investimenti, dovrà, con ogni probabilità, pagare quasi integralmente queste nuove attività attingendo alle sue riserve liquide; così, essa promuoverà la creazione di depositi aggiuntivi presso altre banche piuttosto che un incremento dei propri depositi. Soltanto se tutte le banche espanderanno il volume delle attività approssimativamente allo stesso ritmo (in relazione a una varietà di condizioni), esse creeranno depositi senza perdere riserve liquide.

E' questo il processo che la maggior parte degli autori ha in mente quando discute l'espansione delle operazioni « eurobancarie » e cerca di attribuirle alla creazione (attiva) di depositi. Tuttavia fondate ragioni giustificano un concetto meno ristretto di « creazione di eurodollari ». *L'attività di prestito e d'investimento delle eurobanche potrebbe accrescere il volume complessivo dei depositi in dollari nel mondo anche se esse, nel loro insieme, dovessero perdere un intero dollaro di riserva liquida per ciascun dollaro prestato o investito.* Se la creazione di depositi in dollari si definisce come un incremento del volume complessivo dei depositi in dollari oltre le dimensioni che esso assumerebbe nell'ipotesi in cui nessun prestito né investimento fosse stato effettuato dalle eurobanche, allora è possibile diagnosticare una creazione di depositi in dollari anche in assenza di qualsiasi operazione di « rideposito » di dollari da parte di clienti (vecchi o nuovi) di eurobanche. Questa specie diversa di creazione di depositi si fonda sull'esistenza non di un « obbligo di riserve parziali », ma di un sistema bancario a due livelli, nel quale i depositi presso le banche appartenenti a un livello possono fungere da riserve liquide per le banche appartenenti all'altro livello. Il prototipo di questa struttura è offerto dal sistema delle banche non associate al Sistema della Riserva Federale e delle casse di risparmio negli Stati Uniti, le quali utilizzano i loro depositi presso le banche « associate » come se fossero riserve di liquidità.

Le eurobanche svolgono una parte analoga a quella delle banche estranee alla Riserva Federale. Trasferimenti di saldi del pubblico da banche statunitensi a banche europee lasciano immutato il totale dei depositi in dollari, non interbancari, presso le banche di entrambi i livelli. Successivi prestiti accordati da banche europee, anche se si risolvessero in una perdita delle loro riserve in dollari pari alle somme prestate — poiché i mutuatari pagano tutti i fondi presi a prestito

a imprese e privati che tengono i loro saldi presso banche statunitensi — creeranno depositi in dollari negli Stati Uniti intestati al pubblico senza ridurre i depositi in dollari presso le eurobanche. L'incremento netto dei depositi complessivi in dollari (su entrambi i continenti) non si sarebbe verificato senza i prestiti in eurodollari e si qualifica quindi come creazione di depositi attraverso operazioni delle eurobanche.

### Misura della creazione di depositi

La creazione di depositi attraverso le attività di prestito e di investimento delle banche è misurata dalla differenza tra il volume di depositi *effettivo* e quello *ipotetico*, che esisterebbe qualora le banche non avessero effettuato i prestiti e gli investimenti in argomento. Poiché le grandezze ipotetiche non sono osservabili, ma al massimo si possono ricavare da argomenti teorici, il confronto tra le due grandezze sarà sempre un procedimento congetturale; la « misura » implicherà un accordo sugli assunti più plausibili e sulle relazioni teoriche più accettabili. Inoltre le misure saranno molto diverse secondo la lunghezza del periodo considerato e secondo l'inclusione o l'esclusione di determinati tipi di banca, di certe regioni ove le banche sono situate, di diversi tipi di deposito e di depositante, e così via. Il risultato sarà molto diverso, ad esempio, se ci limitiamo solo ai depositi espressi in dollari o se includiamo anche depositi in altre valute; se ci limitiamo solo ai depositi del pubblico o se includiamo i depositi tenuti da banche aventi determinate caratteristiche o situate in regioni determinate; se ci limitiamo solo ai depositi in dollari presso banche di determinati paesi europei, o se includiamo i depositi intrattenuti presso banche degli Stati Uniti, o addirittura i depositi in dollari presso le banche di tutto il mondo, oppure, andando ancora oltre, se includiamo i depositi espressi in qualunque valuta tenuti presso banche ovunque situate.

Un'illustrazione di alcune di queste differenze può essere d'aiuto. Supponiamo che una somma di 100 milioni di dollari sia trasferita per iniziativa dei proprietari dai loro conti presso banche statunitensi a banche europee. Nel caso ipotetico (ma praticamente impossibile) in cui le banche europee, avendo acquisito attività in dollari nei confronti delle banche statunitensi sotto forma di depositi ed essendosi indebitate con l'accettazione di depositi di clienti non bancari,

si astenessero dal prestare o dall'investire i loro dollari, troveremmo che i depositi in eurodollari sono cresciuti di 100 milioni di dollari, mentre i depositi in dollari del pubblico presso le banche statunitensi sono diminuiti dello stesso ammontare. Nell'ipotesi più realistica, in cui le banche europee accordino prestiti in dollari per un ammontare quasi eguale alle loro riserve liquide in dollari, ad esempio, per un ammontare di 97 milioni di dollari, i mutuatari non bancari in un brevissimo tempo effettuerebbero pagamenti quasi per l'intero valore, poniamo per 95 milioni di dollari, in favore di residenti di vari paesi. Supponiamo che i percettori depositino 80 milioni di dollari presso banche statunitensi, 5 milioni su conti in dollari presso banche europee (alle quali gli stessi mutuatari avevano lasciato 2 milioni), e 3 milioni su conti in dollari presso banche di paesi esterni all'Europa e agli Stati Uniti; e che convertano i restanti 7 milioni in altre valute e li depositino su altri conti, dei quali l'equivalente di 4 milioni di dollari in Europa e di 3 milioni di dollari altrove. Ora, se non ci fossero effetti di ritorno, nel periodo prescelto, dalle concomitanti variazioni nelle riserve e nelle riserve eccedenti delle diverse banche, quale ampiezza avrebbe la creazione di depositi attribuibile ai prestiti delle eurobanche?

a) Contando esclusivamente i depositi in dollari presso le banche europee, troviamo che ai 100 milioni di dollari originari si dovrebbero aggiungere 2 milioni sui conti dei mutuatari e 5 milioni sui conti dei clienti in favore dei quali i mutuatari hanno effettuato pagamenti, per una cifra complessiva di 7 milioni di dollari.

b) Contando i depositi denominati sia in dollari sia in altre valute presso le banche europee soltanto, l'incremento sarebbe di 11 milioni di dollari: 7 milioni in dollari e 4 milioni in valute diverse (compresa la valuta propria del paese nel quale la banca è situata).

c) Contando i depositi in dollari presso le banche sia europee sia statunitensi, gli 80 milioni di dollari che hanno fatto ritorno negli Stati Uniti sotto forma di depositi presso banche americane si devono sommare ai 7 milioni di dollari presso banche europee, il che porta a un totale di 87 milioni.

d) Contando i depositi in dollari presso tutte le banche, dovunque si trovino, bisogna aggiungere altri 3 milioni di dollari, che portano l'aumento a 90 milioni.

e) Infine, contando i depositi denominati sia in dollari sia in altre valute, presso banche di tutti i paesi del mondo, l'incremento

sarà pari a 97 milioni, cioè esattamente al valore dei prestiti in eurodollari.

Sono queste le dimensioni della creazione di depositi *prima* che si produca alcun effetto di ritorno derivante dal verificarsi o meno di movimenti nelle riserve dovuti all'attività di « ridepositi » da parte di clienti che ricevono pagamenti attinti dai fondi prestati dalle eurobanche. Ma effetti di ritorno sono da attendersi, poiché le banche europee disporranno di riserve liquide eccedenti in dollari per quasi 7 milioni e in altre valute (compresa la propria) per 4 milioni di dollari, e le banche situate in paesi non europei esterni agli Stati Uniti avranno acquisito riserve eccedenti, in dollari e in altre valute, per un valore di quasi 6 milioni.

In altre parole, i depositi « aggiuntivi » — « aggiuntivi » rispetto a quelli semplicemente trasferiti da banche statunitensi a banche europee — calcolati secondo i diversi criteri sopra indicati [a) 7 milioni di dollari, b) 11 milioni di dollari, c) 87 milioni di dollari, d) 90 milioni di dollari, e) 97 milioni di dollari] si riferiscono alla creazione di depositi prima che abbia luogo il processo di « prestiti del secondo giro » (ciò che alcuni chiamano « creazione attiva di credito ») — di prestiti cioè aggiuntivi, resi possibili dall'attività di « rideposito da parte dei clienti » (5) di fondi ricevuti in pagamento da beneficiari dei prestiti bancari precedenti. La creazione di credito e di depositi nel secondo giro non può essere ampia se i pagamenti finanziati con prestiti aggiuntivi sono fatti soprattutto a privati e imprese che tengono i loro depositi presso banche statunitensi (con conseguente notevole perdita di liquido da parte delle eurobanche). Il secondo giro di prestiti delle banche esterne agli Stati Uniti, sulla base di una eccedenza di liquidità di 17 milioni di dollari (7 + 4 + 6) con cui le abbiamo appena lasciate, darà luogo a prestiti aggiuntivi per un valore di quasi 17 milioni e quindi a depositi aggiuntivi per una cifra intermedia tra 1 milione e 17 milioni di dollari a seconda delle modalità di calcolo adottate. Se intendiamo contare esclusivamente i depositi in dollari presso le sole banche europee, allora la misura a) è quella appropriata. Il fatto che, con questa misura, la creazione di depositi sia tanto modesta è conseguenza dell'ipotesi

(5) Di solito la parola « rideposito » ingenera confusione per essere usata con due significati, che io cerco di tenere distinti parlando di « rideposito interbancario » e « rideposito della clientela ». Quando parlo di rideposito della clientela (del pubblico, *n.d.r.*) intendo riferirmi esclusivamente ai conti di soggetti non bancari.

che, nell'esempio numerico prescelto, dei 97 milioni di eurodollari presi a prestito un importo pari a 80 milioni di dollari sia stato versato in pagamento a clienti di banche americane e soltanto 7 milioni (2 milioni trattenuti dai mutuatari e 5 milioni ridepositati dai loro « aventi causa ») siano rimasti come saldi in dollari presso banche europee.

Vogliamo calcolare gli effetti prodotti da una « perdita » minore, cioè da una maggior percentuale di pagamenti fatti a privati e imprese che intrattengono conti in dollari presso banche europee? Supponiamo che dei 97 milioni di dollari prestati da eurobanche (che avevano ricevuto 100 milioni di dollari per spostamenti di depositi da banche statunitensi) i 95 milioni di dollari pagati da mutuatari non bancari finiscano (direttamente o indirettamente) nelle mani di soggetti i quali depositino 35 milioni di dollari presso banche statunitensi, 15 milioni su conti in dollari e l'equivalente di 5 milioni di dollari su conti denominati in valute diverse presso banche esterne all'Europa e agli Stati Uniti, e infine 30 milioni su conti in dollari e un importo pari a 10 milioni di dollari su conti in altre valute presso banche europee. Prima che si verifichino effetti di ritorno provenienti dall'estero e prestiti del secondo giro accordati da eurobanche, le diverse misure della creazione di depositi danno i seguenti risultati:

- a) \$32 milioni di depositi aggiuntivi in dollari presso banche europee;
- b) \$42 milioni di depositi aggiuntivi in dollari e in altre valute presso banche europee;
- c) \$67 milioni di depositi aggiuntivi in dollari presso banche statunitensi e europee;
- d) \$82 milioni di depositi aggiuntivi in dollari presso banche ovunque situate;
- e) \$97 milioni di depositi aggiuntivi in dollari e altre valute presso banche ovunque situate.

Il più piccolo di questi importi — i saldi in dollari depositati presso banche europee in aggiunta ai 100 milioni originariamente trasferiti dagli Stati Uniti — è di 32 milioni di dollari. In questa prima fase del processo, i depositi in eurodollari ammontano dunque a 132 milioni, dei quali il 25 per cento circa « made in Europe ». In seguito si verificheranno effetti di ritorno e un'espansione del credito, poiché le banche europee e le altre banche esterne agli Stati Uniti disporranno di riserve liquide eccedenti, che utilizzeranno rapi-

damente per un secondo giro di prestiti. Le banche europee possiedono 35 milioni di riserve liquide in dollari (ma difficilmente vorranno tenere inutilizzata una somma superiore ai precedenti 3 milioni di dollari) e in aggiunta una disponibilità in altre valute (comprese quelle dei propri paesi) per un ammontare equivalente a 10 milioni di dollari; le altre banche esterne agli Stati Uniti dispongono, per effettuare prestiti aggiuntivi, di liquidità in dollari per 15 milioni e in altre valute per un equivalente di 5 milioni di dollari. Il secondo giro di prestiti può facilmente — se le percentuali di utilizzo dei fondi presi a prestito rimangono simili a quelle del primo giro — aggiungere altri 10 milioni di dollari ai depositi aggiuntivi in eurodollari attribuibili ai prestiti in dollari accordati da eurobanche. La cifra sarà superiore se parte dei prestiti indotti accordati da banche non europee danno luogo ad un afflusso di depositi in dollari in Europa. E, naturalmente, il secondo giro darà luogo anch'esso a effetti di ritorno, che si risolveranno in un'ulteriore creazione di depositi in giri successivi.

Ma anche prima del verificarsi di effetti di ritorno — prima cioè che vengano accordati prestiti aggiuntivi indotti o resi possibili da riserve di liquidità recuperate o mantenute grazie a ridepositi di clienti — la dimensione della creazione di eurodollari è una funzione delle proporzioni relative che assumono i vari utilizzi dei fondi presi a prestito. Queste proporzioni, peraltro, non rimangono necessariamente costanti nel tempo. In realtà, abbiamo fondati motivi per prevedere che la distribuzione dei ridepositi della clientela sia soggetta a variazioni per ciò che riguarda sia la regione geografica sia la valuta di denominazione. Tra i fattori importanti capaci di determinare variazioni di distribuzione vi sono i tassi d'interesse relativi pagati sui depositi.

#### Depositi a termine come scorte liquide

Il fatto che i tassi d'interesse relativi siano importanti nel determinare se i percettori dei pagamenti (attinti da prestiti in dollari effettuati da eurobanche) depositeranno presso eurobanche grosse o solo piccole porzioni dei loro incassi, suscita numerosi interrogativi sulla natura e sulla funzione di questi depositi in dollari. Tra l'altro, vari studiosi si domandano se i depositi remunerati con tassi d'interesse notevolmente superiori a quelli ottenibili altrove sono usati

come « moneta per transazioni » e se la creazione di questi depositi può essere considerata come elemento aggiuntivo dell'offerta internazionale di « moneta ».

I depositi in eurodollari sono in larga misura depositi a termine. Certamente, una parte è a pronti, a vista e con preavviso di sette giorni; ma il grosso ha scadenze più lontane, in prevalenza a uno, due o tre mesi, e una frazione piccolissima è vincolata a periodi superiori all'anno (6). Alcuni studiosi del sistema sono convinti che la qualità di deposito a termine propria della maggior parte degli eurodollari costituisce una caratteristica distintiva fondamentale, perché esclude che essi siano « moneta », che possano essere utilizzati direttamente per effettuare pagamenti, che siano cioè « moneta per transazioni », ed implica invece che siano una forma di investimento, che si sviluppino solo con l'incremento del risparmio in funzione di incrementi dei redditi, che esista una probabilità minima che debbano crescere in funzione d'incrementi dei prestiti in eurodollari fatti dalle banche (7). Il mio scopo immediato è quello di spiegare perché queste opinioni siano ingiustificate o irrilevanti.

1. Che i depositi a termine presso le banche commerciali siano considerati moneta, *near-money*, quasi-moneta, o sostituti della mo-

(6) I tassi d'interesse sono, di regola, più elevati per scadenze più lontane. Ad esempio, nel marzo del 1972, le banche londinesi pagavano il 4 per cento sui depositi a vista e con preavviso di sette giorni, quasi il 6 per cento per i depositi a sei mesi, e il 6,4 per cento per quelli a 12 mesi. Nella situazione di scarsità del 1969, i tassi pagati sui depositi a breve scadenza erano più elevati di quelli con scadenze più lontane, tutti al di sopra del 10 per cento annuo.

(7) Si vedano, ad esempio, i seguenti passi dell'articolo di Mayer: «... 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 a 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» (p. 297)... «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» (p. 298). «... le eurobanche, nei loro rapporti con non-banche, hanno piuttosto carattere di casse di risparmio» (p. 316)... «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"» (p. 299).

neta è un problema di gusto terminologico. L'economia monetaria moderna cerca di soddisfare le diverse preferenze distinguendo  $M_1$  e  $M_2$  ( $M_2$  comprende i depositi a termine) ed esigendo la pubblicazione di documentazioni statistiche su entrambi gli aggregati.

2. Che i depositi a termine non siano normalmente trasferibili mediante assegni e, quindi, non siano mezzi di pagamento è irrilevante ai fini dell'analisi economica, se è un fatto accertato che privati e imprese considerino i loro depositi a termine come parte dei loro saldi liquidi. Così, l'inclusione o meno dei depositi a termine nell'offerta di moneta ( $M_1$ ) interessa poco una volta che ci si renda conto che essi fanno parte dell'offerta di moneta *più* la quasi-moneta ( $M_2$ ) e sono in grado di soddisfare la domanda di scorte liquide da parte di privati e imprese.

3. Che i depositi a termine siano tenuti per le esigenze delle operazioni correnti (il *transactions motive*), per motivi precauzionali, o per il motivo speculativo è meno importante, per spiegare la ragione dell'esistenza di depositi in eurodollari, di quanto non siano le implicazioni della teoria della scelta del portafoglio, secondo le quali variazioni nei rendimenti, nei rischi, nella ricchezza e nelle preferenze determinano le proporzioni in cui sono tenute le attività alternative.

4. E' vero che il risparmio derivante da un incremento dei redditi farà aumentare il totale delle attività, ma non è affatto vero che la parte di ricchezza tenuta sotto forma di depositi a termine dipenderà solo dal risparmio; invece, essa dipende da tutti i fattori che operano in generale nella scelta del portafoglio e che determinano in particolare il rapporto tra depositi a termine e depositi a vista — senza riguardo ad aumenti dei redditi e del risparmio.

5. Il fatto che i depositi a termine possano essere considerati investimenti dai loro titolari non è rilevante purché siano ritenuti abbastanza liquidi da essere sostituiti accettabili di attività « perfettamente liquide ».

#### Effetti di ritorno di diverso ordine

Il fatto che la maggior parte dei depositi in eurodollari sia costituita da depositi a termine, e non da depositi a vista, non costituisce affatto ostacolo al rideposito di parti cospicue dei fondi ricevuti in

pagamento direttamente o indirettamente dai beneficiari di prestiti in eurodollari. Praticamente tutti i possessori di ampie scorte liquide ne tengono una parte sotto forma di depositi a termine; e quelli che compiono grosse negoziazioni internazionali preferiscono probabilmente tenere depositi a termine espressi in dollari presso banche che pagano tassi d'interesse relativamente elevati, cioè presso eurobanche. Tra i percettori di pagamenti effettuati in dollari, provenienti da prestiti accordati da eurobanche, probabilmente molti sono propensi a depositare parte dei loro saldi presso eurobanche.

Che dire delle « perdite » verso altre valute e verso altre regioni geografiche? Ci saranno certamente mutuatari, o percettori (in via diretta o indiretta) di fondi ceduti dai mutuatari, che convertono i dollari in altre valute. Tuttavia, le banche europee o le altre esterne agli Stati Uniti, che ricevono in deposito questi fondi, utilizzeranno sicuramente le loro maggiori riserve per espandere i prestiti, e alcuni dei beneficiari di questi prestiti, o alcuni dei successivi destinatari dei loro pagamenti, possono trovar conveniente tenere parte dei saldi in dollari presso banche europee. Anche questo tipo di effetto di ritorno suscitato dai prestiti in eurodollari, sebbene molto tortuoso e impossibile a seguirsi, deve essere preso in considerazione nel processo di creazione di eurodollari.

Ho usato il concetto di effetto di ritorno per « coprire » molto più delle operazioni di rideposito da parte di mutuatari, di percettori dei pagamenti dei mutuatari, e di beneficiari dei pagamenti dei percettori in parola; il concetto dovrebbe comprendere anche il deposito (non rideposito) di fondi che devono la loro esistenza a nuovi prestiti accordati da banche non appartenenti all'eurosistema e che effettuano tali prestiti solo perché le loro capacità creditizie sono state accresciute da afflussi di riserve provenienti da eurobanche. Distinguerò effetti di ritorno di diverso grado: il primo grado comprende il normale rideposito di dollari, cioè il caso di dollari derivati dal primo giro di prestiti di eurobanche, che vengono ridepositati presso le stesse banche concedenti o presso altre eurobanche dai mutuatari appartenenti al pubblico o dai percettori dei loro pagamenti. Effetti di ritorno di ordine successivo si verificano sotto forma di depositi in dollari presso eurobanche, che derivano da prestiti « indotti » in altre valute da parte di banche europee o da prestiti « indotti » da parte di banche non europee. Tentiamo di formulare qualche definizione di questi diversi tipi di effetti di ritorno.

Gli effetti di ritorno di primo grado comprendono non solo i ridepositi effettuati dai beneficiari di prestiti in eurodollari e dai percettori dei dollari pagati dai primi, ma comprendono anche i ridepositi effettuati dai successivi destinatari delle somme, purché queste possano essere considerate discendenti in linea diretta dai fondi prestatati dalle eurobanche.

Gli effetti di ritorno di secondo grado comprendono i depositi in dollari effettuati dai beneficiari dei *prestiti in altre valute di banche europee*, o dai destinatari di pagamenti fatti da questi mutuatari o dai successivi « aventi causa », purché i prestiti in altre valute siano stati indotti o resi possibili da aumenti delle riserve liquide che le banche avevano ottenuto da depositi di fondi ricavati dalla conversione di dollari provenienti da precedenti prestiti in eurodollari.

Effetti di ritorno di terzo grado sono quelli che passano attraverso paesi non europei. Essi comprendono i depositi di dollari presso banche europee effettuati da beneficiari di *prestiti accordati da banche di altre regioni geografiche* o in dollari o in altre valute convertite successivamente in dollari, o da destinatari dei pagamenti fatti da questi mutuatari, o da qualunque successivo destinatario, purché i prestiti delle banche operanti nelle « regioni esterne » siano stati indotti o resi possibili da aumenti di riserve liquide prodotti da depositi (di dollari o altre valute) derivanti da precedenti prestiti in eurodollari.

Alcuni lettori potrebbero chiedersi perché gli effetti di ritorno di terzo grado — depositi presso banche europee di dollari ricavati da prestiti di banche non europee, i quali a loro volta erano stati indotti da « perdite » subite dall'Europa — sembrano riguardare soprattutto o esclusivamente banche esterne agli Stati Uniti. La ragione risiede nella scarsa probabilità che le banche statunitensi generino effetti di ritorno: giacché, prese nel loro insieme, la loro liquidità (posizione di riserva) non è influenzata da deflussi o da riafflussi di dollari, a condizione che le banche abbiano gli stessi obblighi di riserva per i depositi tenuti da banche straniere e dal pubblico interno o esterno e finché le banche della Riserva Federale non intervengano. Un riafflusso di dollari provocato da pagamenti fatti dall'Europa agli Stati Uniti lascia invariato il totale dei depositi presso le banche statunitensi (nel loro complesso), perché le somme vengono sottratte ai conti intestati alle banche europee e aggiunte ai conti intestati ai

soggetti statunitensi percettori dei pagamenti (8). Così gli effetti di ritorno di terzo grado provengono prevalentemente da « paesi terzi ».

Le dimensioni di tutti gli effetti di ritorno sono soggette a cambiare con le condizioni dei vari paesi. Ci possono essere momenti in cui la maggior parte dei pagamenti è destinata agli Stati Uniti e gli effetti di ritorno sono scarsi. In altri periodi gli effetti di ritorno di primo grado possono essere particolarmente grandi; ad esempio, quando i tassi d'interesse sugli eurodepositi in dollari sono molto più elevati dei tassi pagati altrove, l'incentivo a ridepositare è forte. Circostanze speciali — particolarmente in situazioni di abbondanza o scarsità di moneta vigenti in paesi impegnati nell'ambizioso tentativo di attuare politiche creditizie indipendenti — possono promuovere rilevanti effetti di ritorno di secondo o terzo grado. Purtroppo conosciamo ben poco questi fenomeni. La ferma convinzione di alcuni esperti che i ridepositi della clientela sono « estremamente rari », e l'opinione opposta di alcuni studiosi che deve esistere un « elevato moltiplicatore » non hanno provocato alcuna ricerca in profondità su questi problemi. Le statistiche disponibili sono inadeguate per una ricerca del genere. Sarebbe necessaria un'indagine molto ampia, con la partecipazione attiva di numerosi grossi depositanti, per ottenere risposte utilizzabili, le quali in ogni caso sarebbero valide solo per situazioni storiche particolari.

### Il moltiplicatore riserva-depositi

Se i vari effetti di ritorno dipendono da condizioni mutevoli e perciò cambiano di dimensione nel tempo, e se non sono disponibili statistiche capaci di determinare la misura dei suddetti effetti in ogni periodo, a che giova esprimere la creazione di depositi in eurodollari con un singolo numero come il rapporto tra riserve e depositi, ossia con il « moltiplicatore » per il quale un incremento della riserva deve essere moltiplicato per predire il conseguente incremento dei depositi? L'espedito di un moltiplicatore nell'analisi della creazione di eurodepositi in dollari sembra ancor più discutibile se

(8) Pur rimanendo invariato il totale dei depositi e delle riserve delle banche statunitensi (nel loro insieme) — e quindi, non essendoci diversi obblighi di riserva, rimane invariata anche la loro capacità di credito — il volume di moneta in mano a soggetti statunitensi risulta accresciuto dai pagamenti provenienti dall'Europa. Ciò può dar luogo a qualche effetto di ritorno verso le eurobanche, ma solo in quantità trascurabile. (Per questa qualificazione sono debitore del professor Lester V. Chandler.)

ci si rende conto, in primo luogo, che non sappiamo con sicurezza come misurare il moltiplicando, e, in secondo luogo, che esistono parecchi modi diversi di misurare il prodotto.

Nel sistema delle banche commerciali degli Stati Uniti sia gli obblighi di riserva sia il computo dei depositi sono accuratamente specificati per legge. Le quantità di riserve « legali » e di depositi « soggetti all'obbligo di riserva » sono stabilite con certezza e riportate in serie statistiche. Poiché ci è noto il rapporto obbligatorio tra riserve e depositi e possiamo stimare la perdita di riserva (o il suo complemento: il rapporto di rideposito), conosciamo il massimo moltiplicatore potenziale; poiché ci sono note anche le riserve effettive, conosciamo qual'è il massimo volume di depositi possibile; e poiché conosciamo i depositi effettivi, siamo in grado di confrontare aumenti di riserve e aumenti di depositi e di calcolare il moltiplicatore effettivo.

Nessuna di queste grandezze è nota nel sistema eurobancario. Non esistono riserve legali, né uniformità nei rapporti di riserva autoimposti. Non sono affatto specificate le attività che potrebbero essere destinate a riserva, né si sa quali attività le banche considerino effettivamente riserve, o quali tra le attività, che certi studiosi propendono a qualificare come riserve liquide, le banche effettivamente possiedono. Inoltre, non possiamo stimare la perdita « normale » di riserve (*leakage*) suscettibile di prodursi come risultato dei prestiti e degli investimenti fatti dalle eurobanche, perché, come si è visto, non esistono rapporti stabili tra gli usi dei prestiti in eurodollari e, perciò, gli effetti di ritorno (o il rapporto di rideposito) possono variare fortemente col mutare delle condizioni. Infine ci sono parecchi modi possibili di misurare un incremento dei depositi; le cinque misure che abbiamo messo a confronto in precedenza sono soltanto un campione delle numerose varianti possibili; ma in concreto non esiste nessuna serie statistica attendibile che ci possa consentire una misurazione effettiva. In definitiva, non conosciamo né il moltiplicando, né il massimo moltiplicatore potenziale, né il prodotto effettivo.

Ho molto rispetto per gli arditi tentativi di misurare il moltiplicatore dell'eurodollaro fatti da Fratianni e Savona. La loro proposta di risolvere il problema dell'individuazione del moltiplicando con l'elaborazione di un concetto di « base monetaria internazionale » (IMB) è interessante, ma, a mio avviso, non funzionale. L'idea di ricalcolare il saldo della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti in modo tale che il disavanzo diventi l'equivalente dell'incremento delle riserve liquide in dollari delle banche esterne agli Stati Uniti è, se

comprendo esattamente la proposta, concettualmente insostenibile. In ogni anno (o periodo diverso) l'incremento della IMB tenuta dalle eurobanche non è, a mio avviso, collegato con nessun aggregato della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti; né un disavanzo in conto capitale, né un disavanzo calcolato su altre basi si può dimostrare che rappresenti una condizione necessaria o sufficiente per un incremento delle riserve in dollari delle eurobanche; in realtà, un incremento di queste riserve può aver luogo con un avanzo in conto capitale o con un avanzo diversamente calcolato. Raccomando di verificare l'ipotesi di Fratianni-Savona applicandola all'espansione di altre eurovalute. L'espansione dell'euromarco è stata accompagnata da ampi avanzi della bilancia dei pagamenti tedesca, sebbene, debbo confessarlo, non abbia tentato di ricostruirne il saldo sulla base della IMB (9).

Se nego l'utilità di stimare un moltiplicatore per la creazione di depositi mediante prestiti e investimenti accordati dalle eurobanche, ciò non significa che neghi gli effetti « moltiplicativi » dell'acquisizione di riserve liquide in dollari da parte di banche europee. Mettere in dubbio i risultati numerici ricavati da manipolazioni di statistiche insufficienti non equivale a negare l'esistenza del fenomeno o il processo di creazione dei depositi promosso dall'attività creditizia delle banche europee. Ma, a prescindere da tutte le difficoltà di una ricerca empirica, anche per ragioni di carattere puramente teorico ritengo preferibile rinunciare al concetto di moltiplicatore in una situazione in cui è esclusa, anche sotto il profilo concettuale, la possibilità di offrire non ambigue misure del moltiplicando e del prodotto.

### Le operazioni « eurobancarie » e la bilancia dei pagamenti

Le mie affermazioni a proposito degli effetti di certe operazioni delle eurobanche sulla bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti sono state contestate da Helmut Mayer. Questi ritiene che « prese alla

(9) Per un'analisi di varie parti della bilancia dei pagamenti in relazione allo sviluppo del sistema dell'eurodollaro rinvio alla sezione *The Balance of Payments of the United States* dell'articolo da me preparato per l'American Enterprise Institute, e che sarà presto pubblicato in un volume intitolato *International Monetary Problems*; e al mio articolo *Five Errors about Euro-Dollars*, di prossima pubblicazione altrove. In entrambi questi scritti cerco di dimostrare che il saldo netto della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti non ha alcun legame con l'espansione dei depositi in eurodollari, così come nessun legame unisce il saldo netto della bilancia dei pagamenti della Germania Occidentale con l'espansione dei depositi in euromarchi.

lettera tutte le proposizioni esposte sono, in senso superficiale, corrette », ma, in un significato più profondo, sono fuorvianti perché non mettono in luce alcun fondamentale « nesso causale » (p. 315). L'obiezione mi impone di dare spiegazioni di natura metodologica che possono sfuggire ad alcuni dei miei lettori. Spero che essi abbiano pazienza e mi seguano in alcune distinzioni piuttosto sottili.

La maggior parte di noi conosce la differenza tra offerta e domanda, da un lato, e vendite e acquisti, dall'altro. Vendite e acquisti devono essere uguali per definizione, poiché costituiscono le stesse negoziazioni. Offerta e domanda sono quantità ipotetiche, che possono essere diverse ai vari prezzi. Un incremento della domanda può causare un incremento del prezzo e, al prezzo superiore, la quantità offerta può essere accresciuta. Un incremento dell'offerta può determinare una riduzione nel prezzo e, al prezzo più basso, la quantità domandata può essere aumentata. Entrambe queste variazioni saranno associate con aumenti delle vendite, e, naturalmente, degli acquisti, ma le vendite e gli acquisti effettivi non « causano » nessuna variazione ulteriore nel prezzo o nelle quantità. Nell'analisi dell'offerta e della domanda sul mercato troviamo effetti di prezzo sulle quantità e effetti di quantità sui prezzi, che operano come incentivi e disincentivi cui reagiscono le persone interessate; le negoziazioni che ne risultano, tuttavia, « causano » soltanto registrazioni in libri contabili e su tavole statistiche. Denominiamo quest'ultimo tipo di nesso causale « meccanica delle negoziazioni » e il precedente insieme di azioni e reazioni « processi di mercato ».

Quando analizziamo gli effetti di determinate negoziazioni sulla bilancia dei pagamenti, vogliamo sapere come queste negoziazioni si riflettono nelle registrazioni dei pagamenti internazionali. Le operazioni di prestito e di indebitamento sono le negoziazioni che si verificano *dopo* che le forze dell'offerta e della domanda hanno svolto il loro ruolo nel determinare i tassi d'interesse e le quantità di fondi trasferiti. Un incremento nella domanda di credito, sul mercato dell'eurodollaro così come su ogni altro mercato monetario, probabilmente fa salire il tasso d'interesse e fa aumentare il volume di credito offerto. L'« atto di prendere a prestito », tuttavia, viene alla fine di questo gioco reciproco; esso non provoca rialzi dei tassi d'interesse o maggiori quantità di credito offerto; né genera « l'atto del prestare », poiché i due atti sono la stessa cosa, vista da lati diversi.

Mayer ha perfettamente ragione quando scrive che l'aumento della domanda di eurodollari da parte delle banche degli Stati Uniti



nel 1969 ha spinto al rialzo i tassi d'interesse sull'euromercato, che i più elevati tassi d'interesse hanno attirato fondi dagli Stati Uniti, e che il conseguente deflusso di capitali a breve termine ha dilatato il disavanzo della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti calcolato sulla base della liquidità (nella misura in cui i fondi erano posseduti da residenti degli Stati Uniti). Questo flusso di fondi americani dalle banche statunitensi a quelle europee — indotto da un rialzo dei tassi d'interesse, sospinti da un'incalzante *domanda* — è stato certamente registrato come disavanzo di liquidità, ma i prestiti assunti in Europa da parte delle banche statunitensi non hanno contribuito a quel disavanzo. Il deflusso dagli Stati Uniti ha reso le banche europee creditrici di quelle statunitensi; e le banche europee sono rimaste creditrici quando i depositi ricevuti dai nuovi depositanti sono stati trasformati in prestiti in eurodollari a favore di banche statunitensi. Il disavanzo di liquidità degli Stati Uniti è stato « causato » (cioè registrato) quando il deflusso di fondi (da prestare alle eurobanche) ha accresciuto le passività liquide degli Stati Uniti, non quando le banche statunitensi hanno preso a prestito dalle eurobanche. Come ho scritto nel dicembre del 1970, i prestiti delle banche europee a quelle statunitensi « non alterano la bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti, considerata sia sulla base della liquidità sia su quella delle transazioni ufficiali » (p. 283).

Se ciò è compreso da tutti così bene da apparire evidente (e banale) a molti lettori, allora il pubblico è stato davvero bene informato. Ma io temo che le cose non stiano così. In ogni caso, sforziamoci di pensare e scrivere con chiarezza. Ciò esige che si distingua sempre la « meccanica delle negoziazioni » dalle forze che operano sul mercato. Nell'analisi delle forze di mercato ci chiediamo quali modificazioni dei prezzi relativi e quali reazioni delle parti in causa provocheranno probabilmente determinate negoziazioni; nell'analisi della « meccanica delle negoziazioni » ci chiediamo quali modificazioni nei conti e nei saldi si accompagnino con queste o altre determinate negoziazioni. Entrambi i tipi di analisi sono necessari per comprendere ciò che accade, specialmente perché la maggior parte di ciò che accade diventa visibile solo sotto forma di conti e saldi forniti dai contabili che raccolgono i dati statistici destinati alla successiva analisi economica.

Nel caso che abbiamo dinanzi non dobbiamo confondere il « prestare » e il « prendere a prestito » (cioè l'atto di accordare e di ricevere

prestiti) con la maggiore « domanda di prestiti » (cioè con la richiesta di prestiti e con il suo effetto sui tassi d'interesse e sulla disponibilità di credito).

### Il sistema e il mercato

A parecchi studiosi dell'eurodollaro non è piaciuta la mia svalutazione degli aspetti di mercato dell'eurodollaro e soprattutto la mia proposta di parlare di un « sistema » piuttosto che di un mercato dell'eurodollaro. La cosa non è molto importante, ma può aiutare a capire che è necessario esaminare i fenomeni da diversi punti di vista e che la scissione di un sistema complesso in sottosistemi da studiare separatamente spesso ne chiarisce gli aspetti. Come osservo nell'articolo presentato all'American Enterprise Institute, « Il sistema dell'eurodollaro può in teoria essere diviso in tre sottosistemi: un mercato monetario in cui le banche operano su entrambi i lati, prestando e ricevendo in prestito saldi liquidi che considerano riserva di liquidità; un mercato del credito in cui il pubblico (privati, associazioni e società, ma principalmente società) presta alle banche e prende a prestito da esse; e un sistema di deposito in cui il pubblico tiene saldi liquidi che considera parte della propria posizione di liquidità. I tre sottosistemi interagiscono in una involontaria creazione di liquidità aggiuntiva ».

Per due dei sottosistemi il modo migliore di studiarli e descriverli è considerarli come mercati. Ma è il terzo sottosistema che c'importa quando studiamo la « creazione di eurodollari », come ho fatto nel mio primo articolo. Ciò che allora mi interessava non era il « commercio » di fondi esistenti ma la « confezione » di depositi aggiuntivi. La linea di separazione tra intermediazione e creazione di fondi è confusa e invisibile a occhio nudo. E' proprio per questa ragione che l'analisi — « suddivisione » — si rende necessaria.

### Creazione di dollari da parte di banche centrali

Nel mio primo articolo *Euro-Dollar Creation* ho trascurato il caso più noto di creazione di dollari statunitensi al di fuori degli Stati Uniti: la produzione di riserve aggiuntive in dollari nelle mani delle autorità monetarie. Ma tutti gli articoli e i libri pubblicati sull'argomento hanno anch'essi trascurato questo problema, e la prima

discussione a stampa è stata offerta dal mio articolo *The Magicians and their Rabbits*, comparso nel maggio del 1971. La mancata scoperta di questo sorprendente fenomeno da parte dei precedenti studiosi si può spiegare con il fatto che il formidabile aumento delle riserve ufficiali in dollari, non accompagnato da un corrispondente debito degli Stati Uniti, si verificò soltanto nel 1970. Esso fu rivelato da un improvviso balzo della differenza tra le disponibilità di valuta estera rilevate dalle autorità monetarie, e il totale delle passività in dollari e sterline verso autorità ufficiali straniere rilevato dagli Stati Uniti e dal Regno Unito. (Precedenti aumenti di questa differenza erano stati attribuiti ad accresciute disponibilità ufficiali di altre valute, per esempio, di franchi francesi e marchi tedeschi.)

Non starò qui a ripetere le mie precedenti osservazioni in argomento; mi limiterò ad osservare che la pratica seguita da alcune banche centrali di collocare dollari appartenenti alle loro riserve ufficiali sul mercato dell'eurodollaro, o direttamente o per il tramite della Banca dei Regolamenti Internazionali, ha fatto aumentare sia le disponibilità private di eurodollari sia le disponibilità ufficiali di riserve in dollari. Senza dubbio, la conversione di eurodollari in valute nazionali sui mercati dei cambi — la fase del processo in cui i dollari erano rivenduti alle banche centrali e così gonfiavano il « diluvio di dollari » — ha agito come drenaggio (o *leakage*) di riserve dal sistema delle eurobanche. Tuttavia la conversione probabilmente non è avvenuta tutta insieme subito dopo il primo giro di prestiti delle eurobanche. Importi notevoli di depositi in eurodollari possono quindi essere stati creati prima che i dollari fossero convertiti da alcuni percettori e aggiunti alla corrente che inondava le riserve ufficiali. Per di più, alcune banche centrali, vedendo le loro riserve inondate da quantità sempre maggiori di dollari, ma non rendendosi conto che ciò era, in parte, una conseguenza del loro stesso operato, possono essere state indotte ad accrescere i loro impieghi di dollari sull'euromercato. Questo effetto di ritorno sul sistema dell'eurodollaro, provenendo da reazioni da parte degli organi di controllo dell'offerta di moneta, è forse la parte più sorprendente della vicenda, a meno che non si giudichi ancor più sorprendente il fatto che i responsabili della politica monetaria non abbiano avvertito più rapidamente gli effetti di ciò che facevano.

Le banche centrali più importanti si sono accordate nel giugno del 1971 di smettere di scherzare col mercato dell'eurodollaro, ma le relazioni statistiche fanno supporre che quantità notevoli di dollari

delle riserve monetarie, probabilmente solo di paesi meno importanti, si trovino ancora sul mercato.

Gli organismi ufficiali hanno contribuito allo sviluppo del sistema dell'eurodollaro anche per un'altra strada: con *swaps* di dollari tra banche centrali e banche commerciali. Di regola, questo « contributo » non è stato intenzionale. Le autorità monetarie, in genere, credevano di raggiungere, con i loro *swaps*, scopi del tutto diversi. Ma non hanno previsto in molti casi né gli effetti collaterali né il mancato raggiungimento degli effetti desiderati.

Per una trattazione particolareggiata di entrambi questi processi — prestiti delle banche centrali in dollari sull'euromercato e *swaps* di dollari con banche commerciali — rimando al mio studio inserito negli atti della « Monetary Conference » dell'American Enterprise Institute (10). Tale studio contiene anche considerazioni più dettagliate di quelle svolte qui a proposito della tesi che « una creazione di credito endogena di tipo normale... è certo soltanto un aspetto marginale del mercato dell'eurodollaro » (11). Ho soppesato le argomentazioni a sostegno di questa tesi e ho trovato che sono insufficienti.

Fritz Machlup

(10) *International Monetary Problems*, Washington, D.C., 1972.

(11) MAYER, *op. cit.*, p. 313.