

Il mercato delle eurovalute come «sostituto» di altre fonti di credito

I. Introduzione

Le implicazioni inflazionistiche del mercato delle eurovalute continuano a costituire fonte di dispute e di equivoci.

Secondo taluni, il mercato, disponendo di una certa capacità potenziale di creazione del credito, accresce pericolosamente il saggio dell'espansione creditizia mondiale. Questo processo, si afferma, produce indesiderabili conseguenze inflazionistiche anche in paesi dove vigono estesi controlli sui cambi, non potendo questi evitare gli effetti «indiretti» di un'eccessiva espansione del credito. La dimensione assoluta del mercato delle eurovalute, unitamente al suo recente rapido sviluppo, viene assunta come un'indicazione sommaria della sua influenza netta sul sistema creditizio mondiale. La conclusione che si trae sul piano della politica economica è che si rende necessaria una qualche forma di azione congiunta allo scopo di contenere lo sviluppo del mercato entro limiti accettabili. Non sarebbe sufficiente, in altre parole, che ciascun paese abbia la responsabilità di regolare la partecipazione dei suoi residenti al mercato.

In contrapposizione a questa opinione, altri avvertono che l'opportunità di un'azione congiunta non è ancora sufficientemente dimostrata. Le giustificazioni addotte, essi dicono, si basano troppo su deduzioni puramente teoriche e su affermazioni opinabili. Secondo costoro, esistono motivi altrettanto plausibili per sostenere che la dimensione e lo sviluppo del mercato possono dare un'impressione ingannevole per quanto riguarda i suoi effetti sull'espansione mondiale del credito. Così, per evitare conclusioni errate in tema di politica economica, è necessario prima osservare il comportamento di fonti alternative di offerta del credito, esaminando caso per caso. Ciò, naturalmente, non esclude la possibilità di un'azione congiunta

sul piano della politica economica qualora la si considerasse necessaria.

Io condivido la seconda di queste opinioni, poiché credo che si possano trovare prove convincenti per dimostrare che lo sviluppo del mercato delle eurovalute si è in notevole misura sostituito, piuttosto che sommato, ad altre forme di espansione del credito. In altre parole, il mercato delle eurovalute, per sua natura, svolge in parte la funzione di un mercato di sostituzione del credito. I crediti in eurovalute sembrano essere sostituiti, in particolare, di quattro tipi di facilitazioni.

1. *I crediti in eurovalute come sostituti del credito interno a soggetti non bancari.*

Effetti di sostituzione di questa natura si verificano normalmente in condizioni di politica monetaria interna relativamente restrittiva (1). Tuttavia, per quanto concerne il mercato delle eurovalute, questi effetti debbono essere considerati soltanto una parte del più ampio processo di « disintermediazione » che si verifica nei confronti del sistema bancario interno. In realtà, un relativamente ampio ricorso al credito sul mercato delle eurovalute non implica necessariamente che le restrizioni monetarie interne siano meno efficienti di quelle attuate in altri paesi. Per dare un giudizio del genere, bisogna esaminare la reattività dello sviluppo del credito netto complessivo (2) a mutamenti nella politica monetaria. Questa reattività dipende: 1) dal grado relativo di restrizione monetaria; 2) dal ruolo degli intermediari finanziari non bancari interni; 3) dalla dimensione e dall'efficienza dei mercati monetario e finanziario interni; 4) dall'uso che vien fatto dei controlli sui cambi. Evidentemente il tipo di reazione può essere diverso da paese a paese, come si vedrà nella Sezione II, che mette a confronto l'esperienza degli Stati Uniti, del Giappone e della Germania.

In diversi casi i crediti ottenuti all'estero (compresi quelli attinti al mercato delle eurovalute) possono essere presentati come importanti

(1) Ma in alcuni casi le autorità monetarie hanno anche incoraggiato i residenti a spostarsi dalle fonti di finanziamento interne a quelle esterne per ragioni di bilancia dei pagamenti.

(2) Una volta eliminato il doppio conteggio implicito nei prestiti « intermediari » accordati da istituti finanziari.

sostituti del credito interno. Per una valutazione rigorosa in tal senso è però necessario dimostrare che, in *assenza* di tali crediti, le autorità monetarie *avrebbero dovuto* assicurare un maggior volume di credito interno per evitare di imporre un grado eccessivo di restrizione monetaria (3).

Nella Sezione III, vengono discussi tre casi — quelli della Germania, del Regno Unito e dell'Italia — nei quali, sulla base della recente esperienza, questi effetti di sostituzione sono stati rilevanti. Per lo stesso periodo si potrebbero anche trovare altri esempi.

2. *I crediti in eurovalute come sostituto della creazione di « base monetaria » interna.*

Dal punto di vista delle banche nazionali, il ricorso a fondi esteri è una fonte di moneta di riserva « ad elevato potenziale » equivalente a quella rappresentata dal credito della Banca centrale. Come è risaputo, il mercato delle eurovalute ha funzionato in larga misura come un mercato interbancario al quale le banche possono rivolgersi rapidamente, finché sono libere di farlo, allo scopo di ottenere fondi liquidi aggiuntivi. Per assicurare un efficace controllo del credito, perciò, la maggior parte delle autorità monetarie ha escogitato strumenti di regolazione del ricorso delle loro banche ai fondi esteri. In questa azione, la convenienza di afflussi di fondi esteri è giudicata prevalentemente in base alle necessità della bilancia dei pagamenti.

Svariate tecniche sono state utilizzate per controllare gli afflussi netti attraverso le banche (4). Il metodo più usato consiste in *guidelines* o direttive intese a regolare le posizioni nette verso l'estero (o in valuta). In Germania e negli Stati Uniti sono state applicate riserve obbligatorie speciali. Altri paesi (ad esempio, Svizzera e Francia) occasionalmente hanno proceduto ad una sterilizzazione diretta degli afflussi netti per mezzo di depositi speciali presso la Banca centrale. Nel Regno Unito, invece, i movimenti in entrata da

(3) In altre parole, come sostituto dell'indebitamento interno, il credito ottenuto all'estero può essere distinto in due elementi, dei quali uno è la parte che le autorità monetarie considerano il risultato di un'attività tendente a rendere vani i loro sforzi di controllo, e l'altro è la parte che, se non fosse disponibile, dovrebbe essere sostituita dal credito attinto a fonti interne.

(4) Si veda MILTON GILBERT e WARREN McCLAM, *Regulations and policies relating to the Euro-currency market*, in « The Euro-dollar », edito da Herbert V. Prochnow (1970), specialmente le pp. 353-54.

parte delle banche sono stati normalmente permessi, purché i fondi così mutuati abbiano copertura a termine. E così via.

I controlli sui deflussi netti sono stati meno frequenti, sebbene parecchi paesi li abbiano temporaneamente introdotti nel 1969 quando l'impennata degli eurotassi attirava fondi all'estero. Le banche di certi paesi (in particolare Germania, Paesi Bassi e Svizzera) si sono servite del mercato delle eurovalute come di un mercato monetario *off-shore* per fondi liquidi in eccesso.

In periodi di restrizioni monetarie, le banche possono avere la possibilità di indebitarsi sul mercato delle eurovalute, sia perché i controlli sono approssimativi o inesistenti, sia perché le autorità permettono o incoraggiano queste operazioni per motivi connessi con l'andamento della bilancia dei pagamenti. Qualunque sia la ragione, le autorità monetarie in generale dispongono di strumenti sufficienti a consentire loro di effettuare riduzioni compensative, nella misura desiderata, nelle fonti interne di liquidità bancaria. La Sezione IV tratta l'argomento degli effetti di sostituzione tra fonti estere e interne di fondi di riserva.

3. *Il mercato delle eurovalute come sostituto di mercati monetari esteri.*

Esaminato nella prospettiva di un più lungo periodo, lo sviluppo del mercato delle eurovalute può essere visto come una sostituzione di mercati monetari esteri, derivante, da un lato, dalle restrizioni imposte all'accesso ai mercati monetari di New York e Londra per i mutuatari non residenti e, dall'altro, dal limitato sviluppo dei mercati monetari sul continente europeo, in Canada e nel Giappone (si veda la Sezione V).

In seguito all'introduzione del Programma volontario statunitense di restrizioni dei crediti all'estero nel marzo del 1965, le attività a breve e a lunga scadenza delle banche statunitensi verso non residenti si sono stabilizzate e ad esse sono state consentite scarse possibilità di crescita fino al 1970 e oltre. Analogamente, i prestiti in sterline accordati da istituti londinesi a mutuatari non appartenenti all'area della sterlina sono di importanza trascurabile da molti anni a questa parte. In realtà lo sviluppo del mercato dell'eurodollaro ha ricevuto un forte impulso nel 1957, quando le autorità del Regno Unito hanno limitato la possibilità delle banche inglesi di compiere

operazioni di finanziamento in sterline di scambi commerciali tra paesi terzi.

Nello stesso tempo, non c'è stata nessuna chiara tendenza da parte di altri paesi, a rilevare in parte i compiti di mercati internazionali di New York e di Londra. I mercati monetari nella maggior parte dei paesi europei e in Giappone sono principalmente mercati interbancari locali, di solito piccoli e circoscritti. Con l'eccezione della Germania e della Svizzera, i controlli sui cambi sono attuati con l'intenzione di regolare deflussi e afflussi di fondi bancari e non bancari. Inoltre, se si eccettuano i depositi bancari denominati nelle valute locali (ed anche questi possono essere vietati), la gamma di attività tipiche del mercato monetario a disposizione dei non residenti è veramente ristretta. La riluttanza a sviluppare i singoli mercati in senso internazionale sembra avere una lontana origine storica, e risente del desiderio di autonomia monetaria e del timore di movimenti di capitali instabili (5).

4. *Il mercato delle eurovalute come sostituto dei mercati dei cambi a termine.*

In condizioni normali, quando i tassi di cambio non sono oggetto di incertezza, le operazioni sul cambio a termine, all'interno o in altri centri, sono in genere adeguate a soddisfare le esigenze di protezione. Questo meccanismo tende però a incepparsi quando le parità di cambio vengono revocate in dubbio, come si è verificato quasi ininterrottamente dal 1967 al 1971.

In tali circostanze, con la domanda di valuta a termine che non riesce a coprire l'offerta, il mercato delle eurovalute diventa uno strumento alternativo per ottenere una copertura di cambio. In generale si verifica che l'esportatore, prevedendo incassi in valuta (ad esempio in dollari), acquista a pronti sul mercato dell'eurodollaro spostandosi sulla valuta forte (ad esempio sul marco tedesco) e deposita i fondi temporaneamente in Germania o sul mercato dell'euro-

(5) Gli orientamenti della Svizzera erano ben definiti già più di trentacinque anni fa «... La Banca Nazionale Svizzera non ha né favorito né incoraggiato lo sviluppo di un mercato monetario internazionale... Le autorità della Banca centrale hanno ritenuto che i fondi esteri affluiscano in Svizzera essenzialmente non perché il paese abbia particolari caratteristiche di un mercato monetario internazionale, ma piuttosto per motivi di sicurezza, e che pertanto siano soggetti a ritiri immediati». JOHN T. MADDEN e MARCUS NADLER, *The International Money Markets* (1935), pp. 510-11.

marco (6). Una volta avvenuto il pagamento, il ricavato in dollari viene impiegato per liquidare il credito in eurodollari.

Anche mutamenti nei termini di pagamento probabilmente generano, indirettamente, un'accresciuta domanda di eurovalute. Se, ad esempio, un importatore tedesco rinvia la liquidazione di un contratto in dollari con un'impresa multinazionale statunitense, questa ultima può rivolgersi al mercato dell'eurodollaro per ottenere fondi aggiuntivi.

In considerazione delle incertezze sui cambi degli anni recenti, un rilevante ammontare di debiti in eurovalute, particolarmente in dollari, può essere stato imputabile, direttamente o indirettamente, a motivi di protezione (e speculativi).

Le quattro suddette possibilità di sostituzione non sono sempre nettamente distinte. In Germania, ad esempio, nel 1970 e all'inizio del 1971, l'indebitamento delle società sul mercato dell'eurodollaro può aver servito entrambi gli scopi di copertura a termine per i ricavi dalle esportazioni e di sostituzione del credito interno. L'esperienza tedesca è trattata nella Sezione VI.

II. Restrizioni monetarie e sviluppo del credito netto complessivo

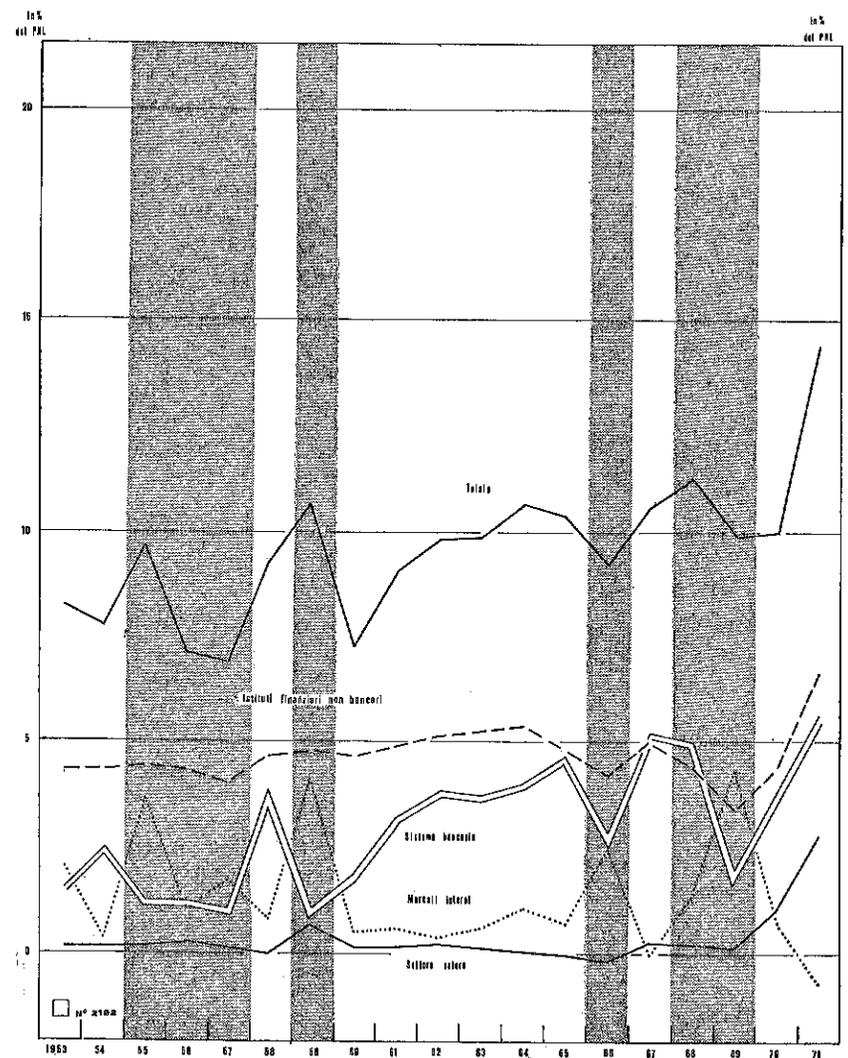
L'applicazione di misure monetarie restrittive spinge la domanda di credito a spostarsi in parte dalle banche agli intermediari finanziari non bancari, all'indebitamento « diretto » presso il pubblico sui mercati interni e all'indebitamento all'estero (del quale l'indebitamento in eurovalute è solo una parte). Inversamente, quando si persegue una politica monetaria espansiva le banche sono in grado di attirare una maggiore proporzione di fondi finanziari. Tuttavia il tipo di flussi che hanno luogo al mutare delle condizioni monetarie differisce considerevolmente da un paese all'altro.

1. Stati Uniti.

Come risulta dal graf. 1, i principali periodi di restrizione monetaria sono stati il 1955-57, il 1959, il 1966 e il 1968-69. Anche nel 1953 è stata attuata una stretta fino a circa la metà dell'anno.

(6) Per ottenere lo stesso risultato, l'esportatore può vendere valuta a termine alla sua banca, la quale a sua volta si copre indebitandosi a pronti sul mercato delle eurovalute.

STATI UNITI
SVILUPPO DEL CREDITO NETTO COMPLESSIVO: CANALI DI OFFERTA *



* Per i dati, si veda l'Appendice 1. Le aree in ombra identificano gli anni di prevalente restrizione creditizia.

Negli anni 1955, 1959, 1966 e 1969 la riduzione dei nuovi prestiti da parte del sistema bancario è stata approssimativamente compensata, od anche più che compensata, dallo sviluppo delle operazioni dirette di prestito al di fuori del sistema degli intermediari finanziari. Una disintermediazione del genere è da tempo una caratteristica del sistema monetario statunitense. L'aumento dei tassi di mercato rispetto ai tassi sui depositi spinge gli operatori ad investire direttamente in attività del mercato monetario e in titoli. Le proporzioni assunte da questo fenomeno sono un riflesso dell'elevata efficienza dei mercati finanziari americani.

Nel 1955 e nel 1959 la riduzione del credito bancario si è accompagnata con un effettivo incremento nell'espansione del credito netto complessivo. In rapporto al prodotto nazionale lordo, i prestiti erogati dagli istituti finanziari non bancari sono rimasti stabili, e il debole effetto della stretta sul credito bancario si è associato con forme di disintermediazione a vantaggio di altri mercati. Così la politica monetaria ha funzionato solo con un lungo ritardo; riduzioni del credito netto complessivo si sono avute soltanto nel 1956 e nel 1960.

L'esperienza è stata diversa nel 1966 e nel 1968-69. Erano anni in cui i massimali della *Regulation Q* sui tassi dei depositi furono di proposito utilizzati come elemento della politica monetaria restrittiva. Non solo le banche commerciali, ma anche gli intermediari finanziari non bancari (soprattutto le casse di risparmio e le *savings and loan associations*) perdettero fondi. In ambedue i periodi la pressione sul credito bancario si accompagnò con un declino, di minore entità, nello sviluppo del credito netto complessivo. I nuovi prestiti del sistema bancario espressi come proporzione del prodotto nazionale lordo, si ridussero dal 1965 al 1966 di 2,0 punti percentuali (cioè dal 4,7 al 2,7 per cento), mentre lo sviluppo del credito netto complessivo rallentò solo di 1,1 punto (dal 10,3 al 9,2 per cento). Ciò implica per il 1966 un «coefficiente di reazione» del credito netto complessivo rispetto alla variazione del credito bancario pari a 0,55 (cioè $1,1$ diviso per $-2,0$), a significare che la riduzione per il credito netto complessivo fu pari al 55 per cento di quella rilevata per i prestiti bancari (espressi entrambi come proporzioni del prodotto nazionale lordo) (7). Nella fase di restrizione del 1968-69, inter-

(7) Il «coefficiente di reazione» tra il credito netto complessivo e le variazioni nel credito bancario viene qui proposto come una misura, per quanto rudimentale, dell'efficacia delle restrizioni monetarie. Se entrambe le variabili vengono divise per il prodotto nazionale lordo, un coefficiente pari all'unità significa che il credito netto complessivo si riduce esatta-

rotta da un temporaneo allentamento nell'ultima parte del 1968, il coefficiente di reazione fu pari soltanto a 0,21, mentre nel solo anno 1969, in condizioni di domanda di credito particolarmente vivace, fu pari a 0,44.

Gli afflussi dall'estero non hanno avuto una parte importante nell'attenuare l'efficacia della stretta monetaria. L'impennata dei crediti provenienti dal settore estero dal 1969 al 1971 riflette principalmente l'acquisto di titoli governativi da parte di Banche centrali estere, come modo di impiego delle loro ampie disponibilità di dollari.

Nella prospettiva di un più lungo termine, il grafico rivela che l'espansione del credito bancario è avvenuta a un tasso medio molto più elevato nel periodo 1961-71 che nel periodo 1953-60. Dal 1965 essa non è stata molto inferiore ai nuovi prestiti accordati dagli intermediari finanziari non bancari. Tra l'altro, questi risultati riflettono il relativo allentamento della politica monetaria che ha caratterizzato l'intero periodo 1961-71, ad eccezione del 1966 e del 1968-69.

2. Giappone.

Nel corso del decennio 1954-63 lo sviluppo del credito netto complessivo segnò una forte accelerazione in rapporto a quello del prodotto nazionale lordo. Dal 1964 al 1970 i due tassi di sviluppo si sono riavvicinati; comunque, il credito netto complessivo ha continuato ad espandersi a un tasso medio molto più elevato di quello della maggior parte degli altri paesi. L'andamento nel periodo precedente si deve spiegare principalmente con: 1) la crescita degli investimenti privati lordi da una media del 16,7 per cento del prodotto nazionale lordo negli anni 1953-55 al 28,6 per cento nel 1961-63; 2) la forte dipendenza dell'economia dai fondi presi a prestito per finanziare gli investimenti; 3) l'eccezionale bisogno nel dopoguerra di costituire scorte liquide. Nel periodo successivo sono persistiti alti tassi di sviluppo degli investimenti privati lordi (che nel 1969-71 sono saliti al 29,6 per cento del PNL), e una forte dipendenza da fondi a prestito.

mente dello stesso ammontare del quale si è ridotto il credito bancario singolarmente considerato. Un coefficiente minore dell'unità significa che il credito ottenuto attraverso canali non bancari aumenta rispetto al PNL così da compensare parzialmente l'effetto della stretta monetaria sul credito bancario, mentre uno maggiore dell'unità significa che la riduzione del credito bancario viene rafforzata da una decurtazione del credito proveniente da altre fonti.

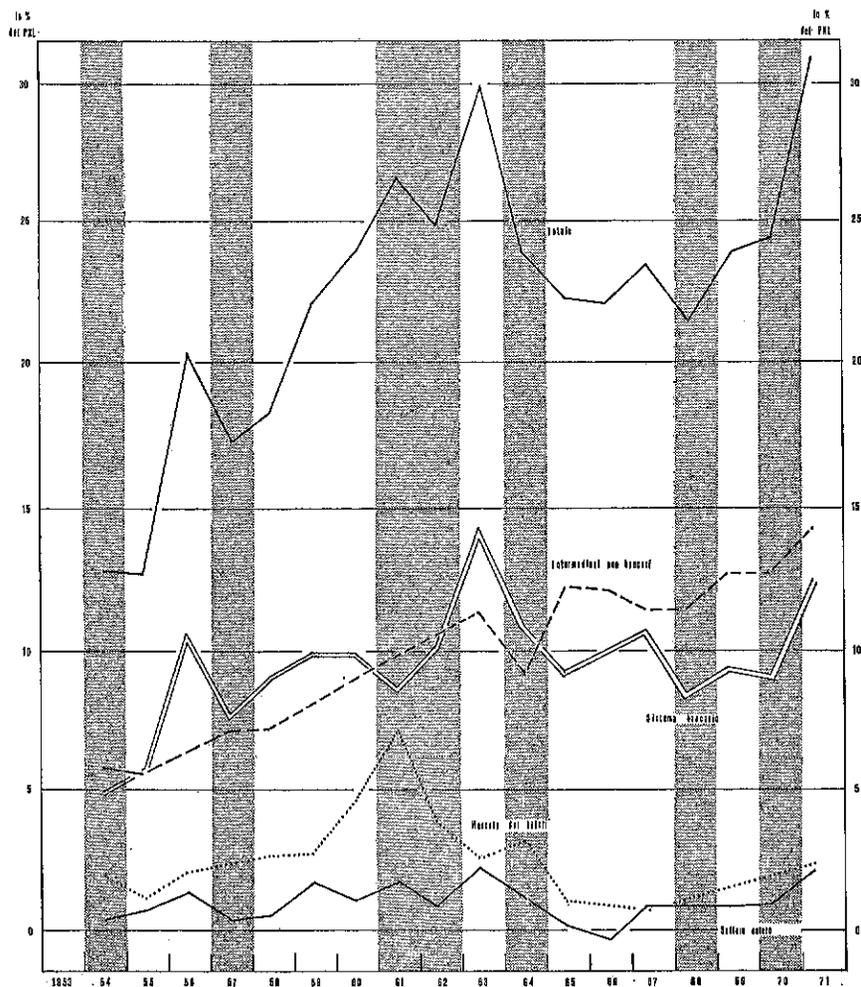
Nel grafico, gli anni in cui è prevalente una politica monetaria restrittiva si possono approssimativamente identificare nei seguenti: 1954, 1957, 1961-62, 1964, 1968 e, più moderatamente, 1970.

Come si rileva dal graf. 2, l'andamento del credito netto complessivo è molto più sensibile alle variazioni del credito bancario di

GRAFICO 2

GIAPPONE

SVILUPPO DEL CREDITO NETTO COMPLESSIVO: CANALI DI OFFERTA *



* Per i dati, si veda l'Appendice 1. Le aree in ombra identificano gli anni di prevalente restrizione creditizia.

quanto non sia negli Stati Uniti. Con il passaggio a una politica restrittiva nel 1968, ad esempio, i nuovi prestiti del sistema bancario si ridussero in rapporto al prodotto nazionale lordo di 2,3 punti percentuali (cioè dal 10,6 all'8,3 per cento), mentre il credito netto complessivo diminuì di 1,9 punti (dal 23,5 al 21,6 per cento). Il «coefficiente di reazione» del credito netto complessivo alla variazione nel credito bancario fu perciò pari a 0,83, contro, ad esempio, lo 0,44 degli Stati Uniti nel 1969. Nel 1964, quando fu decisa una stretta al verificarsi di un grave disavanzo nelle partite correnti, il coefficiente fu pari a 1,76.

Una ragione della relativa efficienza della politica monetaria in Giappone risiede nello scarso sviluppo dei suoi mercati dei titoli. Fino al 1964, è vero, le vendite dirette di titoli al pubblico erano ampie, e anche inversamente correlate con le variazioni nel credito bancario; ma ciò era principalmente un riflesso dell'abbondante ricorso da parte delle imprese al finanziamento azionario. Inoltre, la domanda estera di titoli giapponesi è stata influenzata dall'introduzione, nel 1963, dell'imposta di perequazione degli interessi negli Stati Uniti. In seguito gli acquisti diretti di titoli sono stati scarsi, sebbene abbiano subito una certa accelerazione nel 1968-70, sotto l'influenza di una situazione monetaria relativamente tesa e di rilevanti emissioni statali. Ma non sembrano aver offerto ai mutuatari un'alternativa molto importante al credito bancario.

Neppure l'indebitamento con l'estero è stato un sostituto possibile dei crediti bancari. I controlli sui cambi in Giappone sono molto estesi, con il risultato che una compressione del credito bancario è stata spesso accompagnata da una riduzione o da un ristagno negli afflussi dall'estero (e.g. 1957, 1964-65, 1968 e 1970). L'esperienza del 1971 è stata del tutto eccezionale, in quanto le attese di rivalutazione hanno indotto un grande afflusso di fondi mediante spostamenti nei termini di pagamento.

D'altra parte, i tentativi di restrizione monetaria sono stati indeboliti dal ricorso dei mutuatari a istituti finanziari non bancari. Gli è che le autorità sono in genere ricorse a limiti quantitativi o a direttive, che incidono prevalentemente sulle grandi banche cittadine. Ma anche l'andamento dei tassi d'interesse ha avuto la sua importanza. Fino al 1964 la stretta monetaria era avvertita in misura considerevole attraverso il tasso del denaro a pronti. Quando si applicava la restrizione, questo tasso era spinto a livelli elevatissimi, con l'effetto di attirare fondi dagli istituti finanziari non bancari. Dopo il 1964

le fasi restrittive sono state tendenzialmente più moderate per considerazioni di bilancia dei pagamenti. Nel 1966, inoltre, il governo cominciò a fare emissioni su larga scala, e le autorità da allora in poi hanno ritenuto consigliabile limitare a proporzioni più modeste le fluttuazioni dei tassi del denaro a pronti.

Dal 1953 ai primi anni « sessanta » i prestiti accordati dagli istituti finanziari non bancari sono cresciuti in media circa allo stesso tasso dei prestiti bancari. Dal 1963, tuttavia, i prestiti bancari sono diventati relativamente meno importanti — un'evoluzione opposta a quella degli Stati Uniti.

3. Germania.

La percentuale dello sviluppo del credito netto complessivo imputabile al sistema bancario è ampia se confrontata a quella della maggior parte degli altri paesi. Ciò perché gli istituti di credito in generale svolgono un'attività bancaria « mista », e il « sistema bancario » è definito in senso lato. Oltre alle banche commerciali, esso comprende casse di risparmio, istituti ipotecari e svariati altri istituti di credito.

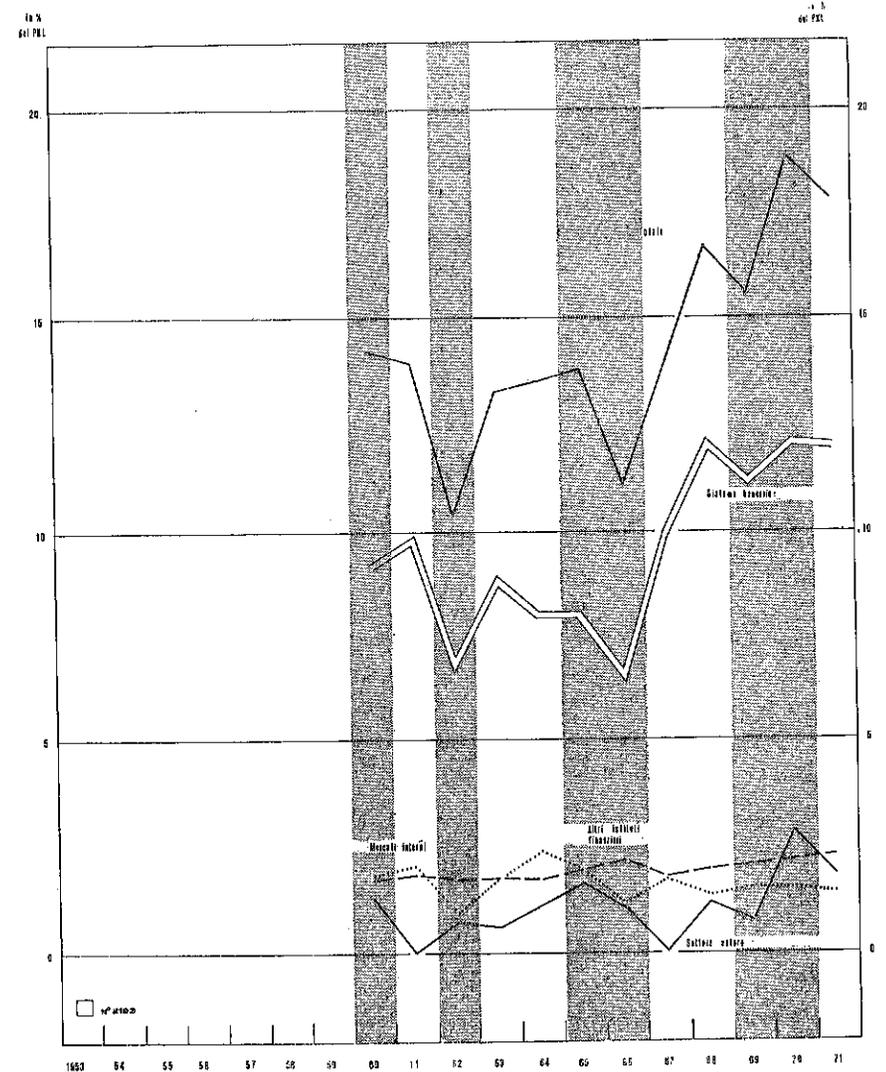
Gli « altri istituti finanziari » indicati nel graf. 3 comprendono soltanto le *building and loan associations* e le società d'assicurazione. I fondi intermediati da questi istituti sono cresciuti approssimativamente allo stesso tasso del prodotto nazionale lordo negli anni 1960-71. Il tasso di accrescimento dei prestiti è aumentato, però non di molto, durante la stretta monetaria del 1965-66.

Le autorità hanno tentato di attuare una politica monetaria restrittiva nel 1960, 1962, 1965-66 e 1969-71. Nel 1962 il loro atteggiamento si potrebbe definire sostanzialmente passivo: la restrizione derivò quasi automaticamente da un disavanzo nella bilancia dei pagamenti.

Nel 1962 e nel biennio 1965-66 la stretta sembra essere stata molto efficace. Il « coefficiente di reazione » dello sviluppo del credito netto complessivo alla variazione dei prestiti bancari fu pari a 1,21 nel primo periodo e a 1,64 nel secondo — notevolmente maggiore di quello del Giappone nel 1968 e di gran lunga superiore a quello degli Stati Uniti nel 1966 e nel 1968-69.

Come nel caso del Giappone, questa efficacia è in parte da attribuire alla limitata dimensione del mercato dei titoli tedesco. In nessuno dei quattro periodi di restrizione in esame vi furono segni

GERMANIA
SVILUPPO DEL CREDITO NETTO COMPLESSIVO: CANALI DI OFFERTA *



* Per i dati, si veda l'Appendice 1. Le aree in ombra identificano gli anni di prevalente restrizione creditizia.

di disintermediazione del tipo notato negli Stati Uniti. Gli istituti di credito, è vero, in condizioni di restrizione sono stimolati a liquidare titoli sul mercato. Ma queste stesse condizioni hanno scoraggiato il pubblico dall'accostarsi al mercato: sia nel 1962 sia nel 1965-66 il declino dei prestiti bancari fu quindi accompagnato da una *contrazione* degli acquisti diretti di obbligazioni e azioni da parte del pubblico.

D'altronde, contrariamente al Giappone, la politica restrittiva è stata talvolta in parte frustrata da afflussi di fondi dall'estero. Gli afflussi nel 1960 furono un preludio alla rivalutazione e a un ritorno temporaneo all'espansione monetaria nel 1961. Questa esperienza ha indotto l'industria tedesca ad orientarsi verso l'estero in misura anche maggiore negli anni 1964-66.

Fu comunque nel 1969-71 che il ricorso ai crediti esteri determinò una virtuale rottura nel meccanismo di controllo del credito. Malgrado i tentativi di restrizione da parte delle autorità, i nuovi prestiti del sistema bancario in rapporto con il prodotto nazionale lordo ammontarono nel 1970 al 12,1 per cento, come nel 1968, mentre il credito netto complessivo salì dal 16,7 al 18,8 per cento a causa soprattutto di notevoli afflussi di crediti dall'estero. Il problema si aggravò nei primi mesi del 1971: così, il credito netto complessivo balzò dal 12,6 per cento del PNL nel periodo gennaio-giugno 1970 al 18,1 per cento nella prima metà del 1971, mentre i valori corrispondenti aumentarono per i prestiti bancari dal 7,9 al 10,4 per cento e per il credito dall'estero dal 2,5 al 5,4 per cento.

La ragione dell'inefficacia del controllo del credito è stata la micidiale miscela tra piena convertibilità, tassi d'interesse tedeschi relativamente elevati e incertezze prolungate sull'esistente struttura dei tassi di cambio.

III. Il credito estero come sostituto del credito interno

Motivi particolari hanno consigliato, nella sezione precedente, di concentrare l'attenzione sui meccanismi monetari degli Stati Uniti, del Giappone e della Germania. In primo luogo, misure dello sviluppo del credito netto complessivo si possono ricavare abbastanza facilmente, per quei paesi, dalle statistiche sui flussi di fondi. In secondo luogo, le loro esperienze illustrano i diversi tipi di reazione monetaria che si possono riscontrare da un paese all'altro. In questa Sezione,

nell'esaminare più attentamente gli effetti di sostituzione tra credito estero e interno, saranno ricordate le recenti esperienze della Germania, del Regno Unito e dell'Italia.

1. Germania.

Nel 1970, in presenza di una stretta monetaria, il settore delle imprese tedesche (famiglie escluse) ottenne crediti esteri per un ammontare di circa 20 miliardi di marchi (8). Questa somma coprì più di un terzo dei prestiti totali attinti dal settore, mentre nei precedenti anni di stretta monetaria la proporzione non aveva mai superato il 20 per cento. In base a un'analisi del debito estero delle imprese, la *Bundesbank* ha affermato che «una distinzione delle passività verso l'estero secondo i paesi debitori mostra che il grosso dei fondi raccolti è stato attinto dal mercato delle eurovalute» (9).

Probabilmente non è possibile essere più precisi a proposito della parte di credito estero complessivo collegata direttamente o indirettamente con negoziazioni in eurovalute. Sembra invece possibile, sulla base di determinati assunti, offrire stime approssimative della misura in cui il ricorso complessivo al credito estero ha avuto carattere di sostituto, piuttosto che di supplemento, delle fonti interne di credito (10).

Nel caso della Germania, assumiamo:

a) che le autorità monetarie siano riuscite, nel 1970 e nella prima metà del 1971, a impedire ogni indebitamento netto all'estero, e così a realizzare i loro obiettivi di restrizione del credito all'interno;

b) che l'obiettivo della politica economica, per quanto riguarda il settore delle imprese, sia stato quello di contenere il tasso di espansione degli investimenti nazionali lordi in termini monetari al 12 per cento nel 1970, percentuale che sarebbe stata inferiore di 8 punti a quella effettivamente realizzata; e che per la prima metà del 1971, quando gli investimenti avevano già cominciato a rallentare, l'obiettivo sia stato un tasso di incremento degli investimenti inferiore di 5 punti percentuali a quello che si è verificato effettivamente;

(8) «Monthly Report of the Deutsche Bundesbank», vol. 23, n. 5, maggio 1971, p. 22 e vol. 24, n. 5, maggio 1972, p. 13.

(9) «Monthly Report of the Deutsche Bundesbank», vol. 23, n. 11, novembre 1971, p. 25.

(10) Si dovrebbe osservare, tuttavia, che l'iniziativa di trasferire fondi in Germania è partita spesso dal mutuante straniero, ad esempio, dalla direzione di un'impresa internazionale che desidera di acquistare marchi tedeschi.

c) che, a causa del minore moltiplicatore degli investimenti, i profitti non distribuiti (risparmio) del settore imprese più i trasferimenti di capitale fossero stati inferiori, diciamo, di tre quinti ai precedenti aggiustamenti agli investimenti interni lordi (cioè del 5 per cento nel 1970 e del 3 per cento nella prima metà del 1971);

d) infine, che lo sviluppo dell'accumulazione di attività finanziarie del settore fosse stato pari alla metà nel 1970 e nella prima metà del 1971.

Le due situazioni, effettiva e ipotetica, sono riassunte nella tab. 1:

GERMANIA
SOSTITUZIONE DEL CREDITO ESTERNO AL CREDITO INTERNO
PER IL SETTORE DELLE IMPRESE *

TABELLA I

Voci	Risultati effettivi			Ipotetici		
	1969	1970	1° sem. 1971	1969	1970	1° sem. 1971
	miliardi di marchi tedeschi					
Risparmio lordo più trasferimenti di capitali	73.7	89.1	48.0	73.7	85.0	46.6
Formazione di capitale lordo (-)	-101.7	-122.9	-67.7	-101.7	-113.9	-64.3
Disavanzo finanz. (-)	-28.0	-33.8	-19.7	-28.0	-28.9	-17.7
<i>Variazioni corrispondenti nelle</i>						
Attività finanziarie . .	20.1	25.1	18.6	20.1	22.6	14.4
Passività finanz. (-) . .	-48.1	-58.8	-38.3	-48.1	-51.5	-32.1
Interne	(-43.1)	(-38.8)	(-18.5)	(-43.1)	(-51.5)	(-32.1)
Verso il resto del mondo	(-5.0)	(-20.0)	(-19.8)	(-5.0)	(-)	(-)

* Settore delle imprese, escluse quelle edili.

Sulla base degli assunti precedenti, il disavanzo finanziario del settore imprese nel 1970 sarebbe stato pari a 28,9 miliardi di marchi invece di 33,8 miliardi, e l'accumulazione di attività finanziarie pari a 22,6 invece di 25,1 miliardi. L'indebitamento totale sarebbe stato pari a 51,5 invece di 58,9 miliardi. Ma se l'indebitamento fosse stato tutto verso fonti interne, l'espansione del credito interno sarebbe stata di 12,7 miliardi superiore a quella occorsa effettivamente nel 1970, quando furono raccolti all'estero 20 miliardi. Si può quindi conclu-

dere che l'equivalente del 64 per cento (12,7 su 20 miliardi di marchi) dei crediti contratti all'estero avrebbe dovuto essere fornito dal sistema creditizio interno. Nella prima metà del 1971, la proporzione sarebbe stata anche più alta. In base ai calcoli della nostra tabella, il 69 per cento dei crediti esteri avrebbe dovuto essere creato all'interno. Nei diciotto mesi circa un terzo dei fondi mutuati dall'estero si può dire abbiano scalzato i tentativi di restrizione monetaria, mentre i restanti due terzi sono stati un vero sostituto del credito interno.

Gli sviluppi della seconda metà del 1971 contribuiscono ad avvalorare questa interpretazione. Successivamente alla fluttuazione del marco tedesco (primi di maggio) si è verificato un certo deflusso di fondi dalla Germania; inoltre, le imprese residenti, prevedendo l'entrata in vigore del provvedimento sul cosiddetto «*Bardepot*» (11) (deposito in contante), hanno smesso di procurarsi nuovi crediti all'estero. Contemporaneamente la domanda interna si è attenuata e le politiche monetarie e fiscali sono state un po' allentate, cosicché gli investimenti e risparmi delle imprese in questo periodo si sono presumibilmente avvicinati agli obiettivi della politica economica. Con 18,9 miliardi di marchi, il deficit finanziario del settore imprese è stato solo di poco superiore a quello del 1970; ma il suo indebitamento verso fonti interne è balzato a 35,2 dai 22,3 miliardi di marchi del semestre luglio-dicembre 1970. 5,7 miliardi sono stati necessari per finanziare il riflusso netto di fondi all'estero, ma sono stati compensati da una minore accumulazione di attività liquide.

Mentre l'obbligo del «deposito in contante» dovrebbe certamente rendere più efficace il controllo del credito, alcune difficoltà potrebbero sorgere in futuro da un'altra direzione. A partire dalla fase restrittiva del 1965-66 le imprese tedesche sembrano aver mutato abitudini quanto ad accumulazione di attività liquide. Nel corso degli anni 1960-66, quando il loro disavanzo finanziario ammontava in media a 16,6 miliardi di marchi, esse assunsero passività sufficienti a permettere un'accumulazione annua media di attività finanziarie pari a 6,9 miliardi. Dal 1967 al 1971, invece, con disavanzi

(11) Secondo questo provvedimento, approvato all'inizio del 1972, le autorità possono invitare le imprese residenti a depositare fino al 50 per cento dei prestiti assunti all'estero in un conto infruttifero presso la Deutsche Bundesbank. Il provvedimento ha avuto pratica applicazione il 1° marzo 1972, con la fissazione di un rapporto contante-depositi pari al 40 per cento nei confronti dei crediti assunti dall'inizio dell'anno in poi. Il provvedimento si applica anche alle passività verso l'estero di istituti finanziari non soggetti al regime di riserva obbligatoria.

finanziari di 22,5 miliardi l'anno in media, l'accumulazione annua di attività finanziarie è balzata a 20,7 miliardi. Nel corso della prossima fase restrittiva, pertanto, le imprese potrebbero seriamente attenuare l'efficacia delle misure restrittive riducendo semplicemente il tasso di accumulazione di attività finanziarie.

2. Regno Unito.

Nel 1969 e nel 1970 le imprese sono ricorse su larga scala a fondi esteri. In cifra assoluta, però, la somma raccolta è stata sensibilmente inferiore a quella rilevata per la Germania.

Come in Germania, le imprese inglesi sono divenute sempre più dipendenti da fondi presi a prestito. Dopo aver registrato un avanzo finanziario di 352 milioni di sterline nel 1967, il settore ha subito un disavanzo di 357 milioni nel 1969 e di 987 milioni nel 1970 (tab. 2).

TABELLA 2

SETTORE DELLE IMPRESE DEL REGNO UNITO*: RISPARMIO, INVESTIMENTO E VARIAZIONI NELLE ATTIVITA' FINANZIARIE

Voci	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971
	milioni di sterline						
Risparmio lordo più trasferimenti di capitali . . .	3.065	2.714	2.873	3.363	3.526	3.274	4.043
Investimenti lordi (-) . . .	-3.003	-2.821	-2.521	-3.198	-3.883	-4.261	-3.952
Disavanzo finanz.	62	- 107	352	165	- 357	- 987	91
<i>Variazioni corrispondenti nelle</i>							
Attività finanziarie (+)							
Interne . . .	964	464	1.298	1.085	1.138	778	1.919
Del resto del mondo . .	494	469	508	715	790	669	515
Passività finanziarie (-)							
Interne . . .	-1.144	- 851	- 883	-1.253	-1.387	-1.684	-1.152
Del resto del mondo . .	- 252	- 189	- 571	- 382	- 906	- 750	-1.191

* Soltanto società commerciali e industriali.

Un'altra analogia per entrambi i paesi è la riduzione dei margini disponibili di autofinanziamento in conseguenza della rapida ascesa del costo del lavoro.

Contrariamente al caso tedesco, tuttavia, la formazione lorda di capitale da parte delle imprese commerciali e industriali inglesi nel 1969 e nel 1970 si può ritenere coerente con gli obiettivi delle autorità. Misure di restrizione della domanda, è vero, furono applicate fino al bilancio dell'aprile 1970; poi vennero leggermente attenuate. Ma il controllo qualitativo del credito continuò, come negli anni precedenti, a favorire gli investimenti produttivi e le esportazioni. Negli anni 1969-70 gli investimenti fissi lordi, esclusi quelli per abitazioni, furono in media circa il 14,5 per cento del prodotto nazionale lordo, percentuale analoga a quella dei due anni precedenti.

Altra caratteristica particolare, le autorità monetarie hanno gradito — perfino incoraggiato — afflussi di capitale per ragioni di bilancia dei pagamenti. Fra il 1967 e il 1970 il settore pubblico passò da un disavanzo finanziario di quasi 1.700 milioni di sterline a un surplus di oltre 850 milioni. Ne derivarono, per via indiretta, serie pressioni sulla liquidità delle imprese, le quali dovettero cercare fondi altrove. Un altro elemento importante furono i limiti quantitativi imposti al credito bancario, limiti consistenti in un massimale assoluto fino all'aprile del 1970, e successivamente in una « direttiva » quanto al tasso di sviluppo permesso (12). Un ulteriore fattore, attivo soprattutto nella prima metà del 1969, fu l'imposizione di un deposito sulle importazioni, che indusse le società a cercare all'estero un finanziamento compensativo.

Alla fine del 1969 e nel 1970 le necessità di finanziamento delle imprese andarono crescendo rapidamente. Il ricorso al mercato dei capitali era impedito da tassi d'interesse elevatissimi, e l'indebitamento con le banche e gli altri istituti finanziari da restrizioni di carattere quantitativo. In queste condizioni, e con rimborsi dei depositi sulle importazioni che venivano a maturazione solo lentamente, le imprese cominciarono ad aumentare la richiesta di fondi all'estero. Dopo essere aumentate solo di circa 830 milioni di sterline nel 1968, le passività finanziarie delle società verso il resto del mondo crebbero in media di quasi 830 milioni l'anno nel biennio 1969-70.

(12) I limiti quantitativi sui prestiti delle banche e delle *finance-houses* furono eliminati nel settembre del 1971, quando vennero introdotti nuovi metodi di controllo del credito, che lasciano maggior spazio alla concorrenza e ai meccanismi di mercato.

In questo periodo le società si servirono di una fonte di fondi esteri in precedenza poco sfruttata. Senza violare i controlli sui cambi, e con l'intermediazione delle banche londinesi, esse fecero ricorso a prestiti in valuta per uso interno. Questo tipo di prestiti, che si suppone fornito per intero dal mercato delle eurovalute, raggiunse, a giudicare dalle statistiche della bilancia dei pagamenti, nel 1970 la cifra di quasi 275 milioni di sterline (660 milioni di dollari). Dal gennaio del 1971, tuttavia, gli afflussi diventarono eccessivi per considerazioni sia di bilancia dei pagamenti sia di liquidità interna, e i controlli sui cambi furono rafforzati. Ai residenti non fu più consentito di indebitarsi in valute per uso interno o per finanziare pagamenti correnti a non residenti, se non con prestiti con scadenze superiori a 5 anni e con possibilità di copertura a termine limitata soltanto agli ultimi sei mesi.

Si può concludere che la maggior parte (13) dell'aumento verificatosi nelle passività finanziarie delle società inglesi, nei confronti del resto del mondo, negli anni 1969 e 1970, fu costituita da fondi che, se non si fossero resi disponibili, avrebbero dovuto essere ricavati, in una maniera o nell'altra, dal sistema creditizio interno. Sul modo in cui ciò avrebbe potuto essere realizzato, si potrebbero immaginare svariate alternative, fors'anche una combinazione di esse: politica creditizia più espansiva, rimborsi più rapidi per i depositi sulle importazioni, o un'alleggerimento della politica fiscale.

Nel 1971, quando un aumento dei margini di profitto e una riduzione degli investimenti contribuirono ad eliminare il disavanzo finanziario del settore imprese, il rafforzamento della sterlina concorse a far crescere ulteriormente le disponibilità di fondi provenienti dal resto del mondo. Se questi fondi non si fossero resi disponibili, tuttavia, il forte bisogno di ricostituzione di scorte liquide del settore avrebbe richiesto un ricorso al credito interno notevolmente superiore a quello effettivamente verificatosi.

3. Italia.

L'esperienza italiana fornisce un esempio di ancora un altro modo in cui la sostituzione del credito può aver luogo attraverso il mercato delle eurovalute.

(13) Fatta eccezione soprattutto per quella parte costituita da valute prese a prestito per essere utilizzate all'estero (190 milioni di sterline nel 1969 e 240 nel 1970).

Sia in Germania sia nel Regno Unito le restrizioni creditizie dettero luogo a una sostituzione di fondi interni con fondi esteri, con effetti sulla bilancia dei pagamenti in complesso negativi per il primo e positivi per il secondo paese.

Ciò che è accaduto in Italia si collega non con una stretta monetaria, ma piuttosto con la situazione di relativa espansione creditizia prevalsa dal 1966 fino alla metà circa del 1969. Successivamente alla crisi nei conti con l'estero del 1963-64, gli investimenti produttivi erano rimasti a un livello relativamente basso. Per stimolare gli investimenti e incoraggiare l'afflusso di fondi al mercato finanziario, le autorità monetarie perseguirono una politica di stabilità dei prezzi dei titoli dal 1966 al 1969. Questa politica, unitamente a certi altri fattori (incertezze di natura politica e fiscale), contribuì ad accelerare l'esportazione di capitali italiani dal 1966 in poi (14). Ha avuto la sua parte anche il normale desiderio di diversificare i portafogli. Il deflusso raggiunse il culmine nell'anno 1969, la cui seconda metà fu contrassegnata da un'ondata di scioperi e di generale agitazione nel mondo del lavoro.

I tassi dell'interesse furono spinti verso l'alto nel 1969 e nella prima metà del 1970, quando raggiunsero approssimativamente i livelli prevalenti in campo internazionale. Le esportazioni di capitali si ridussero notevolmente, ma rimasero ancora rilevanti, motivate dallo stesso insieme di incertezze di natura politica e fiscale del periodo precedente.

A cominciare dalla seconda metà del 1969, e lungo tutto il 1970, le autorità italiane presero misure atte a compensare il deflusso di capitali. Poiché il mercato finanziario interno diventava sempre meno ricettivo, e poiché esistevano anche preoccupazioni riguardo alla posizione delle riserve ufficiali, imprese pubbliche e semipubbliche vennero incoraggiate ad indebitarsi sui mercati esteri, particolarmente su quelli delle eurovalute e delle euroobbligazioni (15). Utilizzando una recente innovazione, i prestiti portavano generalmente tassi d'in-

(14) L'esportazione di capitali privati sembra essere stata parzialmente responsabile della scarsità di investimenti interni e aver dato così un contributo indiretto ad un «trasferimento» di risorse reali mediante un rafforzamento del saldo delle partite correnti. Si veda PAOLO BAFELI, *Les mouvements des salaires et de la balance des paiements dans les récentes expériences italiennes et internationales*, in questa Rivista, giugno 1969, pp. 3-20.

(15) Qualche mese prima, nel marzo del 1969, le banche erano state invitate a ridurre gradatamente la loro posizione attiva sull'estero — allora pari a circa 750 milioni di dollari — fino a raggiungere il pareggio alla metà dell'anno. Le banche attuarono la direttiva non con una riduzione dell'attivo, ma piuttosto accrescendo le passività.

teresse flessibili, collegati con il tasso a sei mesi del mercato dell'eurodollaro.

Altra particolarità, le imprese e gli enti pubblici italiani che avevano contratto i prestiti non ottennero sempre, o non richiesero, la contropartita in lire, che fu tenuta invece in una specie di conto di prefinanziamento presso l'Ufficio Italiano dei Cambi.

Per illustrare la situazione, la tab. 3 unifica il settore pubblico con quello delle imprese pubbliche e private, poiché il ricorso all'estero avvenne ad opera di imprese e enti pubblici italiani che compaiono in entrambi i settori. Come risulta dalla tabella, questi settori nel loro insieme hanno presentato un crescente disavanzo finanziario, che ha raggiunto un valore di 6.790 miliardi di lire nel 1970. Sebbene fossero aumentati in rapporto al prodotto nazio-

TABELLA 3

ITALIA: INDEBITAMENTO DEL GOVERNO E DELLE IMPRESE (1)

Voci	1966	1967	1968	1969	1970	1971
	miliardi di lire					
Risparmio lordo più trasferimenti di capitale . . .	1.835	3.330	4.975	5.730	6.175	4.135
Investimento lordo (-) . . .	-4.695	-6.305	-9.095	-10.940	-12.965	-12.470
Disavanzo finanziario (-) . . .	-2.860	-2.975	-4.115	-5.210	-6.790	-8.335
Attività finanziarie	2.645	2.645	3.070	3.115	2.935	5.450
Interne (2) . . .	(1.800)	(1.620)	(1.725)	(705)	(1.480)	(3.975)
Estere (3) . . .	(845)	(1.020)	(1.345)	(2.410)	(1.460)	(1.475)
Passività finanziarie (-) . . .	-5.505	-5.620	-7.470	-8.335	-9.965	-13.900
Interne (2) . . .	(-5.460)	(-5.235)	(-7.180)	(-8.190)	(-8.655)	(-13.135)
Estere (4) . . .	(- 45)	(- 380)	(- 290)	(- 145)	(- 1.305)	(- 770)

(1) Settore pubblico consolidato più imprese pubbliche e private (comprese quelle di costruzione di abitazioni).

(2) Totale meno estere.

(3) Capitale netto italiano; statistiche della bilancia dei pagamenti.

(4) Capitale netto estero; statistiche della bilancia dei pagamenti.

nale lordo, gli investimenti lordi erano ancora bassi a confronto dei primi anni « sessanta », ed erano considerati inadeguati. Il risparmio lordo, d'altra parte, era stato eroso dall'aumento del costo del lavoro e dalle crescenti spese del settore pubblico.

Come si vedrà, il maggiore ricorso al capitale estero provocò un rapido aumento degli afflussi nel 1970; ad un livello di 1.305 miliardi di lire, furono quasi sufficienti a compensare l'esportazione di capitali italiani calcolata in 1.460 miliardi.

I principali effetti di sostituzione sono stati di due ordini.

In primo luogo, parte dell'indebitamento di imprese pubbliche e semipubbliche e di enti pubblici (ma solo una parte) ha svolto una funzione di sostituzione diretta del credito che altrimenti avrebbe dovuto essere fornito dal sistema creditizio interno. Giacché, mentre il disavanzo finanziario dei suddetti settori presi nel loro insieme era stato nel 1970 superiore del 30 per cento a quello del 1969, il loro indebitamento verso fonti interne era cresciuto meno del 6 per cento.

In secondo luogo, parte dell'indebitamento verso l'estero ha avuto la funzione di neutralizzare le ripercussioni negative sulle riserve ufficiali prodotte dalla propensione dell'economia ad esportare una maggiore proporzione della sua accumulazione di attività finanziarie. Si è trattato, in altre parole, di una sostituzione riguardante più l'accumulazione di attività che l'espansione del credito. E, naturalmente, il flusso circolare implicito nel compensare l'esportazione di capitali con l'indebitamento verso l'estero ha contribuito all'espansione del mercato delle eurovalute.

Nel 1971 e all'inizio del 1972, in presenza di una bilancia dei pagamenti rafforzata, le imprese pubbliche e semipubbliche sono state incoraggiate a rimborsare i crediti esteri assunti in precedenza. Tuttavia, la lira si è indebolita nuovamente dopo la fluttuazione della sterlina nel giugno del 1972, e si è tornati a indebitarsi verso l'estero a scopo di compensazione.

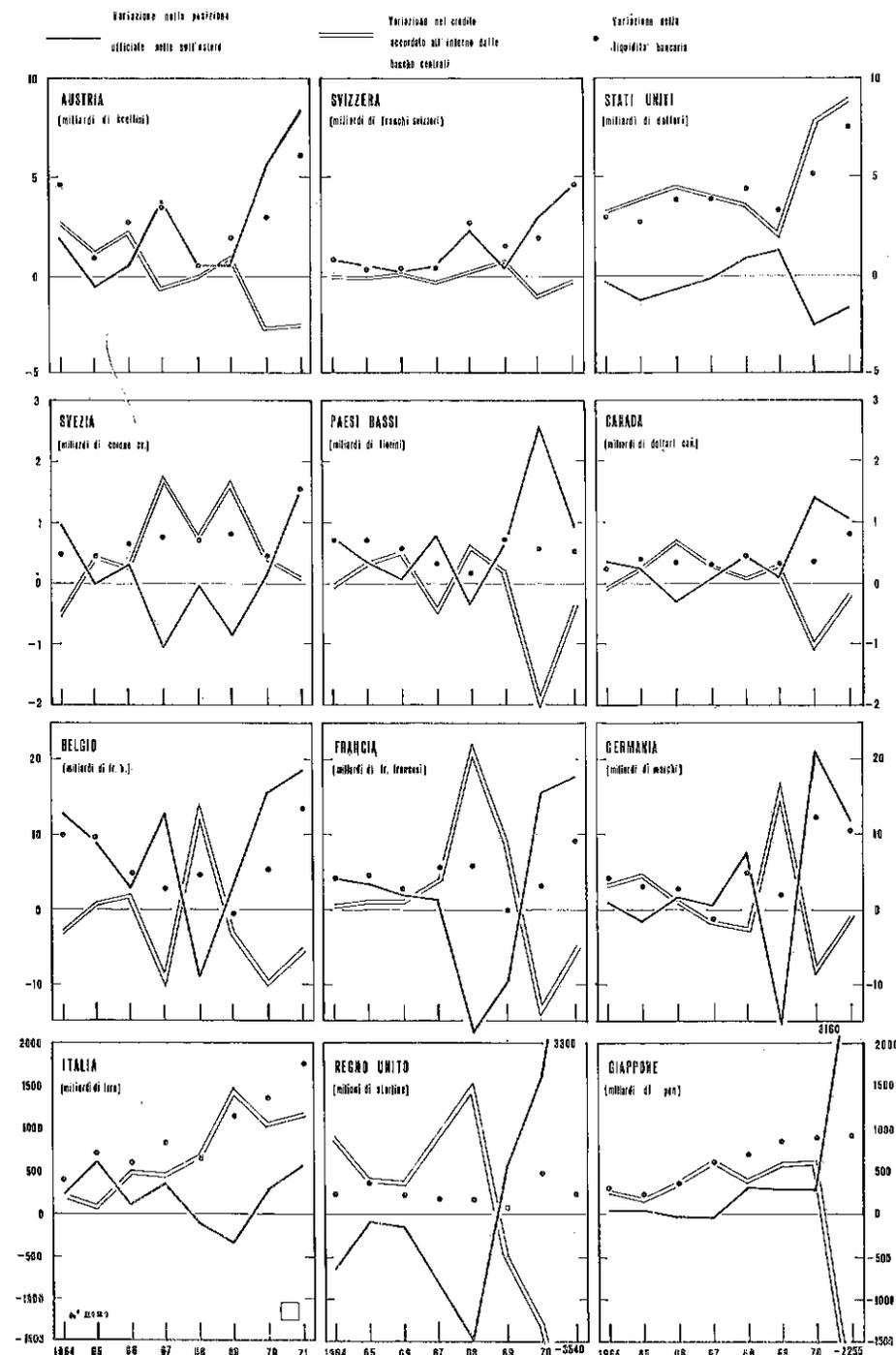
IV. Creazione di base monetaria: attività estere come sostituto di riserve liquide create dalla Banca centrale

Le autorità monetarie sono in grado di influenzare gli « aggregati monetari » (e.g. M_1 , M_2 , credito bancario) indirettamente, per mezzo del controllo esercitato sulla base monetaria. La base monetaria, pur presentando qualche differenza da paese a paese, è in larga misura composta dal circolante e dai depositi delle banche presso la Banca centrale (riserve obbligatorie incluse). La dimensione della base monetaria dipende dalle disponibilità nette sull'estero in mano alla Banca centrale, dai crediti netti verso il governo e da quelli verso le

banche. La sua relazione con gli aggregati monetari dipende inoltre dalla misura delle percentuali di riserva obbligatoria, se esistono.

Dal punto di vista del mercato delle eurovalute, il problema è se incrementi della base monetaria risultanti dall'indebitamento netto verso l'estero delle banche nazionali possano essere neutralizzati da (cioè se essi sostituiscano o integrino) operazioni interne della Banca centrale. Per ragioni di natura statistica la relazione va considerata in termini più ampi, in termini cioè di variazioni delle attività nette sull'estero della Banca centrale associate con la bilancia dei pagamenti complessiva. Il graf. 4 mette in luce, per i paesi del gruppo dei Dieci più la Svizzera e l'Austria, l'andamento relativo delle componenti estera e interna della base monetaria. Esso mostra abbastanza chiaramente la relativa stabilità dell'espansione della base monetaria, in confronto alle variazioni molto più ampie, per lo più strettamente e inversamente correlate, delle componenti estera e interna. I movimenti opposti sono correlati inversamente e con particolare intensità in paesi come la Svezia, l'Olanda, il Canada, il Belgio, la Francia e la Germania. Negli Stati Uniti, in Italia e nel Giappone la creazione di liquidità interna tende a dominare nel *trend* ascendente della formazione di base monetaria, ma le variazioni attorno al *trend* si associano a movimenti di segno contrario delle componenti interna ed estera. La Svizzera invece e, in minor misura, l'Austria costituiscono esempi di una stretta relazione tra mutamenti nelle attività nette sull'estero della Banca centrale e la base monetaria stessa.

Il grafico fornisce una prova abbastanza convincente che le autorità monetarie in generale dispongono degli strumenti con cui controllare la base monetaria. In via indiretta, naturalmente, questo controllo implica la necessità di una politica che riconosca un opportuno grado di importanza alle politiche fiscali e dei redditi. Per quanto riguarda la politica monetaria, la maggior parte dei paesi ha il potere di imporre limiti quantitativi sul credito accordato dalla Banca centrale e/o sui crediti erogati da banche e altri istituti finanziari. La gestione del debito pubblico, unitamente alle operazioni sul mercato aperto, è uno strumento largamente usato. Le riserve obbligatorie variabili sono usate in paesi come la Germania, la Francia, il Giappone e l'Italia; altri paesi, ad esempio il Belgio e l'Olanda, potrebbero applicarle se volessero. Alcuni paesi influenzano anche il fabbisogno di fondi di riserva regolando direttamente il volume di emissioni azionarie. Anche in Svizzera, dove le autorità hanno richiesto da tempo di essere autorizzate dalla legge ad esercitare



Fonte: IMF, « International Financial Statistics ».

maggiori facoltà di controllo in campo monetario, il potere loro conferito con lo strumento dei *gentleman's agreements* è considerevole.

In generale, il problema non è semplicemente se le autorità abbiano gli strumenti per compiere operazioni compensative, ma piuttosto se esse — e la comunità internazionale nel suo insieme — siano preparate ad accettare le implicazioni più generali di operazioni del genere. La compensazione implica, oltre alla difficoltà di una azione specifica, la disposizione ad accumulare riserve ufficiali su larga scala e anche a tollerare un notevole spostamento delle operazioni bancarie dai canali interni a quelli esteri. E' quindi preliminare la questione se i paesi non debbano disporre di strumenti diretti per limitare il ricorso all'euromercato da parte delle loro banche (e non banche). La maggior parte di essi possiede già gli strumenti per farlo, ma in alcuni paesi si è manifestata l'opportunità di migliorarne l'efficacia.

V. Il mercato delle eurovalute come sostituto di mercati monetari esteri

Ove si consideri un periodo di tempo più lungo, esistono validi motivi per ritenere che il mercato delle eurovalute ha ricevuto gran parte del suo impulso dall'incapacità o dalla riluttanza di mercati monetari nazionali a svolgere le funzioni tradizionali di un mercato monetario internazionale, o a crearne di nuove.

1. Il mercato monetario di New York

Per quasi venti anni, dopo la seconda guerra mondiale, i prestiti accordati a non residenti dalle banche commerciali statunitensi sono cresciuti a un ritmo considerevole. Nel 1964 le attività a breve e a lunga scadenza verso l'estero, rilevate dalle banche statunitensi, avevano raggiunto un ammontare di oltre 12 miliardi di dollari.

Nel 1965 questa tendenza mutò improvvisamente. Nel marzo di quell'anno gli Stati Uniti introdussero il loro primo programma di controllo della bilancia dei pagamenti su base volontaria. Tra l'altro, fu varato un programma di restrizione volontaria dei crediti all'estero (VF^{CR}) (16), che impose massimali sul volume totale delle attività sull'estero di banche e di altri istituti finanziari. Negli anni successivi

(16) *Voluntary Foreign Credit Restraint*.

i massimali vennero modificati in qualche particolare ma non furono attenuati in modo significativo se non alla fine del 1971, quando le limitazioni sui crediti all'esportazione vennero completamente abolite. Le attività complessive a breve e a lunga scadenza indicate dalle banche rimasero a un livello approssimativo di 12,5 miliardi di dollari dal 1964 al 1969, ma poi salirono a 16,9 miliardi alla fine del 1971.

Secondo alcuni osservatori, i massimali del VF^{CR} non avrebbero imposto gravi restrizioni, tanto che le attività sull'estero delle banche in seguito rimasero molto al di sotto di essi. Questa opinione è convincente, ma per ragioni che vanno considerate in un contesto più ampio. Dopo il varo del programma complessivo per la bilancia dei pagamenti (17), e dati i regolamenti già esistenti, che spingevano le banche a compiere le operazioni con l'estero fuori di New York (18), le banche avrebbero tutte le ragioni per spostare queste operazioni in centri esteri istituendo filiali all'estero, specialmente perché questo era il mezzo che permettesse loro di conservarsi « concorrenziali » nel mercato di attività bancaria internazionale.

Il mercato delle eurovalute, che cominciò a formarsi intorno al 1957 e raggiunse una dimensione netta stimata in 11,5 miliardi di dollari nel 1964 (di cui 9 miliardi di soli dollari), si sviluppò molto più rapidamente in termini assoluti dal 1965 in poi. In qualche modo questo sviluppo rispecchi la sostituzione diretta di un mercato monetario nazionale da parte di un altro è un problema aperto. Da un lato è difficile trovare argomenti molto convincenti per sostenere l'ipotesi che le attività complessive sull'estero delle banche statunitensi, in assenza del programma di controllo della bilancia dei pagamenti, avrebbero continuato a seguire il loro precedente *trend* di sviluppo. E' una questione complessa, la risposta a cui quale dovrebbe dipendere in parte da considerazioni di bilancio e in parte dalle supposizioni che si potrebbero formulare sull'evoluzione della bilancia di base dei pagamenti degli Stati Uniti dopo il 1965.

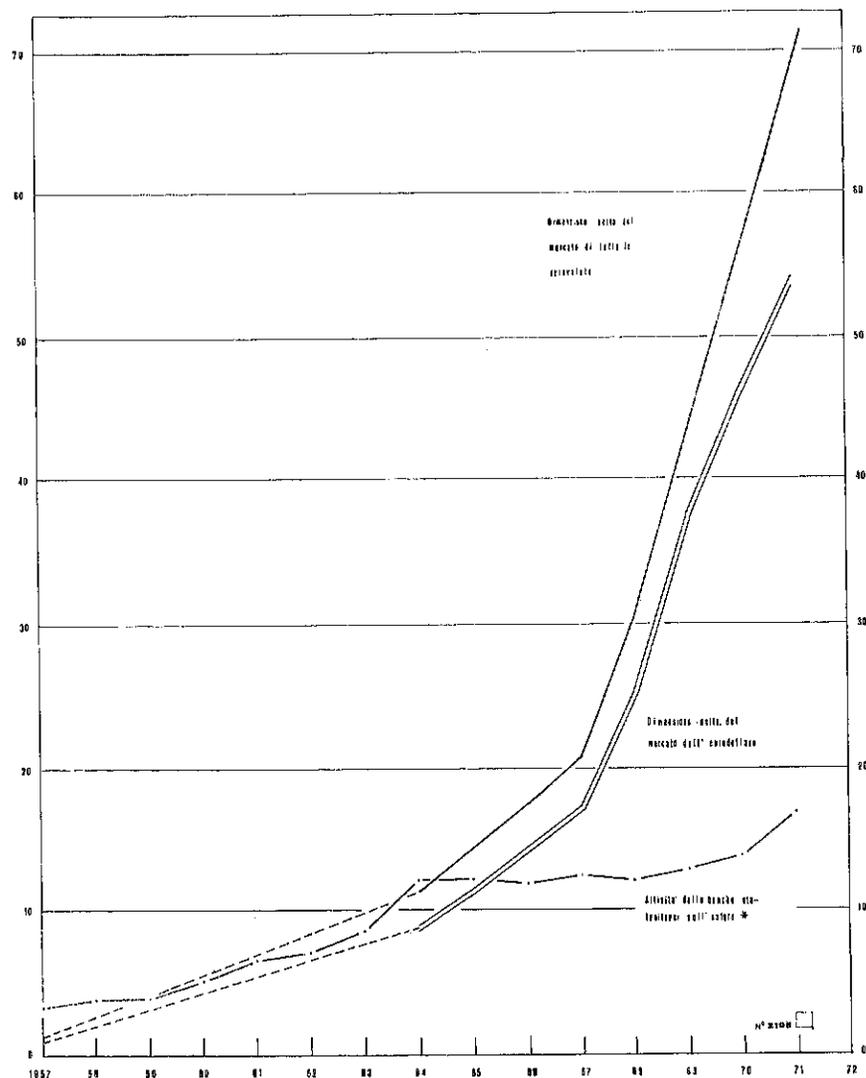
(17) Comprendente non solo il programma VF^{CR} ma anche le « direttive » di controllo dei pagamenti per l'industria (rese obbligatorie all'inizio del 1968) e l'imposta di base sui redditi (risalente al luglio del 1963).

(18) Principalmente i massimali sui tassi d'interesse sui depositi a termine dalla *Regulation Q*, il divieto di corrispondere interessi sui depositi a vista, l'obbligo delle riserve obbligatorie, la pratica di richiedere i cosiddetti *compensatory deposits* (cioè l'obbligo di lasciare in deposito una percentuale dei crediti ottenuti).

(19) Se, ad esempio, gli Stati Uniti fossero stati in grado di raggiungere e mantenere una solida bilancia di base, New York avrebbe potuto continuare a esercitare la sua parte importante nell'offerta di credito bancario agli stranieri. I mutuatari avrebbero

SVILUPPO DEL CREDITO INTERNAZIONALE
(miliardi di dollari statunitensi)

GRAFICO 5



* A breve e a lungo termine, comprese le attività tenute in custodia per conto di clienti nazionali.

* A breve e a lungo termine, comprese le attività tenute in custodia per conto di clienti nazionali.

Fonte: Relazione annuale della BRI e US Treasury « Bulletin ».

D'altro canto, in presenza della summenzionata serie di controlli e regolamenti, l'attrattiva esercitata dai dollari accumulati in passato o attesi per il futuro da non residenti ha posto le premesse per uno sviluppo accelerato delle operazioni in eurovalute. E' significativo come la bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti, per quanto non fosse certo la sola fonte dello sviluppo degli eurodollari, sia peggiorata in modo abbastanza continuo dal 1965 in poi. Un'ulteriore spinta allo sviluppo delle operazioni in eurovalute venne dal lungo periodo di incertezze dei cambi, che cominciò al tempo della svalutazione della sterlina (novembre 1967) e dell'introduzione del doppio mercato dell'oro (marzo 1968). Queste incertezze contribuirono ad accrescere l'uso dell'indebitamento in eurodollari a scopo cautelativo e speculativo.

Le filiali estere di banche statunitensi ebbero una parte primaria nello sviluppo del mercato delle eurovalute. Alla fine del 1971 le passività lorde in dollari e in altra valuta estera delle banche di otto paesi (esclusi Canada e Giappone) censite dalla BRI superarono leggermente i 100 miliardi di dollari. Alla stessa data le passività lorde delle filiali estere di banche statunitensi (escluse quelle situate nelle Bahamas), secondo quanto riferisce il Sistema della Riserva Federale, raggiunsero circa 52 miliardi di dollari. In termini approssimativi, perciò, le filiali estere di banche statunitensi sembrano aver contribuito forse per la metà allo sviluppo complessivo delle operazioni in eurovalute.

prendere dollari forniti da statunitensi invece che dollari forniti da stranieri attraverso il mercato dell'eurodollaro. Sotto quest'aspetto, ciò che sembra essere successo è che il sistema monetario internazionale si è evoluto in un sistema formato da una molteplicità di centri di riserva, basato sull'estesa distribuzione geografica di disponibilità in dollari in mano a stranieri, ma con il dollaro che continua ad esercitare un ruolo dominante quale moneta chiave. Sotto certi punti di vista questi sviluppi possono aver conferito al sistema una maggiore stabilità di fondo rispetto a quella esistente prima della guerra. Nel periodo tra le due guerre, si ricorderà, le rilevanti esportazioni di capitale a breve e a lunga scadenza dagli Stati Uniti si rivelarono oltremodo instabili, e il riflusso di questi fondi dopo la crisi del 1929 contribuì in misura notevole al tracollo del commercio e dei pagamenti internazionali in Europa.

Il dr. Paolo Baffi esprimeva in proposito considerazioni analoghe in questa Rivista nel marzo del 1968 (pp. 21-22): « il mercato monetario internazionale va ... acquistando il carattere di un mercato di valuta-riserva, ... (che) ... riduce ... per i singoli paesi il bisogno di riserve proprie. Inoltre, il volume dei fondi che si dirigono al mercato è correlato a quello degli sbilanci che sorgono negli scambi internazionali, in un meccanismo automatico di mutuo adeguamento tra fondi e usi. Nell'ipotesi di cessazione del disavanzo esterno degli Stati Uniti ... il sistema svilupperebbe la sua liquidità in dollari attraverso crediti a breve di banche americane che troverebbero contropartita in equivalenti depositi a breve presso di esse ».

A mio avviso, gli sviluppi sopra descritti, visti nel loro insieme, hanno tendenzialmente indebolito in misura notevole i condizionamenti esterni della politica monetaria interna degli Stati Uniti. Ciò in parte a causa dell'entità assunta dalla deviazione della domanda di fondi dagli Stati Uniti al mercato delle eurovalute e in parte perché l'afflusso di dollari di non residenti al mercato ha ridotto la pressione delle banche centrali sullo stock aureo degli Stati Uniti. Se le cose stanno così, si dovrebbe prestare più attenzione al sistema monetario interno degli Stati Uniti come a una possibile fonte di inflazione del « credito mondiale » negli anni recenti, e un po' meno al mercato delle eurovalute come tale.

In effetti, negli anni successivi al ritorno dell'Europa occidentale alla convertibilità, gli Stati Uniti hanno sperimentato un lungo periodo di sviluppo relativamente rapido del credito. Il tasso medio annuo di espansione del credito netto complessivo, che negli anni 1953-57 era stato pari al 7,9 per cento del PNL, salì negli anni 1958-71 al 10,1 per cento (si veda l'Appendice 1) (20).

Quest'accelerazione nello sviluppo del credito fu sorretta da un insieme mutevole di fattori. Nel periodo 1960-64, gli anni del cosiddetto *fiscal drag*, le autorità americane cercarono di stimolare l'economia mediante una politica di relativa espansione monetaria, attuando un'operazione *twist* intesa a sostenere i tassi a breve e deprimere quelli a lunga scadenza. In seguito, dal 1965 in poi, dovettero fronteggiare le necessità di finanziamento della guerra in Vietnam. Quando non riuscirono a dominare prontamente la nuova situazione con strumenti fiscali, un'ulteriore inflazione creditizia divenne quasi inevitabile. In aggiunta, la politica monetaria sembra sia stata danneggiata da influenze dottrinali. Nel giudicare gli effetti delle loro politiche, le autorità monetarie nel corso degli anni « sessanta » si affidarono eccessivamente non solo ai tassi d'interesse ma anche al concetto di « riserve nette libere (o prese a prestito) », restando così esposte a fornire le riserve necessarie per sostenere qualunque volume di credito il sistema fosse disposto ad assorbire. D'altra parte, date le circostanze di quegli anni e le finalità diverse dall'investimento interno per le quali il credito poteva essere usato — e.g., investimenti all'estero, accumulazione di attività liquide, concorrenza per mezzo

(20) In una certa misura, è vero, la liquidità eccedente che risaliva alla guerra può aver contenuto il valore per gli anni 1953-57.

del credito mercantile — la domanda di fondi si mantenne in generale molto forte.

Giunse poi, nel 1971, la crisi del dollaro. Ciò che colpisce in questa vicenda è che il mercato dell'eurodollaro non sembra aver avuto un'importante influenza destabilizzante. Anche nel corso dei mesi di crisi ci sono stati scarsi segni di una fuga dal dollaro mediante ritiri di depositi, come si poteva temere. Dal lato degli « usi », è vero, le banche statunitensi rimborsarono 6 miliardi di dollari alle loro filiali all'estero, e questi fondi possono essere stati prestati a mutuatari desiderosi di speculare contro il dollaro. Ma, dal lato delle « fonti », dato che il mercato dell'eurodollaro era cresciuto di 8 miliardi di dollari e che soltanto 1,5 miliardi erano provenuti dal pubblico statunitense, il nuovo indebitamento netto sul mercato fu quasi equilibrato da nuovi prestiti forniti da fonti esterne agli Stati Uniti e perciò non avrebbe potuto spiegare l'accumulo di dollari in mano alle Banche centrali (21).

Piuttosto, l'uscita di dollari fu agevolata in larga misura da una decisa accelerazione dell'espansione creditizia proprio negli Stati Uniti. Il credito netto complessivo segnò un tasso di aumento del 55 per cento, mai verificatosi in precedenza — da 97,5 miliardi di dollari nel 1970 a 151 miliardi nel 1971 — e nel corso della crisi di aprile-settembre, quando lo sviluppo dell'offerta di moneta si arrestò, raggiunse un tasso annuo aggiustato di 170 miliardi di dollari (22). Il settore delle imprese, sebbene il suo deficit finanziario fosse minore che nel 1970, accrebbe l'indebitamento di quasi 12 miliardi di dollari, e si verificò uno sviluppo pressapoco analogo di attività non identificate, che si sono rivelate come la principale contropartita del grande calderone « errori ed omissioni » della bilancia dei pagamenti. Un'altra posta importante è stata l'indebitamento negli Stati Uniti da parte dei non residenti, salito da 2,6 miliardi di dollari nel 1970 a 5,3 miliardi nel 1971. Naturalmente, le più facili condizioni credi-

(21) Sarei propenso a spiegare questo comportamento con il fatto che l'euromercato è un mercato libero, con tassi d'interesse che si muovono rapidamente così da attirare sufficienti fondi « di investimento » in grado di equilibrare la domanda per scopi di « copertura » e di speculazione. Questa caratteristica può conferire all'euromercato un grado di stabilità che non si rinviene in un mercato monetario nazionale, dove entrano in gioco considerazioni di politica interna.

(22) La morale, forse, è che gli « aggregati monetari » usati come guida della politica economica (M_1 , M_2 e credito bancario) non sono sempre adeguati.

tizie sono state tra i fattori che hanno indotto le banche americane a rimborsare i prestiti attinti sul mercato dell'eurodollaro (23).

2. Il mercato monetario di Londra.

In generale, i prestiti in sterline accordati da banche del Regno Unito a non residenti sono stati rigorosamente limitati. Come si è già osservato, lo sviluppo del mercato dell'eurodollaro ha ricevuto parte del suo impulso originario dalle restrizioni imposte al finanziamento in sterline del commercio estero. In particolare, con effetto dal 1957, le banche britanniche non furono più autorizzate a finanziare il commercio tra « paesi terzi » con accettazioni in sterline oltre la normale durata dei trasporti per nave. Poi, nell'ottobre del 1968, l'autorizzazione in base alla quale le banche del Regno Unito fornivano crediti in sterline per finanziare il commercio tra paesi esterni all'area della sterlina fu completamente abolita. Questo provvedimento ha però lasciato le banche inglesi libere di effettuare le suddette operazioni in valute estere.

Anche i crediti concessi al di fuori dell'area della sterlina da residenti non bancari sono soggetti a restrizioni.

Per quanto riguarda il credito a favore di non residenti, l'evoluzione del mercato monetario di Londra è indicata dalle cifre della tab. 4.

TABELLA 4

REGNO UNITO: ATTIVITA' SULL'ESTERO COMPLESSIVE IN STERLINE

Voci	Dicembre 1962	Giugno 1969	Settembre 1971
	milioni di sterline		
Anticipazioni e scoperti	318	398	374
Cambiali	342	1.135	1.941
di cui:			
cambiali scontate*	(.)	(742)	(1.439)
Accettazioni	188	266	220
Totale	848	1.798	2.535
Totale, escluse le cambiali scontate	(.)	(1.056)	(1.096)

* Principalmente prestiti concessi a « tasso fisso » per il finanziamento di esportazioni del Regno Unito.

(23) Un altro fattore importante è stata la parziale sospensione dei massimali della *Regulation Q* alla fine di giugno 1970.

Come si desume dalla tabella, il principale elemento di sviluppo è stato lo sconto di cambiali « a tasso fisso » per il finanziamento a medio termine delle esportazioni e delle costruzioni navali. Se inoltre si tien conto del fatto che la voce « anticipazioni e scoperti » è composta in larga misura da crediti interbancari all'interno dell'area della sterlina, diventa chiaro che l'importanza di Londra come fonte di credito in sterline, particolarmente per mutuatari esterni all'area della sterlina, è molto modesta. L'altra faccia della medaglia è che Londra, con un'attività di sostituzione, si è enormemente sviluppata come centro di operazioni in valute estere.

3. I mercati monetari del Continente europeo, del Canada e del Giappone.

Per i nove paesi indicati nella tab. 5, i crediti complessivi in moneta nazionale verso l'estero hanno raggiunto alla fine del 1971 una cifra di poco inferiore a 11 miliardi di dollari. Questa cifra, per quanto piccola in confronto alla dimensione netta stimata del mercato dell'eurodollaro (71 miliardi di dollari), si è sviluppata da un totale di poco superiore ai 3 miliardi di dollari alla fine del 1965. Poiché, tuttavia, questi fondi sono stati per la maggior parte immessi direttamente nel mercato delle eurovalute, essi hanno tendenzialmente accresciuto, più che sostituito, i flussi di credito in eurovalute.

I soli mercati di una qualche importanza nel fornire crediti in moneta nazionale a stranieri, direttamente o attraverso il mercato delle eurovalute, sono i mercati della Svizzera, della Germania e dell'Olanda. Due di questi paesi — Svizzera e Germania — hanno monete pienamente convertibili e nessun serio impedimento per le operazioni di prestito all'estero. La maggior parte delle attività è costituita nei confronti di banche di altri paesi europei, ma c'è un'apprezzabile insieme di prestiti anche nei confronti del pubblico estero.

Nella maggior parte degli altri paesi i prestiti a non residenti in moneta nazionale sono generalmente limitati da controlli sui cambi. Le uniche eccezioni sono il Canada, per il quale il finanziamento in dollari statunitensi tende a prevalere, e il Belgio, che si è affidato a un doppio mercato dei cambi per equilibrare deflussi e afflussi.

In Svizzera e in Germania i prestiti in moneta nazionale non soltanto sono stati relativamente più importanti che negli altri paesi,

TABELLA 5

ATTIVITA' SULL'ESTERO IN MONETA NAZIONALE COME PERCENTUALE
DELLE ATTIVITA' COMPLESSIVE SULL'ESTERO

Paesi	Fine anno	Attività sull'estero			Posizione netta sull'estero (x)	(1):(3)
		Moneta nazionale	Valuta estera	Totale		
		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
		miliardi di dollari				in %
Belgio-Lussemburgo .	1965	0,12	0,85	0,97	-0,54	12,4
	1970	0,39	6,30	6,69	-0,74	5,8
	1971	0,48	10,11	10,59	-0,80	4,5
Francia	1965	0,08	1,86	1,94	-0,23	4,1
	1970	0,34	8,26	8,60	-1,84	4,0
	1971	0,57	11,95	12,52	-3,20	4,6
Germania	1965	0,70	0,61	1,31	-0,68	53,4
	1970	1,84	2,32	4,16	-3,67	44,2
	1971	2,16	2,79	4,95	-4,21	43,6
Italia	1965	0,14	2,04	2,18	-0,34	6,4
	1970	0,35	9,34	9,69	-0,27	3,6
	1971	0,23	12,55	12,78	-0,52	1,8
Paesi Bassi	1965	0,32	0,82	1,14	-0,02	28,1
	1970	0,62	4,27	4,89	-0,24	12,7
	1971	0,67	5,61	6,28	0,06	10,7
Svezia	1965	0,06	0,44	0,50	0,09	12,0
	1970	0,16	0,74	0,90	0,15	17,8
	1971	0,12	0,95	1,07	0,15	11,2
Svizzera	1965 (2)	1,60	3,07	4,67	1,09	34,3
	1970	5,12	11,73	16,85	5,24	30,4
	1971	6,29	12,82	19,11	5,80	32,9
Canada	1965	0,05	2,75	2,80	-0,08	1,8
	1970	0,19	7,60	7,79	1,54	2,4
	1971	0,23	6,99	7,22	0,11	3,2
Giappone	1965	—	3,01	3,01	-0,41	—
	1970	0,01	7,32	7,33	1,79	0,1
	1971	0,06	6,81	6,87	-0,62	0,9

(1) Totale delle attività sull'estero meno totale delle passività verso l'estero.

(2) Marzo 1966.

ma hanno anche seguito abbastanza bene lo stesso ritmo di sviluppo delle operazioni bancarie in valuta estera.

D'altra parte, in Belgio, Francia, Italia e Olanda le operazioni in valuta estera si sono sviluppate anche più rapidamente che in Germania e in Svizzera, mentre i prestiti in moneta nazionale sono rimasti, o diventati, di scarsa importanza relativa.

VI. Il mercato delle eurovalute come sostituto del mercato dei cambi a termine

In teoria, come si è detto nella Sezione I, il mercato delle eurovalute può fungere da strumento di copertura, se non si può ricorrere agevolmente ai mercati dei cambi a termine. Ma in quale misura i prestiti attinti al mercato delle eurovalute sono stati effettivamente motivati da considerazioni di copertura?

Nel caso della Germania, la questione è stata esaminata dalla Bundesbank, alla luce di una rassegna statistica della posizione sull'estero delle imprese domiciliate in Germania. La posizione di agosto 1971 è indicata nella tab. 6.

TABELLA 6

GERMANIA: PASSIVITA' E ATTIVITA' SULL'ESTERO DELLE IMPRESE NELL'AGOSTO 1971 *

Voci	Passività		Attività		Passività nette	
	Valuta estera	Marchi tedeschi	Valuta estera	Marchi tedeschi	Valuta estera	Marchi tedeschi
	miliardi di marchi tedeschi					
A breve termine	6.170	13.000	1430	2.020	4.740	10.980
A lungo termine	6.650	7.700	2.700	470	3.950	7.230
Totale	12.820	20.700	4.130	2.490	8.690	18.210

* Soltanto prestiti finanziari. Sono escluse le attività e le passività relative a negoziazioni concernenti merci e servizi.

Ecco le conclusioni della Bundesbank circa il finanziamento a breve termine:

« Uno sguardo alla composizione dei debiti verso l'estero a breve termine secondo le diverse valute rivela che finora i prestiti finanziari

in marchi tedeschi hanno avuto una chiara prevalenza. Alla fine dell'agosto 1971 le passività a breve termine in marchi tedeschi sono arrivate a 13 miliardi di marchi, ossia molto vicino al 70 per cento dell'indebitamento complessivo a breve verso l'estero. La quota dei prestiti in valuta estera, pari a 6,2 miliardi di marchi, era leggermente superiore al 30 per cento, pressapoco come alla fine di aprile 1971 e un po' meno che alla fine del 1970 (34 per cento). La leggera riduzione della quota delle passività in valuta estera dimostra che l'indebitamento aggiuntivo all'estero non è stato motivato prevalentemente dalla necessità di copertura, almeno nel comparto a breve termine; qui, le opportunità di copertura a termine offerte dal sistema bancario sotto forma di negoziazioni di valuta a termine sembrano essere state sufficienti... » (24).

Quanto ai prestiti finanziari a lungo termine,

« La quota maggiore di passività in valuta estera, a confronto della posizione a breve termine, è un'indicazione che l'indebitamento estero a lungo termine potrebbe essere collegato più strettamente a considerazioni di copertura a termine... [poiché] negoziazioni a termine al di là di certi periodi — per pagamenti, poniamo, a più di un anno — possono essere concordati solo difficilmente, e quindi solo a un costo relativamente elevato » (24).

In breve, sembrerebbe che nel caso della Germania la restrizione del credito interno sia stata la causa principale dello spostamento all'estero dell'indebitamento delle imprese, ma che il desiderio di copertura abbia probabilmente svolto un significativo ruolo secondario, specialmente per i prestiti a scadenze più lontane.

Non sono possibili congetture sul grado in cui in altri paesi considerazioni di copertura potrebbero aver indotto i residenti a stipulare crediti in valuta estera. Nella maggior parte dei casi la possibilità di compiere operazioni del genere è limitata dalla disciplina valutaria. In pari tempo i mercati dei cambi a termine sono probabilmente molto più ristretti che in Germania, e in certi paesi esistono restrizioni sul tipo o sulle finalità dei contratti a termine.

In ogni caso, non è irragionevole ritenere che le incertezze gravanti sui mercati dei cambi negli anni recenti abbiano dato un

(24) « Monthly Report of the Deutsche Bundesbank », *German enterprises foreign debt*, vol. 23, n. 11 (novembre 1971), pp. 26-27. Si dovrebbe aggiungere, tuttavia, che le stesse autorità monetarie tedesche hanno acquistato 2,7 miliardi di dollari di valuta a termine in marzo e in aprile 1971.

rilevante impulso alla domanda di fondi in eurovalute, particolarmente dollari (25). Un esperto giapponese mi ha detto che, se le imprese giapponesi fossero state libere di prendere a prestito eurodollari nei mesi anteriori alla rivalutazione dello yen, i quattro quinti dell'indebitamento complessivo sarebbero stati motivati da considerazioni di copertura piuttosto che di liquidità.

La maggiore flessibilità dei tassi di cambio potrebbe in futuro incoraggiare un uso più intenso dei mercati delle eurovalute per scopi di copertura (e speculativi).

VII. La questione del controllo: osservazioni conclusive

La principale conclusione di quest'articolo è che sarebbe un errore vedere un legame troppo stretto tra l'espansione del mercato delle eurovalute e l'aggravarsi dell'inflazione in campo internazionale. In particolare, guardare alla dimensione del mercato delle eurovalute sembrerebbe un modo illegittimo di misurare la sua influenza sull'espansione creditizia « mondiale ». Gli è che il credito in eurovalute funge, in misura notevole, da sostituto più che da supplemento del credito proveniente da altre fonti.

Visti in una prospettiva di lungo andare, gli effetti di sostituzione di natura largamente strutturale sembrano essere stati davvero importanti. Da alcuni anni a questa parte né New York né Londra presentano alcun sviluppo dinamico come mercati monetari internazionali per ciò che concerne l'offerta di crediti in moneta nazionale ad operatori stranieri (particolarmente per finanziare il commercio di « paesi terzi »). Quanto agli altri paesi, solo in Svizzera e in Germania i crediti a non residenti in moneta nazionale si sono sviluppati su scala abbastanza ampia, ed anche in questi casi sono immessi soprattutto nel mercato delle eurovalute.

Il risultato è stato che il mercato delle eurovalute è giunto quasi ad essere considerato come « il » mercato monetario internazionale. Nel frattempo — giova ricordarlo — il valore delle esportazioni mondiali, che tra l'altro il mercato delle eurovalute ha contribuito a finanziare, ha avuto uno sviluppo fenomenale — da circa 130 miliardi di dollari nel 1960 a 340 miliardi nel 1971. Anche sommando tutto il credito bancario internazionale disponibile sul mercato delle euro-

(25) Specie se si tiene nel dovuto conto l'indebitamento in eurovalute da parte delle banche allo scopo di coprire acquisti di valuta a termine effettuati da loro clienti.

valute, a New York, a Londra e nei paesi continentali, si giunge a un totale (circa 95 miliardi di dollari) che è pari a circa il 28 per cento del valore delle esportazioni mondiali, che cioè equivale al loro finanziamento per poco più di tre mesi.

Dal punto di vista « congiunturale », è vero, il mercato delle eurovalute può talvolta essere di grave intralcio per un paese che cerchi di perseguire una politica autonoma di restrizione monetaria. E' anche vero, tuttavia, che una politica del genere, se porta a un eccessivo afflusso di fondi, contraddice la logica della convertibilità, la quale invece esige che i tassi d'interesse interni siano armonizzati con le esigenze della bilancia dei pagamenti. Il corollario, con riguardo alle finalità interne, è che le autorità dovrebbero basarsi maggiormente sulle politiche fiscali e dei redditi e, se ciò non bastasse, su aggiustamenti dei cambi o sull'accettazione di costi e prezzi interni più elevati.

Se, tuttavia, le autorità si sentono costrette ad attuare severe restrizioni monetarie per scopi interni, è inevitabile che le imprese si debbano rivolgere all'estero per ottenere credito, quando ciò sia possibile. Donde un tipo di sostituzione del credito analoga a quella che si verifica in caso di « disintermediazione » nel sistema finanziario interno. In nessuno dei due casi, peraltro, si dovrebbe concludere, su questa base soltanto, che i mercati « sostituti » siano in un certo modo troppo « grandi » *per sé*. Si pone pertanto un dilemma fondamentale: efficienza dei mercati finanziari o efficienza del controllo monetario. Sul piano internazionale, così come su quello interno, un mercato efficiente tende ad attenuare l'effetto sul credito netto complessivo di un dato grado di restrizione monetaria (26). Ma ciò non significa che a lungo andare l'evoluzione dei mercati dovrebbe essere limitata nell'interesse di una politica monetaria più efficiente (27).

D'altro canto, per ragioni congiunturali, le autorità monetarie possono occasionalmente desiderare di imporre limiti quantitativi sull'accesso dei mutuatari a mercati determinati. Un'azione del genere in alcuni paesi si è concretizzata non solo in massimali sui

(26) Senza dubbio, il mercato delle eurovalute è ampio in rapporto alla maggior parte dei mercati interni che offrono forme sostitutive di credito.

(27) L'orientamento è stato anzi nell'altra direzione. Da anni il Comitato per le transazioni invisibili dell'OCSE promuove studi sui modi di migliorare l'efficienza dei mercati finanziari. L'accento, è vero, è stato posto sui mercati finanziari piuttosto che sui mercati monetari.

crediti delle banche e degli istituti finanziari non bancari, ma anche in limiti imposti al volume delle emissioni finanziarie. Secondo l'opinione generale, tuttavia, questi controlli perdono d'efficacia se sono mantenuti per un periodo troppo lungo. Per ciò che riguarda le attività internazionali, un'azione analoga implica l'uso di tecniche come le « direttive » per regolare la posizione netta sull'estero delle banche, i controlli sui cambi e altre misure selettive. Inoltre, poiché il mercato delle eurovalute non è « dannoso » per tutti i paesi in tutti i tempi, l'applicazione di controlli del genere dovrebbe essere normalmente un fatto di pertinenza dei singoli paesi.

La maggior parte dei paesi, infatti, esercita controlli efficaci sulla partecipazione dei propri residenti al mercato delle eurovalute. Per questa ragione la diffusa opinione che il mercato sia « incontrollato » è in larga misura ingiustificata. Ai suoi confini, dove i suoi effetti si fanno sentire in diversi paesi nella posizione *netta* delle banche sull'estero, il mercato è circondato da controlli selettivi di impressionante varietà.

Il problema è del tutto diverso, naturalmente, quando gli effetti del mercato sono esaminati sotto il profilo della posizione *lorda* sull'estero delle banche. Questo sembra essere l'effettivo tallone di Achille del controllo del mercato delle eurovalute. In nessun paese (o quasi) esistono restrizioni, oneri o regolamenti sulle posizioni lorde delle banche. La ragione di ciò sembra risiedere nella concorrenza bancaria internazionale. Le autorità dei diversi paesi hanno voluto mettere le loro banche su un piede di parità rispetto alle altre banche per ciò che riguarda le operazioni strettamente *off-shore*.

Qualsiasi ragionevole proposta di controllo multilaterale del mercato delle eurovalute dovrebbe, mi sembra, partire dalla constatazione che le passività in valuta estera delle banche, e più in generale le loro posizioni lorde sull'estero, godono di un trattamento più favorevole delle passività in moneta nazionale, contribuendo così a un graduale spostamento strutturale da operazioni in moneta interna a operazioni in valuta estera (28).

Peraltro, anche se si riconoscesse l'indesiderabilità di un trattamento discriminatorio del genere, non è probabilmente realistico ipotizzare che le autorità nazionali possano accordarsi sul modo di

(28) Un'eccezione è costituita dalla Germania che, pur distinguendo tra residenti e non residenti, in generale tratta allo stesso modo le passività in moneta interna e quelle in moneta estera ai fini della politica monetaria.

realizzare un'eventuale armonizzazione delle varie discipline. I « parametri » utilizzabili — percentuali di riserva, controlli e convenzioni per i tassi d'interesse, regime fiscale, ecc. — sono così diversi da paese a paese che una base d'intesa sembra molto difficile da trovarsi.

I paesi interessati potrebbero, d'altra parte, essere più propensi ad accettare un controllo o controlli da applicare in forma marginale, ad esempio un tasso di sviluppo uguale per tutti relativamente alle passività (o attività) in valuta estera, oppure una percentuale di riserva uguale per tutti sulla crescita delle passività in valuta estera (29) (ma controlli del genere si dovrebbero applicare in modo differenziato ai crediti accordati a banche e a quelli accordati al pubblico?). Un'impostazione siffatta implicherebbe che il mercato delle eurovalute è accettato così com'è, ma che i paesi interessati si pongono ora su una nuova linea di partenza. Un'altra impostazione riguarda la possibilità di « operazioni di mercato aperto » sul mercato delle eurovalute. Infine, si deve considerare se le autorità nazionali debbano esercitare una sorveglianza più stretta sulla qualità e sulla distribuzione per scadenze dei prestiti esteri accordati dalle loro banche.

Per concludere, non vorrei negare che vi siano stati certi legami tra lo sviluppo del mercato delle eurovalute e l'accelerazione dell'inflazione mondiale. Ma, in considerazione degli effetti di sostituzione del tipo discusso in questo articolo, ritengo che « l'impatto » inflazionistico *diretto* del mercato sia stato più modesto di quanto si creda in generale. Per quanto riguarda le oscillazioni congiunturali, inoltre, tale impatto avrebbe potuto essere attenuato se certi paesi, tra cui gli Stati Uniti, avessero accettato una maggiore responsabilità individuale nella regolazione dei flussi di fondi netti da e verso i loro mercati.

D'altra parte, le restrizioni che, per le condizioni della bilancia dei pagamenti, sono state imposte dagli Stati Uniti e dal Regno Unito sulle esportazioni di capitali hanno avuto un duplice effetto. Hanno contribuito all'espansione del mercato delle eurovalute e nello stesso tempo hanno consentito per periodi abbastanza lunghi di evitare un'azione più decisa per contrastare l'inflazione interna. Queste circostanze, in gran parte attraverso i loro effetti sulle partite correnti, hanno avuto conseguenze inflazionistiche per il resto del mondo. Ma si può dire pressappoco la stessa cosa, con riferimento a certi periodi, delle restrizioni sui prestiti all'estero imposte da nume-

(29) Sorgerebbe però il delicato problema di come impedire che le operazioni in eurovalute si spostino su centri non assoggettati a controlli.

rosi altri paesi. L'inflazione interna può essere favorita sia se si bloccano i deflussi così come se si accettano eccessivi afflussi di capitali.

Il mercato delle eurovalute, a quanto sembra, corre il pericolo di cadere vittima della tendenza a trovare un « capro espiatorio », che spinge le autorità nazionali a cercare all'estero le fonti delle loro difficoltà. Nella maggior parte dei paesi industrializzati, giova ricordarlo, le politiche monetarie dal 1969 sono riuscite a eliminare l'inflazione da domanda, sebbene a costo di condizioni di ristagno e disoccupazione. Ma, per quanto riguarda il virus dell'inflazione da costi, una nuova specie agguerrita, dotata di mobilità internazionale, ha continuato ad attaccarci. Ciò spiega a sufficienza l'inflazione mondiale in atto.

WARREN D. McCLAM

STATI UNITI
SVILUPPO DEL CREDITO NETTO COMPLESSIVO: CANALI DI OFFERTA

Anni	Credito accordato direttamente da						Totale complessivo
	Sistema bancario	Intermediari finanziari non bancari			Mercati interni	Settore estero	
		Ai privati	Al governo	Totale			
miliardi di dollari statunitensi							
1953	5,4	15,5	0,7	16,2	7,6	0,6	29,8
1954	9,1	16,1	0,1	16,2	1,5	0,5	27,3
1955	4,9	16,9	0,8	17,7	14,6	1,0	38,2
1956	5,0	17,3	1,0	18,3	5,2	1,3	29,8
1957	4,3	17,3	0,8	18,1	7,6	0,6	30,6
1958	17,2	19,1	1,8	20,9	3,3	—	41,4
1959	5,0	21,4	1,7	23,1	20,0	3,2	51,3
1960	9,6	22,0	1,5	23,5	2,5	1,3	36,9
1961	17,2	23,6	2,0	25,6	3,3	0,8	46,9
1962	21,5	26,6	2,1	28,7	2,4	1,5	54,1
1963	22,0	29,9	1,6	31,5	3,3	0,9	57,7
1964	25,2	31,0	3,2	34,2	6,9	0,6	66,9
1965	32,1	30,1	2,8	32,9	5,7	— 0,3	70,4
1966	20,2	25,9	5,2	31,1	19,0	— 1,8	68,5
1967	41,4	34,4	5,1	39,5	— 0,2	2,8	83,5
1968	43,2	34,2	4,7	38,9	12,3	2,5	96,9
1969	16,4	30,1	2,7	32,8	39,9	1,3	90,4
1970	36,3	38,9	4,4	43,3	7,1	10,9	97,5
1971	56,4	68,7	2,1	70,8	— 4,5	28,4	151,1
percentuali del PNL							
1953	1,5	4,2	0,2	4,4	2,1	0,2	8,2
1954	2,5	4,4	0,0	4,4	0,4	0,2	7,5
1955	1,2	4,3	0,2	4,5	3,7	0,2	9,6
1956	1,2	4,1	0,3	4,4	1,2	0,3	7,1
1957	1,0	3,9	0,2	4,1	1,7	0,1	6,9
1958	3,8	4,3	0,4	4,7	0,8	0,0	9,3
1959	1,0	4,4	0,4	4,8	4,1	0,7	10,6
1960	1,9	4,4	0,3	4,7	0,5	0,2	7,3
1961	3,3	4,5	0,4	4,9	0,6	0,2	9,0
1962	3,9	4,7	0,4	5,1	0,4	0,3	9,7
1963	3,7	5,0	0,3	5,3	0,6	0,2	9,8
1964	4,0	4,9	0,5	5,4	1,1	0,1	10,6
1965	4,7	4,4	0,4	4,8	0,8	— 0,0	10,3
1966	2,7	3,5	0,7	4,2	2,5	— 0,2	9,2
1967	5,2	4,3	0,7	5,0	— 0,0	0,3	10,5
1968	5,0	4,0	0,5	4,5	1,4	0,3	11,2
1969	1,8	3,2	0,3	3,5	4,3	0,2	9,8
1970	3,7	4,0	0,5	4,5	0,7	1,1	10,0
1971	5,4	6,5	0,2	6,7	— 0,4	2,7	14,4

GIAPPONE
SVILUPPO DEL CREDITO NETTO COMPLESSIVO: CANALI DI OFFERTA

Anni	Credito accordato direttamente da						Totale complessivo
	Sistema bancario	Intermediari finanziari non bancari			Mercato dei titoli	Settore estero	
		Ai privati	Al governo	Totale			
miliardi di yen							
1954	388	218	227	445	139	26	998
1955	470	264	210	474	95	48	1.087
1956	1.014	343	281	624	198	120	1.956
1957	837	463	317	786	264	39	1.920
1958	1.031	450	363	813	298	61	2.203
1959	1.270	674	360	1.034	336	212	2.852
1960	1.515	917	453	1.370	676	159	3.720
1961	1.607	1.324	512	1.836	1.336	313	5.092
1962	2.093	1.587	632	2.219	799	167	5.278
1963	3.422	1.869	843	2.712	630	533	7.297
1964	3.077	1.857	743	2.600	903	350	6.930
1965	2.889	2.781	1.082	3.863	332	32	7.116
1966	3.607	2.910	1.506	4.416	279	— 147	8.155
1967	4.621	3.367	1.626	4.993	290	350	10.254
1968	4.283	3.849	2.041	5.890	596	404	11.173
1969	5.569	5.160	2.413	7.573	901	500	14.545
1970	6.395	5.991	2.919	8.911	1.368	664	17.338
1971	9.692	7.285	3.916	11.201	1.764	1.610	24.268
percentuali del PNL							
1954	4,9	2,8	2,9	5,7	1,8	0,3	12,7
1955	5,4	3,1	2,4	5,5	1,1	0,6	12,6
1956	10,4	3,5	2,9	6,4	2,0	1,3	20,1
1957	7,5	4,2	2,8	7,0	2,4	0,4	17,3
1958	8,9	3,9	3,2	7,1	2,6	0,5	19,1
1959	9,8	5,2	2,8	8,0	2,6	1,7	22,1
1960	9,8	5,9	2,9	8,8	4,4	1,0	24,0
1961	8,4	6,9	2,7	9,6	7,0	1,6	26,6
1962	9,9	7,4	3,0	10,4	3,8	0,8	24,9
1963	14,0	7,7	3,4	11,1	2,5	2,2	29,8
1964	10,7	6,4	2,6	9,0	3,1	1,2	24,0
1965	9,0	8,7	3,4	12,1	1,1	0,1	22,3
1966	9,8	7,9	4,1	12,0	0,8	— 0,4	22,2
1967	10,6	7,7	3,7	11,4	0,7	0,8	23,5
1968	8,3	7,5	3,9	11,4	1,1	0,8	21,6
1969	9,2	8,6	4,0	12,6	1,5	0,8	24,1
1970	9,0	8,5	4,1	12,6	1,9	0,9	24,4
1971	12,3	9,3	5,0	14,3	2,2	2,1	30,9

GERMANIA

SVILUPPO DEL CREDITO NETTO COMPLESSIVO: CANALI DI OFFERTA

Anni	Credito accordato direttamente da				Totale
	Sistema bancario	Altri istituti finanziari	Mercati interni	Settore estero	
miliardi di marchi tedeschi					
1960	27,9	5,4	5,7	4,2	43,2
1961	32,7	6,1	7,4	- 0,4	46,6
1962	25,0	6,3	3,4	3,0	37,7
1963	34,3	6,8	7,2	2,7	51,0
1964	33,6	7,4	10,8	5,0	56,8
1965	36,8	9,6	9,2	7,8	63,4
1966	32,4	11,2	6,1	5,5	55,2
1967	49,3	9,6	9,0	0,5	68,4
1968	65,6	10,6	7,7	6,5	90,4
1969	67,0	12,9	9,4	4,7	94,0
1970	82,6	15,0	10,8	20,0	128,4
1971	90,4	17,8	11,7	14,7	134,6
percentuali del PNL					
1960	9,2	1,8	1,9	1,4	14,3
1961	9,8	1,9	2,2	- 0,1	14,0
1962	6,9	1,8	1,0	0,8	10,5
1963	8,9	1,8	1,9	0,7	13,3
1964	8,0	1,8	2,5	1,2	13,5
1965	8,0	2,1	2,0	1,7	13,8
1966	6,6	2,3	1,2	1,1	11,2
1967	10,0	1,9	1,8	0,1	13,8
1968	12,1	2,0	1,4	1,2	16,7
1969	11,1	2,1	1,6	0,8	15,6
1970	12,1	2,2	1,6	2,9	18,8
1971	12,0	2,4	1,5	1,9	17,8

W. D. M.