

## Il controllo degli euromercati

1. - Il mastodontico aumento (*mammoth increase*) del prezzo del petrolio — come lo ha definito il Ministro del Tesoro americano — ha spinto in disavanzo, anch'esso mastodontico, le bilance dei pagamenti dei principali paesi industrializzati.

L'evento ha creato gravi problemi politici all'Europa. Tra essi, quelli più strettamente economici sollecitano la più urgente soluzione, quale presupposto per appianare in modo meno affannoso gli altri.

Il finanziamento dei disavanzi in parola, in un momento di stallo della riforma dell'assetto monetario internazionale, richiede anche, e prevalentemente, soluzioni di mercato. Ma queste sollevano, da un lato, problemi di regolazione dei flussi della liquidità internazionale, che trascendono le possibilità di autogoverno del mercato stesso e sollecitano quindi azioni coordinate a livello ufficiale. Dall'altro, impongono precise scelte di controllo della liquidità in funzione dei nuovi obiettivi che la comunità dei paesi europei, e non solo di questi, intende perseguire per garantirsi un futuro ricco di successi economici come il passato.

Tra i due problemi — regolazione e controllo della liquidità internazionale — esistono nessi di dipendenza assai stretti; ma il primo presenta prevalenti aspetti tecnici, quasi scelte obbligate, mentre il secondo coinvolge un discorso più complesso circa lo sviluppo di una economia di mercato e perciò soluzioni non univoche e sovente legate a ideologie.

2. - I paesi colpiti dal rincaro del petrolio, nonché da quello delle altre materie prime, necessitano — per poter mantenere a un dato regime di attività il proprio apparato industriale e più in generale l'economia — di un volume fisico di petrolio almeno immutato. Tra le soluzioni possibili è stata infatti scartata, come irrealistica, quella di deflazionare l'economia. Vi è un generale consenso, almeno per il 1974, sulla necessità di fronteggiare il rin-

caro ricorrendo all'uso delle riserve ufficiali e al credito internazionale.

L'oro è per il momento, e per molti motivi che non staremo qui a ricordare, uno strumento congelato; i « diritti speciali di prelievo » e gli altri strumenti ufficiali sono inadeguati in volume, poco flessibili e (talvolta) politicamente inagibili; resta quindi il ricorso al mercato, con il suo euro o xenocredito, e all'uso delle riserve valutarie.

Si conosce inoltre che la preferenza dei paesi detentori potenziali dei surplus va agli strumenti liquidi ed anonimi. Gli eurodepositi, o più in generale i depositi in valuta, hanno questi requisiti.

Si è inoltre profilata una tendenza a « ufficializzare » il finanziamento dei rincari dei prodotti petroliferi, che si potrebbe anche lasciare all'iniziativa degli importatori, vincolandoli all'uso del credito internazionale. Si è infine accertata una tendenza al prefinanziamento in vista dei deficit attesi.

Se tutte queste ipotesi dovessero verificarsi, in un dato arco di tempo i deficit troverebbero finanziamento nei surplus e non vi sarebbe (come non vi è in pratica) un problema di scarsità potenziale di finanziamento. Ma gli sfasamenti temporali e quelli territoriali nella distribuzione dei capitali nascenti dai surplus tra i paesi in deficit, potrebbero presentarsi così gravi da creare notevoli disturbi sia nell'apparato bancario, sia nei tassi dell'interesse interni ed internazionali e, soprattutto, ingenerare un processo di diffusione di tutti questi squilibri nei rapporti di cambio; soprattutto da quest'ultimo punto di vista, le difficoltà temporanee di reperire credito potrebbero dare avvio a quel processo di svalutazione competitiva tra monete che la comunità internazionale dichiara abbastanza unanimemente di voler evitare.

Vi sono taluni di questi squilibri — soprattutto quelli che più direttamente interessano l'attività bancaria, come liquidità e tassi dell'interesse — la cui soluzione è alla portata dei banchieri singoli o dell'insieme di essi riuniti in mercato, sempreché gli Stati Uniti non mutino il loro *benign neglect* nei confronti dei disavanzi di liquidità tenuti dalle banche operanti sullo xenomercato.

Ve ne sono però altri — soprattutto quelli che più direttamente coinvolgono le autorità ufficiali, come le politiche dei tassi dell'interesse e dei rapporti di cambio — la cui soluzione eccede le capacità di autogoverno della comunità bancaria internazionale ed anzi può porla in conflitto con le soluzioni desiderate a livello governativo nazionale.

Chi si ispira ad idee che sostengono la superiorità della volontà del mercato potrebbe mettere in forse l'esistenza di una qualsiasi dicotomia tra i problemi del tipo di quelli enunciati. Anche nei riguardi di questa posizione è opportuno appellarsi al realismo dei fatti monetari più recenti, in cui il conflitto di volontà è risultato palese e la capacità di autogoverno dello xenomercato non sempre sicura.

È realistico non puntare sulla superiorità di una razionalità — quella di mercato o quella delle autorità di governo — sull'altra, ma ritenere consigliabile la convivenza e l'utilità di due razionalità, entrambe volte a soddisfare differenti bisogni della comunità dei paesi.

Da anni la Banca d'Italia, per voce del suo Governatore e di altri rappresentanti (1), va sostenendo l'opportunità di regolare i flussi di liquidità che passano per il mercato internazionale. Essa si ispira ad un metodo di analisi, che è passato al vaglio teorico e alla verifica empirica (2), che si avvale del concetto di base monetaria internazionale (IMB) e che postula l'esistenza di un'offerta potenziale di credito internazionale, formantesi in modo endogeno, pari a un multiplo della IMB inizialmente iniettata nel sistema monetario internazionale.

Alla luce di questi studi e di una solida convinzione sull'opportunità di mantenere sotto controllo lo stock mondiale di moneta, si ritiene indesiderabile ogni crescita eccessiva, così come ogni carenza, della liquidità internazionale e si valuta non realizzabile un'attesa di autogoverno del mercato in tal senso; anche perché i flussi di IMB, in gran parte dollari, non dipendono completamente dalla volontà del mercato, ma dal comportamento sia delle bilance dei pagamenti e delle politiche monetarie interne dei paesi a valuta di riserva, quella degli Stati Uniti in particolare, sia del pubblico, che può trattenere la IMB o depositarla presso le xenobanche. Mentre però il comportamento del pubblico può essere in qualche modo influenzato da una accorta politica dei tassi di remunerazione dei depositi da parte delle banche, per spostare la distribuzione della IMB a loro favore, i saldi delle bilance dei pagamenti e le politiche monetarie sono solo in modesta misura influenzate dallo xenomercato.

(1) Si vedano G. CARLI e altri: *A Debate on the Eurodollar Market*, Ente Einaudi, Quaderno n. 11, Roma, 1973; R. OSSOLA: « Il ruolo delle banche centrali nel funzionamento e nella regolazione del mercato delle eurovalute », in questa Rivista, dicembre 1972.

(2) Cfr. M. FRATIANNI - P. SAVONA: « La liquidità internazionale - Proposta per la ridefinizione del problema », *Il Mulino*, Bologna, 1972.

Poiché non vi sono garanzie sul fatto che le bilance dei pagamenti e le politiche monetarie operino nel senso desiderato dalla comunità internazionale, cioè creino o distruggano IMB nella misura e nel momento ritenuto opportuno, è preferibile che « un qualcuno » abbia l'incarico di regolare temporalmente e (perché no?) territorialmente i flussi di liquidità internazionale. Questa regolazione, è stato sempre detto, non dovrebbe necessariamente prender la forma di autorizzazioni o divieti amministrativi (3), ma essere in grado di provvedere liquidità internazionale così come di sterilizzarla o redistribuirla.

In passato le proposte di regolazione dei flussi monetari internazionali, cadendo in un periodo di elevata liquidità dei mercati come è stato quello dal 1970 al 1973, sono state interpretate, quasi senza eccezione, come un invito a moderare il tasso di espansione dell'euromercato, cioè in senso restrittivo. In effetti questa era in quel momento congiunturale l'implicazione della proposta; però si è sempre insistito sulla necessità di una considerazione di più lungo periodo della proposta stessa, che abbracciasse anche gli immancabili periodi di scarsità di liquidità, con la conseguente necessità di espandere i flussi relativi.

Al tempo di quelle discussioni non si poteva certo prevedere che proprio questo secondo caso sarebbe divenuto, per la crisi petrolifera, il caso più grave da risolvere. Ma, pur sempre, questo caso va risolto in vista di diversi momenti congiunturali, che, a nostro avviso, non tarderanno a manifestarsi.

Se gli assunti di questa analisi « tecnica » si verificheranno, se cioè le autorità ufficiali finanzieranno i disavanzi prima che questi si manifestino, si avrà inizialmente un forte drenaggio di IMB dal circuito dell'euromercato (e dello xenomercato), se queste autorità mantengono come consuetudine i loro depositi in dollari negli Stati Uniti o le altre valute nei paesi di origine. Al momento dell'uso, cioè man mano che i deficit si manifestano, questa liquidità rientrerebbe in circolo; il mercato, cioè, riacquisterebbe la liquidità perduta. Se, nel frattempo, il sistema desidera mantenere immutata la sua potenzialità di concedere credito, e, implicitamente, difendere il livello dei tassi, deve trovare il modo di prendere a prestito

(3) Una esplicita analisi dei modi in cui questo può essere ottenuto in pratica si ha in F. MASERA - P. SAVONA: « Outlines of a Common Policy for Intervention on the Eurocurrency Market », in G. CARLI e altri, *cit.*, pp. 21-35.

nuova IMB presso i paesi creatori della stessa (ad esempio, dollari negli Stati Uniti).

Da questo punto di vista la continuazione di una politica di *benign neglect* da parte degli Stati Uniti e l'eliminazione della Interest Equalization Tax è da considerare un provvedimento opportuno per fronteggiare con immediatezza il suddetto problema.

Sarebbe però più opportuno che le banche centrali tenessero depositati i fondi nell'euromercato, al fine di non spingere le xenobanche a procacciarsi nuova IMB come in precedenza indicato. Ciò per evitare immediatamente un peggioramento del disavanzo di liquidità della bilancia statunitense e, a più lunga scadenza, un ampliamento del potenziale di credito delle xenobanche. Infatti, se una banca centrale europea prende a prestito da una eurobanca e mantiene il deposito a New York, e se l'eurobanca si procura su questa stessa piazza un nuovo deposito che le ricostituisca la potenzialità di credito, si ha nel primo passaggio (banca centrale - eurobanca) uno scambio nella titolarità di un deposito a New York (da IMB<sup>a</sup> a IMB<sup>b</sup>, secondo la notazione usata da Fratianni - Savona), che lascia immutato il volume di IMB ma ne altera la distribuzione tra operatori di mercato; nel secondo, nel caso di una nuova operazione di raccolta dell'eurobanca, si accresce la liquidità del sistema, cioè il volume della IMB, e si genera quindi un nuovo disavanzo della bilancia americana calcolato con il metodo *net liquidity*.

Perché le banche centrali europee, aderenti al Club dei Dieci, possano depositare nel mercato dell'eurodollaro, evitando così le conseguenze indicate, occorre che lo *Standing Committee on the Eurocurrency Market* suggerisca ai Governatori delle Banche centrali che vi partecipano l'eliminazione della direttiva del giugno 1971, che perseguiva fini opposti. Occorre anche che le cautele restrittive nelle operazioni *swaps*, che le banche centrali intrattengono con le banche commerciali, siano rimosse.

Tutti questi provvedimenti e accorgimenti hanno un valore per affrontare nel breve periodo il *mammoth deficit* petrolifero, ma non risolvono il problema della regolazione del mercato, né ci cautelano contro l'avverarsi di crisi nei rapporti di cambio. La massiccia immissione di liquidità internazionale che si richiederà per anticipare i finanziamenti dei disavanzi crea un potenziale di xenocredito, che potrà liberare tutta la sua energia non appena i disavanzi metteranno in circolo la liquidità internazionale. In quel momento l'abbondanza di liquidità potrebbe dirigersi verso le monete più

deboli o le più forti creando gravi problemi di difesa delle parità in una situazione resa molto tesa dai disavanzi.

Questo scambio da valuta a valuta non risolverebbe però il problema dell'abbondanza di liquidità, la quale potrebbe espellersi solo facendola rientrare nel paese di origine o decurtandone con l'inflazione il suo potere d'acquisto. Quest'ultima è, secondo l'esperienza più recente fatta dalla comunità internazionale, la soluzione verso cui ci avviamo in un periodo non molto lontano se non preordiniamo le difese.

Ecco perché una mera regolazione dei flussi non è sufficiente e si impone un controllo della liquidità internazionale, cioè una scelta del volume di volta in volta necessario alla luce degli obiettivi di bilancia dei pagamenti perseguiti dalla comunità mondiale. Per far ciò occorre indire quanto prima una seconda conferenza monetaria mondiale, una nuova Bretton Woods, che fissi i termini di un accordo soprattutto sul contenuto delle politiche nazionali dei cambi e della liquidità internazionale. Dobbiamo augurarci che a ciò non si giunga solo dopo una grande « stagflazione ».

3. - Si è già detto che il problema del controllo del volume di liquidità internazionale è un problema altamente politico, esposto alle infiltrazioni ideologiche. Nondimeno ha il suo contenuto tecnico, ed è da questo aspetto che è opportuno partire.

Esiste ormai più d'una dimostrazione teorica, e numerosi casi pratici, del fatto che un paese non può a lungo permanere in situazione di avanzo nelle sue partite correnti senza mettere in moto meccanismi che lo riassorbono (4). Qualche dubbio esisteva ancora per i paesi a moneta di riserva, ma la recente esperienza degli Stati Uniti lo ha fugato.

Tra i meccanismi di riassorbimento degli avanzi ve ne sono due sulla cui importanza giova riflettere. Il primo è legato all'effetto che hanno gli aumenti di ricchezza finanziaria, che si formano in contropartita degli avanzi di parte corrente, sia sui consumi (effetto diretto), sia sui comportamenti delle forze politiche e sindacali nel sollecitare l'utilizzo all'interno degli avanzi stessi (effetto indiretto) e, per questa via, sulla domanda globale. Il secondo meccanismo si riconnette alla tendenza che mostrano i capitali a dirigersi verso i

(4) Cfr. in proposito F. VICARELLI: *Moneta, ricchezza e bilancia dei pagamenti*, Edizioni dell'Ateneo, Roma, 1971.

paesi in avanzo di bilancia corrente — in quanto considerati economicamente più solidi e più aperti, in prospettiva, allo sviluppo della domanda interna — generando una seconda spinta alla rivalutazione delle parità monetarie.

Tendenze opposte (diminuzione dei consumi, o più in generale della domanda globale, e fughe di capitali) si hanno nei paesi in disavanzo. Ma la teoria propende per un processo che muove soprattutto dai paesi in avanzo e trova terreno favorevole nei paesi con corrispondenti disavanzi. La neutralizzazione di questi meccanismi, che operano sulle quantità o sui prezzi dei beni oggetto di scambio internazionale, non può essere ottenuta con una politica « guidata » di spendita « qualificata » all'estero dei surplus valutari — come quella che per comodità definiremo di tipo giapponese, volta ad accumulare materie prime — in quanto concentra la domanda di beni in alcuni settori, avviando processi inflazionistici all'estero che aggravano i propri avanzi, ancor più che aiutare a riassorbirli.

La situazione venutasi a creare soprattutto con il rincaro dei prodotti petroliferi è tale che, non essendo disposti i paesi produttori a spendere in beni ma desiderando accumulare attività monetarie e finanziarie, permettono, come già si è detto, il finanziamento dei disavanzi di bilancia dei pagamenti e lasciano spazio, anzi sollecitano, una spesa interna per compensare la decurtazione di potere di acquisto determinata dall'aumento dei prezzi del petrolio. Poiché infatti l'atto monopolistico dei paesi produttori non redistribuisce immediatamente le risorse reali disponibili, i paesi colpiti sono « costretti » a sostenere la domanda globale in difesa dell'attuale livello di occupazione. Ma anche supponendo che, all'interno dei paesi, questo processo possa aversi senza squilibri settoriali e globali, della qual cosa è lecito dubitare, nel mondo si andrebbe accumulando un volume di ricchezza finanziaria extra che nel giro di pochi anni raggiungerebbe cifre da capogiro (5).

Se i meccanismi economici conosciuti, connessi con l'esistenza di attività monetarie e finanziarie e con il rapporto in cui queste stanno con il volume di beni reali, operano nel senso finora sperimentato, si deve attendere in un certo lasso di tempo una pressione sulle risorse reali da parte dei detentori di ricchezza finanziaria.

(5) Vi sono fondate ragioni per ritenere che nel giro di due o tre anni lo stock di eurodollari sarà all'incirca pari al volume di moneta (M1) in circolazione sul mercato monetario statunitense.

In un primo momento si potrà assistere al mutamento di composizione della ricchezza finanziaria da una valuta all'altra; poi la sua pressione tenderà a scaricarsi sui beni rifugio (case, terre, gioielli, materie prime), e quindi avvierà un processo inflazionistico, volto a ridimensionare il suo ammontare rispetto alle risorse reali.

Gli economisti non sono oggi in condizione di prevedere a che punto del volume di nuova ricchezza finanziaria accumulata, e quindi del tempo, ciò accadrà; né i politici sono in grado di programmare l'uso più razionale di questa ricchezza. Per queste ragioni, è solo ragionevole supporre che gli squilibri delle bilance dei pagamenti troveranno purtroppo composizione in un processo inflazionistico di un certo rilievo.

Se questa è la direzione di movimento dell'economia mondiale, il controllo della quantità di moneta resta pressoché l'unico strumento dinamico e flessibile che dobbiamo prepararci ad usare con una certa accortezza ed unità di intenti per i danni che esso può provocare. A livello nazionale siamo pronti, sia pure in diversa misura, ad usarlo: esistono i centri decisionali e gli strumenti su cui fare leva. A livello internazionale siamo invece totalmente scoperti, o meglio ci si deve affidare alla lungimiranza e coerenza d'intenti — valutate sulla base delle gestioni dell'economia interna — dei centri di riserva internazionali.

Si può quindi concludere che oggi è sufficiente una semplice regolazione dei flussi per evitare tensioni dei tassi dell'interesse e dei rapporti di cambio. Questo compito può anche essere assolto dal mercato, che andrebbe agevolato con comportamenti adeguati delle autorità. In un futuro non molto lontano occorre però avere un'idea del volume di moneta internazionale di cui la comunità dei paesi necessita in funzione dei suoi obiettivi e dei comportamenti di alcuni suoi membri. Ed occorre anche un certo *timing* nella sua accelerazione e decelerazione. A questi compiti il mercato non può provvedere da solo; occorre perciò fissare le nuove « regole del gioco » dell'era dell'energia ad alto costo, possibilmente buone quanto quelle di Bretton Woods, e gli strumenti per attuarle, nonché i centri che manovrano questi strumenti, nel rispetto di quella duplice razionalità della quale si è detto.

Questo è ciò che si dovrebbe intendere con il termine controllo. E quelli indicati sono alcuni motivi, secondo me abbastanza rilevanti, che ne suggeriscono l'urgente attuazione.

PAOLO SAVONA

20 marzo 1974