

Il ruolo delle banche centrali nel funzionamento e nella regolazione del mercato delle eurovalute (*)

1. Definizione di euromercato e sue origini

Con il termine *euromercato* si è soliti definire il complesso delle operazioni consistenti nella formazione di depositi e nella concessione di crediti espressi in monete diverse da quella del paese nel quale la banca è situata. Se la valuta di denominazione è il dollaro degli Stati Uniti e le banche operano in Europa, il mercato è detto dell'eurodollaro; se la valuta di denominazione è il marco tedesco e le banche operano al di fuori della Germania federale, il mercato definito sarà l'euromarco, e così via.

Normalmente nella letteratura finanziaria con il termine euromercato (o eurodepositi, o eurocrediti) si definiscono le operazioni di cui sono protagoniste non solo le banche situate in Europa, ma anche fuori. Per ovviare all'imprecisione della terminologia entrata ormai nell'uso corrente, il prof. Machlup ha suggerito recentemente di sostituire il prefisso *euro* con il prefisso *xeno*, il quale meglio si presta a definire il carattere universale, e non più strettamente europeo, di questo mercato (1).

Con il termine « eurobanche » non si designa una categoria diversa o addirittura « extraterritoriale » di istituti di credito. Si tratta ovviamente delle stesse banche che operano all'interno dei singoli paesi e sono quindi soggette alle rispettive legislazioni nazionali; la qualifica di eurobanche si applica a quella parte

(*) Questo scritto — rielaborazione, senza sostanziali varianti, della conferenza pronunciata il 17 novembre 1972 a Lussemburgo su invito della Université Internationale de Sciences Comparées — accoglie in gran parte il frutto delle riflessioni del Prof. Francesco Masera che rappresenta la Banca d'Italia nelle discussioni internazionali sull'argomento. A questi studi ha dato notevole impulso il Dr. Paolo Savona, al quale vanno i miei ringraziamenti per l'aiuto prestato nel preparare la presente nota. Sono anche grato al Prof. Ernest Arendt dell'Université Internationale de Sciences Comparées per l'autorizzazione a presentare in italiano il contenuto della conferenza.

(1) F. MACHLUP, « Ancora sull'eurodollaro », in questa Rivista, giugno 1972.

del loro bilancio, marginale o prevalente, denominata in valute diverse da quella del paese in cui operano. E' facile quindi arguire che la nascita e lo sviluppo dell'euromercato sono in gran parte dovuti all'atteggiamento permissivo delle autorità monetarie dei singoli paesi, le quali hanno in pratica consentito una discriminazione in favore delle operazioni bancarie tipiche dell'euromercato.

Le origini dell'euromercato sono abbastanza remote. Già prima del 1914 banche commerciali esterne al Regno Unito accettavano depositi in sterline (2). La chiara presa di coscienza di questo mercato e delle sue grandi capacità di sviluppo è però un fatto piuttosto recente e va collegato con la crisi di liquidità attraversata dal sistema monetario internazionale nel corso di questo dopoguerra, l'incapacità da parte dei grandi mercati monetari di Londra e New York di svolgere più oltre, con la sola moneta del paese, la loro tradizionale funzione e, infine, la più ampia libertà di azione concessa generalmente alle banche nazionali allorquando commerciano in valute estere. L'euromercato ebbe un forte impulso intorno al 1957, quando le autorità del Regno Unito imposero, da una parte, restrizioni sul finanziamento in sterline del commercio tra paesi terzi, lasciando, dall'altra, completa libertà alle banche di fornire crediti in valuta estera per le stesse operazioni di finanziamento del commercio estero. Successivamente una spinta decisiva allo sviluppo venne dalle trasformazioni disposte sul mercato monetario di New York con l'introduzione di un vasto programma riguardante la bilancia dei pagamenti, che contemplava anche, a partire dal 1965, la restrizione volontaria dei crediti all'estero.

L'espansione del mercato dell'eurodollaro è continuata con vigore anche nel 1971, anno di crisi della moneta statunitense. La causa va ricercata nella riduzione dei tassi di interesse sul mercato monetario statunitense e dell'indebitamento delle banche americane sull'euromercato. La prima ha spinto le eurobanche a cercare impieghi più remunerativi prestando fondi ad utilizzatori non americani, i quali a loro volta sono stati indotti dal basso livello dei tassi negli Stati Uniti a ridepositare i loro fondi in Europa. La riduzione dell'indebitamento delle banche statunitensi sull'euromercato — il quale svolge, come si vedrà in seguito,

(2) L. B. YBAGER, *International Monetary Relations*, Harper & Row, New York, 1967.

una funzione analoga a quella della riserva obbligatoria o dei depositi speciali nei sistemi bancari nazionali — allarga la possibilità di espansione del credito da parte delle eurobanche. La domanda di eurocrediti si è anch'essa ampliata, per effetto soprattutto dell'espansione del commercio mondiale, ma con minor slancio rispetto all'offerta. Il risultato è stato un livello di tassi inferiore a quello dell'anno precedente.

2. Struttura e funzionamento dell'euromercato

La comprensione del funzionamento dell'euromercato esige un discorso più ampio che investe il complesso del sistema, al cui interno sono stati individuati sei mercati. Fondamentale importanza assume il mercato della base monetaria internazionale (detta IMB), cioè il complesso delle attività liquide in grado di svolgere nell'euromercato un ruolo analogo a quello della base monetaria nei sistemi bancari interni ai singoli paesi (3).

Seguendo questa linea di analisi sono stati individuati i creatori di IMB: i paesi produttori di oro (per la parte destinata ad uso monetario); il Fondo Monetario Internazionale, nei limiti dei diritti automatici di prelievo (cioè della *gold-tranche position* e della frazione non utilizzata degli *stand-bys* in essere) e della distribuzione di SDR; il sistema della Riserva federale, per mezzo delle linee di credito concesse ad altre banche centrali; la bilancia dei pagamenti dei paesi a valuta di riserva, particolarmente degli Stati Uniti, opportunamente calcolata in base alla creazione o all'assorbimento di base monetaria internazionale. Dal lato della utilizzazione entrano in concorrenza per la detenzione di IMB le tre grandi categorie rappresentate dalle banche centrali, dalle banche commerciali e dal pubblico non bancario.

Esistono poi il mercato degli eurocrediti, di cui una tipica componente è rappresentata dalla IMB in mano alle banche, e il mercato degli eurodepositi, la cui remunerazione è collegata con il tasso sugli eurocrediti o influenzata dalla politica monetaria interna dei singoli paesi.

Il così detto « indebitamento » delle banche statunitensi sull'euromercato riveste particolare importanza ai fini della valuta-

(3) Cfr. M. FRATIANNI - P. SAVONA, *La liquidità internazionale, proposta per la ridefinizione del problema*, Il Mulino, Bologna, 1972.

zione della posizione di riserva delle eurobanche. Ciò vale anche per qualsiasi posizione liquida o liquidabile in una moneta diversa dal dollaro tenuta nel paese di origine della valuta stessa (ad esempio, marchi in Germania), o nello stesso dollaro presso un paese la cui banca centrale sia disposta a cedere le sue riserve in questa valuta per fronteggiare perdite di depositi delle proprie banche (4).

Il mercato degli eurofondi interbancari occupa un'ampia sezione dell'euromercato e non va confuso con i rapporti intercorrenti tra eurobanche e banche statunitensi o banche del paese di denominazione dei depositi, di cui si è detto sopra, e che investono i mercati della IMB.

Il mercato delle euroobbligazioni è un mercato a medio e lungo termine, ma è connesso con il comparto a breve termine sia per la funzione che le eurobanche svolgono in esso con la partecipazione ai sindacati di collocamento, sia per l'acquisizione diretta dei titoli da parte delle banche stesse.

Particolare rilievo assumono le forze che agiscono all'interno del mercato della IMB, degli eurocrediti e degli eurodepositi, ai fini di giungere ad una spiegazione organica e convincente degli eventi degli ultimi anni.

Supponiamo che le autorità statunitensi impongano una politica monetaria restrittiva all'interno del loro paese. L'innalzamento dei tassi sul mercato monetario degli Stati Uniti implica per le eurobanche una maggior convenienza a tenere le loro riserve liquide investite negli Stati Uniti e una minore convenienza ad espandere gli eurocrediti. Una contrazione dell'offerta di eurocrediti spinge verso l'alto il tasso attivo, il quale trascina a sua volta verso l'alto il tasso passivo, cioè la remunerazione degli eurodepositi. Il pubblico allora tende a spostare i suoi fondi dagli Stati Uniti verso l'euromercato e, parallelamente, si verifica un deflusso di capitali dai paesi a moneta non di riserva, che impoverisce le riserve ufficiali. Si attua così un trasferimento di IMB a vantaggio delle eurobanche, che accresce le loro capacità di espansione del credito. Ciò è avvenuto appunto in parecchi paesi fino al 1969.

(4) Il concetto è chiaramente espresso in G. CARLI, «L'eurodollaro: una piramide di carta?», in *Bancaria*, marzo 1971. L'interpretazione della posizione di riserva ristretta ai depositi negli Stati Uniti data da F. MAGHLUP, *op. cit.*, non rispecchia pertanto l'intera argomentazione del Governatore della Banca d'Italia.

Se è un paese europeo a decidere una politica monetaria restrittiva, esso dovrà fare i conti con la reazione dell'euromercato, tendente a vanificare gli effetti di essa. L'innalzamento dei tassi interni porta ad un aumento della domanda di eurocrediti, ad un innalzamento degli euro tassi attivi e passivi, ad un trasferimento di IMB dal pubblico alle banche, ad una maggiore capacità di offerta del credito eurobancario. Gli operatori interni potranno così agevolmente ricorrere all'euromercato in sostituzione delle fonti interne del credito. Ciò è stato sperimentato da molti paesi, in particolare nel 1970 (5).

Se poi in questa situazione si inserisce una politica monetaria espansiva all'interno di un paese creatore di IMB, ad esempio gli Stati Uniti, gli sforzi per una politica monetaria autonoma ad iniziativa dei paesi utilizzatori verranno ancor più facilmente frustrati.

Supponiamo che nel paese creatore di IMB abbia termine una fase di restrizione monetaria, alla quale le banche abbiano reagito effettuando un ampio ricorso all'euromercato. Il passaggio ad un periodo di espansione provocherà naturalmente una forte riduzione di questo indebitamento. Il primo effetto verrà assorbito dai tassi dell'interesse, che si abbasseranno di conseguenza; il secondo, forse più violento, dalle politiche monetarie nazionali, che verranno frustrate se sono restrittive, o dalle riserve ufficiali, se le autorità si oppongono ad una rivalutazione delle proprie monete. Vanno respinte pertanto le interpretazioni della dinamica del mercato, o le aspettative in tal senso, che prevedono uno sgonfiamento del volume delle eurovalute. Un rimborso massiccio di indebitamento, come quello attuato dalle banche statunitensi, colpisce i tassi dell'interesse, le politiche monetarie nazionali, le riserve ufficiali o i rapporti di cambio. Oppure il rimborso rientra in circolo dando impulso al processo di moltiplicazione dei mezzi di pagamento internazionali. Questa è storia a noi molto vicina e non richiede molte specificazioni.

(5) Cfr. W.D. McCLAM, «Il mercato delle eurovalute come "sostituto" di altre fonti di credito», in questa Rivista, settembre 1972. Qualora si dimostrasse che l'euromercato si sostituisce alle fonti interne, ciò non significherebbe che esso non sia capace di moltiplicare al suo interno i mezzi monetari internazionali, né tantomeno che esso non disturbi o neutralizzi le politiche monetarie nazionali. Va inoltre precisato che se un mercato «sovrappone» credito a quello esistente la flessione del tasso dell'interesse neutralizza la sovrapposizione (eccesso di offerta); perciò la verifica statistica della tesi di McClam richiederebbe metodi di analisi più affinati per tenere conto delle interazioni tra quantità e tassi.

Circa questo processo di moltiplicazione, si tenga conto che i depositi in eurodollari (ma il ragionamento vale anche per le altre eurovalute) non sono creati soltanto dalla scelta di un operatore, residente negli Stati Uniti o fuori, di depositare presso una eurobanca una somma in dollari ricavata da un'esportazione di beni o servizi o da un prestito ottenuto negli Stati Uniti o dalla conversione di valuta convertibile. Le eurobanche contribuiscono esse stesse con la loro attività di prestito alla creazione di depositi in eurodollari attraverso un processo sostanzialmente analogo a quello che si svolge all'interno dei sistemi bancari nazionali. Questo processo si basa ovviamente sul rideposito da parte dei clienti o dei loro aventi diritto. Da un lato, il potenziale espansivo del sistema eurobancario è superiore a quello dei sistemi nazionali perché le riserve liquide sono proporzionalmente inferiori e la base monetaria non è controllata da alcuna autorità monetaria; dall'altro, il coefficiente di perdita è superiore perché il beneficiario di un prestito in eurodollari può scegliere di depositare il ricavato negli Stati Uniti sottraendo i fondi dal circuito dell'eurodollaro.

3. Dimensioni dell'euromercato

Dei sei mercati citati si hanno informazioni statistiche che non consentono di completare il quadro dell'euromercato, ma permettono di avere un'idea abbastanza precisa del fenomeno oggetto di questa analisi.

La tav. 1 riporta la domanda e l'offerta di gran parte della IMB (6). La lacuna più grave è rappresentata dall'assenza di informazioni, o meglio dall'interruzione delle stesse, sulle disponibilità a vista in marchi tedeschi e sulla analoga posizione in franchi svizzeri e altre valute forti.

La tav. 2 fornisce indicazioni:

— sugli eurodepositi ed eurocrediti, distinti in dollari e altre valute;

— sugli eurofondi interbancari nell'area censita, cioè negli otto

(6) La tavola viene pubblicata dalla Banca d'Italia, nella *Relazione Annuale* del Governatore all'Assemblea dei partecipanti. Nell'edizione del 1972 si trova alla p. 43.

BASE MONETARIA INTERNAZIONALE
(milioni di dollari)

TAV. I

Voci	Variazioni								Consistenze a fine giugno 1972
	1969	1970	1971	1970		1971		1972	
				I	II	I	II		
Creazione									
Oro monetario . . .	76	- 1.749	2.659	- 72	- 1.677	- 213	2.872	- 479	39.128
Diritti ordinari e speciali presso FMI	238	4.095	2.453	3.571	524	1.982	471	2.892	16.166
Linee di credito non utilizzate presso Riserva federale di New York e FMI	1.337	- 609	- 1.498	- 180	- 429	304	- 1.802	490	9.582
Passività liquide:									
Stati Uniti . . .	6.295	2.745	14.257	1.355	1.390	2.031	12.226	56	51.060
Regno Unito . . .	89	868	3.908	890	- 22	1.189	2.719	108	10.693
Totale . . .	8.035	5.350	21.779	5.564	- 214	5.293	16.486	3.067	126.629
Per memoria:									
Passività liquide sulla Germania federale . . .	298	....	....	758	....	....	....	....	(2) 5.996
Altra liquidità (degli Stati Uniti e del Regno Unito) . . .	1.850	- 1.373	6.668	123	- 1.496	6.138	530	5.868	19.097
Utilizzo									
Riserve ufficiali . . .	1.585	9.820	25.719	7.185	2.635	10.529	15.190	2.761	108.633
Oro monetario e altre attività . . .	1.651	1.737	3.614	3.319	- 1.582	2.073	1.541	2.903	64.876
Attività liquide:									
sugli Stati Uniti	- 275	7.784	20.324	3.415	4.369	7.457	12.867	- 665	38.895
sul Regno Unito	209	299	1.781	451	- 152	999	782	523	4.862
Per memoria:									
Attività liquide sulla Germania federale . . .	- 38	....	....	- 95	....	....	....	....	....
Altra liquidità . . .	- 242	- 165	7.291	- 112	- 53	3.107	4.184	3.838	11.886
Pubblico	- 636	578	1.903	446	132	268	1.635	- 75	9.763
Attività liquide:									
sugli Stati Uniti	- 516	9	- 224	7	2	78	- 302	340	3.932
sul Regno Unito (1)	- 120	569	2.127	439	130	190	1.937	- 415	5.831
Banche commerciali	7.086	- 5.048	- 5.843	- 2.067	- 2.981	- 5.504	- 339	381	8.233
Attività liquide									
sugli Stati Uniti	7.086	- 5.048	- 5.843	- 2.067	- 2.981	- 5.504	- 339	381	8.233
Per memoria:									
Attività liquide sulla Germania federale del pubblico e delle banche	336	1.546	515	853	693	- 838	1.353	- 585	5.891
Altra liquidità in mano al pubblico e alle banche	2.092	- 1.208	- 623	235	- 1.443	3.031	- 3.654	2.030	7.211

Fonte: Bollettini di banche centrali, del Fondo monetario internazionale e di altre istituzioni governative. (1) Comprende anche le attività in lire sterline di banche commerciali. (2) Risulta dalla somma tra le attività liquide sulla Germania federale del pubblico e delle banche, esistenti a fine giugno 1972, e quelle delle autorità monetarie, alla fine di maggio del 1970, così come sono riportate nel Bollettino della *Bundesbank*.

MERCATO DELLE EUROVALUTE

Voci	Dati di fine periodo				Variazioni per semestre				
	1969	1970	1971	giugno 1972	1970		1971		1972
					I	II	I	II	I
	(miliardi di dollari)								
Eurovalute al lordo dei conti interbancari:									
Crediti	58,3	78,3	100,4	111,1	6,8	13,2	7,5	14,6	10,7
eurodollari	47,6	60,4	71,7	78,8	4,4	8,4	4,7	6,6	7,1
altre eurovalute	10,7	17,9	28,7	32,3	2,4	4,8	2,8	8,0	3,6
Depositi	56,8	75,3	97,9	109,3	5,7	12,8	7,0	15,6	11,4
eurodollari	46,2	58,7	70,8	77,6	3,2	9,3	3,2	8,9	6,8
altre eurovalute	10,6	16,6	27,1	31,7	2,5	3,5	3,8	6,7	4,6
Eurovalute al netto dei conti interbancari (1)	44,0	57,0	71,0	*82,0	13,0		14,0		11,0
eurodollari	37,5	46,0	54,5	*66,0	4,0	4,5	3,0	5,5	11,5
assorbiti dagli USA	16,5	12,7	9,3	* 9,9	-0,1	- 3,7	- 2,3	- 1,1	0,6
assorbiti da altri paesi	21,0	33,3	45,2	*56,1	4,1	8,2	5,3	6,6	10,9
altre eurovalute	6,5	11,0	16,5	*16,0	4,5		5,5		- 0,5
	(rapporti unitari)								
Eurodollari netti	2,3	3,6	5,9	6,7	—	—	—	—	—
Quota assorbita dagli USA									
Quota assorbita da $\left\{ \begin{array}{l} \text{altri paesi} \\ \text{USA} \end{array} \right.$	1,3	2,6	4,9	5,7	—	—	—	—	—
	(rendimenti percentuali)								
Eurodollari a 3 mesi	11,0	7,3	6,4	5,1	-1,5	- 2,2	—	- 0,9	- 1,3
Cambiali USA a 4-6 mesi	8,8	5,7	4,7	4,6	-0,6	- 2,5	- 0,3	- 0,7	- 0,1
Fondi interbancari USA a vista	9,0	4,9	4,1	4,5	-1,4	- 2,7	—	- 0,8	0,4

Fonti: Banca dei regolamenti internazionali, *Federal Reserve Bulletin - Board of Governors, Federal Reserve System*.

(1) Sono esclusi gli scambi di fondi interbancari che si attuano all'interno del gruppo dei paesi censiti, ma vengono incluse le stime dei debiti bancari verso residenti non banche e delle conversioni in o da altre valute.

(*) Dati stimati.

paesi europei che forniscono alla BRI statistiche sull'euromercato; — sulla quota di eurodollari assorbita dagli Stati Uniti (7).

Mancano quindi informazioni circa la quota di eurocrediti investita in euroobbligazioni. E' questa una lacuna sulla quale si è già appuntata l'attenzione delle autorità e si applica lo sforzo degli statistici finanziari.

Con le attuali statistiche risulta difficile il collegamento tra il mercato della IMB — il quale dovrebbe fornire la posizione di riserva delle eurobanche a fronte degli eurodepositi, cioè la domanda di IMB da parte del sistema bancario degli 8 paesi censiti — e quello degli eurodepositi. Infatti la tav. 2 comprende tutte le eurovalute, mentre la tav. 1 è limitata, per le carenze indicate, al dollaro e alla sterlina, con qualche informazione sul marco tedesco.

Le tavole si commentano da sé. Da esse si rileva che, a fine giugno 1972, la IMB, come sopra definita, ammontava a 127 miliardi di dollari di cui 109 in mano delle autorità monetarie nazionali, 10 miliardi nelle mani del pubblico non bancario e 8 tenuti dalle eurobanche. La creazione complessiva di base monetaria internazionale è salita da 5 miliardi nel 1970 a 22 miliardi nel 1971 soprattutto a causa della forte espansione delle passività liquide degli Stati Uniti. Nel primo semestre del 1972 la creazione di IMB (3 miliardi) è stata quasi interamente affidata al Fondo Monetario Internazionale; questa soluzione ideale, auspicata da molti, subentra ad un periodo di dominio delle valute convertibili, cioè dell'azione del mercato internazionale. Da questo fatto non deve comunque trarsi l'illazione che il sistema si evolva spontaneamente verso l'equilibrio.

Infatti l'accumulo di scorte private in dollari sull'euromercato è ripreso con vigore, superando nuovamente quello delle altre eurovalute. A queste condizioni potrebbe riproporsi a breve scadenza l'esigenza di difendere le riserve ufficiali e le parità di cambio da conversioni indesiderate di eurodollari in altre eurovalute, che tocca in pieno il tema oggetto della presente nota. Il risultato del primo semestre del 1972 dovrebbe inoltre convincere

(7) La tav. 2 è anch'essa pubblicata dalla Banca d'Italia nella sua *Relazione Annuale*. Essa presenta in più una stima della dimensione del mercato netto delle altre eurovalute, non pubblicata nella versione riportata a p. 61 della *Relazione* sull'anno 1971.

che la comunità dei paesi si trova a dover risolvere un problema destinato a rinvigorirsi e non ad esaurirsi spontaneamente, come da taluni sostenuto.

Per quanto concerne la dimensione del mercato delle eurovalute, si potrà costatare che, al netto dei conti interbancari, essa si ragguaglia a fine giugno 1972 a 82 miliardi di dollari di cui 66 in eurodollari e 16 in altre valute. Le stesse cifre nel 1969 erano rispettivamente di 44, 37 e 7 miliardi di dollari.

Un'indicazione della capacità moltiplicativa del mercato dell'eurodollaro può essere fornita dal rapporto fra la dimensione netta di esso e la quota assorbita dagli Stati Uniti (cioè l'indebitamento delle banche americane, il quale svolge il ruolo di riserva di liquidità per le eurobanche): questo rapporto che nel 1969 era pari a 2,3, livello niente affatto allarmante, è salito a 5,9 nel 1971 e potrebbe aver raggiunto 6,7 nel 1972.

La tav. 3 presenta, infine, una fotografia a fine 1971 del mercato delle eurovalute nelle sue componenti principali. Alcuni dati devono essere considerati semplici indicazioni di massima e servono per valutare il peso dei diversi operatori e delle aree di appartenenza su questo mercato.

Giova soffermare l'attenzione sulla quota degli eurodepositi posseduti dalle banche centrali dell'area censita sul totale degli stessi. La somma è rilevante, circa 5 miliardi, ma non è certo causa e sostegno dell'attività che si svolge sull'euromercato, come vorrebbe un'interpretazione che ha trovato autorevoli sostenitori (8). La diminuzione di questo importo, per altro congelato dal giugno del 1971 da una decisione dei Governatori delle banche centrali interessate, deve essere disposta nel quadro di un più generale ed oculato schema di intervento delle autorità ufficiali, che tenga conto dei rischi di una crisi di liquidità nella quale verrebbero a trovarsi le eurobanche depositarie delle riserve ufficiali. Si deve anche valutare la possibilità che il ritiro spinga le banche ad approvvigionarsi negli Stati Uniti, aggravando per questa via la già pesante situazione di disavanzo, sulla base della liquidità netta, che affligge quel paese e la comunità internazionale; non si deve infine sottovalutare che le stesse banche potrebbero

(8) F. MACHLUP, «The Magicians and Their Rabbits», *The Morgan Guaranty Survey*, maggio 1971.

sollecitare, anche attraverso vie illegali, cessioni compensatrici di riserve ufficiali o negare il credito (o il rinnovo dello stesso) concesso agli operatori nazionali pubblici e privati. Tutto sommato, il ritiro dei depositi di banche centrali potrebbe rivelarsi, se attuato avulso dal contesto, decisione pericolosa o illusoria.

I dati della stessa tavola 3 escludono che l'euromercato sia un «affare tra banche», altra tesi molto diffusa. Anche trascurando il fatto che nel caso di alcuni sistemi, ad esempio quello svizzero, le banche raccolgono depositi di modesta entità — che non considerano tali ma come fondi ad esse consegnati in gestione — per poi depositarli a loro nome sull'euromercato, resta appurato statisticamente che non si può parlare di preponderanza qualificante di un operatore rispetto agli altri o di un'area rispetto al resto del mondo. La base del mercato appare sufficientemente diversificata ed a prima vista solida e duratura.

TAV. 3

STRUTTURA DEL MERCATO DELLE EUROVALUTE (*)

(Consistenze a fine 1971 - Importi in miliardi di dollari)

Impieghi:		Raccolta:	
1. Fuori dell'area censita	37,4	1. Fuori dell'area censita	37,6
1.1 Depositi e prestiti a banche degli Stati Uniti	8,3	1.1 Depositi degli Stati Uniti	6,1
1.2 Depositi e prestiti a altre banche e operatori non bancari	29,1	1.1.1 di banche	1,1
2. Nell'area censita	33,6	1.1.2 di altri operatori	5,0
2.1 Prestiti a operatori non bancari	19,1	1.2 Depositi di altri paesi	31,5
2.2 Conversioni di eurovalute in valute nazionali	14,5	1.2.1 banche centrali	4,0
3. Dimensione netta [1+2]	71,0	1.2.2 banche	19,5
4. Depositi interbancari	27,0	1.2.3 altri operatori	8,0
5. Altri impieghi a favore degli Stati Uniti	1,3	2. Nell'area censita	33,4
6. Poste non identificate	1,1	2.1 Depositi di banche centrali	5,0
7. Dimensione lorda [3+4+5+6]	100,4	2.2 Depositi di operatori non bancari	16,2
		2.3 Conversioni di valute nazionali in eurovalute	12,2
		3. Dimensione netta [1+2]	71,0
		4. Depositi interbancari	25,0
		5. Altra raccolta negli Stati Uniti	0,7
		6. Poste non identificate	1,2
		7. Dimensione lorda [3+4+5+6]	97,9

(*) Fonte: M. FRATIANNI - P. SAVONA, *A Two-Area Model with an International Market*, mimeo 1972.

4. Il problema della regolazione dell'attività eurobancaria

L'espansione dell'euromercato negli anni « sessanta » si è accompagnata ad un generalizzato aumento della mobilità internazionale dei fondi a breve. Questa accresciuta mobilità di fondi non si può far risalire, tuttavia, all'euromercato senza altre qualificazioni. Essa fu all'origine resa possibile dalla estensione della convertibilità alle principali monete europee continentali e avrebbe potuto in linea teorica essere garantita dal funzionamento dei singoli mercati monetari nazionali, i quali avrebbero dovuto allargare la loro dimensione e creare una ricca gamma di strumenti adatti allo scopo.

Ciò non si verificò, o si verificò solo in parte, soprattutto perché le autorità monetarie dei singoli paesi non vollero affrontare i rischi maggiori che una dimensione internazionale delle loro monete avrebbe comportato. Si sviluppò così l'euromercato, che trasse beneficio dall'essenza di molti vincoli tipici dei mercati nazionali, quali i rapporti di liquidità, i massimali sui tassi passivi, le percentuali di riserva, nonché dalla possibilità di praticare tassi passivi più elevati di quelli che le banche dei paesi che attuano restrizioni creditizie sono disposte a pagare, per procurarsi fondi aggiuntivi.

L'esistenza dell'euromercato influisce sulla domanda di riserve da parte delle banche centrali. Vogliamo riferirci in questo caso non alle opportunità di investimento che l'euromercato offre in alternativa con altri modi di collocare le riserve da parte delle banche centrali. Il contributo che l'euromercato dà alla politica delle riserve è più sostanziale e consiste nell'opportunità offerta alle banche centrali di far ricorso ad esso in ogni momento, nel comparto a breve e in quello a lunga, per compensare o prevenire squilibri della bilancia dei pagamenti, in attesa di provvedere a correggere le cause di fondo degli squilibri. Un'azione del genere implica uno stretto controllo da parte della banca centrale sulla posizione verso l'estero delle banche del proprio paese e porta alla conseguenza di ridurre, a parità di ogni altra condizione, la domanda di riserve ufficiali.

L'esistenza di un vasto mercato monetario integrato, e quindi di una maggiore mobilità internazionale di fondi, costituisce però, come si è visto in apertura di analisi, un serio limite per la capacità da parte delle autorità monetarie dei singoli paesi

di condurre politiche monetarie in contrasto con l'orientamento dell'euromercato. La politica monetaria restrittiva all'interno di un paese spingerà fatalmente banche e privati a rifornirsi all'estero dei fondi che non trovano nel loro paese, a meno che ciò non venga impedito da rigidi controlli sui cambi e dalla regolamentazione della posizione sull'estero delle banche. Si potrebbe osservare che l'euromercato, in sé, non fa che aggravare le naturali conseguenze di un generale processo di liberalizzazione del movimento dei capitali.

Un pericolo sempre attuale insito nel funzionamento incontrollato dell'euromercato si rinviene nel ruolo che esso è in grado di svolgere quando sia in atto un attacco speculativo contro una moneta. Se l'euromercato non esistesse, l'attitudine destabilizzante di speculatori e arbitraggisti troverebbe alimento solo sui mercati monetari nazionali, i quali sono in grado di reagire e di bloccare i finanziamenti. L'esistenza dell'euromercato invece conferisce a quegli operatori una maggiore libertà di azione, sia perché manca in esso un'autorità che ne sorvegli il funzionamento, sia perché è fornito di capacità espansive i cui limiti, per quanto ancora non sufficientemente esplorati, sembrano tuttavia essere molto ampi.

Sempre per via dell'euromercato le stesse parità ufficiali sono esposte, in un regime in cui il dollaro svolga la funzione di moneta di intervento sul mercato dei cambi, ad una pressione alla rivalutazione che non ha origine nell'alterazione delle ragioni di scambio, come la logica economica vorrebbe. Infatti, in un sistema in cui un meccanismo di mercato è capace di generare, senza limiti legali, mezzi monetari denominati in dollari, questa valuta abonderà sul mercato e le altre si troveranno implicitamente apprezzate (9).

Il ruolo svolto dall'euromercato nelle vicende più recenti che hanno portato alla crisi del dollaro e del sistema monetario internazionale è difficilmente quantificabile. Per questa fondamentale ragione vi è spazio per le più diverse tesi ed argomentazioni: ai suggerimenti in un senso si contrappongono proposte in senso contrario, con il risultato di paralizzare ogni iniziativa.

(9) G. CARLI nel suo *The Eurodollar Market and its Control* (Address to the Swiss Institute of International Studies, Zurigo, 14 febbraio 1972) fornisce una esauriente analisi di questa possibilità.

Eppure basterebbe considerare che sull'euromercato non esiste un'autorità centrale che svolga sistematicamente il ruolo di regolatrice del mercato, analogamente a quanto è dato constatare nei sistemi bancari nazionali. Le singole banche centrali intervengono spesso sul mercato allo scopo di imporre determinati comportamenti alle banche del loro paese che operano in valuta. Ma raramente si sono verificati interventi coordinati, volti a conferire maggiore stabilità al mercato in periodi di tensione. Questa riflessione dovrebbe sospingere le autorità a tracciare un piano di regolazione; in effetti, in epoca recente, taluni atteggiamenti delle autorità hanno fatto pensare ad un crescente orientamento in questa direzione.

Esiste inoltre il rischio, assente sui mercati nazionali, che il fallimento di un operatore trascini dietro di sé ampie sezioni del mercato; per non parlare del più grande rischio, che ci rifiutiamo di considerare attuale, di una grossa ondata di sfiducia nel dollaro, la quale creerebbe serie difficoltà, data l'evidente sproporzione tra eurodepositi denominati in dollari e riserve in dollari delle eurobanche.

Per tutte queste ragioni e riflessioni le autorità devono sentirsi sospinte a regolare l'attività eurobancaria. Poiché, tuttavia, questo termine evoca alla mente degli operatori il pericolo di restrizioni o divieti, occorre dire chiaramente che le linee di siffatta azione si ispirano all'idea di utilizzare i meccanismi stessi del mercato.

5. Natura e contenuto dei possibili interventi delle autorità ufficiali per regolare i flussi di eurovalute

Tra i possibili interventi delle autorità ufficiali sollecitati dall'attività eurobancaria ve ne sono alcuni di carattere generale, aventi lo scopo di proteggere i mercati monetari nazionali. Essi si configurano come linee difensive, le quali in diversa misura isolano un mercato dagli altri, ignorando i problemi altrui e talvolta aggravandoli. Essi non si possono considerare risolutivi del problema della regolazione dell'attività eurobancaria e, se applicati contemporaneamente da tutti i paesi potrebbero portare al controllo per paralisi dell'euromercato. In breve, nella logica di questi interventi occorre sempre ipotizzare, per la sopravvivenza dell'eurosistema, un paese più liberale degli altri nell'accogliere

i flussi di euromoneta, il quale in ultima analisi accetta l'impatto del comportamento difensivo altrui. Nondimeno su di essi si basa attualmente l'argine di difesa dei mercati nazionali dall'attività dell'euromercato.

Gli strumenti di cui si avvalgono questi interventi sono largamente noti e basta elencarli, senza accompagnarli con lunghe spiegazioni per economicità di analisi:

- a) allargamento dei margini di fluttuazione delle parità;
- b) interventi sul mercato a termine dei cambi;
- c) doppio mercato dei cambi;
- d) regolazione della posizione netta verso l'estero delle banche nazionali;
- e) riduzione dei massimali di sconto, in proporzione inversa al ricorso delle banche al mercato internazionale;
- f) divieto di corresponsione di interessi, o imposizione di riserve speciali sulle banche o sugli altri operatori al fine di annullare i divari tra i tassi interni e quelli del mercato internazionale.

Oltre a questi interventi, o in loro sostituzione, si possono ipotizzare interventi specifici sull'euromercato, coordinati a livello internazionale, che permettano, da un lato, di alleviare la pesantezza degli attuali interventi nazionali e, dall'altro, di garantire un equilibrato sviluppo del volume delle eurovalute. Nel complesso, si ritiene che un'azione concertata a livello internazionale consenta, a parità di efficacia e nel rispetto del mercato, una più diffusa libertà di iniziativa degli operatori di quanto essi non possano oggi godere.

Gli strumenti di questa azione concertata possono così riassumersi:

- a) regolazione dei depositi delle banche centrali sul mercato delle eurovalute;
- b) regolazione delle operazioni di riporto delle banche commerciali con le autorità centrali;
- c) estensione delle riserve bancarie obbligatorie alla raccolta in valuta;
- d) operazioni di mercato aperto a livello internazionale.

Il caso più efficace di estensione delle riserve bancarie obbligatorie sarebbe quello in cui, per la loro costituzione, venisse richiesto il versamento di base monetaria del paese di denominazione del deposito e negata ogni remunerazione. In questo modo il volume totale dei depositi in dollari (ad esempio) sarebbe vincolato dalla quantità di moneta di base che il pubblico è disposto a lasciare alle banche. Nascerebbe un problema di distribuzione tra depositi interni e eurodepositi in una data valuta, ma esso sarebbe di non difficile soluzione per le autorità nazionali. Forme più blande di applicazione di riserve sarebbero quelle di richiedere la costituzione di un deposito bancario vincolato nel paese di origine della valuta di denominazione dell'eurodeposito, o di disporre la remunerazione di esse. Nel primo caso l'intervento sarebbe del tutto inefficace in presenza di un *benign neglect* del paese di origine della valuta, cioè se le autorità di quel paese non richiedessero la costituzione di riserve obbligatorie a fronte dei depositi di banche non residenti o fossero *sempre* disposte a fornire la base monetaria necessaria alle banche nazionali per assolvere agli impegni di riserva nascenti dalla costituzione di un deposito di banca estera, anche propria filiale.

La conduzione di operazioni di mercato aperto su basi sistematiche è stata sovente indicata come la forma più auspicabile di intervento sull'euromercato. Nel 1970 gli Stati Uniti, prima con la Eximbank poi con il Tesoro federale, attuarono operazioni di questa natura per un importo pari a circa 3 miliardi di dollari. A fine 1971 i titoli ceduti alle eurobanche in quelle occasioni sono giunti a scadenza e sono stati rimborsati.

Facendo sempre riferimento al dollaro degli Stati Uniti, ma avvertendo che i ragionamenti devono intendersi estesi a qualsiasi eurovaluta e alle autorità responsabili di ciascuna di esse, si pensa che, nella logica dello schema di intervento qui proposto, i flussi monetari in dollari che si originano dagli Stati Uniti debbano essere « riciclati » in tutto o in parte dallo stesso paese; ciò per attendersi una qualche efficacia dalle operazioni di mercato aperto che debbono invece essere effettuate dagli altri paesi per i flussi della stessa natura prodotti dall'attività di moltiplicazione o di scambio svolta dall'euromercato. Non sarebbe infatti pensabile, né auspicabile per le autorità monetarie degli Stati Uniti, che il resto del mondo controllasse il livello della liquidità globale in dollari, cioè l'offerta di moneta denominata in questa valuta, avendo

come unico obiettivo il volume di dollari desiderato dagli operatori internazionali e non anche i fabbisogni effettivi dell'economia statunitense.

L'effettuazione di operazioni di mercato aperto solleva il problema dell'impiego dei fondi ottenuti dalle agenzie internazionali incaricate della loro esecuzione. A questo proposito, si possono ipotizzare due soluzioni:

— deposito dei fondi negli Stati Uniti (o nel paese di origine della valuta, se diversa dal dollaro);

— cessione dei fondi ad operatori nazionali; scambio dei fondi contro moneta nazionale presso la banca centrale del paese; deposito della valuta nel paese di origine.

Nel primo caso l'operazione presenterebbe un costo palese per l'agenzia che effettua l'operazione, che i paesi dovrebbero dichiararsi disposti a sopportare. Tuttavia, nel caso di non remunerazione delle riserve obbligatorie in precedenza ipotizzate, poiché sul deposito delle stesse nel paese di origine della valuta costituita a riserva si percepisce un rendimento, potrebbe non rendersi necessario l'accollo del costo citato: nel complesso, il gettito delle riserve potrebbe compensare le perdite sulle operazioni di mercato aperto.

Nel secondo caso il costo sarebbe solo occulto, nel senso che le riserve ufficiali si ingrosserebbero di valute (oggi) inconvertibili.

Lo schema fin qui delineato presume che l'intera comunità internazionale partecipi alla soluzione del problema dello *xenomercato*. Se così non fosse, nascerebbe l'esigenza di proteggere l'attività delle banche e delle piazze finanziarie soggette a vincoli rispetto a quelle che rimarrebbero invece libere ed ovviamente avvantaggiate.

Lo strumento più efficace e già sperimentato sembra possa essere quello:

e) dell'imposizione di un deposito obbligatorio in contanti (o *bardepot*) sull'indebitamento degli operatori dell'area regolata contratto con banche o altri prestatori esterni.

Lo scopo perseguito con questo intervento deve essere quello di ristabilire un divario a favore dei tassi dell'area regolata proteggendo l'attività delle eurobanche, e non di regolare il volume e la distribuzione delle eurovalute, obiettivo invece implicito degli altri strumenti proposti. Per lo stesso motivo, la costituzione del

deposito può avvenire in moneta nazionale e non deve essere remunerato; in breve, seguendo un chiaro principio di politica economica, uno strumento deve essere applicato nel modo più spedito per il raggiungimento di un solo obiettivo.

E' doveroso concludere con un invito, rivolto in particolare ai paesi europei: se intendiamo avvalerci dell'euromercato ai fini dello sviluppo economico, i flussi che in esso si attuano devono essere oggetto di regolazione, come un qualsiasi altro fatto umano. Altrimenti il disordine monetario che ne consegue, e l'esperienza ci è ormai maestra, ritorce lo strumento contro l'obiettivo stesso.

Si spera, altresì, d'aver dimostrato che, nel caso dell'euromercato, l'iniziativa concertata di più paesi minimizza il costo dell'azione e massimizza la libertà degli operatori; lasciare invece ai singoli paesi il compito di difendersi, oltre ad indebolire lo spirito di cooperazione internazionale, comporta che uno o più tra essi si accollino l'onere di lasciar sopravvivere l'euromercato a spese dell'equilibrio monetario interno. Quando questa volontà cessasse, sparirebbe l'euromercato; non per aver voluto un suo controllo internazionale, ma per averlo persistentemente rifiutato.

RINALDO OSSOLA