

## Il sistema delle euro-valute

I mercati delle euro-valute, o euro-mercati per brevità, hanno avuto uno sviluppo molto rapido specialmente dopo il 1966. Secondo statistiche pubblicate dalla Banca per i Regolamenti Internazionali (BRI) nell'ultima relazione (giugno 1974) le passività in valute estere verso non residenti delle banche di otto paesi europei, che comunicano i dati alla BRI stessa, sono cresciute da 22,5 miliardi di dollari alla fine del 1967 a 191,4 miliardi alla fine del 1973. Queste cifre comprendono anche tutte le passività interbancarie. Delle passività totali 130,5 miliardi erano in dollari; delle restanti passività espresse in altre valute quelle in marchi tedeschi erano la voce più importante (un po' più della metà). Questo rapido sviluppo è stato accompagnato, com'è noto, da discordanti esegesi e da vivaci discussioni; ma un accordo nell'interpretazione di ciò che si svolge sul mercato degli euro-prestiti non è stato raggiunto. Anche questo scritto vuol essere un contributo a questo dibattito, contributo che per prima cosa presuppone una descrizione del funzionamento degli euro-mercati; a tale scopo mi limiterò a considerare il mercato dell'euro-dollaro che è il più importante.

### I. Descrizione del mercato dell'euro-dollaro

Un'impresa multinazionale trasferisce con un assegno un deposito rimborsabile a domanda (per semplificare, « deposito libero ») tenuto presso una banca americana a un'« euro-banca » a Londra, la quale apre al nome dell'impresa un deposito a tempo in dollari. L'euro-banca ha ora tra le sue attività il deposito libero presso la banca americana e tra le passività il deposito a tempo in dollari. Per profitte di una differenza nei tassi d'interesse, l'euro-banca trasferisce il deposito libero a un'altra euro-banca, poniamo a Parigi, di nuovo

in cambio di un deposito a tempo, forse caratterizzato da una scadenza o da un periodo di preavviso diverso da quello del deposito tenuto presso di essa dall'impresa multinazionale. L'euro-banca di Parigi può ora trasferire il deposito libero presso la banca americana a una terza euro-banca, la quale, con un'operazione di prestito, lo mette a disposizione di un « utilizzatore finale », per esempio di un importatore francese che lo usa per finanziare importazioni dagli Stati Uniti. In tal modo il deposito libero presso la banca americana finisce nelle mani dell'esportatore americano che ha venduto all'importatore francese.

Fino a questo punto si è avuto un processo in cui i depositi a tempo in dollari via via creati, salvo il primo della catena, sono stati depositi interbancari. Ed è possibile che la catena di depositi interbancari diventi ancor più lunga di quella da me descritta. Nella serie di depositi a tempo così creati presso una banca dopo l'altra, ciascuna successiva operazione sarà di solito più piccola di quella che la precede, poiché ogni banca tratterrà di norma come riserva una porzione dei dollari depositati presso di essa. L'importo così trattenuto è però, a detta di operatori, una piccola percentuale dei dollari ricevuti.

Ebbene, nel sistema bancario americano quel che è accaduto come conseguenza delle operazioni descritte è che il deposito libero, dal quale ha avuto inizio l'intero processo, ha cambiato mani un certo numero di volte e può anche essere passato da una banca americana a un'altra banca americana. Ma il sistema bancario americano nel suo complesso non ha subito alcuna perdita di fondi.

La parte di gran lunga maggiore dei depositi in euro-dollari è costituita da depositi a tempo. Il resto prende la forma di « call money » o di « sight deposits », che possono essere prelevati senza preavviso o con un preavviso di 24 ore. Ma perfino questo danaro « alla giornata » deve, di regola, essere convertito in depositi liberi prima di poter essere impiegato in pagamenti (1).

Nella consueta presentazione il « meccanismo » del mercato del-euro-dollaro si esaurisce con il prestito all'utilizzatore finale. L'esportatore americano del nostro esempio può forse collocare parte dei dollari venuti in suo possesso in un conto presso un'euro-banca; in

(1) V. HELMUT MAYER, "Multiplier Effects and Credit Creation in the Euro-dollar Market", *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, settembre 1971. Una versione italiana è stata pubblicata in questa Rivista, settembre 1971.

questo caso ha inizio una nuova catena di depositi interbancari, la quale, di nuovo, continua finché l'importo *de quo*, ridotto di ciò che le banche trattengono come riserva, giunge nelle mani di un altro utilizzatore finale — il cui fornitore, naturalmente, può ancora una volta collocare dollari presso un'euro-banca.

Secondo questa abituale presentazione, si ha quindi un processo di espansione multipla di depositi di euro-dollari tenuti da non-banche, e un simultaneo processo di espansione multipla di prestiti a utilizzatori finali. Assumendo che i depositi in euro-dollari di non-banche siano da includere nell'offerta di moneta, come è logico se in quest'ultima si includono i depositi a tempo interni del pubblico, si deve concludere che l'offerta di moneta è cresciuta. Coloro che usano la definizione più limitata di « moneta », così da includervi soltanto i depositi liberi, descrivono lo stesso fenomeno dicendo che la velocità di circolazione della moneta è cresciuta.

Il nostro esempio si presta a numerose variazioni, poiché è possibile introdurre ipotesi diverse per ciò che riguarda l'identità del depositante iniziale di dollari o dell'utilizzatore finale.

Il depositante iniziale di euro-dollari può essere qualsiasi impresa (non necessariamente una multinazionale) che possiede dollari, o una banca commerciale non americana oppure una banca centrale. Le banche centrali europee hanno spesso collocato dollari sull'euro-mercato, di solito per il tramite della BRI. Nel mezzo del 1971 si sono però accordate per interrompere questo tipo di operazioni. Per ciò che riguarda l'utilizzatore finale, si può supporre che esso, anziché usare i dollari, come il francese nell'esempio testè fatto, per finanziare importazioni dagli Stati Uniti, li usi per pagare importazioni dal Giappone. Si può inoltre supporre che l'esportatore giapponese cambi i dollari in yen, e così li trasferisca nelle mani della banca centrale del Giappone. Se poi si assume che l'iniziale depositante di euro-dollari era una banca centrale europea, allora il deposito libero in questione nel sistema bancario americano serve per le riserve in dollari due volte: la banca centrale europea conteggia come riserva il deposito in euro-dollari, e la banca centrale del Giappone conteggia come tale il deposito libero in America.

Un caso molto diverso occorre quando gli utilizzatori finali sono banche commerciali americane. Di fatto, quando, come accadde soprattutto nel 1969, titolari di « certificati di deposito » emessi da banche americane li lasciarono scadere e ne trasferirono il ricavo a

euro-banche, le banche americane ripresero a prestito i dollari dal mercato dell'euro-dollaro. La voce « prestiti ricevuti », inclusa tra le passività nei bilanci delle banche americane, compensò la riduzione dei « certificati di deposito ». Questi ultimi, per esempio, diminuirono nel '69 di 9,5 miliardi di dollari, mentre le banche americane presero a prestito 7,3 miliardi di dollari dalle loro filiazioni estere.

## II. Analogie con il mercato nazionale

I. *Il mercato dell'euro-dollaro come mercato monetario internazionale.* Il mercato dell'euro-dollaro è principalmente un mercato fra euro-banche per fondi a breve termine in forma di dollari. Questa caratteristica lo rende analogo a un « mercato monetario », inteso come mercato tra banche commerciali per trattare moneta della banca centrale. Sul mercato monetario nazionale, una banca che acquisisce depositi addizionali presso la banca centrale (perché, poniamo, ha venduto a quest'ultima valute estere ricevute da clienti) e che non può immediatamente espandere i prestiti ai clienti in misura corrispondente, presta la liquidità eccedente a breve termine a banche che sono nella situazione opposta, cioè a corto di liquido. Quando il sistema bancario nel suo complesso tende a perdere disponibilità liquide, i tassi di interesse sul mercato monetario aumentano; e si riducono in circostanze opposte.

Orbene, si possono considerare le euro-banche come un tipo speciale di sistema bancario, nel quale i depositi in dollari presso banche americane svolgono una funzione equivalente a quella svolta dalla moneta della banca centrale in un sistema bancario nazionale. Un'euro-banca che riceve dollari può impiegarli e li impiegherà, qualora manchino occasioni immediate di prestarli a utilizzatori finali, in crediti ad altre banche che hanno occasioni del genere. I depositi liberi americani sono perduti dal sistema delle euro-banche non appena si fanno prestiti a utilizzatori finali e costoro tirano su tali depositi. E quando questi esborsi di dollari tendono a superare gli introiti, i tassi di interesse sui depositi interbancari di euro-dollari crescono nello stesso modo in cui crescono i tassi sui mercati monetari nazionali quando il deflusso di moneta della banca centrale supera l'afflusso. I tassi d'interesse tenderanno a diminuire nel caso opposto.

2. *Il moltiplicatore dell'euro-dollaro.* Il processo delineato di moltiplicazione dei depositi di euro-dollari — qui prescindiamo dai depositi interbancari —, sulla base di un deposito iniziale di dollari, ha attratto più attenzione, da parte degli economisti, di ogni altro problema sollevato dal mercato dell'euro-dollaro. Lo si è spesso paragonato al familiare processo di espansione monetaria in un sistema bancario nazionale.

Prima di esaminare la fondatezza di questo raffronto, è necessario osservare che il significato in cui il termine moltiplicatore è usato nella letteratura economica non è sempre lo stesso. Al riguardo pare ricorrano vari concetti.

Un primo concetto è basato sulla seguente catena: il primo anello è l'originario deposito di dollari presso l'euro-banca A; il secondo anello è il deposito fatto presso l'euro-banca B dal fornitore dell'acquirente finanziato dalla banca A; il terzo anello è il deposito presso l'euro-banca C derivante da un'analoga operazione, e così di seguito, con importi successivi che diventano sempre più piccoli di quello precedente. È questa la catena o serie usata, per esempio, da Milton Friedman (2).

Un secondo concetto di moltiplicatore è basato su una serie del tutto diversa. Anche qui il primo anello è il deposito iniziale di dollari presso l'euro-banca A; anche la seconda voce è identica, è cioè costituita dall'importo che il fornitore di un acquirente finanziato da credito bancario deposita presso qualche euro-banca. Ma la terza partita è costituita dall'importo che il fornitore del fornitore deposita presso un'euro-banca; e tutte le successive partite della serie sono similmente pagamenti fatti l'uno all'altro da una successione di fornitori. Questo tipo di processo moltiplicativo è evidentemente quello che ha in mente Machlup, che peraltro non usa il termine moltiplicatore, quando scrive: « se il titolare di un deposito libero o a termine a New York lo trasferisce a un conto dollari presso una banca in Europa... sia le passività dei depositi in dollari sia le riserve liquide in dollari delle banche europee aumenteranno... L'aumento è quindi considerato come dovuto a un deposito primario. Se... l'euro-banca con la riserva liquida in dollari di nuova acquisizione concede un prestito in dollari, è possibile che il prestatario e coloro che da lui ricevono pagamenti e i susseguenti beneficiari di

(2) V. MILTON FRIEDMAN, "The Euro-dollar Market: Some First Principles", in *The Morgan Guaranty Survey*, ottobre 1969.

analoghi pagamenti tengano in parte o in toto i fondi incassati in conti dollari presso banche in Europa... Questo secondo aumento delle passività in conto depositi in dollari di banche europee sarà considerato come derivato » (3).

Un altro concetto è quello usato da Helmut Mayer che afferma: « ...tutto ciò che è necessario perché esista un effetto moltiplicatore... è che i crediti in euro-dollari aumentino, su una base mondiale, la domanda aggregata e la circolazione del reddito, e che una parte di questa accresciuta circolazione del reddito si rifletta in accresciuti saldi di conto corrente presso le euro-banche... » (4). Se la mia interpretazione è corretta, questo ultimo concetto è derivato dal consueto processo di moltiplicazione degli investimenti. Partendo da un investimento finanziato dall'iniziale deposito di euro-dollari, la serie su cui è basato il moltiplicatore dell'euro-dollaro è costruita prendendo non le voci positive nel processo di moltiplicazione degli investimenti, bensì le voci negative, cioè i cosiddetti « leakages », ma naturalmente solo quelli che assumono la forma di depositi di euro-dollari.

Molte delle discussioni sull'euro-dollaro sono state dedicate a tentativi di stimare la grandezza del moltiplicatore dell'euro-dollaro. E sebbene la maggior parte delle stime siano state fatte usando la medesima definizione — quella che ho associato al nome di Friedman —, le cifre proposte sono molto diverse. Non considererò ora queste stime, per una ragione su cui tornerò fra poco.

È chiaro che se uno dei suddetti moltiplicatori può considerarsi analogo al moltiplicatore monetario in un sistema bancario nazionale chiuso, si può solo trattare del primo moltiplicatore: giacché in un sistema bancario nazionale questo tipo di moltiplicatore trae origine dal fatto che la moneta della banca centrale pagata a una banca commerciale si travasa in gocce di entità decrescente da banca a banca, nello stesso modo in cui, nel caso dell'euro-dollaro, il deposito libero presso la banca americana si diffonde da euro-banca a euro-banca (continuo ovviamente a escludere i depositi interbancari). In tal modo, come l'aumento iniziale di liquidità nel sistema bancario nazionale porta alla creazione di moneta bancaria addizionale per un importo superiore di parecchie volte a quell'aumento, così, secondo l'opinione generalmente accolta, l'iniziale deposito di euro-dollari

(3) V. FRITZ MACHLUP, "Euro-Dollar Creation: A Mystery Story", *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, settembre 1970, pp. 237-38. Una versione italiana è stata pubblicata in questa Rivista, settembre 1971.

(4) V. HELMUT MAYER, *op. cit.*, p. 237.

presso un'euro-banca porta alla creazione di ulteriori depositi in euro-dollari.

È questa teoria, di un'esatta analogia fra i due casi, che intendo ora contestare.

Se guardiamo a ciò che accade nel sistema bancario nazionale, vediamo che ogni fornitore della serie di acquirenti finanziati dall'una o dall'altra delle successive banche della catena non ha altra scelta — se si escludono ritiri di liquido — se non quella di versare l'assegno che riceve nel conto presso la sua banca. Se passiamo al caso dell'euro-dollaro, vediamo invece che non si può dire lo stesso. In realtà, non c'è nulla nel meccanismo dei pagamenti che obblighi il fornitore di un acquirente finanziato da un'euro-banca a versare l'assegno tratto sul deposito libero americano in questa o quell'altra euro-banca. Se, di fatto, quel fornitore deposita in tutto o in parte l'importo ricevuto presso un'euro-banca ciò dipenderà non da una decisione imposta dalla forma di pagamento (assegno), ma da una decisione presa in considerazione della propria posizione di liquidità e della struttura dei tassi d'interesse vigenti sui mercati nazionali e dell'euro-dollaro. La sua decisione non ha alcuna connessione con il fatto che i fondi ricevuti siano in parte o in toto dovuti a vendite a qualcuno che ha preso a prestito nel mercato dell'euro-dollaro; essa sarebbe esattamente la stessa se quegli incassi non provenissero nemmeno in minima parte da qualcuno finanziato da un'euro-banca. La cosiddetta catena di depositi di euro-dollari, implicante una successione di depositi presso euro-banche retta da vincoli di causalità e paragonabile alla catena che si può constatare in un sistema bancario nazionale, non esiste.

Queste mie obiezioni, naturalmente, valgono anche per il processo moltiplicatore prospettato da Machlup. Quelli che egli chiama « depositi primari » non sono in alcun modo destinati a dar luogo ai suoi « depositi derivati ». E, all'inverso, quelli che egli considera « depositi derivati » non li si può veramente dire « derivati » da un deposito primario.

Se si vuole tracciare una vera analogia fra ciò che accade nel mercato dell'euro-dollaro e ciò che accade in un sistema bancario nazionale chiuso, bisogna partire dalla seguente ipotesi. Taluno che dispone di un deposito libero presso una banca commerciale lo trasferisce a una cassa di risparmio per lucrare un più alto tasso d'interesse; la cassa tira sul deposito libero, ora a lei intestato, per fare un prestito, poniamo a un'impresa di costruzione; questa impresa, sul

reddito netto ricavato dalla propria attività, risparmia una certa somma che trasferisce a una cassa di risparmio; la quale avrà così la possibilità di concedere, a sua volta, un prestito a qualche altra azienda; e così di seguito, con altre operazioni. In tal modo, si può dar luogo a una serie di conti di risparmio, mentre il livello dei depositi liberi presso le banche commerciali rimane immutato. Finora non si è usato descrivere questa formazione di conti di risparmio in termini di un processo moltiplicatore promosso dal primo conto di risparmio e dal prestito che esso permette alla cassa di risparmio di concedere. In realtà, ciascun conto di risparmio è stato considerato come « primario » e come connesso alla generale situazione reddituale del risparmiatore e non semplicemente a una particolare parte dei suoi introiti lordi, cioè a quella parte che potrebbe essere ricondotta a fondi presi a prestito presso una cassa di risparmio. Proprio nello stesso modo, quando si considera la ragione per la quale vengono in essere depositi di euro-dollari, si dovrebbe partire, a mio avviso, dalla complessiva posizione di liquidità della persona che fa un deposito di euro-dollari, e non da una porzione specificamente separata dei suoi introiti lordi.

### III. Effetti del mercato dell'euro-dollaro sul volume del credito

Il problema che tratto in questo paragrafo concerne l'effetto che l'esistenza del mercato dell'euro-dollaro (e dell'euro-mercato in altre valute) ha sul complessivo volume mondiale di credito e, se si considerano i depositi di euro-valute come moneta, sulla complessiva offerta mondiale di moneta. Qui occorre sottolineare l'espressione « volume mondiale di credito », poiché i prestiti in euro-valute trovano i loro utilizzatori finali in quasi tutte le parti del mondo; e quando li si consideri dal punto di vista dei loro effetti sull'offerta di moneta, non è possibile contrassegnare questa o quella quota di depositi in euro-valute come appartenente a questa o quella offerta di moneta nazionale.

A prima vista la risposta sembra chiara e inequivoca. Se, sulla base di un dato volume di depositi presso banche commerciali americane che si suppone abbiano esaurito la loro capacità di credito (siano cioè « loaned up »), si costruisce quella che taluno ha chiamato una « piramide » creditizia per il tramite del mercato dell'euro-dollaro,

sembra ne venga di necessità che l'esistenza del mercato dell'euro-dollaro accresca il volume totale di credito concesso e corrispondentemente l'offerta di moneta. È questa l'opinione della maggior parte degli economisti che hanno discusso di questo argomento.

Le cose non sono però così semplici come sembrano. Per esaminare più rigorosamente il problema, assumiamo che in un dato giorno il mercato dell'euro-dollaro sia « aperto ». Qui occorre introdurre qualche ipotesi riguardo alla forma in cui banche non americane e imprese (per lo più) multinazionali tengono in quel momento le loro attività liquide. Supporrò che dei saldi liquidi (qualunque ne sia l'importo) che esse tengono negli Stati Uniti la parte costituita dal minimo necessario per fondi d'esercizio abbia la forma di depositi liberi presso banche americane e che la parte che è considerata come riserva secondaria di liquidità abbia la forma di depositi a tempo o di certificati di deposito o di cambiali del Tesoro americano.

Consideriamo dapprima i depositi a tempo o alternativamente i certificati di deposito. Se l'una e l'altra di queste attività è convertita in depositi liberi e se questi ultimi sono trasferiti a un'euro-banca, l'euro-banca può invero espandere i suoi prestiti, ma le banche americane debbono ridurre i loro, poiché gli obblighi di riserva sono più alti per i depositi liberi che per i depositi a tempo. Di conseguenza il volume mondiale complessivo di credito aumenterà meno del credito in euro-dollari concesso dall'euro-banca. Se però la Riserva Federale interviene per colmare il « vuoto » di riserve comparso nel sistema bancario americano, l'aumento del volume mondiale complessivo di credito sarà pari al credito di euro-dollari. Continuerò a ragionare sulla base di quest'ultimo assunto, che mi sembra il più realistico.

Il passo successivo consiste nel vedere quale destinazione hanno i prestiti di euro-dollari. Dobbiamo distinguere fra tre principali casi.

Nel *primo* caso le banche americane sono esse stesse i prestatori delle euro-banche. In tal caso c'è un aumento del volume mondiale di prestiti in essere, ma non della categoria di prestiti che ha realmente importanza: giacché non vi sono prestiti addizionali alla « economia ». Naturalmente, i prestiti assunti dalle banche americane, fin tanto che non erano soggetti a nessun obbligo di riserva, mettevano le banche americane in condizione di espandere il credito all'economia; ma dopo l'introduzione di obblighi di riserva di questo tipo nel 1969, questa fonte di espansione del credito ha perduto importanza.

Nel *secondo* caso il prestatario (americano o non americano) usa i dollari per liquidare debiti verso un fornitore americano. In questo caso il deposito libero presso la banca americana, che era stato trasferito al prestatario dalla euro-banca, ritorna in un conto americano; e il volume mondiale di credito crescerà dell'importo del prestito in euro-dollari. Bisogna però tener conto di un altro punto. L'effetto delle operazioni iniziate con l'apertura di un conto presso l'euro-banca e chiuse con l'acquisizione di un deposito libero da parte di un fornitore americano è stato di determinare uno spostamento da depositi a tempo a depositi liberi entro il sistema bancario americano. Ciò significa che le banche americane devono ridurre i loro prestiti per due motivi: primo, perché i depositi liberi richiedono maggiori riserve dei depositi a tempo, e, secondo, perché, supposto immutato il rapporto tra banconote tenute dal pubblico e depositi liberi, il pubblico ritirerà banconote. Ma qui di nuovo si può supporre che il « vuoto » di riserve sia colmato da un'azione compensatrice della Riserva Federale.

Nel *terzo* caso il prestatario non americano converte i dollari nella sua moneta. I dollari passano così nelle mani della « sua » banca centrale. In questo caso il volume mondiale di credito all'economia aumenta per prima cosa dell'intero importo del prestito in euro-dollari. Ma c'è un'altra fonte di aumento: l'acquisto dei dollari da parte della banca centrale rende più liquido il sistema bancario nazionale *de quo* e gli dà quindi la possibilità di espandere il credito — a meno che naturalmente la banca centrale intervenga per impedirglielo. Peraltro, attribuire questo effetto secondario alla esistenza del mercato dell'euro-dollaro significherebbe assumere che il prestatario non avrebbe potuto ottenere il prestito in dollari per altri canali (cioè direttamente da banche americane). E questo assunto non è necessariamente valido. Un prestito diretto in dollari potrebbe essere stato ottenuto dall'operatore straniero in concorrenza con qualche potenziale prestatario nazionale; e ciò vale anche nella nostra ipotesi che le banche siano permanentemente « loaned up ».

Supponiamo ora che nella situazione iniziale banche straniere o imprese multinazionali tenessero in tutto o in parte la loro liquidità secondaria in cambiali del Tesoro americano (anziché in certificati di deposito o in depositi a tempo). E supponiamo anche che ora vendano queste cambiali e ne depositino il ricavo presso euro-banche, le quali poi concedono un corrispondente volume di prestiti in euro-dollari. Se

le cambiali del Tesoro sono assorbite dal pubblico e se nella situazione iniziale non vi è, come continuiamo ad assumere, nessun volume importante di depositi liberi oziosi, allora ciò che deve essere accaduto è che depositi a tempo sono stati convertiti in depositi liberi con cui si sono acquistate le cambiali del Tesoro. Siamo così arrivati a una situazione identica a quella da cui si era partiti quando si era assunto che l'attività convertita in depositi in euro-dollari era un deposito americano a tempo; e gli sviluppi successivi saranno identici. Non c'è null'altro da aggiungere, a meno che si supponga che le autorità americane pongano moneta addizionale della banca centrale a disposizione delle banche commerciali al fine di impedire che il tasso di interesse sulle cambiali del Tesoro aumenti, nel qual caso il volume mondiale complessivo di credito crescerà ulteriormente.

I risultati della mia analisi possono essere così sintetizzati. Assumendo che le autorità monetarie dei vari paesi seguano una politica di neutralizzazione degli effetti delle operazioni in euro-dollari sulla liquidità delle banche commerciali, il prestito concesso da un'euro-banca sulla base di un trasferimento ad essa di un deposito libero americano accrescerà dello stesso importo il volume di credito disponibile per l'economia mondiale, salvo che l'utilizzatore finale sia una banca commerciale americana. In via alternativa, si supponga che le banche centrali, quando acquistano dollari dal mercato dell'euro-dollaro, si astengano dal neutralizzare il corrispondente aumento della liquidità delle banche commerciali ma che intervengano nel caso opposto per impedire una riduzione di liquidità e una conseguente contrazione del volume del credito; in questa seconda ipotesi il volume del credito sarà accresciuto dall'esistenza del mercato dell'euro-dollaro di un importo maggiore che nella prima ipotesi.

Un ultimo punto sul quale vorrei richiamare l'attenzione a proposito della questione della creazione di credito nel mercato dell'euro-dollaro è la tendenza della letteratura a considerare l'intera « piramide » dei crediti in euro-dollari in essere in un dato momento come costituente di necessità un'aggiunta netta al volume mondiale di credito, quasi assumendo che il sistema bancario mondiale avrebbe concesso esattamente lo stesso (e non un maggiore) volume di credito di tipo non euro-dollaro qualora il mercato dell'euro-dollaro non fosse esistito. Mi sembra questo un assunto errato, che porta a esagerare l'importanza che può avere avuto l'entrata in funzione del mercato dell'euro-dollaro nel processo dell'inflazione mondiale.

#### IV. La bilancia dei pagamenti americana e i prestiti in euro-dollari

Sotto questo titolo due quesiti sono stati formulati:

*primo*, è un disavanzo della bilancia dei pagamenti americana una condizione per lo sviluppo di un mercato dell'euro-dollaro?

*secondo*, in qual modo le operazioni nel mercato dell'euro-dollaro influiscono sulla bilancia dei pagamenti americana?

Alla prima domanda si risponde rapidamente. Poiché il mercato dell'euro-dollaro è rifornito principalmente da non americani e poiché l'accumulazione di dollari nelle mani di operatori non americani può soltanto avvenire se c'è un disavanzo della bilancia dei pagamenti americani, un tale disavanzo è stato, di fatto, condizione necessaria per lo sviluppo di un ampio mercato dell'euro-dollaro. Ciò però non implica che il volume dei depositi in euro-dollari debba avere un movimento sempre parallelo all'andamento della bilancia dei pagamenti americana, così da aumentare fin quando persiste un disavanzo e diminuire quando compare un avanzo. I fatti mostrano che non esiste un siffatto parallelismo. Una volta che si sia formata una notevole consistenza di euro-dollari, il volume dei depositi in euro-dollari può crescere perfino in periodi in cui la bilancia dei pagamenti americana presenti un avanzo.

Per rispondere alla seconda domanda considererò ciò che accade in ognuno dei tre casi già ricordati, corrispondenti ai diversi usi cui può essere destinato il credito in euro-dollari.

Il nostro *primo* caso è quello in cui i prestatori sono banche americane. Gli operatori che convertono depositi bancari americani in depositi in euro-dollari sono americani o persone o aziende straniere o banche commerciali estere ma non, così assumiamo per il momento, banche centrali estere. In questo caso di fronte a un'esportazione di capitale c'è un'importazione di capitale. E la bilancia dei pagamenti americana computata sulla base dei cosiddetti « regolamenti ufficiali » (« official settlements »), cioè avendo riguardo all'accumulazione di dollari da parte delle autorità monetarie estere (l'oro non svolge più una parte sotto questo profilo), non ne è toccata. Per contro, peggiora la cosiddetta bilancia di « liquidità », che tiene conto del movimento dell'indebitamento totale a breve termine, purché il depositante nel mercato dell'euro-dollaro sia un americano, poiché in questo caso si accresce l'indebitamento a breve termine degli Stati Uniti.

Il nostro *secondo* caso ricorre quando il prestatario usa il credito in euro-dollari per finanziare importazioni dagli Stati Uniti, cosicché ha luogo un'esportazione di capitali sotto forma di trasferimento di depositi americani liberi a un'euro-banca, accompagnato da un'equivalente esportazione americana di beni. Se il trasferimento del deposito libero americano all'euro-banca è fatto da uno straniero, la bilancia di liquidità migliora, ma la bilancia calcolata sulla base degli « official settlements » resta immutata.

Nel nostro *terzo* caso i dollari presi a prestito presso un'euro-banca passano nelle mani di una banca centrale (non di quella americana). In questo caso la bilancia americana calcolata sulla base degli « official settlements » peggiora, a meno che il depositante iniziale fosse la banca centrale in questione. Se il depositante iniziale è un americano, peggiora anche la bilancia di liquidità.

#### V. Determinazione dei tassi d'interesse nel mercato dell'euro-dollaro

Nell'ipotesi che non ci siano restrizioni, imposte da una qualsiasi autorità, sui trasferimenti internazionali di fondi, dovremmo aspettarci che i tassi d'interesse sul mercato dell'euro-dollaro siano strettamente collegati ai tassi americani, sia per i depositi che per i prestiti. I fattori che danno ragione di questa connessione meritano un breve esame.

Il titolare di un deposito libero presso una banca americana, che desidera acquisire un'attività a scadenza un po' più lontana, ha tre possibilità. Può trasferire i fondi in un deposito a tempo (o in certificati di deposito); può comprare cambiali del Tesoro americano o altra carta analoga; oppure può versare i dollari in un conto presso un'euro-banca. Egli sceglierà quest'ultima via purché gli assicuri un tasso d'interesse un po' più alto di quello che otterrebbe dall'uno o dall'altro dei due restanti impieghi. Potrebbe sembrare ovvio che vi fosse un movimento verso depositi in euro-banche finché il loro tasso d'interesse scendesse a un livello uguale ai tassi pagati da banche americane su depositi a tempo (o su certificati di deposito) di pari scadenza. Un'esatta uguaglianza non può però essere raggiunta. Una qualche differenza sia pur piccola deve esistere per compensare il maggior rischio che i detentori di fondi considerano inerente a depositi presso istituti di un tipo con cui hanno ancora poca familiarità.

Per quanto riguarda i tassi applicati agli utilizzatori finali di

prestiti in euro-dollari, è da supporre che un prenditore di credito si rivolga all'euro-banca quando ricava un vantaggio sotto forma di un tasso d'interesse inferiore a quello che dovrebbe pagare a una banca americana. È improbabile che il tasso su prestiti in euro-dollari sia spinto a un livello eguale al tasso americano. Anche fra le imprese che sono grandi abbastanza e abbastanza note per poter ricorrere a prestiti in euro-dollari ve ne sono indubbiamente molte che o non hanno sufficiente domestichezza col mercato dell'euro-dollaro o che considerano un vantaggio trattare con una banca a portata di mano, vantaggio che reputano compensi il beneficio di un divario nei tassi d'interesse.

Sulla base di queste considerazioni si potrebbe concludere che i tassi d'interesse pagati sui depositi di dollari presso euro-banche saranno più alti e i tassi applicati ai prestiti concessi da euro-banche saranno più bassi dei corrispondenti tassi vigenti presso banche americane, ma che i tassi del mercato dell'euro-dollaro e quelli del mercato americano si muoveranno insieme al rialzo e al ribasso. Quest'ultimo punto implica che il fattore decisivo per la determinazione del livello dei tassi d'interesse nel mercato dell'euro-dollaro è la politica monetaria americana, poiché è essa che determina il livello dei tassi d'interesse americani a breve termine.

Quando si cerca di verificare empiricamente questa tesi, ci si imbatte nel problema di decidere quale tasso « attivo » prendere come metro di paragone fra i molti tassi « attivi » del sistema bancario americano. La cosa migliore è di partire dal « prime rate », cioè dal tasso che le banche americane applicano ai clienti di primissimo ordine, ma aumentandolo di qualche cosa per tener conto del fatto che le banche americane impongono ai prestatari di tenere in deposito libero una certa percentuale dei fondi ottenuti in prestito — giacché questa condizione implica che il tasso d'interesse effettivo sia superiore al tasso nominale.

Due delle tre conclusioni sopra dedotte sono comprovate dai fatti. In primo luogo, il tasso d'interesse concesso dalle euro-banche su depositi a tre mesi (consideriamo l'esempio di fondi a tre mesi come tipico) è stato costantemente superiore al tasso dei certificati di deposito (a tre mesi) e al tasso di rendimento delle cambiali del Tesoro americano. In secondo luogo, il movimento del tasso pagato su depositi in euro-dollari è stato di solito parallelo al movimento dei tassi americani. Sul terzo punto invece i fatti contraddicono la nostra tesi: il tasso su depositi in euro-dollari è certo quindi anche quello su prestiti

di euro-dollari, è stato per notevoli periodi non inferiore ma notevolmente superiore al « prime rate »; nel mese di maggio 1969 il tasso su depositi in euro-dollari era vicino al 12 per cento, mentre il « prime rate » era all'8,5 per cento.

Un assunto essenziale della nostra tesi era però che i fondi fossero perfettamente liberi di muoversi fra i due mercati, quello americano e quello dell'euro-dollaro. Accadde invece che i prestiti all'estero da parte di banche americane fossero sottoposti a restrizioni ufficiali dall'amministrazione Johnson nel 1968, cosicché divenne difficile o impossibile ai prestatari nel mercato dell'euro-dollaro di spostarsi sul mercato interno americano. Quando esistono restrizioni di questo tipo, la politica monetaria americana non determina più in pieno il livello dei tassi d'interesse dell'euro-dollaro. Ciò che può ancor fare è di porre limiti più bassi per i tassi sui depositi in euro-dollari da una parte e per i tassi dei prestiti di euro-dollari dall'altra: giacché i primi non possono scendere al di sotto dei tassi sui depositi americani, e i secondi possono scendere soltanto di poco al di sotto dei tassi dei prestiti americani. Un legame di questo genere rimane in quanto, da una parte, i depositanti possono sempre spostarsi da euro-banche a banche americane, e, dall'altra parte, i prenditori di credito possono sempre passare da banche americane a euro-banche anche se non sono liberi di muoversi nella direzione inversa. Al di sopra però dei limiti più bassi i tassi d'interesse sul mercato dell'euro-dollaro saranno liberi di muoversi in risposta alle condizioni di domanda e offerta, senza essere praticamente influenzati dalla concorrenza da parte del sistema bancario americano.

Dedico ora qualche cenno a un altro problema interessante sia per l'economista sia per l'operatore in cambi.

Guardiamo ai tassi d'interesse dell'euro-mercato per due differenti monete in un giorno scelto a caso, poniamo il 30 novembre 1972. Quel giorno il tasso sui depositi a tre mesi per gli euro-dollari era del 6 per cento e il corrispondente tasso per euro-franchi svizzeri del 5,25 per cento. (I tassi riguardano depositi interbancari.) Nello stesso giorno sul mercato a termine di tre mesi il dollaro era quotato con uno sconto rispetto al franco svizzero dello 0,8 per cento. Così, il tasso d'interesse sugli euro-franchi svizzeri era inferiore al tasso d'interesse sugli euro-dollari di un importo quasi identico allo sconto sul dollaro a termine. Un'analoga relazione esisteva in altre date. Le cifre del nostro esempio significano che una banca titolare di fondi in dollari, se li cambiava in franchi svizzeri e depositava i franchi

presso un'euro-banca a Londra, ma in pari tempo si copriva contro il rischio di cambio, otteneva un saggio d'interesse di 6,05 per cento, ossia solo di pochissimo superiore a quello che avrebbe ottenuto nel mercato dell'euro-dollaro. In altre parole, l'arbitraggio sugli interessi, che, secondo una teoria familiare, finisce con l'eguagliare i tassi di interesse *netti* di due paesi (netti nel senso che si tien conto del premio e dello sconto al quale si negozia una moneta rispetto all'altra nel mercato a termine), opera qui a livello dei tassi d'interesse dell'euro-moneta e non a livello dei tassi d'interesse nazionali. E' facile trovare corrispondenti esempi riguardanti altre monete.

Vi sono molti altri problemi connessi con la struttura dei tassi d'interesse delle euro-monete, sui quali non posso fermarmi; mi limito ad osservare che per la maggior parte non sono stati finora sufficientemente analizzati. In realtà, non è facile chiarire i complicati rapporti di interdipendenza che esistono fra i tassi d'interesse di differenti euro-monete, fra tali tassi e i tassi d'interesse di monete nazionali, e tra ambedue le serie di tassi e il costo di coprirsi contro i rischi di cambio. Certo, sarebbe relativamente agevole elaborare una coerente teoria della struttura internazionale dei tassi d'interesse se si assumesse che non vi sono ostacoli che limitino il libero movimento di fondi. Oggi però esistono molti ostacoli di questo tipo; e le relazioni tra i tassi sui depositi e prestiti delle varie euro-monete sono le sole per le quali un'analisi teorica non presenta difficoltà insuperabili, semplicemente per il fatto che tali tassi d'interesse sono determinati su un mercato che è completamente libero da restrizioni.

#### VI. Sul problema del controllo del mercato dell'euro-dollaro

Non sorprende che talune autorità monetarie insistano perché anche gli euro-mercati siano sottoposti, come i singoli mercati monetari nazionali, a qualche forma di controllo che ne limiti l'attuale completa libertà di funzionamento. Una delle principali ragioni addotte per una disciplina è il fatto che l'esistenza degli euro-mercati accresce il volume di fondi che resta in attesa, pronto a muoversi verso i paesi dove vigono i più alti tassi d'interesse e/o verso quelli per le cui monete sono attese rivalutazioni.

Si è talvolta ventilata l'opinione che, se si abolisse ogni restrizione sul libero flusso di fondi fra un paese e l'altro, gli euro-mercati sparirebbero. Se ciò fosse vero, sarebbe possibile por fine agli euro-mercati sopprimendo gli attuali ostacoli al libero movimento di capitali fra i

vari paesi. Mi sembra però molto dubbio che l'eliminazione degli euro-mercati ridurrebbe di molto il movimento internazionale di capitali: divari nei tassi d'interesse, infatti, e voci di probabili imminenti variazioni delle parità monetarie continuerebbero a provocare trasferimenti di fondi; e non vedo la possibilità di dimostrare con fondatezza che la loro entità si ridurrebbe.

Ma anche l'affermazione che gli euro-mercati cesserebbero di esistere, se si abolisse ogni restrizione, mi sembra infondata. Se è vero, come molti operatori di banca sostengono, che esiste un fattore permanente — un fattore costo — che permette alle euro-banche di compiere le loro operazioni negli euro-mercati con margini fra i tassi di interesse sui depositi e i tassi sui prestiti più piccoli dei margini che le banche nazionali debbono ottenere nelle operazioni interne, se questo è vero, gli euro-mercati continuerebbero ad esistere. La sola ovvia differenza rispetto alla situazione attuale sarebbe che i tassi d'interesse nel mercato dell'euro-dollaro si muoverebbero in stretta sintonia con i tassi d'interesse americani, anziché in modo notevolmente indipendente.

Quali mezzi hanno le banche centrali per influenzare il livello dei tassi d'interesse negli euro-mercati e, per semplificare, nel mercato dell'euro-dollaro?

Per quanto riguarda le autorità monetarie americane, si è già visto che la loro politica monetaria, che determina il livello dei tassi d'interesse interni, pone un limite inferiore ai tassi dell'euro-dollaro. Ma esse possono anche esercitare un'influenza sul livello assoluto dei tassi dell'euro-dollaro, quando questi si trovano al di sopra del limite inferiore. Questa influenza può essere illustrata con un esempio. Come si è prima notato, quando le banche commerciali americane ricorsero a prestiti in euro-dollari nel 1969, la loro domanda provocò un forte rialzo dei tassi dell'euro-dollaro. E quando poi, nel 1970 e nel 1971, esse furono in grado di rimborsare i prestiti ottenuti, i tassi d'interesse dell'euro-dollaro *diminuiro* nettamente. Di fatto, il tasso su depositi a tre mesi in euro-dollari, dopo aver toccato un massimo di quasi il 12 per cento nel 1969, cadde al 5 per cento all'inizio del 1971. Ebbene, le autorità monetarie americane potrebbero influenzare la domanda di euro-dollari, e perciò i corrispondenti tassi d'interesse, pressappoco nello stesso modo delle banche commerciali nell'esempio riportato; potrebbero cioè svolgere una sorta di politica di mercato aperto nel mercato dell'euro-dollaro vendendo, poniamo, appropriata carta a breve termine quando desiderassero spingere al rialzo i tassi del-

l'euro-dollaro e non rinnovando cambiali o certificati quando volessero comprimere i tassi al ribasso. Anche autorità monetarie non americane hanno la possibilità di influenzare i tassi d'interesse dell'euro-dollaro: prestando al mercato riserve in dollari, sia direttamente sia per il tramite della BRI, possono provocare ribassi dei tassi d'interesse dell'euro-dollaro e determinare rialzi astenendosi dal rinnovare i prestiti. Naturalmente gli interventi delle varie autorità monetarie intesi a regolare il mercato dell'euro-dollaro dovrebbero essere coordinati per evitare che fossero reciprocamente incompatibili.

Un altro possibile metodo di regolazione del mercato dell'euro-dollaro consisterebbe nell'istituire obblighi di riserva. Si potrebbe disporre che tali riserve debbano essere tenute o a fronte di depositi in euro-dollari (esclusi i depositi interbancari) oppure a fronte di prestiti in euro-dollari concessi da euro-banche a clienti non banche. Le euro-banche dovrebbero allora congelare una certa percentuale o dei depositi in dollari o dei prestiti in dollari in un conto dollari presso la rispettiva banca centrale. E le autorità sarebbero in grado di spingere al rialzo i tassi d'interesse dell'euro-dollaro aumentando gli obblighi di riserva o di comprimerli al ribasso riducendo gli obblighi suddetti. Il ricorso a siffatto metodo di regolazione richiederebbe ovviamente, di nuovo, una stretta cooperazione tra le varie autorità monetarie. Così, un'efficace azione di controllo presuppone come condizione necessaria che almeno le autorità monetarie europee concordino di coordinare le rispettive politiche.

In sostanza, due tipi di intervento nel mercato dell'euro-dollaro sono concepibili da parte dei paesi maggiormente interessati. L'uno consiste in ciò che si può chiamare « operazioni di mercato aperto » nel mercato dell'euro-dollaro; il secondo è costituito da variazioni del livello di riserve obbligatorie. Ambedue corrispondono a metodi già usati dalle autorità monetarie per regolare i rispettivi mercati monetari nazionali. Finora, peraltro, questi metodi di regolazione non sono stati quelli prevalenti nel mercato dell'euro-dollaro. Il primo è stato usato soltanto una volta, il secondo non è mai stato impiegato. Per lo più si è invece ricorso a metodi molto più grossolani, per esempio, all'imposizione di un tasso d'interesse zero o perfino negativo sui depositi di non residenti, all'obbligo per prestatori di collocare una certa percentuale dei fondi presi a prestito in un deposito presso la banca centrale, a controlli diretti sulle importazioni di capitali, alla divisione del mercato valutario in due settori, finanziario e commerciale, sul

primo dei quali il corso del cambio può fluttuare liberamente; e via dicendo.

In conclusione, vorrei ripetere, ma sotto un altro profilo, che non si deve esagerare l'importanza della parte assunta dal mercato dell'euro-dollaro. Mi sono prima occupato del suo contributo all'inflazione mondiale. Guardo ora alla parte da esso svolta nelle ricorrenti crisi valutarie internazionali degli ultimi anni. La causa principale di queste crisi è stato il persistente disavanzo della bilancia dei pagamenti americana, che ha minato la fiducia nel dollaro e ha portato a una fuga verso altre monete. Il mercato dell'euro-dollaro è soltanto uno dei canali attraverso i quali questa fuga può avvenire. Il canale dei diretti trasferimenti in altre monete, a noi familiare dalle crisi monetarie internazionali di altri tempi, è sempre aperto ed è tuttora usato. Pertanto, anche se il mercato dell'euro-dollaro non fosse esistito, il movimento di fondi sarebbe stato pur sempre ampio, pur se forse non così ampio. Ciò significa che non c'è motivo per aspettarsi che la regolazione del mercato dell'euro-dollaro possa per sé sola liberarci dalle crisi monetarie internazionali. Tutt'al più potrebbe renderle un po' meno gravi.

FRIEDRICH A. LUTZ