

INTERNATIONAL MONETARY FUND

June 22, 1962

Mr. Jacobsson:

You may be interested in seeing the attached two translations of the article on "Foreign Markets for Dollars, Sterling, and Other Currencies," which was first published in Staff Papers in December 1961.

o/m

O. L. Altman

Ausländische Dollarmärkte¹

Von Oscar L. Altman, Washington

1. Einleitung

Dieser Aufsatz verfolgt den Zweck, die Entwicklung der ausländischen Dollarmärkte zu beschreiben und zu analysieren. Der amerikanische Dollar ist die wichtigste Währung, die auf ausländischen Märkten, d. h. auf Märkten ausserhalb der Vereinigten Staaten, auf denen Dollardepositen entgegengenommen und angelegt werden, gehandelt wird. Die bedeutendsten dieser Märkte sind jene von Montreal, Toronto, London und einer Anzahl von Plätzen im kontinentalen Westeuropa. Der Euro-Dollarmarkt, der Londoner Dollarmarkt und der kontinentale Dollarmarkt – um einige Begriffe zu nennen, die sich zur Bezeichnung der Operationen mit kurzfristigen Dollarguthaben eingebürgert haben – sind im allgemeinen Ausdruck «ausländische Dollarmärkte» mit eingeschlossen². Ausserdem gibt es in London und auf dem Kontinent ausländische

¹ Englisch erschienen unter dem Titel «Foreign Markets for Dollars, Sterling, and Other Currencies», International Monetary Fund, Staff Papers, December 1961. Die englische Fassung enthält Abschnitte über die Stellung einzelner ausseramerikanischer Länder im Euro-Dollarmarkt und über die Aussenmärkte für andere Währungen, die hier weggelassen wurden. Andererseits wurde die vorliegende deutsche Fassung in manchen Einzelheiten auf den neuesten Stand gebracht (Übers. durch die Redaktion).

² Eine umfassende Untersuchung des Euro-Dollarmarktes im Jahre 1960, gestützt auf Nachforschungen und Erkundigungen in sechs Ländern, wurde von *Holmes* und *Klopstock* durchgeführt, die ihre Ergebnisse in einem vielzitierten Aufsatz «The Market for Dollar Deposits in Europe» (Monthly Review der Federal Reserve Bank of New York), November 1960, veröffentlichten. Die New York Clearing House Association gab im Juli 1960 einen Bericht «A Study of Regulation Q as It Applies to Foreign Time Deposits» heraus. Die Tagespresse und Zeitschriften brachten zudem zahlreiche

Märkte für praktisch alle westeuropäischen Währungen, so insbesondere das Pfund, den Schweizer Franken, die Mark, die Lira und den Gulden. Die Transaktionen in Dollars sind jedoch umfangreicher als jene in allen übrigen Währungen zusammengenommen. Die folgenden Ausführungen behandeln zwar einzig den Dollarmarkt, doch können sie weitgehend auf andere Währungen übertragen werden.

Man stellt sich zweckmässigerweise vor, dass die Dollars, die auf den Aussenmärkten gehandelt werden, in zwei verschiedenen Erscheinungsformen auftreten, obgleich Banken und Devisenhändler in der Praxis ohne weiteres von der einen Form zur anderen hinüberwechseln. Entweder werden die Dollars von ihrem Besitzer, durch Vermittlung einer Bank oder einer ganzen Kette von Banken oder anderen Kreditvermittlern, an jemand, der Dollars aufnehmen möchte, ausgeliehen. In diesem Fall werden die Dollars somit einerseits geborgt, andererseits ausgeliehen, oder, um in der Sprache des ausländischen Dollarmarktes zu reden, erst akzeptiert, dann plaziert. Im andern Fall verschafft man sich die Dollars durch den Devisenmarkt. Der zugrunde liegende Kredit oder die Bankeinlage lautet dann auf irgendeine andere Währung, die in der Folge gegen Dollars verkauft wird, sei es mit oder ohne Deckung auf Termin, und manchmal sind zwei oder drei Währungen beteiligt.

2. Euro- und andere Dollars

Ein Guthaben in Euro-, kontinentalen oder ausländischen Dollars verleiht seinem Inhaber einen Anspruch auf Dollars, die mit irgendwelchen andern Dollars völlig identisch sind¹. Der Zusatz «Euro» ist insofern von Bedeutung, als

Hinweise auf den Euro-Dollar- und Euro-Sterlingmarkt. Das Thema wurde kurz auch in den Jahresberichten des Internationalen Währungsfonds, der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich und einer Anzahl anderer offizieller Institutionen erörtert.

Der vorliegende Aufsatz beruht auf ausgiebiger Verwendung veröffentlichter Unterlagen, doch war seine Hauptgrundlage ein dreiwöchiger Aufenthalt des Verfassers in Europa im März 1961. Zusammenkünfte mit Vertretern von Zentral-, Geschäfts- und Privatbanken fanden statt in London, Paris, Basel, Zürich, Rom und Frankfurt. Ausserdem wurden bei New Yorker Geschäftsbanken und bei Mitarbeitern des Federal Reserve System in New York und Washington Erkundigungen eingezogen.

¹ Die laufenden Geschäfte in den Aussenmärkten für Dollars (und andere Währungen) werden abgewickelt, wie wenn ein Dollarguthaben im Ausland mit einem Guthaben in den Vereinigten Staaten praktisch identisch wäre. Der Guthabenbesitzer im Ausland erhält in gewissen Fällen (beispielsweise bei Insolvenz der Bank oder der Einführung einer Devisenkontrolle) möglicherweise sein Geld lediglich in nationaler Währung wieder (vgl. F. A. Mann, *The Legal Aspect of Money*, 2nd ed., Oxford, 1953, Part II, bes. Chap. IX). Diese Unterscheidung wird, soweit sie die Konkurrenzstellung ausländischer Filialen amerikanischer Banken im Euro-Dollarmarkt beeinflusst, weiter unten erörtert.

er auf gewisse Operationen *mit* Dollars und ausländische Märkte *für* Dollars hinweist, obgleich er keine Unterschiede zwischen verschiedenen Arten von Dollars anzeigt.

Im üblichen Gang der Dinge würde der Besitzer eines Dollarguthabens dieses in eigenem Namen bei einer amerikanischen Bank unterhalten, sei es als Sicht- oder als Zeiteinlage. Die Bank würde diese Mittel in ihren Geschäften verwenden. Euro-Dollartransaktionen weichen in doppelter Hinsicht von diesem Normalfall ab. Erstens schaltet sich zwischen den «letzten» Besitzer eines Dollarguthabens und die amerikanische Bank eine ganze Kette von Kreditvermittlern ein. So mag beispielsweise eine ausländische Industrieunternehmung oder Bank ihre Dollars bei einer Londoner Bank einlegen; die Londoner Bank transferiert diese Dollars vielleicht an eine italienische Bank, und diese wiederum leiht sie an einen italienischen Kunden aus. Wenn die Dollars statt bei einer italienischen bei einer japanischen Bank eingelegt werden, dürften sie wahrscheinlich zu einem «Swap» gegen Yen führen, d. h. zum Kassenkurs verkauft und auf Termin zurückgekauft werden. Sie können demzufolge von einer anderen japanischen Handelsbank oder (wenn der Yen im Interventionspunkt steht) durch den japanischen Währungsausgleichsfonds zum Kassenkurs gekauft werden. Bis zu diesem Punkte ist der ausgewiesene Dollarbesitzer noch immer ein Ausländer, wenn auch nicht mehr der gleiche, der anfänglich seine Mittel im Euro-Dollarmarkt investierte. Die Gesamtsumme der ausländischen Dollarguthaben in den Vereinigten Staaten hat sich nicht geändert, obgleich die Einlagen, die von den betreffenden Transaktionen erfasst werden, sich von einer Bank zur anderen verschieben oder aus einer Zeit- zu einer Sichteinlage werden können¹. Dazu kommt ein zweiter Punkt. Die Euro-Dollartransaktionen, die sich ja über eine ganze Kette von Kreditvermittlern erstrecken, führen nämlich zu einem Wechsel in der Verfügungsmacht über die Verwendung und Anlage dieser Mittel. Sobald die Dollars auf den Euro-Dollarmarkt kommen, sind an den Entscheidungen über ihre Verwendung alle die zahlreichen Glieder in der Euro-Dollarkette mitbeteiligt.

Vom Standpunkt einer amerikanischen Bank aus führen die Euro-Dollar-geschäfte somit zu einer Verkleinerung des Geschäftsvolumens, einer Verringerung der Gewinne oder beidem zusammen. Für die ausländische Bank hingegen

¹ Der Messung derartiger Verschiebungen stehen eine Anzahl ernstlicher statistischer Schwierigkeiten entgegen, und das System der Berichterstattung wurde im Frühling 1961 abgeändert, um einigen von ihnen Rechnung zu tragen (Federal Reserve Bulletin, Juni 1961, p. 655). Zeit- und Sichteinlagen ausländischer Regierungen und Banken werden unter dem neuen System deutlicher ausgeschieden; jene im Besitz ausländischer Unternehmungen und Privatpersonen können nach wie vor nicht erfasst werden. Ausserdem sind die Vorschüsse kanadischer Banken an ihre New Yorker Agenturen oder die Vorschüsse amerikanischer Filialen im Ausland an ihre Zentralen in New York, da sie nicht als Depositen betrachtet werden, in der Statistik nicht enthalten.

werden die Umsätze entweder höher oder ertragreicher oder beides. In den einen Fällen tritt die ausländische Bank lediglich als Vermittlerin in die Kreditkette ein, indem sie hilft, anlagebereite Mittel zusammenzufassen oder Mittel, die anderen zugeflossen sind, anzulegen. In solchen Fällen verdient sie gleichsam eine Kommission, die der Differenz zwischen dem aktiven und dem passiven Zinssatz auf den Dollardepositen entspricht. In andern Fällen hingegen tritt sie am Endpunkt der Euro-Dollarkette auf, indem sie die Mittel, sei es in Form von Dollars oder einer anderen Währung, einem Unternehmen oder einer Privatperson zur Verfügung stellt. Der Kreditnehmer mag mit diesen Dollars einen amerikanischen oder ausländischen Exporteur bezahlen. Im ersten Fall geht die Zahlung an einen Amerikaner, geht also der Besitz an dieser Einlage vom Standpunkt der amerikanischen Statistik vom Ausland auf das Inland über, im andern Falle hingegen vom einen Ausländer an den anderen. Vom Standpunkt dessen, der Mittel durch den Euro-Dollarmarkt borgt, erscheint der ganze Prozess als ein Verfahren, um Dollars bei Banken ausserhalb der Vereinigten Staaten zu mobilisieren. Als Ergebnis erhält man Dollarkredite ausserhalb der Vereinigten Staaten.

3. Die Wirkung des Euro-Dollars auf die ausgewiesenen Dollarbestände

Euro-Dollartransaktionen haben einen wesentlichen Einfluss auf die ausgewiesenen Dollarbestände. Wenn eine deutsche Bank eine Dollareinlage an eine Londoner Bank transferiert, nehmen die Dollar-Verbindlichkeiten der Vereinigten Staaten gegenüber Grossbritannien zu, während jene gegenüber Deutschland zurückgehen. Grundsätzlich beeinflussen solche Transaktionen die ausgewiesenen Dollarbestände in dreifacher Hinsicht, berühren sie doch

1. ihre Verteilung nach Ländern,
2. das Verhältnis zwischen staatlichen und privaten Guthaben,
3. die Verteilung innerhalb des privaten Sektors auf Private, Unternehmungen und Banken.

Diese Verschiebungen haben den Aussagewert der laufenden statistischen Ausweise über die amerikanischen Dollarverbindlichkeiten gegenüber dem Ausland beeinträchtigt. Ausserdem lassen sie den Gesamtbetrag der kurzfristigen Dollarguthaben, die vom Ausland ausgewiesen werden, als grösser erscheinen und erhöhen den Betrag der ausländischen Währungsreserven und den Grad der privaten internationalen Liquidität. Da jeder, der als Glied in der Euro-Dollarkette steht, seine Guthaben in der Bilanz aufführt, wird der ausgewiesene Gesamtbetrag dieser Einlagen zwangsläufig aufgebläht.

Ein Teil der Mittel des Euro-Dollarmarktes besteht aus Einlagen amerikanischer Unternehmungen und Einzelpersonen. Trotzdem werden sie von den

amerikanischen Banken als Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland ausgewiesen. Da das übliche Mass des amerikanischen Zahlungsbilanzdefizits vom Rückgang des Goldbestandes und der Zunahme der kurzfristigen Dollarverbindlichkeiten ausgeht, muss eine Zunahme solcher Einlagen das ausgewiesene Defizit erhöhen¹.

4. Verschiedene Euro-Dollargeschäfte

Es mag angebracht sein, an diesem Punkt eine kurze Übersicht über einige der häufigeren Arten von Euro-Dollargeschäften einzufügen.

1. Ein ausländischer Importeur kann sich von einer ausländischen Bank einen Dollarkredit einräumen lassen, um damit Importe aus den Vereinigten Staaten zu bezahlen. Der Importeur wird zu diesem Zweck in den Euro-Dollarmarkt gehen, wenn diese Art der Finanzierung im Vergleich zu einer anderen – etwa durch Bank- oder Handelswechsel, direkte Kreditaufnahme bei einer amerikanischen Bank oder Aufnahme eines Kredits in ausländischer Währung zur Konversion in Dollars – vorteilhaft (d. h. im allgemeinen billiger) erscheint. Wenn die Euro-Dollars in der Folge für die Bezahlung von Importen aus den Vereinigten Staaten verwendet werden, reduzieren sich entsprechend die amerikanischen Verbindlichkeiten gegenüber Ausländern, während die amerikanischen Guthaben zunehmen². Um diese Dollarverpflichtungen zu liquidieren, wird der ausländische Importeur in der Folge seinerseits die nötigen Dollars auf dem Devisenmarkt zu beschaffen haben.

2. Ein ausländischer Importeur kann auch Dollars entleihen, um Einfuhren aus einem andern Land als den Vereinigten Staaten zu finanzieren. In diesem Fall wird der Besitzer des Dollarguthabens die Nationalität wechseln. Dieser Prozess kann lange weiterlaufen, grundsätzlich sogar ins Unendliche, da der Dollar weitherum als internationales Zahlungsmittel und als Form der Kassenhaltung verwendet wird. Zu dieser Art von Geschäften gehört auch die Aufnahme von Dollarkrediten für den Ankauf von Gold in den Goldmärkten oder zur Finanzierung von Terminpositionen in ausländischen Währungen.

¹ Eine Gegenüberstellung der ausländischen Verbindlichkeiten, wie sie von den Vereinigten Staaten, Grossbritannien und andern Ländern ausgewiesen werden, und der ausländischen Guthaben, wie sie von deren Besitzern ausgewiesen sind, wird vom internationalen Währungsfonds in seinen «International Financial Statistics» regelmässig veröffentlicht. Der Überschuss der ausgewiesenen Guthaben über die Verbindlichkeiten nahm im Jahre 1959 zu und schnellte 1960 und 1961 ruckartig in die Höhe. Zum Teil spiegeln sich in diesem Anstieg ohne Zweifel Euro-Dollaroperationen; ein anderer, allerdings viel kleinerer Teil, geht auf Transaktionen in Euro-Sterling zurück.

² Im Frühling 1961 entliehen europäische und insbesondere deutsche Exporteure Dollars, sowohl im Euro-Dollarmarkt wie auch in New York, um eigene Landeswährung zu kaufen. Angesichts des Agios des Dollars im Terminmarkt war dies billiger, als wenn sie Landeswährung auf Termin gekauft hätten.

3. Eine Geschäftsbank kann Depositen, lautend auf Euro-Dollars, entgegennehmen und auf dieser Grundlage Kredite in anderen Währungen erteilen. In diesem Fall wird die Bank Dollars per Kasse verkaufen und, wenn sie dem Kursrisiko ausweichen möchte, auf Termin kaufen. Solche Geschäfte spielen sich teils zwischen den Geschäftsbanken der Finanzzentren ab, teils sind an ihnen auch die Währungsbehörden beteiligt. Die Zentralbank kann die Kassa-Dollars kaufen, selbst wenn sie am Terminmarkt nicht aktiv ist, und sie wird sie kaufen *müssen*, wenn der Wechselkurs den Interventionspunkt zu übersteigen droht. In den einen Fällen wird sie die so gekauften Dollars behalten, in andern wird sie sie zum Ankauf von Gold aus den Vereinigten Staaten verwenden. (Soweit sie damit Gold in London oder auf andern Märkten kauft, ergibt sich eine der Transaktionen, die im vorangehenden Abschnitt beschrieben wurden.) In manchen Fällen werden der Zentralbank der Betrag an Euro-Dollars, den die Handelsbanken aufgenommen haben, die Bedingungen, zu denen dies geschah, und die Verwendung dieser Mittel nicht gleichgültig sein. Diese Dollars können nämlich den offiziellen Bemühungen zur Beschränkung der inländischen Liquidität entgegenwirken und selbst eine unerwünschte Aufblähung finanzieren. Diese wiederum hätte die Tendenz, die zukünftige Importnachfrage anzuregen und damit zu wachsenden Ansprüchen an die Währungsreserven zu führen.

4. Andererseits kann es sein, dass die Zentralbanken das Dollarangebot in der Hand der Geschäftsbanken sogar planmässig zu erweitern suchen, etwa in der Annahme oder sogar unter der Bedingung, dass die Banken diese Mittel für ausländische Investitionen verwenden oder die Einlagen dem Euro-Dollarmarkt zuführen. Diese Transaktionen haben meist die Form eines Verkaufs von Dollars gegen Inlandwährung per Kasse, während die gleichen Dollars auf Termin gekauft werden. Solche Transaktionen sind während einiger Zeit durch die Deutsche Bundesbank und die Banca d'Italia vorgenommen worden. Wenn das Termingeschäft zum gleichen Preis erfolgt wie das Kassageschäft, entsprechen die Kosten der Dollars, die man auf diesem Wege erhält, den Kosten einheimischer Zeitdepositen, und diese stehen möglicherweise unter dem Zinsertrag auf Euro-Dollarguthaben. Die Zentralbank kann jedoch noch weiter gehen und sich, wie die Bundesbank im Jahre 1960, sogar verpflichten, die Dollars mit einer Prämie zurückzukaufen. Zu gewissen Zeiten im Jahre 1960 stand diese Prämie auf $1\frac{1}{2}\%$ p. a. Sie bedeutete eine erhebliche Subventionierung der kurzfristigen Kapitalausfuhr.

Wenn solche Operationen zwischen Kassa- und Terminpositionen durchgeführt werden, sei es mit oder ohne Prämie, lässt sich eine Anzahl von Wirkungen unterscheiden.

Erstens verfügen die Privaten über weniger inländische Mittel. Diese Wirkung gleicht somit jener von Offenmarktverkäufen der Zentralbank, nur dass eben Dollars an Stelle von inländischen Wertschriften verkauft werden. Zweitens

gehen die ausgewiesenen Währungsreserven der Zentralbank zurück, denn die Kassa-Dollars werden abgebaut, während Terminpositionen in den Währungsausweisen in der Regel nicht erfasst sind. Drittens wird der kurzfristige Kapitalexport gefördert, ohne dass die Banken ein Kursrisiko zu übernehmen haben. Die deutschen Geschäftsbanken, die durch «Swaps» Dollars erworben hatten, erlitten durch die Aufwertung der Mark keine Kursverluste, wohl aber andere Dollarbesitzer, einschliesslich der Bundesbank selbst.

5. Über den Euro-Dollarmarkt können auch Transaktionen, die sich völlig innerhalb des amerikanischen Marktes abspielen, durchgeführt werden. So stellen die ausländischen Zweigstellen der amerikanischen Banken die Mittel aus ihren Euro-Dollareinlagen gewöhnlich ihrer Zentrale zur Verfügung. In ähnlicher Weise investieren die New Yorker Zweigstellen kanadischer Banken Dollarmittel, die bei der Hauptbank in Kanada oder bei europäischen Zweigstellen eingelegt worden sind, in den Vereinigten Staaten¹.

5. Die Vorteile des Euro-Dollarmarktes

Der Euro-Dollarmarkt ist dann lebensfähig, wenn er dem letzten Kreditnehmer, den Zwischengliedern der Kreditkette und dem ursprünglichen Besitzer der Mittel gleicherweise Vorteile bietet.

Kreditnehmer mögen finden, dass sie durch den Euro-Dollarapparat ihre Dollars billiger erhalten als von einer amerikanischen Bank. Andernfalls werden sie sonstwo borgen, vielleicht im amerikanischen Geldmarkt. Wenn die Zinsstruktur wieder günstig wird, können sie jederzeit auf den Euro-Dollarmarkt zurückkehren. Obgleich es in den letzten Jahren für ausländische Kreditnehmer leichter geworden ist, sich von amerikanischen Banken Kredit zu verschaffen, kann es durchaus sein, dass sie im Euro-Dollarmarkt Kredit erhalten, während ihnen das im amerikanischen Markt nicht möglich wäre, oder dass sie immerhin zusätzliche Mittel so beschaffen können. Der Euro-Dollarmarkt umfasst einen weiteren Bereich von Risiken als der amerikanische. Seine Regeln lassen sich wahrscheinlich leichter auf Kreditnehmer in verschiedenen Ländern anwenden. Länder des Sowjetblocks finden den Zugang zum Euro-Dollarmarkt sehr viel leichter als zum amerikanischen Kreditmarkt. Bei den Geschäftsregeln über die Krediterteilung und die Auskunftsgewährung zeigen sich weitere, weniger auffällige Unterschiede zwischen dem Euro-Dollarmarkt und dem amerikanischen Markt. Diese Ausführungen wollen lediglich beschreiben, ohne ein Urteil darüber abzugeben, ob die eine Gruppe von Regeln grundsätzlich besser sei als die andere, obgleich solche Werturteile mitunter berechtigt sein mögen.

¹ Vgl. Paul *Turot*, *Le marché des capitaux à court terme en Europe et l'Euro-dollar*, Banque (Paris), April 1961, pp. 215–218.

Dazu kommt, dass im amerikanischen und auch in jedem anderen inländischen Markt entweder ohne weiteres festgestellt oder jedenfalls ungefähr vermutet werden kann, wieviel Kredit einem einzelnen Kreditnehmer oder einem bestimmten Land gewährt worden ist. Im Euro-Dollarmarkt hingegen, der ja in zahlreiche verschiedene Untermärkte in vielen verschiedenen Ländern zerfällt, sind derartige Unterlagen nur begrenzt oder gar nicht vorhanden. Infolgedessen kann es leicht sein, dass gewisse Kreditnehmer im Euro-Dollarmarkt und den nationalen Kreditmärkten zusammengenommen mehr Kredit erhalten, als ihnen in den nationalen Märkten allein gewährt würde.

Der Euro-Dollarmarkt verteilt die Risiken über die Kreditvermittler. Jedem von ihnen steht es frei, jene Art und jenen Grad des Risikos zu übernehmen, die ihm annehmbar erscheinen. Der eine wird das Kursrisiko tragen, ein anderer das Risiko aus der verschiedenen Fristigkeit der aufgenommenen und gewährten Kredite, ein dritter besondere Schuldnerisiken oder das übliche Geschäftsrisiko. Ja, man kann sich in den Euro-Dollarmarkt sogar ohne irgendein Risiko einschalten, indem man lediglich als Makler oder Nachrichtenvermittler zwischen den risikotragenden Finanzinstituten auftritt.

Der Besitzer von Dollarguthaben mag finden, dass Einlagen im Euro-Dollarmarkt bessere Erträge versprechen als Anlagen im amerikanischen Markt in Zeitdepositen, Schatzwechseln oder anderen Instrumenten. Es ist ebenso einfach, auf den Euro-Dollarmarkt zu gehen wie auf den amerikanischen Geldmarkt. Auf jenem ist das Risiko kaum (wenn überhaupt) grösser als auf diesem. Wenn erstklassige Banken in London, Paris und andern Finanzzentren bereit sind, für Einlagen mehr zu zahlen als Banken in den Vereinigten Staaten, werden die Gelder eben in den Euro-Dollarmarkt fliessen.

Das Angebot an Dollars für den europäischen Markt kommt von Handelsbanken, Unternehmungen, Zentralbanken und Privatpersonen; sowohl europäische Länder wie die Vereinigten Staaten und viele andere Länder der nicht-kommunistischen Welt haben daran teil; es kommt aber auch aus kommunistischen Ländern unter Einschluss der Sowjetunion. In den meisten Fällen sind es Zinsdifferenzen, die das Angebot auf diesen Markt ziehen. Dazu kommt jedoch eine Anzahl anderer Vorteile für die Besitzer von Dollarguthaben. Der europäische Markt ist höchst spezialisiert und kompetitiv und bietet viele verschiedene Typen von Krediten und Laufzeiten. In gewissen Fällen mögen die Laufzeiten auf die Bedürfnisse des Dollarbesitzers sogar gleichsam nach Mass zugeschnitten sein. Infolgedessen bietet der Euro-Dollarmarkt ausgezeichnete Kanäle für kurzfristige Anlagen. Dank den einheitlichen Arbeitszeiten und der Billigkeit der Nachrichtenübermittlung ist deren Benützung für europäische Kreditgeber und -nehmer zudem besonders bequem. Die Banken in kommunistischen Ländern haben den Eindruck, sei er nun gerechtfertigt oder nicht, dass ihre Guthaben bei europäischen Banken gegen Blockierung oder Ver-

wendungsbeschränkungen besser geschützt seien als bei amerikanischen. Sie beschränken deshalb ihre Guthaben in den Vereinigten Staaten auf ein Minimum und halten die nötigen Devisenbestände und zeitweilige Überschussmittel in Westeuropa. Ein Teil dieser Mittel kann im Euro-Dollarmarkt stehen, der Rest (der nicht kleiner zu sein braucht) mag in andere Anlageformen fließen¹.

Die internationalen Ölgesellschaften haben die Anlage ihrer Mittel schon seit vielen Jahren nach den Ertragsaussichten gerichtet; in letzter Zeit haben viele andere Industrieunternehmungen in den USA und in Europa den europäischen Geldmarkt entdeckt. Nach dem zweiten Weltkrieg gingen amerikanische Industriegesellschaften in grossem Maßstabe in den Markt für amerikanische Schatzwechsel; sie gehören nunmehr zu den massgebenden Faktoren in diesem Markt, mit dem Ergebnis, dass sie mitunter als das «zweite Bankensystem» bezeichnet werden. In jüngerer Zeit haben sie sich dem Euro-Dollarmarkt und dem Markt für englische Schatzwechsel zugewandt. Europäische Dollarbesitzer waren in der Lage, sich den Euro-Dollarmarkt zunutze zu machen, sobald die nationalen Devisenbestimmungen dies erlaubten.

6. Zinsmargen und Zinsdifferenzen im Euro-Dollarmarkt

Der Euro-Dollarmarkt bietet dem Dollarbesitzer einen höheren Zinssatz und vielleicht auch sonst günstigere Anlagebedingungen als alternative Vermögensanlagen, und gleichzeitig gibt er dem Kreditnehmer die Möglichkeit, sich seine Dollars billiger zu beschaffen als in den Vereinigten Staaten. Dies bedeutet zwangsläufig, dass die Bruttozinsspanne – nämlich der Unterschied zwischen dem Zinssatz, der für die Aufnahme von Euro-Dollarkrediten bezahlt werden muss, und dem Satz, den man bei der Gewährung solcher Kredite erhält – niedriger ist als in den Vereinigten Staaten.

Es gibt drei Gründe, weshalb europäische und andere Banken die Beteiligung am Euro-Dollarmarkt unter diesen Bedingungen vorteilhaft finden.

1. Für die beteiligten Bankinstitute sind Euro-Dollargeschäfte ein Zusatz zu ihren gewöhnlichen Bank- und Devisengeschäften, der nur geringe Kosten verursacht. Solche Geschäfte werden gleichsam «en gros» abgewickelt. Sie erstrecken sich über verhältnismässig grosse Beträge, erfordern keine Betriebserweiterungen und nur selten zusätzliches Personal. Man braucht diesen Transaktionen, mit Ausnahme der Passivzinsen auf den Einlagen, nur sehr geringfügige direkte Kosten zu belasten, und selbst wenn die allgemeinen Geschäftskosten mit berücksichtigt werden, sind die Ausgaben, die den Euro-Dollar-

¹ So wurde beispielsweise berichtet, dass eine lokale Stadtverwaltung in England £ 250 000 von der Moscow Narodny Bank in London ausgeliehen habe. Die Begründung war, dass bei ihr das Geld eben billiger sei (vgl. The Times, London, 6. März 1961).

geschäften zugerechnet werden müssen, verhältnismässig gering. Obschon die Bruttospanne zwischen Aktiv- und Passivsätzen geringer ist als in den Vereinigten Staaten, ist die Bruttogewinnmarge deshalb nicht notwendigerweise kleiner. In der Tat gibt es manche Anzeichen dafür, dass Euro-Dollargeschäfte, bei aller Konkurrenz in diesem Markte, recht profitabel sind.

2. Die Vorteile des Euro-Dollargeschäftes für die Kreditinstitute beschränken sich zudem nicht auf den zusätzlichen Ertrag, der unmittelbar aus ihm entspringt. Ausserdem hilft es nämlich, die Beziehungen zu andern Banken und Korrespondenten zu untermauern und dadurch den Weg für weitere Bankgeschäfte und Dienstleistungen zu ebnen. Auf der anderen Seite klagen die amerikanischen Banken darüber, dass der Euro-Dollarmarkt nicht nur das ausländische Kreditgeschäft selbst, sondern auch die vielen anderen Dienstleistungen, die sie ihren Kunden bieten, beeinträchtigt.

3. Schliesslich gibt es gewisse langfristige Vorteile, die sich nicht ohne weiteres in Franken und Rappen messen lassen. Die Beteiligung am Euro-Dollarmarkt ist ein bequemer und verhältnismässig billiger Weg, ins internationale Geschäft zu kommen und die ausländischen Beziehungen zu unterhalten. Von Zeit zu Zeit wird eine Bank sich daher am Euro-Dollargeschäft beteiligen, ganz einfach um ihren Namen dem Markt in Erinnerung zu rufen.

Seit 1959 haben sich auch amerikanische Banken durch ihre ausländischen Zweigstellen am Euro-Markt beteiligt und einen ansehnlichen Betrag von Euro-Dollardepositen an sich gezogen. Um dies zu erreichen, mussten sie höhere Zinssätze bezahlen als in den Vereinigten Staaten, höhere, als unter «Regulation Q» bezahlt werden durften. Dies bedeutet jedoch nicht notwendigerweise, dass die Tochterinstitute der amerikanischen Banken, um konkurrenzfähig zu sein, den gleichen Zinssatz wie alle übrigen Banken in ausländischen Finanzzentren bezahlen müssen. Während amerikanische Filialen natürlich zu den amerikanischen Zinssätzen keine Euro-Dollars erhalten, sprechen immerhin gewisse Anzeichen dafür, dass sie nicht in allen Fällen die höchsten oder auch nur die durchschnittlichen Sätze zu bezahlen brauchen, die im Ausland für Euro-Dollars bezahlt werden. Amerikanische Banken geniessen in der Tat gewisse Vorzüge im Euro-Dollarmarkt. Da und dort (ausserhalb der kommunistischen Länder) scheint man offenbar zu glauben, die Dollars seien in den Vereinigten Staaten sicherer als anderswo. Damit verbunden ist die Befürchtung – entstanden vielleicht aus den Erfahrungen des Krieges, der Konvertibilitätsbeschränkungen und der Devisenkontrolle –, dass Länder, die unerwartet in Devisen- und Zahlungsbilanzschwierigkeiten geraten, die Zurücknahme von Dollars beschränken oder sogar unterbinden könnten. Infolgedessen schreibt man der «natürlichen» Quelle des Dollars als Ziel der Vermögensanlage gewisse Vorzüge zu, obgleich nicht alle Dollarbesitzer diese im gleichen Sinne beurteilen.

Einige dieser Vorzüge übertragen sich auch auf die ausländischen Filialen der amerikanischen Banken. Obgleich eine amerikanische Zweigstelle beispielsweise in London nach aller Wahrscheinlichkeit allfälligen Beschränkungen in gleicher Weise unterstellt sein würde wie eine Londoner Bank, mögen die ausländischen Guthabenbesitzer hoffen, dass die Hauptbank in den Vereinigten Staaten Dollars zur Verfügung stellen würde, selbst wenn die ausländischen Filialen dies nicht tun dürften. Die Zentralen der amerikanischen Banken sind sich über diese Hoffnungen durchaus im klaren. Sie pflegen ihren Dollargläubigern bei den ausländischen Filialen so deutlich wie möglich mitzuteilen, dass der Rückzug dieser Dollars den nationalen Devisenbestimmungen untersteht und dass sie keine Verpflichtungen übernehmen für den Fall, dass die nationalen Gesetze Auszahlungen beschränken oder verbieten. Dollardeponenten bei ausländischen Filialen haben ihr Einverständnis mit diesem Vorbehalt in der Regel durch Unterschrift zu bestätigen.

Wie schon bemerkt, hängt der Euro-Dollarmarkt letzten Endes davon ab, dass alle Beteiligten in ihm ihren Vorteil finden. Oft werden die Gewinnmöglichkeiten in hohem Masse von der Politik der Zentralbank und ihren Änderungen bestimmt. Eine Zentralbank kann das Anlegen von Dollars in ausländischen Wertschriften oder im Euro-Dollarmarkt unterstützen oder ihm entgegenwirken. Massnahmen der Zentralbank, die Notwendigkeit eines «window dressing» und andere Faktoren können im Euro-Dollarmarkt plötzliche und tiefgehende Änderungen hervorrufen. Das gleiche Land kann heute Nettogläubiger, morgen Nettoschuldner sein.

Der Euro-Dollarmarkt setzt nicht etwa ein andauerndes Defizit der amerikanischen Zahlungsbilanz voraus. Sowohl Angehörigen der Vereinigten Staaten wie auch Ausländern stehen umfangreiche Dollarmittel zur Verfügung. Solange ausländische Banken und ausländische Filialen amerikanischer Finanzinstitute aus den einen oder andern Gründen bereit sind, mit kleineren Bruttozinsspannen zu arbeiten als amerikanische Banken in den Vereinigten Staaten, hat man guten Grund anzunehmen, dass der Euro-Dollarmarkt fortbestehen wird. Er könnte letzten Endes selbst dann fortbestehen, wenn alle Mittel, die ihm zufließen, in den Vereinigten Staaten angelegt würden.

7. Die Zinsstruktur für Euro-Dollars

Die Zinsstruktur für Euro-Dollars ist unter zwei Gesichtspunkten zu betrachten. Auf der einen Seite stehen die Zinssätze, die auf Dollareinlagen bezahlt werden (vgl. Tab.1), auf der anderen jene, die für Dollarkredite bezahlt werden müssen. Der Unterschied zwischen ihnen ergibt die Bruttozinsspanne.

Zinssätze und Zinsspannen werden in scharfer Konkurrenz bestimmt. Sie bilden eine Struktur, die auf einen Ausgleich zwischen verschiedenen Teilen des

Marktes hintendiert, ihn jedoch nie völlig erreicht. Die Sätze sind abgestuft je nach der Zeitperiode, für die eine Einlage gebunden wird, und nach dem Charakter und dem Ansehen des betreffenden Bankinstituts. Auf dem Wege der Euro-Dollars vom ursprünglichen Einleger zum «Endverbraucher» werden zwei zusätzliche Faktoren wesentlich, nämlich die schliessliche Verwendung der Mittel und der Gesamtbetrag an Euro-Dollars, die von der einzelnen Bank oder durch das Bankensystem eines einzelnen Landes nachgefragt werden. Die letzteren Elemente sind offenbar Maßstäbe des Risikos. Sie sind aber ungenaue Maßstäbe, denn es ist schwer, in Erfahrung zu bringen, welchen genauen Be-

Tabelle 1

Drei-Monats-Zinssätze auf Euro-Dollareinlagen in London und auf amerikanischen und englischen Schatzwechselln, je letzte Woche des Monats,
Januar 1960 bis Mai 1961
(Prozent p. a.)

	Euro-Dollars	U. S. Bankers' Acceptances	U. S. Treasury Bills	U. K. Treasury Bills	Bill Differential, After Exchange Cover Favoring London
1960					
Januar	4,62	4,78	4,12	4,54	0,52
Februar	4,44	4,44	4,17	4,55	0,26
März	4,25	3,96	3,05	4,62	1,30
April	4,12	3,88	3,32	4,65	0,74
Mai	4,07	3,78	3,50	4,56	0,79
Juni	4,00	3,28	2,61	5,68	1,62
Juli	4,00	3,13	2,40	5,59	1,39
August	3,62	3,04	2,52	5,59	1,01
September	3,62	3,00	2,43	5,49	1,32
Oktober	3,81	3,00	2,13	5,09	1,44
November	3,81	2,00	2,40	4,64	1,10
Dezember	3,88	2,92	2,15	4,35	1,25
1961					
Januar	3,75	2,86	2,23	4,15	1,13
Februar	3,50	2,78	2,50	4,40	0,88
März	3,62	2,94	2,28	4,49	-0,07
April	3,50	2,84	2,19	4,41	0,31
Mai	3,50	2,68	2,36	4,44	0,29

Quelle: Die Sätze für Euro-Dollars sind repräsentative Sätze, wie sie von einer Bank des Londoner Marktes herausgegeben werden. Die amerikanischen Geldmarktsätze stammen aus dem Federal Reserve Bulletin, die Sätze auf englischen Schatzwechselln (Tenders) aus dem Monatsbericht der Deutschen Bundesbank. Die Ziffern der letzten Kolonne sind annäherungsweise zu verstehen.

trag an Euro-Dollars irgendeine einzelne Bank oder das Bankensystem eines einzelnen Landes aufgenommen hat. Zinssätze für Euro-Dollareinlagen sind üblicherweise in vier zeitliche Kategorien gestaffelt – Sicht, 7 Tage, 1 Monat und 3 Monate –, aber manche Beteiligte sind gewillt, für praktisch jede Zeitperiode, die dem Dollarbesitzer erwünscht ist, eine Offerte zu stellen (vgl. Tab. 2).

Tabelle 2

Zinssätze auf Dollarguthaben verschiedener Fristigkeit in London,
je Monatsende, März 1957 bis Mai 1961
(Prozent p. a.)

	Call	7 Days' Notice	1 Month, Fixed or Notice	3 Months, Fixed or Notice
1957				
März	2 $\frac{1}{2}$	2 $\frac{5}{8}$	3 $\frac{1}{8}$	3 $\frac{1}{4}$
Juni	2 $\frac{1}{2}$	2 $\frac{5}{8}$	3 $\frac{5}{16}$	3 $\frac{7}{16}$
September	2 $\frac{3}{4}$	2 $\frac{7}{8}$	3 $\frac{1}{2}$	3 $\frac{5}{8}$
Dezember	2 $\frac{1}{2}$	2 $\frac{3}{4}$	3 $\frac{3}{8}$	3 $\frac{1}{2}$
1958				
März	2	2 $\frac{1}{8}$	2 $\frac{3}{8}$	2 $\frac{1}{2}$
Juni	1 $\frac{7}{8}$	2	2 $\frac{1}{4}$	2 $\frac{3}{8}$
September	2 $\frac{1}{8}$	2 $\frac{1}{4}$	2 $\frac{1}{2}$	2 $\frac{5}{8}$
Dezember	2 $\frac{3}{4}$	2 $\frac{7}{8}$	3 $\frac{1}{8}$	3 $\frac{1}{4}$
1959				
März	2 $\frac{3}{4}$	2 $\frac{7}{8}$	3 $\frac{1}{8}$	3 $\frac{1}{4}$
Juni	3	3 $\frac{1}{8}$	3 $\frac{3}{8}$	3 $\frac{9}{16}$
September	3 $\frac{3}{4}$	3 $\frac{7}{8}$	4 $\frac{1}{4}$	4 $\frac{3}{8}$
Dezember	4	4 $\frac{1}{8}$	4 $\frac{1}{2}$	4 $\frac{5}{8}$
1960				
März	3 $\frac{7}{8}$	4	4 $\frac{1}{8}$	4 $\frac{1}{4}$
Juni	3 $\frac{5}{8}$	3 $\frac{3}{4}$	3 $\frac{7}{8}$	4
September	3 $\frac{1}{8}$	3 $\frac{1}{4}$	3 $\frac{1}{2}$	3 $\frac{5}{8}$
Dezember	3	3 $\frac{3}{8}$	3 $\frac{3}{4}$	3 $\frac{7}{8}$
1961				
Januar	3	3 $\frac{3}{8}$	3 $\frac{5}{8}$	3 $\frac{3}{4}$
Februar	3	3 $\frac{3}{8}$	3 $\frac{3}{8}$	3 $\frac{1}{2}$
März	2 $\frac{3}{4}$	2 $\frac{7}{8}$	3 $\frac{1}{2}$	3 $\frac{5}{8}$
April	2 $\frac{3}{4}$	2 $\frac{7}{8}$	3 $\frac{3}{8}$	3 $\frac{1}{2}$
Mai	2 $\frac{3}{4}$	3	3 $\frac{5}{16}$	3 $\frac{1}{2}$

Quelle: Typische Zinssätze, wie sie von einer Londoner Bank herausgegeben werden. Die tatsächlichen Geschäfte können sich zu etwas abweichenden Sätzen abwickeln. Die Zinssätze anderer Banken werden wiederum etwas verschieden sein.

Dollareinlagen lassen sich unterbringen in grossen Beträgen, die in Dutzende von Millionen gehen können. Sie können bei diesem oder jenem Finanzinstitut mit nur geringen Zinsunterschieden plaziert werden. Über Sätze für grosse Beträge und Einlagen auf mehr als drei Monate wird meist individuell verhandelt. Der potentielle Deponent mag von verschiedenen Banken oder andern Kreditvermittlern Offerten einziehen und auf die günstigste unter ihnen eintreten. Gewisse Banken geben periodisch, etwa in wöchentlichen oder monatlichen Abständen, die Zinssätze heraus, die sie auf Dollareinlagen für verschiedene Fristen zu bezahlen bereit sind, aber selbst über diese Sätze lässt sich unter Umständen verhandeln. Die Zinssätze der Handelsbanken in den wichtigeren europäischen Finanzzentren sind der betreffenden Zentralbank im allgemeinen bekannt, werden aber nur selten veröffentlicht. Eine Ausnahme bildet die Kurve von repräsentativen Sätzen für dreimonatige Euro-Dollars in London, die der Bank von England gemeldet werden; sie wird in deren Vierteljahresbericht veröffentlicht.

Während des Jahres 1960 und der ersten fünf Monate 1961 war der Zins auf dreimonatigen Euro-Dollardepositen beständig höher als auf amerikanischen Schatzwechseln und (seit Februar 1960) auf erstklassigen Bankakzepten.

Die Verhältnisse begünstigten die Anlage von Dollars im europäischen Markt sowie auch die Bewegung aus amerikanischen in englische Schatzwechsel auf kursgesicherter Basis¹. Da die Zinssätze auf Euro-Dollareinlagen je nach der Stellung des Empfangsinstituts und des Einlegers und je nachdem, was über die schliessliche Verwendung der Mittel bekannt ist, schwanken, überrascht es nicht, dass die statistischen Unterlagen aus verschiedenen Quellen nicht immer übereinstimmen². Die Spanne zwischen den Zinssätzen, die von den Banken auf Depositen, welche bei ihnen eingehen, bezahlt werden, und jenen, die sie bei der Weiterverleihung dieser Mittel verdienen, zeigte eine gewisse Kontraktion, als sich der Euro-Dollarmarkt allmählich ausdehnte und die ausländischen Filialen amerikanischer Banken als starke Konkurrenten darin auftraten. 1958 und 1959 waren Bruttozinssmargen zwischen einem halben und einem ganzen

¹ Das Fortbestehen ansehnlicher Unterschiede während mehr als eines Jahres ist auffallend. Zwei Faktoren mögen zur Erklärung beitragen. Erstens ist der Vergleich der Schatzwechsel nicht völlig schlüssig, da es überdies andere Anlagen gibt, darunter Handelswechsel und Euro-Dollardepositen. Ausserdem konnte es, wie die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich bemerkt hat, sehr wohl sein, dass ein ansehnlicher Teil der Mittel, die 1960 nach London strömten, keine Termindeckung gehabt haben (Jahresbericht 1960, p. 151).

² Die typischen Sätze, die der Bank von England gemeldet wurden und in ihrem Quarterly Bulletin wiedergegeben sind, weichen von jenen in den Tabellen 1 und 2 etwas ab, und die Zinssätze, die in verschiedenen Aufsätzen über die Euro-Dollars genannt werden, mögen ihrerseits Abweichungen zeigen. Vgl. beispielsweise H. Heymann, *The Euro-Dollar Market*, *Swiss Review of World Affairs* (Neue Zürcher Zeitung), Januar 1961, p. 6/7, und *The Economist* (London), 1. Oktober 1960, p. 78.

Prozent für eine einzelne Bank nicht ungewöhnlich. Gegenwärtig sind viele Margen von der Grössenordnung von einem Viertelprozent, und selbst kleinere Spannen werden mitunter verzeichnet.

Der Markt ist durch weitgehende Spezialisierung ausgezeichnet. Viele Banken nehmen Dollar-Einlagen von ihren Kunden entgegen, um sie bei Banken in London, Paris oder Zürich zu plazieren. Andere treten als Verteiler von Dollars auf, als Zwischenstationen auf deren Weg über eine grössere oder kleinere Anzahl von Zwischengliedern zum letzten Kreditnehmer. Die fünf oder sechs Banken, die in Paris den grössten Teil des Euro-Dollargeschäftes auf sich vereinigen, verkehren selten direkt miteinander. Statt dessen bedienen sie sich der Vermittlung von sechs oder acht Maklern. Gewisse Geschäftsbanken mögen Dollardepósitos entgegennehmen, während andere in der gleichen Stadt oder im gleichen Land sie anlegen, wobei die meisten der Zwischengeschäfte über London oder ein anderes Finanzzentrum laufen.

Wichtiger als die Zinsspanne für die einzelnen Banken ist die gesamte Zinsmarge für alle an der Euro-Dollarkette beteiligten Institute, angefangen bei der Bank, welche die ursprüngliche Einlage entgegennimmt, bis zu jener, die die Mittel letzten Endes an Unternehmungen oder Einzelpersonen ausleiht. Diese Bruttomarge ist, wie schon gesagt, ungleich, hängt sie doch davon ab, welche Bank am Ende der Kette steht. Für erstklassige Schuldner – Erstklassigkeit definiert nach den Maßstäben des New Yorker Geldmarktes¹ – kann der Zins, der vom letzten Kreditgeber berechnet wird, die « prime rate » in New York oder den Satz von New Yorker Banken für grössere Kredite nicht übersteigen.

Während der ersten acht Monate von 1960 war die « prime rate » 5 % ; seither stand sie auf 4½ % ². Die tatsächlichen Zinskosten für erstklassige Schuldner wären, angesichts der Notwendigkeit, für einen Teil des Kredites Sichteinlagen zu unterhalten, etwa 15 bis 25 % höher gewesen als die genannten Sätze. Diese Anhaltspunkte legen den Schluss nahe, dass die Bruttozinsspanne für die Gesamtheit aller Banken der Euro-Dollarkette im Fall eines ausländischen Kreditnehmers, der im New Yorker Markt als erstklassig gilt, etwa 1½ % betragen haben muss. Dies wird allerdings den Kosten dieser Geschäfte nicht gerecht. Andererseits können nur verhältnismässig wenig Kreditnehmer als erstklassig gelten, so dass die durchschnittliche Zinsspanne beträchtlich höher gewesen sein dürfte.

¹ Dies ist ein wichtiger Vorbehalt. Es kann sehr wohl sein, dass eine Industrieunternehmung in ihrem eigenen Lande ein erstklassiger Kreditnehmer ist, jedoch nicht in New York oder in andern ausländischen Märkten; überdies ist sie unter Umständen ein erstklassiger Kreditnehmer, wenn der Markt flüssig ist, jedoch nicht, wenn das Geld knapp wird.

² Der Durchschnittszins, den New Yorker Banken auf Krediten von 200 000 Dollars und mehr belasteten, war etwas höher. Im März und Juni 1960 belief er sich auf 5,10 %, im Dezember 1960 auf 4,66 % und stand 1961 zwischen 4,63 und 4,66 %.

Die japanischen Geschäftsbanken bezahlen nach allgemeiner Auffassung auf Euro-Dollareinlagen besonders hohe Sätze. Im September 1960, als die japanischen Banken ihre Einlagen rasch aufbauten, wurde in einem Zeitungsbericht ausgeführt, dass zwei Institute in London 5,4% boten zuzüglich 2% «unter dem Tisch» als Sonderprämie¹. Diese Ziffern stehen wahrscheinlich, besonders was die Prämie betrifft, am obersten Rande der herrschenden Zinssätze und -margen. Immerhin sind solche von 5% und selbst etwas mehr für längerfristige Einlagen keineswegs selten. Sie spiegeln die hohen Zinssätze, die der Kreditnehmer in Japan zahlt².

8. Der Umfang des Euro-Dollarmarktes

Verschiedentlich wurde versucht, den Umfang des Euro-Dollarmarktes zu ermitteln, obschon nicht ohne weiteres feststeht, wie dies zu geschehen hat. *Holmes* und *Klopstock* äusserten sich 1960 dahin, dass die Einlagen, die im Euro-Dollarmarkt plaziert seien, auf mehr als eine Milliarde Dollar geschätzt würden³. Eine nicht-amtliche europäische Schätzung neueren Datums legte dem Euro-Dollarmarkt eine Grössenordnung von 1½–2 Milliarden Dollars bei. Die Gesamtsumme der Euro-Dollars, die in London deponiert sind, wurde von einem Beobachter auf etwa 500 bis 1000 Millionen Dollar geschätzt⁴. Alle Schätzungen unterstreichen gebührend den zweifelhaften Charakter dieser Ziffern.

Die Grösse des Euro-Dollarmarktes lässt sich beispielsweise umschreiben als der Betrag an Dollareinlagen, der ursprünglich bei Banken ausserhalb der Vereinigten Staaten (oder in Europa, wenn die Definition eingeschränkt werden soll) plaziert wurde. Eine Dollareinlage bei einer Bank ausserhalb der Vereinigten Staaten würde somit lediglich bei jener Bank gezählt, bei der sie zuerst deponiert wurde; die nachfolgende Kette von Interbank-Depositen würde nicht berücksichtigt. Die Gesamtsumme der Euro-Dollars im Markte wäre dann gleich dem Totalbetrag, den staatliche Stellen, Unternehmungen und Privatpersonen zugute haben, erfasst bei den ursprünglichen Depositen. Leider stehen solche Ziffern nicht zur Verfügung, weder für einzelne Länder, noch auch nur für einzelne Banken.

¹ The Times (London), 15. September 1960.

² Das «Monthly Circular» des Mitsubishi Economic Institute für Dezember 1960 nannte für Euro-Dollardepósitos einen Zinssatz von 4,75–5,00% (p. 12). Diese Durchschnitte müssen auch kurzfristige Einlagen mit umfasst haben.

³ Op. cit. p. 197. Paul *Einzig* bemerkte, man schätze, dass die Euro-Dollars schon lange die Milliardengrenze überschritten hätten (Commercial and Financial Chronicle, New York, 20. April 1961, p. 11).

⁴ The Times (London), 15. September 1960. Eine andere Schätzung, welche die Euro-Dollarguthaben in London auf 500 Mio Dollars bezifferte, findet sich im Aufsatz «The Trend Against Sterling», Bankers' Magazine (London), Januar 1961, p. 40/41.

Viele Banken unterhalten Dollardepositen bei andern Bankinstituten. In folgedessen enthalten die Bruttoziffern aller Dollarguthaben bei sämtlichen Banken ausserhalb der Vereinigten Staaten einen bedeutenden und zudem wechselnden Betrag von Doppelzählungen. Die Nettoziffer der Dollarguthaben, d. h. der Unterschied zwischen Guthaben und Verpflichtungen, die auf Dollars lauten, wirft ausserdem noch weitere begriffliche Probleme auf¹.

Es liegt auf der Hand, dass alle Zahlenangaben über die Grösse der Euro-Dollaranlagen nichts als Vermutungen und vielleicht sogar nur höchst vage Vermutungen sein können². Mit allen Vorbehalten neigt der Verfasser dieser Zeilen zur Annahme, dass der Euro-Dollarmarkt in Grossbritannien Ende 1960 nicht weniger als eine Milliarde Dollar an Depositen umfasste, vielleicht sogar nicht weniger als $1\frac{1}{4}$ Milliarden. Diese Schätzung ist höher als jede andere, die bisher vorgebracht wurde. Der Gesamtmarkt (Grossbritannien plus kontinentale Märkte) würde sich dann auf mindestens 2 Milliarden Dollars belaufen. Einlagen bei kanadischen Banken, die auf amerikanische Dollars lauten, haben in den letzten Jahren um etwa eine Milliarde zugenommen, zur Hauptsache aus den gleichen Gründen, die solche Gelder auch zum Abfluss in den europäischen Dollarmarkt veranlassten.

¹ Die Banca d'Italia berechnete die italienische Euro-Dollarposition als den Unterschied zwischen kurzfristigen Dollarguthaben offizieller Stellen und Banken in Italien, wie sie direkt den Devisenbehörden gemeldet werden, und der Ziffer, die sich aus den Meldungen amerikanischer Banken an das Federal Reserve ergibt. Dementsprechend hätten sich die Euro-Dollars, die Italien im Markt plazierte, Ende 1960 auf (netto) 274 Mio Dollar belaufen (vgl. Jahresbericht der Banca d'Italia 1960, p. 135). Auf Grund revidierter amerikanischer Ziffern würde sich diese Summe auf 368 Mio Dollar belaufen.

² Es scheint angezeigt, an dieser Stelle kurz auf die statistischen Unterlagen über Guthaben und Verbindlichkeiten gegenüber Ausländern hinzuweisen, die für Länder, deren Banken als Teilnehmer am Euro-Dollarmarkt bekannt sind, zur Verfügung stehen:

1. Ziffern über Guthaben und Verbindlichkeiten der Geschäftsbanken auf Rechnung von Ausländern, *aufgeteilt in Dollars und verschiedene andere Währungen*, werden einzig von Italien veröffentlicht.

2. Einige Länder, darunter Kanada, Griechenland, Island und Italien, veröffentlichen Ziffern über ausländische Guthaben und Verbindlichkeiten ihrer Geschäftsbanken für *alle ausländischen Währungen gemeinsam*.

3. Gewisse Länder veröffentlichen Statistiken über die ausländischen Guthaben und Verbindlichkeiten *in ausländischer und eigener Währung* für die Gesamtheit ihrer Banken. Zu dieser Gruppe gehören Österreich, Deutschland, Dänemark und Norwegen. Grossbritannien würde ebenfalls zu dieser Gruppe gehören mit der Ausnahme, dass die englischen Ziffern nur für die ausländischen Banken gelten und dass keine Ziffern für die Clearing Banks zur Verfügung stehen.

4. Verschiedene Länder liefern keine Unterlagen über die ausländischen Guthaben und Verpflichtungen der Handelsbanken, wohl aber über ihre *Nettoposition in allen ausländischen Währungen* zuzüglich jener in Inlandwährung.

5. Einige Länder schliesslich (darunter Frankreich, Belgien und Holland) geben über die ausländischen Kreditbeziehungen ihrer Banken überhaupt *keine Unterlagen* heraus.

Die Bedeutung dieser oder irgendwelcher anderer Schätzungen des ausländischen Dollarmarktes beruht nicht einfach auf diesen Ziffern, die letzten Endes von geringer Bedeutung sind, sobald der Markt einmal eine gewisse funktionsfähige Grösse erreicht hat, sondern viel eher darauf, dass der Markt gross und vielseitig ist, dass viele Parteien an ihm beteiligt sind, die je nach den Verhältnissen bald auf der einen, bald auf der andern Seite im Geschäft stehen, dass hohe Beträge geliehen und geborgt werden können, ohne dass die Zinssätze nennenswert in Mitleidenschaft gezogen werden, und dass lebhafte Konkurrenz herrscht. Diese Charakteristika würden nicht beeinträchtigt, selbst wenn der Markt etwas kleiner oder aber sehr viel grösser wäre, als er heute tatsächlich ist.

9. Die Vereinigten Staaten im auswärtigen Dollarmarkt¹

In der Nachkriegszeit ist New York zu einem immer wichtigeren internationalen Finanzzentrum geworden, und zwar insbesondere durch die Gewährung kurzfristiger Kredite an Ausländer in der Form von Darlehen, Handels- und Bankakzepten und Kontokorrentkrediten. Amerikanische Banken, und ganz besonders New Yorker Banken, versehen ausserdem Korrespondentenfunktionen für ausländische Banken. New Yorker und auch einige andere Banken nehmen Zeit- und Sichteinlagen von ausländischen Regierungen, Banken, Industrieunternehmungen und Privatpersonen entgegen. Dabei suchen sie die Auslandskunden zu veranlassen, ihre Mittel in der Form von Zeitdepositen anzulegen, die einerseits Zins tragen, andererseits eine stabilere und ertragreichere Basis für Kreditgeschäfte abgeben als Sichtdepositen².

Der Zinsertrag der Zeiteinlagen für ausländische Deponenten misst sich nicht allein am Zinssatz. Ein wichtiger Faktor bei der Bestimmung der effektiven Zinskosten für amerikanische Bankkredite sind die sogenannten «compensating balances», indem der Kreditnehmer einen gewissen Mindestteil des Kredits beständig auf seinem Sichtkonto zu unterhalten hat. Dieser Anteil kann sich je nach dem Kunden und der Lage des Geldmarktes beispielsweise auf 10 oder 20% des Kreditbetrages belaufen. Er verringert natürlich den Kreditbetrag,

¹ Die Stellung einzelner Länder im Euro-Dollarmarkt und allgemein in den ausländischen Märkten der verschiedenen Währungen ergibt sich als Resultante zweier Faktoren, erstens der Fähigkeit und des Willens der Handels- und Privatbanken, Kreditoperationen in ausländischer Währung zu unternehmen, zweitens der Zins- und Kapitalbilanzpolitik der Währungsbehörden. Die Stellung von Kanada, Grossbritannien, Japan, Italien, Deutschland, der Sowjetunion und anderer Länder des Sowjetblocks findet sich in der englischen Fassung dieses Aufsatzes dargestellt.

² Auf Zeiteinlagen sind die Pflichtreservesätze niedriger als auf Sichteinlagen. Die Reservesätze für Sichteinlagen bei New Yorker Banken sanken von 21% Mitte 1954 auf 19½% anfangs 1958 und 16½% im Dezember 1960. Die Sätze für Zeitdepositen standen seit Mitte 1954 durchwegs auf 5%.

über den der Kunde wirklich verfügen kann, und erhöht die effektiven Zinskosten. Es kann jedoch sein, dass ein Zeitguthaben, mehr oder weniger ständig unterhalten, vom Gesichtspunkt der Erfüllung dieses Erfordernisses für ausreichend betrachtet wird. Dementsprechend verringern sich die effektiven Zinskosten des Kredits und rücken dem nominellen Zinssatz näher. Dieselbe Rechnung kann natürlich auch von der anderen Seite, unter dem Gesichtspunkt des Zinsertrages von Zeitdepositen statt der Zinskosten auf kommerziellen Krediten, vorgenommen werden. Die Zinssätze auf Zeiteinlagen erscheinen dann als höher denn der nominelle Zins, sobald diese Einlagen als «compensating balances» für Darlehen verwendet werden¹.

Diese kurze Erklärung mag die Wirkungsweise der «Regulation Q» des Federal Reserve Board erläutern helfen, welche den Höchstzinssatz, den eine amerikanische Bank auf Zeitdepositen anwenden darf, vorschreibt. Diese Verordnung beruht auf den Kompetenzen, die der Board im Jahre 1933 erhielt. Die Höchstsätze, die sie vorschreibt, haben seither nur selten geändert, zuletzt am 1. Januar 1962 (vgl. Tab. 3).

Tabelle 3

Amerikanische Höchstzinssätze für in- und ausländische Zeitdepositen
gemäss «Regulation Q» seit 1933
(Prozent p. a.)

Frist	Nov. 1933– Jan. 1935	Febr.– Dez. 1935	1936– 1956	1956– 1961	Seit 1. I. 1962
6 Monate oder mehr	3	2 ¹ / ₂	2 ¹ / ₂	3	3 ¹ / ₂ (4*)
3 bis 6 Monate	3	2 ¹ / ₂	2	2 ¹ / ₂	2 ¹ / ₂
Weniger als 3 Monate	3	2 ¹ / ₂	1	1	1

* Für mindestens 1 Jahr.

Quelle: Federal Reserve Bulletin, Jan. 1962, p. 46.

Diese Sätze sind offensichtlich den zyklischen Veränderungen des Zinsniveaus bei konkurrierenden Anlagen wie Schatzwechseln, Akzepten und erstklassigen Handelswechseln nicht angepasst und berücksichtigen auch die langfristigen Veränderungen kaum. Bis vor kurzem hatte diese Starrheit jedoch keine wesent-

¹ Dieser zusätzliche «Ertrag» auf Zeiteinlagen wird natürlich durch die Differenz zwischen dem Zins auf Zeiteinlagen und den Marktzinssätzen mitbeeinflusst. Wenn die letzteren wesentlich höher sind, wird ein Teil des Unterschiedes früher oder später als zusätzlicher «Ertrag» an die Kunden weitergegeben.

lichen Wirkungen¹. Als aber der Euro-Dollarmarkt im Laufe des Jahres 1958 und erst recht 1959 sich ausdehnte, beschlossen amerikanische Banken mit Filialen in London und kontinentalen Finanzzentren, sich am Markte zu beteiligen. Sie mussten jedoch Zinssätze bezahlen, die derartige Einlagen anzuziehen vermochten und damit höher waren als die New Yorker Sätze, allerdings nicht unbedingt so hoch wie die Sätze, die von anderen Banken in London und anderswo veranschlagt wurden². Die Höhe und Verbreitung dieser Zinsdifferenz zwischen amerikanischen und anderen Banken in London ist in Bankkreisen weiterum erörtert worden, doch gibt es darüber keine statistischen Unterlagen. Die amerikanischen Banken pflegen die Existenz dieser Differenz herauszustreichen und bagatellisieren andererseits den Unterschied zwischen den Zinssätzen, die sie im Ausland und in den Vereinigten Staaten berechnen, während die nicht-amerikanischen Banken das Vorhandensein eines Unterschiedes bestreiten und betonen, dass die amerikanischen Banken die Depositen zum laufenden Marktzins erhalten.

¹ New Yorker Banken klagten darüber, dass das Anwachsen der ausländischen Dollarmärkte die Folge der « Regulation Q » sei. Obgleich die Euro-Dollargeschäfte der ausländischen Filialen die amerikanischen Banken jedenfalls teilweise von der « Regulation Q » faktisch befreiten, fordern die Banken, um wirksamer konkurrieren zu können, nach wie vor deren Beseitigung. Gewisse Stimmen liessen sich dahin vernehmen, dass dieser Auffassung durch die amerikanischen Behörden ernsthafte Aufmerksamkeit geschenkt werden sollte (vgl. beispielsweise die Empfehlung der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich in ihrem Jahresbericht 1960, p. 138).

Die Expansion der Euro-Dollargeschäfte, der grosse Kapitalabfluss des Jahres 1960 und das Zahlungsbilanzdefizit der Vereinigten Staaten haben die Aufmerksamkeit auf die Frage gelenkt, welches Zinsniveau nötig sei, um die Mittel im Lande zu halten. In diesem Zusammenhang sollte beachtet werden, dass auch der amerikanische Markt seine starren und konventionellen Elemente hat. So bezahlten etwa New Yorker Banken viele Jahre lang keinen Zins auf Zeiteinlagen inländischer Firmen. Dies unterstützte natürlich die Tendenz zur Anlage dieser inländischen Mittel in kurzfristigen Wertschriften, zuerst inländischen und in neuerer Zeit auch ausländischen. Die New Yorker Banken versuchen nunmehr, einen Teil dieser Industriegelder an sich zu ziehen, indem sie Einlagezertifikate mit fester Einlösungsfrist abgeben. Im Dezember 1961 belief sich der ausstehende Betrag in New York auf etwa 1 Milliarde Dollar, in andern grösseren Städten auf etwa 600 Mio Dollar (vgl. New York Times, 21. Januar 1962).

Man hat schon vorgeschlagen, dass ausländischen öffentlichen Körperschaften für die Anlage ihrer Dollarmittel besondere Papiere zu vorteilhaften Zinssätzen angeboten werden sollten. Andererseits wurde die Frage aufgeworfen, ob zwischen privaten und öffentlichen Besitzern von Dollarguthaben im Ausland und zwischen ausländischen und amerikanischen Investoren wirklich eine klare Trennungslinie gezogen werden könne (vgl. etwa Roy L. Reiersen von der Bankers Trust Company in: A New Money Market Instrument, vervielfältigt, 24. März 1961). Es wurde auch schon argumentiert, dass derartige Massnahmen diskriminatorisch wären, das inländische Zinsniveau in die Höhe drücken müssten und die Zinszahlungen ans Ausland anschwellen lassen würden (vgl. New York Times, 12. April 1961, und Wall Street Journal, 8. Mai 1961).

² Dass diese Konkurrenzsätze bezahlt wurden, scheint zu bedeuten, dass der Federal Reserve Board nichts gegen sie einzuwenden hat. Es scheint jedoch über diesen Punkt keine offizielle Erklärung vorzuliegen.

Das Ergebnis dieser Operationen lässt sich aus den Ziffern über ausländische Depositenkonten abschätzen, die von den amerikanischen Banken in London veröffentlicht werden. Diese Unterlagen zeigen, dass sich die laufenden (Sicht-) und Depositen- (Zeit-)konten amerikanischer Filialen in London zugunsten von Ausländern (Banken und anderen) in den letzten Jahren auf folgende Beträge beliefen¹:

1955	105 Mio Dollar	1959	361 Mio Dollar
1956	96 Mio Dollar	1960	812 Mio Dollar
1957	145 Mio Dollar	März 1961	909 Mio Dollar
1958	189 Mio Dollar	Sept. 1961	1002 Mio Dollar

Diese Beträge umfassen auf Sterling lautende Guthaben sowie auch Guthaben in anderen Währungen, insbesondere Dollars. Man darf jedoch zuverlässig annehmen, dass der Zuwachs ausländischer Guthaben in den Jahren 1959/1960 in erster Linie auf Depositen entfällt, die in Dollars eingelegt wurden und auf Dollars lauteten. Nachdem die amerikanischen Banken einmal beschlossen hatten, sich am Euro-Dollarmarkt zu beteiligen, erhöhten sie also ihre Nicht-Sterlingdepositen um mehr als 600 Mio Dollar allein in den Jahren 1959 und 1960 und um weitere 190 Mio in den ersten neun Monaten des Jahres 1961. Anfangs 1959 bemühten sich nur eine oder zwei amerikanische Banken um derartige Dollareinlagen. Später, als die Anstrengungen dieser Wegbereiter sich als erfolgreich erwiesen, begannen andere amerikanische Institute in London eine ähnliche Geschäftstätigkeit zu entfalten. Es ist anzunehmen, dass im Frühling 1961 die amerikanischen Banken etwa die Hälfte aller Dollardepositen in London auf sich vereinigten.

Die Euro-Dollargeschäfte amerikanischer Filialen in London und auf dem Kontinent unterstehen einer straffen Kontrolle durch den Hauptsitz. Die normalen Zinssätze auf Depositen sowie auch jene, die in speziellen Fällen angeboten werden, werden der Zentrale zur Genehmigung vorgelegt. In diesen Sätzen kommen zwei hauptsächliche Faktoren zum Ausdruck. Der erste von ihnen ist die jeweilige Stellung der Filiale im betreffenden lokalen Markte und ihr Bestreben, die lokalen Konkurrenzverhältnisse nicht unnötig zu stören. Der zweite Faktor ist das Depositenvolumen, das der Hauptsitz in London und anderen europäischen Zentren erreichen möchte. Da der Hauptteil der Euro-Dollardepositen, die den amerikanischen Filialen zufließen, durch den Transfer dieser Mittel von der ausländischen Filiale an den Hauptsitz in den Vereinigten Staaten Verwendung gefunden hat, hängen die Zinssätze zwangsläufig davon ab, welchen Dollarbetrag die Zentrale im Vergleich zu den Zinskosten anderweitig erlangter Mittel glaubt ertragbringend verwenden zu können.

¹ Berechnet nach dem Quarterly Bulletin der Bank von England, Dezember 1961, Tabelle 11.

Die ausländischen Filialen amerikanischer Banken bemühten sich zwar nicht allzu eifrig um Dollareinlagen, doch liessen sie den Markt immerhin wissen, dass der Zins für solche Einlagen höher sei als in den Vereinigten Staaten und dass sie an ihnen interessiert seien. In gewissen Fällen verdankten die Filialen solche Einlagen der Politik ihres Hauptsitzes. Wenn dieser befürchten zu müssen glaubte, dass ihm ausländische Guthaben verloren gehen könnten, machte er seine ausländischen Deponenten vielleicht darauf aufmerksam, dass seine ausländischen Filialen höhere Zinsen zahlen konnten als er selbst in den Vereinigten Staaten. Während solche Fälle ohne Zweifel vorkamen, ist es unmöglich, ihre Zahl und ihre Bedeutung zu bestimmen¹.

Die Dollarguthaben, die den Londoner Filialen amerikanischer Banken zuflossen, wurden in erster Linie als Vorschüsse an den Hauptsitz in den Vereinigten Staaten, in zweiter Linie zur Gewährung von Krediten an dollarsuchende Industrieunternehmen verwendet. Nur geringe Beträge sind in Sterling konvertiert worden. Diese Verwendungspraxis unterschied sich deutlich von jener anderer ausländischer Banken in London, die einen wesentlich grösseren Teil ihrer Dollarmittel in Sterling anlegten. Als die Bankreserven Ende 1958 und wiederum in der zweiten Hälfte 1961 knapper zu werden begannen, hatten die amerikanischen Filialen erst recht gute Gründe, Dollarmittel nach den Vereinigten Staaten zu transferieren².

Es ist recht bemerkenswert, dass die Depositenkonten amerikanischer Filialen zugunsten von Ausländern in der zweiten Hälfte 1960 nicht anstiegen wie jene der anderen ausländischen Banken in London. Dies legt den Schluss nahe, dass während jener Zeit für die amerikanischen Zweigstellen der eine oder andere – oder beide – der beiden folgenden Faktoren von Bedeutung gewesen ist: Erstens mag es sein, dass der Hauptsitz angesichts der wachsenden Reserven für zusätz-

¹ Die amerikanischen Banken gingen nur dann in diesem Sinne vor, wenn sie dies für unerlässlich hielten, um ihre ausländischen Konten an sich zu binden. Noch weiter gingen sie, um ihre inländischen Kunden davon abzuhalten, Depositen in London zu unterhalten. In welchem Umfange diese Bemühungen erfolgreich waren, weiss man nicht.

² Die Veränderungen der sogenannten freien Reserven, d. h. der Differenz zwischen den tatsächlichen Reserven und der Summe der Pflichtreserven und der Verschuldung, gehen aus der folgenden Aufstellung hervor:

Monatsdurchschnitt der freien Reserven von New Yorker Banken
(in Mio Dollar)

Monat	1958	1959	1960	1961
März	29	16	1	9
Juni	7	- 15	16	40
September	- 18	- 227	- 2	2
Dezember	- 80	- 109	10	- 50

Quelle: Federal Reserve Bulletin.

liche Mittel aus dem Ausland kein Interesse hatte. Zweitens konnten zusätzliche Einlagen möglicherweise nur zu höheren Zinssätzen erlangt werden, durch die dann auch der Satz auf alten Depositen in die Höhe gedrückt worden wäre. Diese Umstände müssen sich 1961 wieder geändert haben, nahmen doch die ausländischen Guthaben allein in den ersten sechs Monaten um fast 200 Mio Dollar zu.

10. Schlussbemerkungen

Die Entwicklung auf den ausländischen Märkten für Dollars und andere Währungen hatte eine Anzahl bedeutender Wirkungen.

Erstens hat sie starken Einfluss auf die Struktur und das Niveau der Zinssätze in verschiedenen Ländern. Insbesondere macht sie es innerhalb eines einzelnen Landes schwieriger, die Starrheit gewisser Geschäftsbedingungen oder traditioneller und kartellmässiger Übereinkünfte über die Aktiv- und Passivzinssätze aufrechtzuerhalten. Im allgemeinen wirkt sie darauf hin, die Zinssätze in verschiedenen Ländern näher zusammenrücken zu lassen¹. Der Daseinsgrund dieser ausländischen Geldmärkte liegt in vielen Ländern darin, dass der Zinsertrag, der sich international erzielen lässt, höher, der Satz, der international für Kredite bezahlt werden muss, jedoch niedriger ist als die inländischen Sätze. Starke Unternehmungen, beispielsweise in Italien, bezahlen für Euro-Dollarkredite weniger, als sie für Dollars in New York oder Lire in Italien zu bezahlen hätten, während alle übrigen Gesellschaften wenigstens vorläufig weiterhin die höheren Inlandsätze bezahlen. Infolgedessen wird der Unterschied in den Zinskosten zwischen erstklassigen und andern Kreditnehmern zunächst grösser. Immerhin hat der andauernde Konkurrenzdruck die Tendenz, die durchschnittlichen Zinskosten im Inland allmählich herabzusetzen und den Unterschied zum internationalen Zinsniveau, insbesondere zum Satz für Euro-Dollars und Euro-Geld, zu verringern. Langfristig gesehen wird deshalb der Unterschied der Kreditkosten zwischen verschiedenen Gruppen von Kreditnehmern, ungeachtet der anfänglichen Zunahme, eher geringer.

Zweitens haben die ausländischen Märkte für Dollars, Sterling und andere Währungen die Kosten der Aussenhandelsfinanzierung verringert und wahrscheinlich den Gesamtbetrag der verfügbaren Aussenhandelskredite für einige Länder, insbesondere Japan, erhöht.

Drittens hat die Entwicklung ausländischer Dollarmärkte die Bedeutung des Dollars als einer internationalen Währung verstärkt². Dollars werden nun von

¹ Über diese und andere Wirkungen der ausländischen Devisenmärkte vergleiche den Vortrag von Guido Carli vor der italienischen Bankier-Vereinigung, *Mondo Economico* (Mailand), 6. Mai 1961.

² Vgl. *Holmes und Klopstock*, op. cit. p. 201/202, und Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Jahresbericht 1960, p. 138.

Geschäftsbanken und anderen Finanzinstituten in grösserem Umfang gehalten und verwendet. Dementsprechend wird die Einlösung von Dollars in Gold verringert, und dasselbe gilt, wenn staatliche Währungsreserven an Geschäftsbanken verkauft oder bei ihnen eingelegt werden. Auf der andern Seite verlieren die amerikanischen Banken die Verfügung über diese Mittel, mit Ausnahme – und dies ist allerdings eine bedeutende Ausnahme – jener Beträge, die von ausländischen Filialen amerikanischer Banken in die Vereinigten Staaten zurückgelangen. Diese Entwicklung hat ausserdem die internationale Bedeutung anderer Währungen erhöht. Die letztgenannte Wirkung war vorläufig zwar eher gering, doch erscheint es keineswegs als unwahrscheinlich, dass verschiedene europäische Währungen sich dem Status einer internationalen oder «Schlüsselwährung» annähern werden und in grösseren Beträgen ausserhalb ihres Ursprungslandes gehalten werden.

Viertens verbessert die Entwicklung ausländischer Märkte für Dollars, Sterling und andere Währungen, angesichts der engen Verbindung mit den inländischen Geldmärkten der betreffenden Länder und den Devisenmärkten, die Liquidität. Vom Standpunkt irgendeines einzelnen Landes verwischt sich durch diese Entwicklung der Unterschied zwischen Krediten in ausländischer und inländischer Währung, so dass die ausländischen zu den inländischen Krediten hinzugezählt werden können. International lässt sich dies entweder als eine Erhöhung der Umlaufgeschwindigkeit und Effizienz oder als eine Erhöhung des Betrages der liquiden Mittel interpretieren. Ob man darin einen Vor- oder einen Nachteil sehen muss, hängt von der Verwendung der Kredite ab, nämlich davon, ob sie mit Zurückhaltung für vernünftige Zwecke oder aber zur Übersteigerung spekulativer Operationen und zur Finanzierung umfangreicher Kapitalbewegungen störenden oder sinnlosen Charakters verwendet werden.

Schliesslich kann die Entwicklung ausländischer Märkte für Dollars und andere Währungen, indem sie die Zinssätze in verschiedenen Ländern in ein neues Verhältnis setzt und die Kräfte der internationalen finanziellen Integration verstärkt, die Aufgabe der inländischen Geldpolitik modifizieren. Es mag deshalb – und auch aus anderen Gründen – für ein einzelnes Land zunehmend schwieriger werden, die Position seiner eigenen Zinssätze im Rahmen der internationalen Zinsstruktur zu beeinflussen. Infolgedessen kann man sich in weniger hohem Masse auf die inländische Geldpolitik verlassen, und die Notwendigkeit anderer, ergänzender Massnahmen erhöht sich. Soweit dies zutrifft, dürften die Vorzüge einer beweglichen Zinspolitik, die im vergangenen Jahrzehnt so hoch eingeschätzt wurden, im Zuge des laufenden Jahrzehnts in den Hintergrund treten.

OSCAR L. ALTMAN

**Mercati esterni del dollaro
della sterlina e di altre valute**

**BANCARIA
ROMA 1962**

BANCARIA
RASSEGNA
dell' ASSOCIAZIONE BANCARIA ITALIANA

Estratto dai nn. 2 e 3 - Febbraio e Marzo 1962

OSCAR L. ALTMAN

**Mercati esterni del dollaro
della sterlina e di altre valute**

ROMA 1962

In questo studio l'Autore, consulente del Servizio Studi e Statistica del Fondo Monetario Internazionale, si è avvalso di materiale già pubblicato, ma esso si fonda, per la maggior parte, su di una visita di tre settimane in Europa nel marzo 1961. Esso è inoltre il frutto di colloqui avuti a Londra, Parigi, Basilea, Zurigo, Roma e Francoforte con funzionari di banche centrali, di banche commerciali e di banche private. Altri colloqui poi, ebbero luogo presso banche commerciali a New York e con funzionari del Federal Reserve System a New York e a Washington.

Un testo abbreviato di questo studio è apparso in « Staff Papers » del Fondo Monetario Internazionale, vol. VIII, dicembre 1961.

INDICE

	PAG.
I - Introduzione	7
II - Mercati esterni del dollaro	10
Euro-dollari ed altri dollari	10
Le operazioni in euro-dollari e il volume dei depositi in dollari negli Stati Uniti	14
Gli euro-dollari e la titolarità dei depositi	15
Tipi di operazioni in euro-dollari	17
I vantaggi offerti dal mercato dell'euro-dollaro	21
Margini d'interesse, tassi di interesse differenziali e mercato dell'euro-dollaro	25
La struttura dei tassi di interesse per gli euro-dollari	28
Le dimensioni del mercato europeo del dollaro	33
Gli effetti delle operazioni in euro-dollari	38
III - Posizione dei singoli paesi sui mercati esterni del dollaro	41
Stati Uniti	41
Canada	46
Giappone	49
Italia	53
Germania	62
L'Unione Sovietica e altri Paesi della cortina di ferro	66
Gran Bretagna	69
IV - Mercati esterni delle valute convertibili	71
Base per le operazioni esterne in sterline e in altre valute europee	71
Operazioni esterne in valute convertibili	76
Tassi di interesse sull'euro-sterlina e su altre valute	77
V - Conclusioni	80

In questo studio l'Autore, consulente del Servizio Studi e Statistica del Fondo Monetario Internazionale, si è avvalso di materiale già pubblicato, ma esso si fonda, per la maggior parte, su di una visita di tre settimane in Europa nel marzo 1961. Esso è inoltre il frutto di colloqui avuti a Londra, Parigi, Basilea, Zurigo, Roma e Francoforte con funzionari di banche centrali, di banche commerciali e di banche private. Altri colloqui poi, ebbero luogo presso banche commerciali a New York e con funzionari del Federal Reserve System a New York e a Washington.

Un testo abbreviato di questo studio è apparso in « Staff Papers » del Fondo Monetario Internazionale, vol. VIII, dicembre 1961.

INDICE

	PAG.
I - Introduzione	7
II - Mercati esterni del dollaro	10
Euro-dollari ed altri dollari	10
Le operazioni in euro-dollari e il volume dei depositi in dollari negli Stati Uniti	14
Gli euro-dollari e la titolarità dei depositi	15
Tipi di operazioni in euro-dollari	17
I vantaggi offerti dal mercato dell'euro-dollaro	21
Margini d'interesse, tassi di interesse differenziali e mercato dell'euro-dollaro	25
La struttura dei tassi di interesse per gli euro-dollari	28
Le dimensioni del mercato europeo del dollaro	33
Gli effetti delle operazioni in euro-dollari	38
III - Posizione dei singoli paesi sui mercati esterni del dollaro	41
Stati Uniti	41
Canada	46
Giappone	49
Italia	53
Germania	62
L'Unione Sovietica e altri Paesi della cortina di ferro	66
Gran Bretagna	69
IV - Mercati esterni delle valute convertibili	71
Base per le operazioni esterne in sterline e in altre valute europee	71
Operazioni esterne in valute convertibili	76
Tassi di interesse sull'euro-sterlina e su altre valute	77
V - Conclusioni	80

I - Introduzione

Questo studio si propone di descrivere e valutare i recenti sviluppi dei mercati esteri del dollaro, della sterlina e delle principali valute europee.

Il dollaro USA è la principale moneta trattata sui mercati esterni, sui mercati cioè al di fuori degli Stati Uniti nei quali vengono raccolti e impiegati i depositi espressi in dollari. I mercati esterni più importanti per depositi in dollari si trovano nel Canada (Montreal e Toronto), a Londra e in numerose città dell'Europa occidentale. Il mercato europeo del dollaro, il mercato londinese e il mercato continentale del dollaro, tanto per citare alcuni termini largamente usati per indicare le operazioni di raccolta e di investimento di dollari a breve termine, vanno inclusi nell'espressione « mercati esterni del dollaro ».

Analogamente, il termine « mercati esterni della sterlina » si riferisce a quei mercati al di fuori del Regno Unito che raccolgono e impiegano depositi espressi in sterline. Praticamente tutte le operazioni di raccolta e di impiego di depositi espressi in sterline si svolgono nell'Europa occidentale.

Vi sono, inoltre, a Londra e nell'Europa occidentale « mercati esterni » per quasi tutte le altre monete dell'Europa occidentale, in specie il franco svizzero, il DM., la lira e il fiorino olandese.

Una disamina esauriente del mercato europeo del dollaro nel 1960, fondata su interviste e indagini sul posto in sei paesi, fu effettuata da Holmes e Klopstock che ne pubblicarono i risultati in un articolo assai citato (1). La *New York Clearing House Association* pubblicò una relazione sullo stesso argomento nel luglio 1960 (2). Molto è stato iscritto e discusso su giornali e riviste sullo sviluppo ed il significato del mercato dell'euro-dollaro e dell'euro-sterlina. L'argomento è stato inoltre brevemente trattato nelle « Relazioni annuali » del Fondo Monetario Internazionale, della Banca dei Regolamenti Internazionali e di numerosi altri organismi ufficiali.

Le operazioni in dollari USA superano in valore quelle effettuate in tutte le altre valute considerate nel loro insieme. Questo studio si rivolge pertanto particolarmente ai mercati esterni del dollaro. Nella maggior parte dei casi, tuttavia, ciò che si dirà per il dollaro vale anche per le altre monete. Ai fini di una loro analisi i dollari trattati sui mercati esterni possono essere raggruppati sotto due classificazioni distinte, come se fossero trattati in due forme diverse, benchè in pratica le banche e gli operatori in cambi usino passare con facilità

(1) Cfr. HOLMES and KLOPSTOCK: *The Market for Deposits in Europe*, in « Monthly Review » della Federal Reserve Bank of New York, novembre 1960.

(2) *A Study of Regulation Q as it Applies to Foreign Time Deposits*.

e rapidamente da una forma all'altra. Una di tali due forme consiste nell'operare esclusivamente in dollari, ossia un possessore di dollari ne offre la disponibilità, direttamente o attraverso uno o più intermediari finanziari, a chi voglia prendere a prestito dollari. I dollari sono dunque presi a prestito e quindi dati in prestito, cioè — per usare il linguaggio del mercato esterno dei dollari — i depositi in dollari vengono prima raccolti e quindi impiegati. Con la seconda forma si possono ottenere dollari impersonalmente attraverso il mercato dei cambi. In questo caso si comincia col prendere a prestito o con l'accettare depositi in qualche altra moneta, salvo utilizzarli successivamente contro dollari, con o senza copertura a termine. Oltre il dollaro è interessata a questo genere di operazioni almeno un'altra moneta, a volte due o tre. Inoltre, tali operazioni vengono effettuate quando vi siano buone possibilità di effettuare proficui arbitraggi ed operazioni in cambi, possibilità che si riferiscono anche alla struttura dei tassi di cambio per operazioni a pronti e a termine, in rapporto alla struttura dei tassi di interesse, nonché alla speculazione.

E' chiaro dunque che i dollari, europei o no, possono essere ottenuti sia prendendoli a prestito direttamente, sia acquistandoli sul mercato dei cambi. La scelta tra l'uno e l'altro metodo è principalmente una questione di costo; tuttavia per le operazioni di una certa importanza può essere più facile operare con il primo metodo piuttosto che con il secondo.

La seconda parte di questo studio ha per oggetto le attività nei mercati esterni dei dollari, dove i dollari vengono trasferiti da una persona ad un'altra in relazione alle possibilità

di profitto. Essa tratta i vari aspetti del mercato estero dei dollari. La terza parte analizza i presupposti e le condizioni che hanno consentito a taluni paesi di acquisire un certo peso in materia di effettuazione, raccolta ed impiego di depositi in dollari. La quarta parte considera i mercati esteri di dollari e di altre monete dal punto di vista del mercato dei cambi, ossia del mercato dove le monete vengono spesso usate per acquistare altre monete. La quinta parte, infine, contiene alcune note conclusive.

II - Mercati esteri del dollaro

Euro-dollari ed altri dollari

Non vi è, naturalmente, differenza tra euro-dollari o dollari continentali e ogni altra specie di dollari. La qualificazione « euro » ha un significato in quanto rappresenta operazioni *su* dollari e mercati esteri *per* dollari, ma non riflette alcuna differenza *tra* dollari.

In una prassi del tutto normale, il titolare di un deposito in dollari (intendendosi per tale non il possesso di biglietti) tiene tali disponibilità presso una banca americana a suo nome, nella forma di deposito a vista o a termine. Le banche americane impiegano i fondi così depositati nelle loro operazioni commerciali. Nè ha importanza la residenza del titolare del deposito sia egli americano o straniero, e, se straniero, governo, banca, impresa o privato cittadino.

La caratteristica fondamentale delle operazioni in euro-dollari è data da due varianti

a questa prassi, riguardanti la successione dei trasferimenti dei depositi in dollari da un titolare all'altro e il loro utilizzo, ossia le operazioni che con essi vengono compiute.

In primo luogo va rilevato che la catena dei trasferimenti fra colui che si può chiamare il titolare « finale » di un deposito in dollari e la banca americana comporta il passaggio attraverso numerosi intermediari. Così, in una unica sequenza può avvenire che un'impresa industriale o una banca depositi dollari (ossia trasferisca il suo diritto su un deposito in dollari negli Stati Uniti) presso una banca londinese; questa può, a sua volta, depositare la stessa somma presso una banca italiana, che a sua volta può prestarli ad un suo cliente italiano. Se i dollari fossero stati depositati presso una banca giapponese invece che presso una banca italiana, è probabile che i dollari sarebbero stati cambiati contro yen mediante operazioni di riporto in divisa o « swap », cioè venduti a pronti e riacquistati a termine. I dollari potrebbero essere comprati a pronti da un'altra banca commerciale giapponese oppure (qualora lo yen si trovi al suo limite di cambio) dal Conto Speciale Giapponese. Fino a questo punto il titolare della partita rimane uno straniero, anche se diverso da colui che per primo affidò i suoi fondi al mercato europeo del dollaro. Il deposito in dollari presso la banca americana, che costituisce la base di tutte queste operazioni, non ha lasciato gli Stati Uniti. Nè ciò ha avuto alcuna influenza sull'ammontare complessivo dei depositi in dollari negli Stati Uniti, benchè i depositi che sono oggetto di queste particolari transazioni possano mutare di classificazione da depositi a

termine a depositi a vista, o essere trasferiti da una banca ad un'altra.

In secondo luogo, le operazioni in euro-dollari, che si svolgono attraverso una catena di intermediari finanziari, hanno l'effetto di trasferire via via a soggetti diversi il controllo sull'uso e sull'investimento di tali fondi. Quando non si tratta di operazioni in euro-dollari, i fondi rappresentati da depositi in dollari presso una banca americana saranno dati in prestito da una banca americana. Tali prestiti possono essere effettuati all'interno degli Stati Uniti o fuori, ad americani o a stranieri, e possono essere spesi ovunque. Quando i dollari entrano nel mercato dell'euro-dollaro, le decisioni riguardanti l'uso di questi fondi sono prese dagli anelli della catena di tale mercato. I fondi resi disponibili attraverso il mercato europeo del dollaro possono essere utilizzati da un importatore straniero che così evita di ricorrere ad un credito bancario americano o ad un'accettazione bancaria o commerciale.

Dal punto di vista della banca americana, lo sviluppo del mercato dell'euro-dollaro ha l'effetto di ridurre il volume di affari o di renderlo meno redditizio, o entrambi.

Dal punto di vista della banca estera le operazioni in euro-dollari allargano il volume di affari, o lo rendono più redditizio, o entrambi. La banca estera può agire come semplice intermediaria nella catena del mercato dell'euro-dollaro, aiutando a raccogliere fondi per investimenti o ad investire fondi raccolti da altri. In ambedue i casi essa ricava ciò che può chiamarsi una commissione uguale alla differenza tra l'interesse passivo sui depositi e l'interesse che essa ricava sui fondi che deposita presso

un'altra banca. Ma il suo intervento può avere luogo alla fine della catena di trasferimenti di euro-dollari, prestando i fondi a un'impresa o ad un privato, sotto forma di dollari o di altra divisa. In questo ultimo caso, essa può, a sua scelta, assumere tutti, parte, o nessuno dei rischi di cambio inerenti alla conversione di valuta. Il mutuatario può usare i dollari per pagare un esportatore americano o un esportatore di altra nazionalità. Nel primo caso il deposito, dal punto di vista delle statistiche americane, viene trasferito da un titolare straniero a un titolare nazionale; nel secondo caso da un titolare straniero ad un altro.

Dal punto di vista di colui che prende a prestito fondi nel mercato dell'euro-dollaro, il processo è una forma di mobilitazione di saldi in dollari esistenti presso banche situate al di fuori degli Stati Uniti, col risultato di rendere possibile l'ottenimento di crediti in dollari fuori degli Stati Uniti.

Le operazioni in euro-dollari sono effettuate da banche e da istituti finanziari e si risolvono nell'accettare e nel costituire depositi in dollari. Si potrebbe egualmente dire che con tali operazioni si chiedono e si ottengono prestiti di dollari. La banca che riceve un deposito in dollari (in seguito ad iniziative più o meno attive da parte della banca stessa e nell'ambito della concorrenza di mercato) in realtà non fa che prendere a prestito dollari; a sua volta, la banca che effettua o colloca depositi in dollari presso un'altra banca, in realtà concede un credito in dollari.

Le operazioni in euro-dollari e il volume dei depositi in dollari negli Stati Uniti

Per valutare gli effetti delle operazioni in euro-dollari sul volume dei depositi in dollari è bene cominciare col considerare il totale dei depositi presso tutte le banche degli Stati Uniti. I titolari di tali depositi sono cittadini americani e stranieri e, in entrambi i casi, privati, aziende, banche e governi. Il totale dei depositi può essere aumentato solo qualora il sistema bancario nel suo complesso accresca lo ammontare del credito, mediante prestiti o investimenti; il totale dei depositi può essere ridotto solamente contraendo il credito, ossia utilizzando un deposito per rimborsare un prestito oppure scambiando un deposito contro valuta. Se i depositi non vengono usati in tal modo, essi non possono scomparire; possono solo essere accreditati su un conto e contemporaneamente addebitati su un altro. La nazionalità di colui che paga e di colui che riceve non influisce minimamente su questi rapporti. Si ha in sostanza una situazione analoga a quanto accade nelle operazioni bancarie interne, quando un deposito a vista o a termine viene trasferito da una banca commerciale ad una cassa di risparmio o ad altra istituzione di credito.

Le operazioni estere in euro-dollari (trascurando per il momento di considerare l'impiego che il mutuatario ultimo fa dei suoi dollari) consistono semplicemente nel trasferimento di fondi da un conto ad un altro e non influiscono affatto sull'ammontare complessivo dei depositi a vista o a termine delle banche americane. Si tratta di operazioni che rendono superfluo per

gli stranieri il chiedere prestiti alle banche americane ed è ovvio quindi che esse non riducano il volume dei depositi delle banche negli USA.

Nonostante sia stata avanzata l'ipotesi che le operazioni in euro-dollari trasferiscano fondi da depositi a termine a depositi a vista, i dati disponibili non sembrano dimostrare che ciò sia effettivamente avvenuto.

L'ammontare complessivo dei depositi a vista di banche estere negli ultimi cinque anni ha toccato una media di poco più di 1 miliardo e mezzo di dollari. Intorno a questa media si sono avute lievi fluttuazioni. I depositi a termine hanno subito variazioni sostanziali, dovute apparentemente alla diversità dei tassi di rendimento per le varie forme di investimento a breve possibili, quali depositi vincolati, Buoni del Tesoro e accettazioni bancarie (3).

Gli euro-dollari e la titolarità dei depositi

Le operazioni in euro-dollari modificano ampiamente la titolarità dei depositi in dollari che le banche segnalano nelle loro statistiche. I dati usati nella segnalazione (compresi negli « impegni a breve termine nei confronti di stranieri, denunciati da banche») sono predisposti da banche americane e si riferiscono al titolare al cui nome è stato aperto il singolo conto. Allorché una banca tedesca trasferisce i suoi depositi in dollari ad una banca londinese i dati forniti mostrano un accrescersi degli impegni in dollari degli Stati Uniti nei confronti del Regno Unito

(3) Vedi Federal Reserve Bank of New York « Monthly Review », luglio 1960, pagg. 118-23.

e una diminuzione di quelli nei confronti della Germania.

In generale le operazioni in euro-dollari mutano la titolarità ufficiale dei depositi in tre modi: tra un paese e l'altro; tra possessori ufficiali e non ufficiali; e, nell'ambito del settore non ufficiale, tra privati, imprese e banche. Tali mutamenti hanno reso meno significative le statistiche correnti sugli impegni a breve nei confronti di stranieri.

Essi hanno altresì enormemente accresciuto il totale dei crediti in dollari a breve (l'inverso degli impegni in dollari di cui sopra) secondo le statistiche di altri paesi che, in tal modo, mostrano consistenze più rilevanti di riserve internazionali ufficiali e di liquidità internazionale privata. Poichè ogni anello della catena degli euro-dollari ne segnala nel proprio bilancio la titolarità, il volume totale dei depositi ne risulta necessariamente accresciuto.

La differenza tra l'indebitamento a breve quale risulta dai dati rilevati negli Stati Uniti e le attività in dollari risultanti dai dati forniti dai rispettivi titolari vengono regolarmente pubblicate dal Fondo Monetario Internazionale (4).

L'eccedenza dei saldi attivi denunciati dai vari paesi sull'indebitamento a breve delle banche degli Stati Uniti si è accresciuta nel 1959 e, più bruscamente, nel 1960. Il che rispecchia senza dubbio in parte le operazioni in euro-dollari; in parte assai minore riflette operazioni in euro-sterline.

Parte degli euro-dollari non sono che depositi di grandi società americane che le banche

(4) Vedi « International Financial Statistics ».

degli Stati Uniti segnalano assieme ai depositi raccolti a Londra o altrove. Per stimare il deficit della bilancia dei pagamenti degli Stati Uniti molto spesso si aggiunge alla perdita di oro l'aumento dell'indebitamento a breve sull'estero. Ne deriva che i trasferimenti effettuati dalle grandi società hanno l'effetto di far aumentare le dimensioni del deficit denunciato.

Tipi di operazioni in euro-dollari

Può essere utile a questo punto considerare alcuni tra i tipi più comuni di operazioni in euro-dollari:

1) Un importatore è libero di finanziarsi in dollari fuori degli Stati Uniti per pagare esportazioni americane. L'importatore preferirà prendere a prestito sul mercato dell'euro-dollaro quando tale forma di finanziamento sia più conveniente (cioè, meno costosa) di altre forme: accettazioni bancarie o commerciali; prestito diretto da parte di una banca americana o prestito in qualche altra divisa da convertire successivamente in dollari. Quando gli euro-dollari vengono usati per pagare esportazioni americane, si riducono i depositi americani a nome di stranieri mentre i depositi intestati a residenti americani ne risultano corrispondentemente accresciuti (5).

(5) Nella primavera del 1961 esportatori europei, soprattutto tedeschi, contrassero prestiti in dollari, tanto sul mercato europeo del dollaro che a New York, per procurarsi disponibilità in valuta locale a pronti. Dato lo sconto sul dollaro a termine, ciò risultava più conveniente che convertire sul mercato a termine il ricavo futuro delle esportazioni (per es. in DM).

Prima o poi l'importatore straniero dovrà a sua volta acquistare dollari nel mercato dei cambi per liquidare il proprio debito.

2) Un importatore potrà anche prendere a prestito dollari per finanziare importazioni da paesi diversi dagli Stati Uniti. In questo caso, la titolarità del deposito in dollari sarà trasferita da un operatore di un paese ad un operatore di altro paese. Questa successione di trasferimenti può essere lunga — praticamente senza limite — essendo il dollaro usato ampiamente come moneta internazionale per effettuare pagamenti e tenere riserve liquide. In tale tipo di operazione va incluso anche il finanziamento di acquisti di oro sui mercati dell'oro o di valute.

3) Una banca commerciale può procurarsi (ossia accettare) depositi in euro-dollari e quindi concedere prestiti in altra valuta. In questo caso la banca venderà i dollari a pronti e, qualora voglia evitare rischi di cambio, li riacquisterà a termine. Queste operazioni a pronti e a termine possono svolgersi unicamente tra le sole banche commerciali in uno o più centri monetari o possono comportare la partecipazione delle autorità monetarie. La Banca centrale può acquistare dollari a pronti anche se non interviene nel mercato a termine, e sarà comunque tenuta ad acquistarli qualora il tasso di cambio minacci di superare i limiti prestabiliti. La Banca centrale può trattenere i dollari così acquistati (6) o può usarli per acqui-

(6) Nel caso dell'Italia e della Germania, le autorità cambiarono a termine dollari contro lire o DM con le loro banche commerciali. Cfr. le considerazioni relative a questi paesi nella Parte III.

stare oro dagli Stati Uniti (nella misura in cui essa fa uso dei dollari per finanziare l'acquisto di oro a Londra o su altri mercati, la situazione sarà del tipo descritto nel precedente paragrafo).

La Banca centrale talvolta segue con interesse lo svolgimento di tali operazioni, osservando il movimento di fondi, le scadenze dei prestiti e gli scopi ai quali sono stati destinati. Questi dollari possono infatti determinare un aumento indesiderato di liquidità interna o neutralizzare le misure poste in atto dalle autorità monetarie per ridurre tale liquidità. Essi quindi possono causare un aumento delle importazioni o provocare un indebolimento delle riserve internazionali.

4) Viceversa, le banche centrali possono agire con l'intento preciso di aumentare la disponibilità di dollari presso le loro banche commerciali muovendo dal presupposto o ponendo la condizione che esse effettuino investimenti all'estero o impieghino i depositi sul mercato dell'euro-dollaro. Di solito tale operazione viene compiuta vendendo dollari contro moneta locale a pronti e impegnandosi a riacquistarli a termine.

Operazioni di questo genere sono state effettuate per qualche tempo dalla Deutsche Bundesbank e dalla Banca d'Italia. Se l'operazione pronti/termine viene effettuata « su base lineare », ossia allo stesso prezzo, il costo dei dollari così ottenuti equivale al costo dei depositi vincolati locali e può ben essere inferiore al rendimento per interessi sui depositi in euro-dollari. La Banca centrale può, tuttavia, andare oltre, come fece la Bundesbank nel 1960 e impegnarsi a riacquistare dollari con

un premio in termini di DM. Per qualche tempo tale premio è stato dell'1 ½ % annuo ed ha rappresentato un considerevole sussidio all'esportazione di capitali a breve.

Quando vengono adottati tali incentivi sulle operazioni pronti/termine, con o senza il premio a termine, può prodursi una serie di effetti. In primo luogo risulta ridotta la disponibilità di moneta locale presso gli operatori privati. Si produce cioè lo stesso effetto ottenuto col ricorso ad operazioni di mercato aperto — ma con dollari (valuta estera) invece che con titoli pubblici detenuti dalla Banca centrale. In secondo luogo si ha una riduzione nelle riserve ufficiali della Banca centrale. Diminuiscono le sue disponibilità di dollari a pronti. Gli impegni a termine da parte delle banche commerciali a vendere dollari alle banche centrali non sono propriamente inclusi nelle riserve ufficiali. In terzo luogo, è facilitata l'esportazione di capitale a breve senza che le banche assumano rischi di cambio. Le banche commerciali tedesche che avevano investito dollari ottenuti attraverso operazioni di riporto in divisa, non subirono alcuna perdita di cambio in seguito alla rivalutazione del marco, mentre altri possessori di dollari, compresa la stessa Bundesbank, subirono dichiaratamente una perdita in DM.

5) Il mercato europeo del dollaro può servire a finanziare transazioni che si svolgono nell'ambito del mercato americano. Così, filiali estere di banche americane trasferiscono alle loro sedi centrali i depositi ottenuti all'estero, che poi usano nelle normali operazioni bancarie interne. Alla sede centrale è in tal modo consentito di concedere prestiti che altrimenti sa-

rebbero stati impossibili o non convenienti; alternativamente viene ridotta la necessità di ricorrere al risconto presso la Riserva Federale (7). Le agenzie newyorkesi di banche canadesi operano in senso inverso. Queste agenzie investono negli Stati Uniti depositi in dollari raccolti dalle loro sedi centrali, nel Canada o dalle altre filiali, in Europa.

I vantaggi offerti dal mercato dell'euro-dollaro

L'uso degli euro-dollari attraverso il mercato europeo del dollaro si fonda sui vantaggi che ne ricavano i mutuatari finali, gli intermediari finanziari e i titolari finali (8). Tali vantaggi non sono sempre, e comunque non necessariamente, misurati in termini finanziari.

I mutuatari possono trovare più conveniente, perchè più a buon mercato, procurarsi dollari attraverso il meccanismo dell'euro-dollaro che non direttamente da una banca americana. Se, per una ragione o un'altra, ciò non è loro possibile, essi ricorreranno altrove, probabilmente al mercato americano. Se e quando si modifica la struttura dei tassi di interesse, essi tornano al mercato dell'euro-dollaro senza riflessi negativi sui loro rapporti nè sulla loro posizione bancaria.

Può accadere inoltre che i mutuatari si rivolgano al mercato dell'euro-dollaro perchè non sono riusciti ad ottenere prestiti sul mercato

(7) O di prendere a prestito sul mercato dei fondi federali.

(8) Cfr. le considerazioni di PAUL TUROT: *Le marché des capitaux à court terme en Europe et l'Euro-Dollar*, in « Banque » (Paris) aprile 1961, pp. 215-218.

americano, o perchè vogliono ottenere fondi addizionali. Il mercato europeo del dollaro copre una gamma più estesa di rischi che non il mercato americano. Le procedure sono applicabili probabilmente con maggior facilità a mutuatari appartenenti a paesi diversi e ai diversi sistemi di informazione o di segnalazione di notizie in vigore in tali paesi. I paesi al di là della cortina di ferro possono certamente accedere al mercato dell'euro-dollaro con assai maggiore facilità che non al mercato americano. Vi sono ancora altre differenze, seppure meno appariscenti, nelle modalità dei prestiti o delle informazioni tra il mercato europeo del dollaro e quello americano. Queste constatazioni valgono a descrivere ma non ad esprimere un giudizio sulla situazione. Esse non implicano che un sistema sia migliore di un altro, benchè ciò non possa escludersi.

Inoltre, negli Stati Uniti (o in qualsiasi altro paese) si conoscono o si possono stimare i dati sull'ammontare di credito concesso ad un singolo cliente o paese. Poichè il mercato europeo del dollaro ha svariate componenti in un gran numero di paesi diversi, le informazioni comparabili sono limitate e scarsamente utilizzabili. Di conseguenza è verosimile che alcuni mutuatari, attingendo al mercato europeo del dollaro, oltre che ai mercati nazionali, ottengano un volume di credito maggiore di quello che essi potrebbero ottenere facendo ricorso al solo mercato nazionale.

Il mercato europeo del dollaro ripartisce il rischio tra gli intermediari finanziari. Ciascuno di questi può assumere il tipo e il grado di rischio che ritiene assumibile. Uno può assumere un rischio di cambio, un altro il rischio

insito nel raccogliere denaro a breve e prestarlo a termine più lungo, un altro può assumere il rischio connesso alla solvibilità del mutuatario e i normali rischi d'affari. E' anche possibile operare sul mercato dell'euro-dollaro senza alcun rischio, operando soltanto come mediatore o svolgendo funzione canalizzatrice tra gli istituti finanziari che sopportano il rischio.

Può avvenire che i titolari di depositi in dollari trovino che l'impiego dei loro fondi sul mercato dell'euro-dollaro rende di più rispetto all'impiego sul mercato americano sotto forma di depositi a termine, di Buoni del Tesoro o in altro modo. Numerosi elementi possono influenzare una decisione in tal senso, e tra questi assume particolare importanza la differenza tra i tassi di interesse. Ora che il ghiaccio è stato rotto e che i depositi in dollari sono stati investiti in larga misura sul mercato dell'euro-dollaro, servirsi di tale mercato è facile quanto avvalersi delle facilitazioni offerte dal mercato monetario americano. Il rischio addizionale è minimo se non addirittura nullo. Se le banche di grande solidità finanziaria a Londra, Parigi ed in altri centri sono disposte a pagare per i depositi più di quanto offrono quelle degli Stati Uniti, si avrà un afflusso di fondi verso il mercato europeo del dollaro.

L'offerta di dollari sul mercato monetario europeo proviene da banche commerciali, imprese, banche centrali e da singoli operatori; essa proviene inoltre dai paesi europei, dagli Stati Uniti e da molti altri paesi del mondo non comunista; proviene anche da paesi oltre la cortina di ferro, inclusa l'Unione Sovietica. Nella maggior parte dei casi, il principale incentivo

a servirsi di questo mercato è costituito dalla differenza tra i tassi di interesse.

Vi sono tuttavia numerosi altri vantaggi per i titolari di depositi in dollari. Il mercato europeo del dollaro è altamente specializzato e competitivo, potendo offrire molte forme di agevolazioni e di scadenze. Talora i termini di scadenza possono essere fissati caso per caso, a seconda delle esigenze del singolo depositante di dollari. Ne consegue che il mercato dell'euro-dollaro offre ottime agevolazioni per gli investimenti a breve (9). Queste agevolazioni assumono maggiore rilevanza per i prestatori e i prenditori europei per il fatto che l'orario degli affari è comune e che le comunicazioni sono poco costose. Le banche dei paesi oltre cortina ritengono, a ragione o a torto, che i loro depositi in dollari siano più al sicuro da eventuali blocchi o altre restrizioni, in una banca europea piuttosto che in una banca americana. I loro depositi in dollari negli Stati Uniti sono perciò di proporzioni molto ridotte; i loro saldi operativi e le eccedenze temporanee sono investiti nell'Europa occidentale. Una parte di tali fondi viene generalmente collocata sul mercato dell'euro-dollaro e la parte rimanente (che non è necessariamente la parte minore) viene impiegata in altri

(9) Ciò era vero anche in Svizzera. La Société de Banque Suisse nella Relazione Annuale del 1960 sostiene che « le discussioni circa l'esigenza di assicurare adeguate agevolazioni interne per investimenti di capitale a breve hanno indotto le banche a costituire all'estero depositi ad 1-3 mesi di misura considerevole; depositi, i quali, contrariamente a quanto avveniva negli anni precedenti, erano soggetti ad una più ampia distribuzione geografica ».

modi. Per esempio si è avuta di recente notizia che una cooperativa edilizia locale aveva preso in prestito 230.000 sterline dalla Moscow Narodny Bank a Londra affermando che il denaro era più a buon mercato presso tale banca (10).

Molte società industriali negli USA e in Europa hanno scoperto il mercato dell'euro-dollaro in questi ultimi anni. Dopo la seconda guerra mondiale le società americane si sono inserite su larga scala nel mercato statunitense dei Buoni del Tesoro e rappresentano ora elementi determinanti in tale mercato, al punto che esse sono talora definite come « il secondo sistema bancario »; recentemente esse si sono inserite nel mercato dell'euro-dollaro e nel mercato inglese dei Buoni del Tesoro. I possessori europei di dollari hanno percorso una strada diversa: essi hanno potuto infatti inserirsi nel mercato europeo del dollaro non appena le regolamentazioni valutarie interne lo hanno consentito. Come si è già detto, le regolamentazioni di alcuni paesi non solo hanno consentito negli ultimi anni operazioni in euro-dollari, ma le hanno incoraggiate e in alcuni casi le hanno rese vantaggiose per le banche.

Margini d'interesse, tassi di interesse differenziali e mercato dell'euro-dollaro

La ragione fondamentale di esistenza del mercato europeo del dollaro consiste nel comune vantaggio dei depositanti, delle banche e degli altri intermediari finanziari, e dei prenditori finali. Il mercato europeo del dollaro ha offer-

(10) « The Times », Londra, 6 marzo 1961.

to infatti ai possessori di dollari un più alto tasso di rendimento, con condizioni di investimento probabilmente più adeguate di altre forme di investimento, così come ha offerto ai prenditori la possibilità di ottenere dollari a tassi inferiori a quelli che avrebbero pagato negli Stati Uniti. Ambedue queste condizioni implicano necessariamente che il margine d'interesse lordo — cioè a dire la differenza tra il tasso da pagarsi per ottenere gli euro-dollari e il tasso ricavabile su tali dollari — è inferiore a quello degli Stati Uniti.

Vi sono tre ordini di ragioni per le quali le banche europee ed altre banche trovano vantaggioso partecipare al mercato dell'euro-dollaro:

1) Per la maggior parte delle banche interessate a queste operazioni, le operazioni in euro-dollari rappresentano un'attività a basso costo che si aggiunge al loro normale movimento di operazioni bancarie e valutarie. Le operazioni in euro-dollari si svolgono per grosse cifre; non richiedono n'organizzazione supplementare e assai raramente, personale addizionale. Sotto il profilo del calcolo dei costi marginali, vi sono pochissimi costi imputabili alle operazioni in euro-dollari, all'infuori degli interessi pagati sui depositi; anche considerando le spese generali nel calcolo del costo medio, le spese imputabili alle operazioni in euro-dollari sono relativamente modeste. Benchè il margine tra interessi attivi e passivi sia quindi inferiore a quello esistente negli Stati Uniti, il margine di profitto lordo non è necessariamente minore. Infatti molti elementi fanno ritenere che le operazioni in euro-dollari siano assai

redditizie, nonostante la viva concorrenza che caratterizza quel mercato.

2) Inoltre il vantaggio per gli intermediari finanziari non si limita ai profitti addizionali risultanti dalle operazioni in euro-dollari. Queste contribuiscono infatti a creare o a consolidare rapporti bancari e di corrispondenza, aprendo la via a nuovi collegamenti e a nuovi servizi bancari. All'opposto si hanno le proteste delle banche americane che lamentano l'incidenza delle operazioni in euro-dollari non soltanto sulla loro attività creditizia all'estero, ma anche sui molti altri servizi bancari che esse offrono ai clienti.

3) Infine vi sono vantaggi a lungo termine difficilmente misurabili in termini di profitto. La partecipazione in euro-dollari rappresenta un sistema conveniente e relativamente poco costoso per allargare la propria attività nel mondo finanziario internazionale e mantenere la propria presenza nella comunità bancaria internazionale. Avviene talora che le banche svolgano operazioni in euro-dollari unicamente al fine di essere presenti sul mercato.

A decorrere dal 1959, le banche americane hanno partecipato attraverso le loro filiali all'estero, al mercato europeo del dollaro e hanno ottenuto una considerevole massa di depositi in euro-dollari. Ciò ha comportato il pagamento di tassi di interesse più elevati rispetto a quelli che venivano corrisposti o che si potevano corrispondere negli Stati Uniti in base al Regolamento Q. Ciò non significa tuttavia necessariamente che le filiali estere delle banche americane debbano, al fine di assicurarsi depositi in dollari, pagare un tasso di interesse eguale a quello corrisposto dalle altre banche della piazza. Men-

tre le filiali americane non possono ottenere euro-dollari pagando i tassi di interesse applicati negli USA, si è potuto osservare che esse non si sono sempre trovate a dover corrispondere il tasso massimo e neppure quello medio applicato sugli euro-dollari all'estero.

La struttura dei tassi di interesse per gli euro-dollari

La struttura dei tassi di interesse per gli euro-dollari è costituita dai tassi di interessi applicati sui depositi in euro-dollari e da quelli applicati ai prestiti in euro-dollari. La differenza tra i due tassi rappresenta il margine di interesse lordo.

I tassi di interesse ed i « margini » si determinano in un mercato altamente concorrenziale. Essi costituiscono una struttura che tende, senza mai riuscirvi completamente, a livellarsi nelle diverse parti del mercato. I tassi variano a seconda della durata del deposito o scadenza nel prestito e della natura e solidità finanziaria dell'Istituto. Nel passaggio degli euro-dollari dal primo depositante fino a colui che per ultimo li utilizzerà. Altri due criteri acquistano importanza e cioè, il previsto utilizzo finale degli euro-dollari e l'ammontare complessivo degli euro-dollari presi in prestito da una singola banca o dal sistema bancario di un singolo paese. Si tratta, chiaramente, di due misure del rischio, misure imprecise, per la difficoltà di sapere esattamente che quantità di euro-dollari abbia accettato ciascuna banca, o tutte le banche di un paese.

I tassi sui depositi in euro-dollari sono gene-

ralmente suddivisi in quattro classi di termine — a vista, sette giorni, un mese e tre mesi — ma molti partecipanti a tale mercato sono disposti ad offrire un tasso praticamente per qualsiasi scadenza che il depositante preferisca.

I depositi in dollari possono essere impiegati in operazioni di notevole importanza, dell'ordine di decine di milioni. Essi possono essere impiegati presso l'uno o l'altro istituto finanziario, con piccole variazioni nel tasso d'interesse. I tassi d'interesse sui depositi più rilevanti e sui depositi costituiti per periodi più lunghi di tre mesi vengono spesso convenuti di volta in volta. Colui che intende depositare dollari può raffrontare tra loro i tassi offerti da molte banche o istituti finanziari ed accettare quello più conveniente. Non sono di regola pubblicate notizie sulla struttura dei tassi relativi ai depositi in euro-dollari, tuttavia questi sono generalmente noti a tutti coloro che intervengono su tale mercato. Alcune banche rendono noti periodicamente, settimanalmente o mensilmente, i tassi che esse sono disposte a pagare per le varie forme di depositi in dollari, ma anche questi tassi possono essere oggetto di negoziazione. I tassi pagati dalle banche commerciali nei maggiori centri monetari europei sono generalmente noti alle rispettive banche centrali, che però raramente li pubblicano. Un'eccezione è costituita dal grafico relativo ai tassi sugli euro-dollari a 90 giorni a Londra fornito alla Banca d'Inghilterra e pubblicato nel suo recente « *Quarterly Bulletin* ».

Poichè i tassi d'interesse pagati sui depositi in euro-dollari variano a seconda della posizione sia dell'istituto presso il quale vengono costituiti i depositi, sia del depositante, e a secon-

TASSI A TRE MESI PER GLI EURO-DOLLARI A LONDRA E PER I BUONI DEL TESORO DEGLI STATI UNITI
E DELLA GRAN BRETAGNA — RILEVAZIONE MENSILE PER IL 1960-1961

(in percentuale annua)

Ultima settimana del mese	U. S. A.			Gran Bretagna		Scarto approssimativi tra i tassi fra i Buoni del T., per arbitraggi con copertura a favo- re di Londra
	Euro-dollari	Accett. bancarie (A)	Buoni del Tesoro (B)	Buoni del Tesoro (C)		
1960:						
Gennaio	4,62	4,78	4,12	4,54	0,52	
Febbraio	4,38	4,44	4,17	4,55	0,26	
Marzo	4,25	3,96	3,03	4,62	1,30	
Aprile	4,12	3,88	3,32	4,65	0,74	
Maggio	4,07	3,78	3,50	4,56	0,79	
Giugno	4,00	3,28	2,61	5,68	1,62	
Luglio	4,00	3,13	2,40	5,59	1,39	
Agosto	3,62	3,04	2,52	5,59	1,01	
Settembre	3,81	3,00	2,43	5,49	1,32	
Ottobre	3,81	3,00	2,13	5,09	1,44	
Novembre	3,81	2,00	2,40	4,64	1,10	
Dicembre	3,88	2,92	2,15	4,35	1,25	
1961:						
Gennaio	3,75	2,86	2,23	4,15	1,13	
Febbraio	3,50	2,78	2,50	4,40	0,88	
Marzo	3,62	2,94	2,28	4,49	0,07	
Aprile	3,50	2,84	2,19	4,41	0,31	
Maggio	3,50	2,68	2,36	4,44	0,29	

(A) Tassi sulle accettazioni bancarie di prim'ordine, a 90 giorni, « Federal Reserve Bulletin ».

(B) Tasso su nuove emissioni di Buoni del Tesoro nell'ultima settimana del mese, dal « Federal Reserve Bulletin ».

(C) Tasso rilevato dal « Monthly Report » della Deutsche Bundesbank.

da del prevedibile uso dei depositi, è naturale che vi siano differenze nei dati riferiti dalle varie fonti.

Il margine tra i tassi d'interesse pagati dalle banche sui depositi in euro-dollari da esse accettati, e i tassi da esse realizzati impiegando tali depositi ha manifestato la tendenza a restringersi con l'espansione del mercato europeo del dollaro e con l'inserimento in esso delle banche americane in posizione fortemente competitiva. Nel 1958 e nei primi mesi 1959, i margini d'interesse lordi per qualsiasi banca oscillavano generalmente dal 1/2 per cento fino all'1 %. Attualmente molti margini sono dell'ordine di 1/4 per cento e anche meno. In alcuni casi, come hanno osservato Holmes e Klopstock, le banche possono accettare e prestare depositi in dollari senza alcun margine, al puro scopo di mantenere le loro posizioni sul mercato e non essere tagliate fuori dal giro di affari legato all'euro-dollaro (11).

Nel mercato vi è un alto grado di specializzazione. Molte banche accettano depositi in dollari dai loro clienti allo scopo di piazzarli presso altre banche a Londra, a Parigi o a

(11) Vi sono stati casi di banche italiane con margini eguali a zero o addirittura negativi, e cioè l'operazione si effettuava con perdita per i suoi vantaggi indiretti (vedi la Parte III). Vi sono stati altresì casi, riguardanti in specie filiali estere di banche americane, in cui si sono avuti, in senso formale, margini negativi. Si avrebbe una situazione del genere qualora una filiale americana accettasse depositi in dollari con il consenso o l'ordine della sede centrale ad un tasso d'interesse superiore al tasso realizzabile direttamente negli Stati Uniti dalla sede stessa. Questo tipo di operazione verrebbe effettuato se essa si dimostrasse vantaggiosa per la banca da un punto di vista generale.

Zurigo. Nel procedere verso il prenditore finale queste somme spesso vengono distribuite ricorrendo all'opera di banche intermediarie. A Parigi, le cinque o sei banche che trattano il grosso degli affari europei difficilmente correggono le loro posizioni a lungo o a breve attraverso operazioni reciproche dirette. Esse operano invece attraverso sei o sette intermediari. Alcune banche commerciali raccolgono depositi in dollari, mentre altre, nella stessa città o nello stesso paese, li piazzano, ma in ogni caso la maggior parte delle transazioni si effettua attraverso Londra o qualche altro centro finanziario.

Più importante del margine d'interesse di questa o quella banca è il margine d'interesse complessivo di tutte le banche della catena dell'euro-dollaro, a cominciare dalla banca che raccoglie i depositi fino alla banca che li presta. Come si è già rilevato, questo margine lordo varia a seconda della banca che si trova al termine della catena dell'euro-dollaro, di quella, cioè che impiega i depositi nella concessione di prestiti ad imprese o a privati. Nel caso di clienti di prim'ordine — che godono cioè di tale designazione nel mercato bancario di New York (12) — il tasso di interesse applicato dal prestatore finale non può eccedere il tasso a New York sulle operazioni di credito di prim'ordine o i tassi applicati dalle banche di New York sui prestiti per importi rilevanti. Un raffronto di questi tassi con quelli pagati sui depositi iniziali in euro-dollari indicherebbe il margine lordo d'interesse (minimo) nella

(12) Questa qualificazione è importante. Un'impresa può essere di « rischio » nel proprio paese, ma non a New York o in altri mercati fuori del proprio paese.

catena dell'euro-dollaro. Per i primi otto mesi del 1960 il tasso sulle operazioni creditizie di prim'ordine è stato del 5 per cento; per il resto dell'anno, del 4,1/2 per cento. Il tasso d'interesse medio applicato dalle banche di New York sui prestiti di 200.000 dollari ed oltre è stato:

Marzo 1960	5,10
Giugno 1960	5,10
Settembre 1960	4,62
Dicembre 1960	4,66
Marzo 1961	4,64

I tassi effettivi che pagano i clienti di primo ordine sono realmente un 15-25 per cento più alti di quelli indicati considerando l'obbligo di mantenere dei saldi compensativi in un conto di deposito a vista. Questi dati dimostrano che il margine di interesse lordo massimo di tutte le banche della catena dell'euro-dollaro, in rapporto ai clienti esteri che godono di un castelletto di prim'ordine sul mercato di New York, era di circa 1,15 per cento, senza considerare le spese generali delle operazioni. Bisogna però tener presente che pochi sono i clienti con un fido di prim'ordine a New York, di modo che i margini medi di interesse loro devono essere stati di gran lunga superiori.

Le dimensioni del mercato europeo del dollaro

Numerose sono le stime che si sono fatte delle dimensioni del mercato europeo del dollaro, pur non essendovi elementi precisi che consentano di misurarlo. Holmes e Klopstock affermano che nel 1960 i depositi impiegati

sul mercato dell'euro-dollaro forse superavano il miliardo di dollari (13). Secondo una valutazione non ufficiale, effettuata recentemente in Europa, il mercato dell'euro-dollaro sarebbe dell'ordine di 1,½ - 2 miliardi. Un'altra fonte sosteneva che il totale degli euro-dollari depositati a Londra era dell'ordine di 500-1.000 milioni di dollari (14). Tutte le stime sottolineano peraltro la poca precisione delle cifre indicate.

Si potrebbe ad esempio determinare la dimensione del mercato dell'euro-dollaro stimando l'ammontare dei depositi in dollari solo al momento in cui vengono piazzati per la prima volta presso banche al di fuori degli Stati Uniti (o in Europa, per una definizione più limitata). Così un deposito in dollari piazzato presso una banca fuori degli Stati Uniti sarebbe conteggiato una volta sola dalla banca dove è stato inizialmente depositato, senza badare ai successivi trasferimenti interbancari. Il totale degli euro-dollari verrebbe così a corrispondere al totale iniziale dei depositi a credito di organismi ufficiali, imprese e persone. Purtroppo per nessun paese e per nessuna banca si dispone di tali cifre.

Dato che molte banche mantengono depositi in dollari presso altre banche e che la catena di intermediari può essere lunga o corta, il *lordo*

(13) HOLMES and KLOPSTOCK: *The Market for Dollar Deposits in Europe*, cit., pag. 197. P. Einzig scriveva nell'aprile 1961 che gli euro-dollari « avevano secondo alcuni superato di gran lunga il miliardo di dollari ». « Commercial and Financial Chronicle », pag. 11.

(14) « The Times » (Londra) 15 settembre 1960. Un'altra valutazione, che dava i depositi in euro-dollari impiegati a Londra per un totale di 500 milioni di dollari, era contenuta nel « Bankers' Magazine » (Londra) gennaio 1961, pagg. 40-41 (*The Trend Against Sterling*).

dei depositi in dollari di tutte le banche al di fuori degli Stati Uniti è una cifra che comporta una duplicazione considerevole e variabile.

Altre difficoltà si presentano nel determinare il totale *netto* dei depositi in dollari, ossia la differenza tra quelli attivi e quelli passivi, entrambi espressi in dollari. Ove, ad esempio, si disponesse di dati indicanti che nel Paese X la banca A ha piazzato sul mercato dell'euro-dollaro un milione di dollari depositati dai suoi clienti o acquistati da loro, mentre non ha preso nulla a prestito; che la banca B ha preso a prestito o raccolto depositi per un milione mentre nulla ha impiegato, la posizione netta di quel paese sarebbe pari a zero. Qualora le banche A e B operassero attraverso Londra, la Gran Bretagna registrerebbe anche essa una posizione netta uguale a zero. Sarebbe impossibile desumere dai dati netti che si sono effettuate operazioni per un valore lordo di un milione di dollari sul mercato dell'euro-dollaro ipotizzato; nè risulterebbe l'esistenza di una posizione aperta per un milione di dollari (15).

Può essere altresì utile riassumere brevemente i dati riguardanti crediti e debiti verso non residenti disponibili per i paesi le cui banche commerciali partecipano, come è noto, al mercato dell'euro-dollaro, pur essendo alcuni di questi paesi trattati singolarmente nella parte III di questo studio.

(15) La Banca d'Italia, basandosi su di una concezione diversa, calcola la posizione italiana sul mercato europeo del dollaro come la differenza tra le attività in dollari a breve rappresentate da depositi ufficiali e delle banche italiane, quali risultano dalle segnalazioni fornite direttamente all'Ufficio Italiano dei Cambi e quelli risultanti dalle segnalazioni delle banche ame-

(segue nota)

ricante fornite al Federal Reserve. In base a tale calcolo l'ammontare di euro-dollari (netti) impiegato sul mer-

cato italiano era alla fine del 1960 di 247 milioni di dollari, come mostrano i dati seguenti:

ATTIVITA' IN DOLLARI DELL'ITALIA VERSO L'ESTERO RAPPRESENTATE DA DEPOSITI
(in milioni di dollari USA)

	1958	1959	1960
A — Comunicati dall'Ufficio dei Cambi:			
Depositi Ufficiali	930,5	1.119,1	730,9
Depositi delle Banche	153,1	202,5	447,3
Totale	1.083,6	1.321,6	1.208,2
B — Comunicati dal Federal Reserve System come depo- siti ufficiali e di Banca	1.121,0	1.369,0	934,0 *
C — Differenza (euro-dollari)	— 37,4	— 47,4	274,2 *

Fonte: Banca d'Italia, Relazione Annuale 1960, pag. 135.

* Sulla base delle cifre corrette degli Stati Uniti, tali dati sarebbero 840,0 e 368,0 milioni di dollari USA.

Soltanto l'Italia ha pubblicato dati sui crediti e debiti in valuta estera delle banche commerciali, verso non-residenti espressi *separatamente in dollari e in varie altre divise*. (Ciò esclude, naturalmente, gli Stati Uniti, i cui dati non servono in una stima della dimensione del mercato dell'euro-dollaro).

Alcuni paesi pubblicano dati globali per tutte le banche commerciali indicando il totale dell'attivo e passivo sull'estero e la posizione netta di *tutte le valute estere nel loro insieme*. Questo gruppo comprende il Canada, la Grecia, l'Irlanda e l'Italia. Altri paesi pubblicano dati per il complesso delle banche nazionali, indicando le attività e le passività sull'estero e la posizione netta *in valute estere e nella propria moneta*.

Questo gruppo comprende l'Austria, la Danimarca, la Germania e la Norvegia. La Gran Bretagna rientra anch'essa in tale gruppo; essa pubblica però questi dati solo per le banche d'oltremare, e non li pubblica invece per le *clearing banks* che operano a Londra. Alcuni paesi non pubblicano nessun dato sulle attività e le passività all'estero delle banche commerciali, ma soltanto sulla *posizione estera netta* in tutte le divise, oltre alla moneta nazionale.

Infine, alcuni paesi non pubblicano dati sulla posizione estera delle loro banche. Tale gruppo comprende la Francia, il Belgio e l'Olanda.

Alla luce di quanto precede, è ovvio che una stima della dimensione del mercato dell'euro-dollaro non può che basarsi su ipotesi, probabilmente molto approssimative. Per quel che interessa, l'Autore di questo studio pensa di poter valutare, sempre su base ipotetica, la dimensione del mercato dell'euro-dollaro in Gran Bretagna attorno alla fine del 1960 quanto meno

ad un miliardo di dollari di depositi, o forse addirittura 1,25 miliardi. Si tratta di una stima superiore a quelle che sono apparse finora. Il mercato dell'euro-dollaro (Gran Bretagna e continente europeo) possono nel loro complesso valutarsi attorno ad un minimo di 2 miliardi di dollari. I depositi detenuti da banche canadesi ed espressi in dollari USA si sono accresciuti in questi ultimi anni di circa 1 miliardo di dollari, e ciò soprattutto per effetto delle stesse ragioni che li spinsero ad inserirsi sul mercato dell'euro-dollaro.

Gli effetti delle operazioni in euro-dollari

Lo sviluppo del mercato dell'euro-dollaro e, in linea più generale, la crescente internazionalizzazione dei mercati dei capitali a breve in Europa, hanno prodotto numerosi effetti di notevole rilevanza.

In primo luogo, si è venuta a creare una duplice struttura dei tassi d'interesse. La domanda e l'offerta di euro-dollari esiste in quanto nella maggior parte dei paesi vi è uno scarto tra il tasso d'interesse che può essere ottenuto all'interno o all'estero, così come vi è uno scarto tra il tasso d'interesse che deve essere pagato all'interno o all'estero. Il mercato dell'euro-dollaro si basa su queste due serie di scarti. Esiste in quanto i possessori di dollari collocando le proprie disponibilità su un mercato estero possono ricavarne di più che non negli Stati Uniti, mentre i prenditori di dollari vengono a pagare sui mercati esteri meno che negli Stati Uniti. Naturalmente, solo un numero esiguo di prenditori nazionali è in grado di ottenere euro-dollari, ossia prestati a tassi di interesse inferiori

a quelli richiesti nei propri paesi. Si tratta infatti soltanto delle maggiori imprese commerciali e degli operatori di notevole forza finanziaria i quali hanno accesso ai mercati internazionali e spingono le banche a inserirvisi. Il mercato dell'euro-dollaro dà la possibilità a questi prenditori di ottenere prestiti a condizioni ancora più favorevoli di quelle che essi riuscirebbero a trovare non solo sui propri mercati interni ma anche sul mercato americano. Ne consegue che l'effetto provocato dal mercato dell'euro-dollaro è quello di aumentare le differenze esistenti in diversi paesi — negli ultimi anni, la Germania, l'Italia e il Giappone hanno rappresentato dei validi esempi — tra i tassi di interesse pagati dai migliori prenditori e quelli pagati da tutti gli altri prenditori all'interno dello stesso paese. E' poco verosimile che, in un luogo periodo, queste differenze d'interesse all'interno di ciascun paese vengano mantenute. Tutti i prenditori beneficieranno dei tassi inferiori via via che tali differenze verranno ridotte o eliminate.

In secondo luogo l'euro-dollaro e, più generalmente, i mercati esteri delle valute europee hanno ridotto per un certo numero di paesi il costo del finanziamento del commercio estero. Questa è la logica conseguenza del punto precedente. Il mercato europeo del dollaro può anche avere accresciuto l'ammontare del finanziamento disponibile per un certo numero di paesi, facilitando così il commercio estero. E' questo probabilmente il caso del Giappone.

In terzo luogo, il pool dell'euro-dollaro, legato com'è con i mercati monetari interni dei paesi europei, rappresenta un'importante fonte di liquidità. Da un lato esso accresce la liquidità

(lorda); dall'altro aumenta la velocità della liquidità esistente. La moneta esistente può spostarsi rapidamente da un uso all'altro. Il mercato è mutevole e vi sono importanti spostamenti di posizioni. Svincolato com'è da confini e regolamenti nazionali, da accordi e convenzioni operanti nel quadro delle regolamentazioni nazionali, esso opera, in effetti, con un elemento di impersonalità maggiore di quello con cui opera il sistema bancario di qualsivoglia paese. Come tutti i meccanismi, il meccanismo dell'euro-dollaro può essere usato bene o male. Può far uso della liquidità esistente con maggiore efficacia, ciò che è particolarmente rilevante in un periodo di scarsa liquidità. Esso può inoltre servirsi più efficacemente della liquidità esistente per scopi speculativi.

In quarto luogo, da quanto si è esposto discende che il meccanismo dell'euro-dollaro facilita, se non aumenta, i movimenti di capitale a breve termine, determinando effetti che naturalmente variano a seconda delle circostanze; in molti casi può aumentare gli effetti squilibratori dei movimenti di capitali a breve; in alcuni altri può facilitare gli effetti equilibratori. L'ammontare complessivo di liquidità internazionale che può impersonalmente essere assicurato per tali scopi è abbastanza notevole, e pertanto ciò non deve essere trascurato dai maggiori paesi industriali nella loro politica monetaria. Occorrerà altro tempo e studi più approfonditi per dare una valutazione adeguata su questo punto. Sembrerebbe che la liquidità esistente in Europa, mobilitata e stimolata mediante l'euro-dollaro ed altri mercati esterni di valute europee, possa limitare notevolmente nel futuro la possibilità di adotta-

re politiche di tassi di interesse differenziati da parte di singoli paesi. Contemporaneamente, la esistenza di tali mercati può determinare un miglior allineamento dei tassi di interesse dei vari paesi industriali, per quanto allo stesso tempo ciò comporti una variazione nel rapporto tra i tassi pagati dai prenditori di prim'ordine e i tassi pagati dagli altri.

III - Posizione dei singoli paesi sui mercati esterni del dollaro

La posizione dei vari paesi sul mercato dell'euro-dollaro e in linea più generale sui mercati esteri delle singole valute, è la risultante di due elementi: 1) l'abilità e la disposizione delle banche private e commerciali ad impegnarsi in operazioni di indebitamento e di credito in monete estere; 2) le politiche monetarie e valutarie seguite dalle autorità monetarie.

Stati Uniti

Le banche di New York, ed alcune altre, raccolgono depositi a termine e a vista di governi esteri, banche, imprese e singoli. Esse incoraggiano gli stranieri a tenere i loro fondi sotto forma di depositi a termine i quali ultimi fruttano un interesse e al tempo stesso rappresentano per le banche una base più stabile e conveniente per operazioni creditizie che non i depositi a vista (16).

(16) I depositi a termine implicano minori obblighi di riserva rispetto ai depositi a vista: l'obbligo di riserva per i depositi a vista delle banche di New York che era del 21 % alla metà del 1954, è stato ridotto al 19,½%

Il rendimento dei depositi a termine per gli stranieri non è misurabile soltanto attraverso il tasso di interesse. Un importante elemento per determinare il tasso effettivo di interesse sui crediti concessi dalle banche americane è rappresentato dagli accordi sui saldi compensativi in base ai quali il mutuatario è tenuto a mantenere continuativamente una certa proporzione minima del credito ottenuto nel proprio deposito a vista (17). Questa proporzione può variare dal 10 al 20 % sull'ammontare del credito a seconda del cliente e della situazione del mercato monetario. Ciò riduce l'ammontare del credito che può essere utilizzato dal cliente e aumenta il tasso effettivo di interesse. Tuttavia i depositi a termine, se sono mantenuti più o meno continuativamente, possono essere considerati idonei a soddisfare parzialmente o interamente l'obbligo dei saldi compensativi scaturente dai crediti. Ne deriva che i tassi d'interesse praticati sui crediti sono più bassi e cioè più vicini al tasso nominale di quanto sarebbero stati in caso diverso.

Questa breve descrizione serve a facilitare la comprensione del Regolamento Q, che è fatto osservare dal *Federal Reserve Board* il quale stabilisce il tasso di interesse massimo che le banche americane possono corrispondere sui depositi a termine. Questo Regolamento venne emesso in base ai poteri concessi per la prima volta al *Federal Reserve Board* nel 1933;

all'inizio del 1958 e quindi al 16,½% nel dicembre 1960. La percentuale di riserva obbligatoria per i depositi a termine è rimasta al 5 % dalla metà del 1954.

(17) Cfr. W.H. WHITE: *Fund and U.S. Commercial Banks' Charges on Loans to Central Banks and Governments*, 15 maggio 1959, Sez. 2ª.

i tassi d'interesse massimi stabiliti da tale organismo sono stati variati soltanto poche volte da quella data.

TASSI MASSIMI DI INTERESSE PER I DEPOSITI
A TERMINE IN BASE AL REGOLAMENTO « Q »
(in %)

Durata del deposito	1933-35	1935	1936-56	dal 195
Sei mesi o oltre . . .	3	2,½	2,½	3
Da tre mesi a sei mesi . .	3	2,½	2	2,½
Meno di tre mesi . . .	3	2,½	1	1

Fonte: «Federal Reserve Bulletin», Giugno 1961, p. 668.

Questi massimi sono applicabili ai depositi sia di residenti che di non residenti e non vengono modificati per allinearli alle variazioni cicliche dei tassi di rendimento di forme alternative di investimento, (Buoni del Tesoro, accettazioni, carta commerciale di prim'ordine) nè riflettono adeguatamente le variazioni secolari. Fino a pochi anni fa questa assenza di elasticità non aveva tuttavia prodotto effetti economici di rilievo.

Allorchè, però, nel 1958, e ancora più nel 1959, si ebbe il grande sviluppo delle operazioni in euro-dollari, le banche americane aventi filiali a Londra e in altri centri del continente decisero di inserirsi nel mercato accettando e anzi sollecitando depositi in dollari e corrispondendo tassi di interesse tali da incoraggiare l'afflusso di tali depositi. Le suddette filiali si trovarono così a dover corrispondere un interesse superiore a quello praticato a New York ma, non necessariamente o almeno non in ogni

caso, così elevato come quello offerto da altre banche a Londra (18).

L'ammontare e l'ampiezza di tale differenza sono stati ampiamente discussi nei circoli bancari ma al riguardo non si dispone di dati. Le banche americane riconoscono generalmente l'esistenza di tale differenza e minimizzano lo scarto esistente tra i tassi di interesse da esse praticati a Londra e negli Stati Uniti; le banche di altri paesi sottolineano invece tale differenza e insistono che le banche americane si assicurano i depositi corrispondendo il tasso di interesse di mercato corrente.

I risultati possono essere valutati esaminando i dati sui conti di deposito delle banche americane operanti a Londra. Tali cifre mostrano che i depositi a vista e vincolati presso le filiali americane a Londra, intestati a residenti (banche ed altri) esteri, hanno avuto la seguente evoluzione:

(in milioni di dollari USA)	
1955	105
1956	96
1957	145
1958	189
1959	361
1960	812
1961 (marzo)	909

Questi dati includono i depositi sia in sterline che in altre monete e soprattutto in dollari. Si può tuttavia affermare che, in base ad informazioni non ufficiali, l'incremento dei depositi oltremare nel 1959-60 è in gran parte do-

(18) Il fatto che si pagarono questi tassi competitivi fa ritenere che ciò non sia stato considerato con sfavore dal *Federal Reserve Board*. Ad ogni modo non esiste alcun documento esplicito su questo punto.

vuto allo sviluppo dei depositi in dollari. Le banche americane, avendo deciso di inserirsi nel mercato europeo del dollaro, accrebbero la raccolta, in monete diverse dalla sterlina, di oltre 60 milioni di dollari nel 1959-60 e ancora di 100 milioni di dollari nel primo trimestre 1961. All'inizio del 1959 soltanto una o due banche americane sollecitavano od incoraggiavano depositi in dollari. Successivamente, visto che gli sforzi di queste banche pioniere ebbero successo, altre banche statunitensi operanti a Londra cominciarono a svolgere operazioni dello stesso tipo. Nella primavera del 1961 circa la metà dei depositi in dollari a Londra erano presso filiali di banche americane.

Le operazioni in euro-dollari effettuate da filiali americane a Londra e sul continente sono soggette ad un rigoroso controllo da parte delle rispettive sedi centrali. I tassi normali di interesse corrisposti sui depositi, nonchè quelli offerti in casi speciali, vengono stabiliti in base a direttive delle sedi centrali. Tali tassi sono la risultante di due fattori: il primo è dato dalla posizione delle filiali nei rispettivi mercati e dalla loro riluttanza a forzare troppo la concorrenza con le istituzioni locali; il secondo è dato dall'ammontare dei depositi che la sede centrale desidera conseguire e a Londra ed in altri centri europei. Poichè l'impiego della maggior parte dei depositi in euro-dollari raccolti dalle filiali americane ha luogo negli USA attraverso il trasferimento dei fondi alla sede centrale a nome della filiale all'estero, i tassi necessariamente si stabiliscono in base all'ammontare dei dollari che la sede centrale ritiene di poter proficuamente impiegare, considerando

anche il costo di forme alternative di finanziamento.

I dollari raccolti dalle filiali londinesi di banche americane erano usati principalmente per anticipazioni alle sedi centrali negli Stati Uniti e secondariamente per accordare crediti agli operatori desiderosi di avere disponibilità in dollari. L'ammontare dei depositi in euro-dollari convertiti in sterline e impiegati in tale forma è stato di scarsa importanza.

E' interessante notare che i conti di deposito intestati a residenti oltremare presso filiali americane non sono aumentati nella seconda metà del 1960 a differenza di quanto è avvenuto nelle altre banche estere operanti a Londra. Ciò significa che durante questo periodo l'azione delle filiali americane è stata condizionata da uno o da entrambi i seguenti fattori: 1) la sede centrale non era interessata ad ottenere altri fondi dall'estero in vista di un miglioramento della propria posizione di riserva negli Stati Uniti; 2) un maggior volume di fondi poteva essere attratto soltanto pagando tassi più elevati sui nuovi depositi con il conseguente aumento dei tassi sui vecchi depositi. Queste condizioni debbono essere venute meno nel primo trimestre del 1961 poichè i depositi di non residenti sono aumentati in tale periodo di 100 milioni di dollari.

Canada

Le agenzie newyorchesi di banche canadesi, come tutte le altre agenzie di banche estere, non possono accettare depositi negli Stati Uniti. Le loro sedi centrali nel Canada possono però ottenere un considerevole volume di depositi

in dollari USA. Quando un residente americano, un canadese o un altro depositante estero trasferisce il proprio deposito in dollari USA da una banca statunitense ad una banca canadese, i dollari sono versati dalla banca americana alla sede centrale del Canada, o a qualche filiale in tale paese o alla filiale della banca canadese per conto della sede della banca canadese. La sede centrale canadese o le filiali acquisiscono il deposito a nome del depositante, anticipando i fondi all'agenzia di New York e registrano l'operazione come debito di quest'ultima. L'agenzia può allora investire i fondi a New York. Le agenzie a New York non sono tenute a mantenere riserve obbligatorie a fronte di questi impieghi; è la sede centrale che mantiene riserve a fronte di questi depositi, ma l'obbligo di riserva in Canada è minore rispetto a quello in vigore negli Stati Uniti (19).

I depositi, in monete diverse dal dollaro canadese, presso le banche canadesi sono considerevolmente aumentati negli ultimi cinque anni: del 140 % a partire dal 1956 e del 50 % a partire dal 1958. La parte prevalente di tale aumento si riferisce a dollari USA. Gli impieghi in moneta diversa dal dollaro canadese (sopra-

(19) Dal 1954 l'obbligo di riserva delle banche registrate è stato fissato nell'8 % dei depositi in dollari canadesi. La Legge Bancaria del 1954 (Cap. 48, sez. 71) richiede altresì « adeguate riserve a fronte dei depositi in valuta estera ». In pratica le banche hanno mantenuto la medesima percentuale di riserva a fronte di entrambi i tipi di deposito. Dal 1956 le banche hanno anche tenuto, in forza di un accordo volontario, una liquidità supplementare pari al 15 % dei depositi; queste riserve sono impiegate in crediti giornalieri e in Buoni del Tesoro canadesi.

DEPOSITI E IMPIEGHI DELLE BANCHE CANADESI IN MONETE DIVERSE DAL DOLLARO CANADESE - 1956-61
(in miliardi di dollari canadesi)

	Totale	di banche	di altri	Totale	„ Street loans „ (20)	altri crediti
1956	1,3	0,2	1,1	1,0	0,3	0,7
1957	1,9	0,3	1,6	1,5	0,6	0,9
1958	2,0	0,4	1,6	1,6	0,6	1,0
1959	2,3	0,5	1,8	1,9	0,7	1,2
1960	2,6	0,6	2,0	2,2	0,8	1,4
1961 marzo	2,8	0,6	2,2	2,1	0,7	1,4
1961 maggio	3,1	0,5	2,6	2,4	0,9	1,5

(20) Crediti a brevissimo termine.

tutto in dollari USA) sono aumentati corrispondentemente, ma sono stati sempre minori dei depositi di circa il 20 o il 25 per cento.

L'eccedenza dei depositi sugli impieghi (690 milioni di dollari nel marzo 1961) deriva in gran parte dalla conversione di dollari USA in dollari canadesi per far fronte ad obblighi di riserva, per migliorare la situazione di liquidità e, in modeste proporzioni, forse anche per crediti alla clientela.

Giappone

Le banche commerciali giapponesi si sono inserite nel mercato dell'euro-dollaro a metà 1960 principalmente con funzione di raccolta di depositi in euro-dollari raggiungendo una posizione debitoria netta che, alla fine del 1960, veniva generalmente stimata ad almeno 250 milioni di dollari (21). Questi depositi in dollari erano accettati da filiali di banche giapponesi in Europa e principalmente a Londra. La rapida espansione di tale raccolta di euro-dollari ha suscitato il timore, in Giappone e in altri paesi, che le banche commerciali giapponesi stessero estendendo eccessivamente le loro posizioni in valuta estera o che impiegassero parte dei fondi raccolti per investimenti a più lungo termine (22). Numerose banche che investono

(21) Secondo taluni si tratta di 300-400 milioni di dollari. L'articolo *Japanese Bank's Success Story* apparso su « The Statist », di Londra, valuta l'afflusso di euro-dollari e di euro-sterline a partire dalla primavera del 1960, a 500 milioni di dollari (3 giugno 1961, pag. 12).

(22) « The Times » di Londra del 15 settembre 1960 riferisce che la Banca centrale giapponese ha considerato

i fondi derivanti da depositi in euro-dollari e in euro-sterline, e soprattutto quelle specializzate in operazioni a breve, hanno perciò posto limiti rigorosi ai propri depositi presso banche giapponesi.

Le banche commerciali giapponesi utilizzano in due modi i depositi in dollari da esse raccolti. Una parte di questi dollari vengono cambiati in yen i quali sono usati per finanziamenti locali. Le banche coprono le vendite a pronti con acquisti a termine di dollari, sicchè esse non assumono rischi di cambio. Se i rischi assunti in rapporto ai suddetti crediti in yen non sono troppo elevati, questo tipo di operazione offre la possibilità di un notevole profitto. A partire dal primo trimestre del 1961, il tasso di sconto in Giappone era del 6,75 %, dopo essere stato del 7,30 % durante la prima metà del '60 e del 6,94 % nella seconda metà

il rapido aumento dei depositi in euro-dollari con crescente preoccupazione e ha già richiamato le banche commerciali aventi filiali a Londra contro l'eccessiva concorrenza nell'attrarre depositi in dollari. Essa sospetta che alcune banche offrano tassi di interesse superiori al tasso corrente di mercato o speciali premi ai depositanti in una forma o in un'altra per attrarre nuovi clienti. La Banca centrale teme che gran parte dei depositi rappresentino moneta calda che affluisce allorchè esistono tassi elevati di interesse e fluttuazione dei cambi esteri; tali depositi potrebbero improvvisamente essere ritirati allorchè i tassi all'estero divenissero più allettanti o l'economia giapponese mostrasse segni di recessione. In tal caso si produrrebbe una certa confusione sul mercato monetario giapponese e soprattutto sul mercato dei cambi dello yen poichè le banche non sarebbero più in grado, per l'insufficienza delle riserve, di rimborsare i depositanti. La stessa diagnosi è stata compiuta in termini forse più decisi da LOMBARD: *A Tricky Situation for Japan*, sul « Financial Times », Londra, 26 maggio 1961.

di quell'anno. Il tasso di interesse per crediti commerciali è stato almeno dell'8 % a partire dall'inizio del 1960. Questo tasso rappresenta la media (la moda) di tutti i tassi relativi a nuovi crediti garantiti da titoli. Sebbene questo tasso sia praticato per la maggioranza dei crediti concessi dalle banche, si hanno spesso tassi considerevolmente più alti fino al 9 % ed oltre (23). D'altra parte il tasso applicato sui depositi in euro-dollari raccolti a Londra, anche includendo un premio oltre il tasso corrente, sarebbe stato nel primo trimestre del 1961 intorno al 5 % con tassi minori per depositi a breve scadenza e tassi più elevati per i depositi a più lunga scadenza (24). Pur tenendo conto del costo dell'acquisto dei dollari a termine contro yen, questa struttura di tassi, considerando anche la scarsità di liquidità esistente in Giappone, offre evidenti possibilità per proficui impieghi in euro-dollari nella forma di yen. Si ritiene che circa la metà degli euro-dollari depositati presso le banche giapponesi venga investita in tal modo (25).

Il resto dei fondi in euro-dollari è usato per finanziare le importazioni e forse anche i crediti a breve a imprese giapponesi impegnate in operazioni con l'estero. Questi cre-

(23) Il corrispondente tasso sugli « scoperti » (esclusi cioè i crediti garantiti e i crediti su effetti) sarebbe del 10 % o più.

(24) Per contro, i tassi corrisposti dalle banche commerciali su depositi in yen soggetti ad obbligo di preavviso erano del 2,9 % e sui depositi in yen a termine erano anche superiori: 4,3 % per i depositi a tre mesi; 5,5 % a sei mesi; 6 % a dodici mesi.

(25) « The Times » di Londra del 15 settembre 1960 ha per contro calcolato che il 65-75 % di questi depositi in euro-dollari vengono convertiti in yen.

diti sono accordati in dollari; i prenditori giapponesi rimborsano in dollari assumendosi ogni rischio di cambio connesso all'operazione. Tali crediti possono sostituire crediti in dollari forniti dagli Stati Uniti.

I mercati degli euro-dollari e delle eurosterline vengono considerati in molti ambienti come meccanismo idoneo a porre a disposizione delle banche commerciali giapponesi e delle imprese un volume globale di crediti esteri superiore a quello che si potrebbe ottenere attraverso i normali canali bancari. Tale considerazione appare fondata se si tiene conto della rapida espansione del commercio giapponese, sia interno che internazionale, della scarsa liquidità e della tendenza ad allungare le dilazioni di credito (26). Ciò introduce elementi di rischio. La conversione degli euro-dollari in yen accresce la liquidità interna e l'uso diretto di dollari rende disponibili, per altri scopi, risorse in yen. Da ciò può derivare un aumento dei prezzi e un incremento della domanda di beni d'importazione. Inoltre l'uso diretto di euro-dollari, qualora le ditte giapponesi estendessero eccessivamente la propria attività, può ad un certo momento costringere la Banca centrale giapponese ad intervenire sul mercato dei cambi esteri e fornire dollari per far fronte alle obbligazioni in dollari giunte a scadenza. Questi rischi vengono posti in ri-

(26) La concessione di credito a medio e lungo termine, collegata ad una diretta partecipazione di affari, ha per lungo tempo caratterizzato l'attività bancaria giapponese. Cfr. EDNA E. ENRICH: *The Role of Banking in Japan's Economic Development* (Ph. D. dissertation, New School for Social Research, 1960).

salto per sollecitare una maggiore attenzione da parte delle autorità giapponesi (27).

Italia

Il tasso di espansione della produzione e del commercio estero in Italia negli ultimi dieci anni è stato molto elevato. Corrispondentemente si è avuta negli anni '50 una scarsa liquidità ad eccezione del periodo che va dalla metà del 1957 a tutto il 1959, mentre dalla fine del 1959 si è avuta nuovamente una diminuzione di liquidità (28). Questa situazione ha incoraggiato le banche italiane e gli operatori ad integrare le disponibilità interne con fondi esteri.

Non vengono pubblicati dati sui tassi effettivamente praticati dalle banche italiane. Il tasso ufficiale di sconto del 4 % dal 1950 alla metà del 1958 è stato ridotto da tale data al 3,50 %. Nel suddetto periodo il saggio di rendimento dei titoli pubblici a medio termine non è mai stato al di sotto del 5 % (29), sebbene negli ultimi anni si sia avuta una flessione:

(in percentuale)	
1957	6,98
1958	5,84
1959	5,37
1960	5,33

(27) Cfr. *The New Phase of the Japanese Miracle*, in « The Statist », Londra, pag. 8.

(28) Come risulta dall'eccesso delle disponibilità liquide rispetto ai depositi.

(29) « International Financial Statistics ». Questi tassi indicano il saggio di rendimento, tenuto conto del pagamento degli interessi, del Prestito della Ricostruzione 5 %. I dati nel testo si riferiscono alla media dell'ultimo trimestre di ogni anno.

I tassi sui crediti commerciali hanno avuto di regola un andamento conforme a quello dei tassi a medio termine. Essi sono stabiliti in base ad un *gentlemen's agreement* tra le principali banche italiane; questo accordo, rinnovato ogni anno, definisce uno schema base di tassi minimi per la clientela di prim'ordine.

TASSI ANNUI D'INTERESSE CONCORDATI
DALLE AZIENDE DI CREDITO ITALIANE (1950-61)

(in %)

media del periodo	tasso di sconto di effetti fino a 4 mesi	crediti in c. corrente
1950	5,46	7,78
1951	5,25	7,50
1952	5,25	7,50
1953	5,25	7,50
1954	5,25	7,50
1955	5,25	7,50
1956	5,25	7,50
1957	5,50	7,50
1958	5,22	7,22
1959	5,00	7,00
1960	5,00	7,00
1961 febbraio	5,00	7,00

Fonte: BANCA D'ITALIA: Bollettino, febbraio 1961, tav. 13.

I tassi minimi effettivi si può dire che siano superiori dell'1 % rispetto a quelli indicati nella tabella. Questa differenza è ora molto bassa, ma alcuni anni fa essa era di circa il 2-2,50 %. I tassi commerciali effettivi sono pertanto diminuiti più di quanto non risulti dalla tabella qui riportata.

I crediti commerciali in lire concessi dalle banche italiane, utilizzando sia disponibilità interne sia fondi ottenuti attraverso la vendita di divise estere, erano abbastanza vantaggiosi

dato l'alto livello dei tassi allora esistente. Tuttavia, a seguito dell'aumento dei consumi all'interno e degli scambi con l'estero, le imprese hanno esercitato sempre maggiori pressioni sulle banche italiane per ottenere crediti a tassi minori, più direttamente rapportati ai tassi praticati in altri paesi. Le banche, dal canto loro, erano interessate ad estendere sia le loro operazioni all'estero e all'interno, sia ad attirare nuovi clienti nei settori in espansione. L'accordo bancario in materia di tassi non si applicava ai crediti in divise estere, e per questo le operazioni in euro-dollari delle banche italiane ed il mercato per i crediti in dollari (e in altre divise estere) sono stati caratterizzati da un più elevato grado di concorrenza.

Le banche si sono infatti trovate in concorrenza per assicurarsi gli affari in corso e quelli futuri, offrendo facilitazioni in euro-dollari, mentre le imprese italiane aventi rapporti con l'estero sono state in grado di fare pressioni sulle proprie banche, perchè concedessero tali facilitazioni. I tassi praticati sui crediti in valuta estera hanno riflesso tale situazione di concorrenza.

Per queste ragioni le banche italiane e le imprese quando hanno potuto hanno sempre fatto ricorso a prestiti esteri. Le banche italiane sono state forse le prime in Europa a contrarre prestiti in dollari attraverso le operazioni che successivamente sono state definite « operazioni in euro-dollari ». Pare che le banche italiane, sin nel lontano 1950 o 1951, avessero ricevuto depositi in dollari da banche francesi. Questi prestiti aumentarono sensibilmente nel 1957 e nel 1958 e ancor più dopo che la lira e le

FINANZIAMENTI IN DIVISA ESTERA DELLE BANCHE ITALIANE ALLA CLIENTELA NAZIONALE: 1959-1961
(Tasso d'interesse annuo in %)

	dicembre 1959	dicembre 1960	marzo 1961
Totale dei crediti (in milioni di dollari)	569	668	689
Crediti in dollari:			
tasso di interesse	5,25-5,50	5,25	5,25
% del totale dei crediti	9	70	69
Crediti in sterline:			
tasso di interesse	4,50-5,00	6,25	6,25
% del totale dei crediti	15	2	2
Crediti in franchi svizzeri:			
tasso di interesse	4,25-5,50	5,25	5,25
% del totale dei crediti	59	21	21
Crediti in altre monete:			
tasso di interesse	5,00-6,50	5,25-6,50	5,25-6,50
% del totale dei crediti	17	7	8

Fonte: BANCA D'ITALIA: *Relazione Annuale* 1960, pag. 141.

altre maggiori monete europee sono divenute convertibili alla fine del 1958.

I tassi sui crediti in valuta estera sono manifestamente più bassi di quelli praticati sui crediti in lire.

Dato che si tratta di tassi medi, l'acuirsi della concorrenza dopo l'introduzione dei crediti in valuta estera non viene sufficientemente posto in risalto. Talora questa concorrenza ha portato quasi ad una « guerra di prezzi » e i tassi praticati sui crediti in valute diverse dalla lira sono stati in alcuni casi del 3,50 % e anche meno.

Se questi erano i tassi dei crediti in dollari e in sterline, si trattava certamente di crediti concessi in perdita. Il costo che si veniva a sostenere per ottenere tali divise a Londra o a Parigi è stato per lunghi periodi di tempo superiore a tali tassi e, oltre a ciò, le banche italiane hanno dovuto sostenere le spese dirette connesse alle operazioni di raccolta e di erogazione del credito. Probabilmente, però, debbono esservi stati vantaggi compensativi di altra natura; inoltre, i tassi più bassi erano probabilmente applicati soltanto a crediti in monete diverse dal dollaro e dalla sterlina (forse franchi svizzeri e fiorini olandesi) per uso nella stessa moneta o senza copertura a termine. In tutte queste operazioni le imprese industriali italiane che prendevano a prestito valuta estera si assumevano naturalmente ogni rischio di cambio.

Nel settembre 1960 fu raggiunto un *gentlemen's agreement* in materia di tassi sui crediti in valuta estera concessi alla clientela italiana; questi tassi debbono essere allineati ai tassi di interesse praticati nei centri finanziari esteri.

POSIZIONE DELLE BANCHE ABILITATE VERSO L'ESTERO IN VALUTE CONVERTIBILI
(dati dal 1958 in milioni di dollari USA) (*)

	Attività		Passività		Posizione netta
	totale	dep. di non residenti	altri (debiti a breve termine)		
1958:					
dicembre	309	442	84	-	217
1959:					
marzo	344	530	68	-	254
giugno	413	596	83	-	266
settembre	431	676	75	-	320
dicembre	451	573	123	-	245
1960:					
marzo	532	521	152	-	141
giugno	570	528	110	-	58
settembre	623	515	90	-	18
dicembre	851	666	82	-	103
1961:					
marzo	986	708	86	-	192

(*) Escluse le attività e le passività in valute non convertibili e in lire.

I depositi di non residenti costituiti in valuta estera raggiungevano, alla fine di marzo del 1961, la cifra di 708 milioni di dollari di cui: 58 % in dollari; 21 % in sterline; 11 % in franchi svizzeri, 5 % in DM e 5 % in fiorini olandesi, franchi francesi ed altre monete. Dal 1959 i depositi in dollari sono aumentati del 50 % mentre i depositi in franchi svizzeri sono diminuiti del 50 %; i depositi in sterline sono rimasti nel complesso invariati (30).

Come risulta dalla tavola seguente, nei primi nove mesi del 1959, i depositi in valuta estera convertibile di non residenti sono passati da 442 a 676 milioni di dollari, segnando cioè un aumento di oltre il 50 %; contemporaneamente il passivo netto delle banche in tali monete è aumentato di 103 milioni di dollari, raggiungendo la cifra massima di 320 milioni (31).

Questi dati mostrano che, durante la seconda metà del 1959, circa il 40-50 % dei depositi dei non residenti in divise estere convertibili era utilizzato per crediti a residenti, mentre il resto era investito all'estero. Tali crediti erano in gran parte, se non completamente, concessi in divise estere. Come è stato già notato, i crediti all'interno concessi in questa forma non erano soggetti ai tassi previsti dall'Accordo interbancario. Ciò non significa che i prenditori non abbiano potuto convertire in lire parte di tali crediti,

(30) BANCA D'ITALIA: *Relazione Annuale 1960*, pag. 140.

(31) Ciò spiega in parte l'affermazione delle Autorità italiane che « nel 1959 le banche, con mezzi raccolti all'estero, avevano finanziato la clientela italiana, intervenendo così a favore dell'accumulo delle riserve ufficiali ». *Relazione Generale sulla situazione economica del Paese nel 1960*, presentata dal Governo al Parlamento il 21 marzo 1961.

nè significa che il finanziamento estero sia stato fatto necessariamente nella stessa moneta in cui era stato costituito il deposito. E' anzi probabile che i depositi in franchi svizzeri siano stati utilizzati in prestiti in dollari o sterline, monete preferite nel finanziamento del commercio estero o che fruttavano un maggior rendimento netto. Tale conversione non modifica naturalmente l'impegno in relazione alla singola moneta in cui è stato costituito il deposito.

Dal novembre del 1959 la Banca d'Italia ha cominciato a preoccuparsi della notevole posizione debitoria netta in divise estere delle banche commerciali e del fatto che l'indebitamento verso l'estero determinava un aumento della liquidità interna in quel momento già elevata. Pertanto l'Ufficio Italiano dei Cambi decise di porre a disposizione delle banche commerciali dollari contro lire nella forma di operazioni di riporto « swap » vendendo dollari contro lire al cambio del giorno e offrendo la copertura a termine allo stesso tasso. Gli scopi di tale politica erano quattro: arrestare l'espansione della liquidità all'interno e ridurre il volume richiedendo il versamento in lire del controvalore della valuta acquistata; stimolare la esportazione di capitale a breve termine e scoraggiare le importazioni di capitale in modo da ridurre l'avanzo della bilancia dei pagamenti; far diminuire le riserve ufficiali attraverso le cessioni alle banche commerciali; infine, aumentare la disponibilità di valute estere delle banche senza ricorrere a prestiti esteri. Le banche commerciali, per loro conto, potevano usare questi dollari per costituirsi attività all'estero o ridurre i loro debiti all'estero. In entrambi i

casi le banche avrebbero ridotto la loro posizione netta passiva verso l'estero.

Gli effetti di tale politica si possono desumere da un confronto delle posizioni sull'estero nel settembre 1959 e nel settembre 1960. I depositi esteri diminuirono di 150 milioni di dollari, mentre gli impieghi all'estero aumentarono di 190 milioni di dollari. In tal modo un passivo netto di 320 milioni di dollari venne trasformato in attivo netto pari a 18 milioni di dollari. In base a queste cifre si può dire che le banche hanno compiuto operazioni di riporto per un totale di 340 milioni di dollari contro lire.

Nell'agosto del 1960 la Banca d'Italia causò un aumento delle operazioni di « swap » sopra descritte richiedendo che tutte le banche commerciali si portassero ad una posizione estera bilanciata. Lo scopo di tale norma era quello di costringere le banche commerciali a mantenere attività in valuta convertibile di valore almeno uguale agli impegni in tali monete, benchè la norma stessa non richiedesse necessariamente una posizione di equilibrio per ciascuna valuta.

Nei sei mesi successivi all'adozione di tale politica, i depositi esteri presso banche italiane aumentarono di 190 milioni di dollari, le attività delle stesse banche all'estero aumentarono di 360 milioni di dollari e le cessioni di dollari dell'Ufficio Cambi aumentarono di 170 milioni di dollari.

Tale politica ebbe notevole successo. Nei 18 mesi successivi al settembre 1959 la posizione esterna in valute estere delle banche abilitate passò da un indebitamento netto di 320 milioni di dollari a un attivo netto di 190 milioni e l'Ufficio Italiano dei Cambi compì operazioni

« swap » per 510 milioni di dollari contro lire. Le attività all'estero delle banche commerciali, compresi i depositi nel mercato dell'euro-dollaro, aumentarono di 560 milioni di dollari.

Germania

La Germania è stata allo stesso tempo sia un forte prestatore che un forte prenditore di euro-dollari. Complessi sono i fattori che hanno determinato questa duplice attività.

L'avanzo costante e notevole della bilancia dei pagamenti tedesca, dovuto in parte all'afflusso dei capitali, ha rafforzato le riserve tedesche in dollari presso la *Bundesbank*, imprese e privati. Tuttavia, i tassi di interesse commerciale in Germania negli ultimi anni sono stati relativamente elevati, più elevati di quelli della maggior parte degli altri paesi dell'Europa occidentale, e decisamente più elevati di quelli negli Stati Uniti. Tali elementi fanno ritenere che il sistema bancario tedesco abbia integrato le sue risorse creditizie aggiungendo una ulteriore liquidità derivante dai prestiti in dollari ottenuti all'estero e convertiti in marchi o usati direttamente per soddisfare le richieste di marchi con dollari. Inoltre, l'espandersi del volume del commercio estero tedesco faceva crescere la domanda di finanziamenti in dollari. Ogni volta che il costo dei dollari sul mercato dell'euro-dollaro era inferiore al costo negli Stati Uniti venivano a sussistere condizioni favorevoli per tali operazioni.

D'altra parte, l'aumento dei prestiti in dollari e la conversione di tali dollari in marchi, accresceva le riserve ufficiali. Le autorità tedesche

non considerarono ciò con favore e presero una serie di provvedimenti intesi ad arrestare questo afflusso di capitali dall'estero. Anzi, allo scopo di incoraggiare le esportazioni di dollari, le autorità tedesche, poco dopo l'annuncio della convertibilità esterna del marco alla fine del 1958, facilitarono le operazioni di riporto in divisa. In particolare la *Bundesbank* offriva dollari a pronti contro marchi al tasso corrente di mercato — non alla pari — con l'impegno di riacquistarli allo stesso tasso in un periodo successivo.

Queste operazioni avevano lo scopo di stimolare la conversione di marchi in dollari al fine di promuovere l'esportazione di capitali a breve termine, allo stesso tempo scoraggiando il finanziamento a breve all'estero. Tuttavia gli scarti nei tassi di interesse tra la Germania ed altri paesi spesso contrastavano tale esportazione di capitali, nonostante tali agevolazioni. Di conseguenza, nel 1960, la *Bundesbank* cominciò a sovvenzionare operazioni di riporto di marchi contro dollari, col pagamento di un premio, ossia convenendo di riacquistare gli stessi dollari ad un cambio più alto alla fine del periodo del riporto (32). Tale premio fu introdotto per la prima volta nell'agosto del 1960 e da allora ha subito le seguenti variazioni:

(32) Allorchè fu introdotto questo premio, il dollaro a termine si trovava in un rapporto di *sconto* in termini di marchi. Questo sconto era dell'1,05 % su base annuale alla fine del settembre 1960 e dello 0,6 % alla fine dell'anno.

IN % ALL'ANNO

1960:	
agosto	1
settembre	1,½
1961:	
gennaio	1
febbraio	½
fine febbraio	¼
da marzo	0

Le agevolazioni per operazioni di « swap » e successivamente il premio furono accordati con l'intesa che le banche tedesche si servissero dei dollari così acquistati per costituire depositi a termine all'estero o per acquistare Buoni del Tesoro o accettazioni straniere. Tali dollari potevano anche essere impiegati per il finanziamento delle operazioni di transito interessanti terzi paesi, per esempio, acquisti tedeschi di cotone destinato ad essere rivenduto in Polonia.

Questo premio a termine costituì un incentivo di rilievo per l'effettuazione di investimenti in dollari all'estero. Se il rendimento sugli investimenti in dollari nel corso di questo periodo fu dell'ordine del 3-4 %, il premio a termine costituì una integrazione sensibile di questo rendimento, per un investimento che era interamente esente da rischio di cambio.

Tali operazioni di riporto ebbero l'effetto di ridurre l'offerta interna di marchi e quindi di rafforzare la politica monetaria restrittiva della *Bundesbank*. Infatti queste operazioni possono considerarsi come un « quinto » strumento della politica monetaria da aggiungersi alla manovra del tasso ufficiale di sconto, alle operazioni di mercato aperto, alle variazioni delle riserve obbligatorie e alle regolamenta-

zioni specifiche relative a particolari settori dell'economia.

La partecipazione delle banche commerciali e delle imprese industriali tedesche al mercato dell'euro-dollaro, sia come prestatori che come prenditori, veniva promossa da considerazioni di ordine commerciale. Tali considerazioni riflettono in parte l'importanza che la Banca centrale attribuisce alla politica monetaria allo scopo di far fronte all'evolversi della posizione esterna dell'economia tedesca.

Le banche e le imprese sono venute accrescendo le loro disponibilità di dollari nel corso di vari anni e l'investimento all'estero offre molte possibilità favorevoli. Il mercato dell'euro-dollaro e i mercati monetari nazionali degli Stati Uniti, della Gran Bretagna e del Canada, spesso offrono più ampie opportunità per una diversificazione degli investimenti a breve termine e per una maggiore liquidità rispetto a quelle offerte dal mercato tedesco. Le banche commerciali vantano una lunga tradizione in materia di prestiti a medio e persino a lungo termine. L'investimento a breve di dollari anche attraverso la partecipazione al mercato dell'euro-dollaro, offre la possibilità di bilanciare le posizioni a lungo termine in Germania con posizioni a breve termine fuori della Germania.

Il premio per operazioni di « swap » è stato soppresso nel marzo 1961 dopo la flessione dei tassi interni. Tuttavia, l'eccedenza della bilancia dei pagamenti ha continuato a manifestarsi nonostante la rivalutazione del marco, sicchè è stata introdotta un'altra forma di incentivo finanziario permettendo alle banche

commerciali di detrarre gli attivi esteri dalle loro riserve obbligatorie.

L'Unione Sovietica e altri Paesi della cortina di ferro

« Lo slancio originario nello sviluppo post-bellico del mercato continentale del dollaro », secondo Holmes e Klopstock, « si ritiene debba essere attribuito al desiderio di numerose banche dell'Europa orientale di lasciare i loro saldi in dollari presso i loro corrispondenti in Francia e in Gran Bretagna, piuttosto che tenerli a proprio nome negli Stati Uniti » (33). Anche se tale spiegazione può essere discutibile, non vi è dubbio che l'Unione Sovietica e altri paesi al di là della cortina di ferro hanno operato sul mercato più o meno continuativamente per molti anni. Originariamente, questi paesi erano fornitori netti di dollari; più recentemente essi hanno ampliato le loro attività in euro-dollari ed oggi essi operano sui due lati del mercato.

Tali paesi usano mantenere le loro eccedenze liquide a Londra, Parigi e in altri centri dove le possono anche impiegare in investimenti espressi in valuta locale. Essi accettano anche depositi in dollari, operando attraverso corrispondenti ben noti in Europa, principalmente attraverso la *Narodny Bank* di Mosca e la *Banque Commerciale du Nord* a Parigi. Inoltre, essi sollecitano direttamente depositi in dollari, in sterline e in altre valute dell'Europa occidentale inviando richieste circolari a

(33) HOLMES and KLOPSTOCK: *The Market for Dollar Deposits in Europe*, cit., pag. 197.

banche e istituti finanziari dell'Europa occidentale. La *Narodny Bank* di Mosca e la *Banque Commerciale du Nord* vengono considerati in Europa come istituti commerciali di prim'ordine, convenienti per la costituzione presso di essi di notevoli depositi in dollari e in altre valute a tassi competitivi.

Avendo raggiunto una buona posizione di prestigio finanziario sul mercato dell'euro-dollaro depositando dollari, l'Unione Sovietica e i paesi oltre cortina hanno ora assunto la posizione di prenditori di dollari. La posizione netta dell'Unione Sovietica e degli altri paesi oltre cortina non è conosciuta, ma essa può essere valutata molto approssimativamente a circa 200 milioni di dollari nella primavera del 1961. La diversa partecipazione a questo totale dell'Unione Sovietica e dei paesi oltre cortina non è nota, nè si conosce la misura in cui l'URSS può operare come agente per gli altri paesi.

I fondi ottenuti sul mercato valutario europeo possono essere destinati a scopi diversi. In una certa misura essi rappresentano una integrazione del credito al commercio che tali paesi ottengono per altre vie nell'occidente; in tal senso essi facilitano le importazioni. D'altra parte tali fondi possono sostituire altre specie di crediti o perfino le vendite di oro. Anche se i crediti in euro-dollari non costituiscono un sostituto permanente dell'oro, essi possono influire sulla ripartizione nel tempo delle vendite di oro. L'Unione Sovietica non vendette oro nell'ultimo trimestre del 1960, probabilmente perchè si attendeva che il prezzo sarebbe aumentato e riteneva di poter compensare tale sostituzione delle vendite ricorren-

do a prestiti in euro-dollari. La *Narodny Bank* di Mosca e la *Banque Commerciale du Nord* ottengono depositi in dollari sul mercato corrente, ma non si conoscono con precisione i tassi pagati da tali banche. I tassi offerti dalla Banca di Stato dell'URSS (*Gosbank*) vengono comunicati mediante lettere circolari ai depositanti potenziali. Per esempio la circolare in data 25 marzo 1960 fissava i seguenti tassi:

Conti correnti	2,3-4 %
Depositi a 30 giorni	3,3-4 %
Depositi a 3 mesi	4 %

Non si posseggono dati circa l'ammontare dei depositi in dollari ottenuti a questi tassi, tassi che per ciascuna categoria erano inferiori a quelli offerti dalle banche di Londra. Per i depositi a 90 giorni. Il tasso comunicato a Londra era del 4,1-4 % secondo una fonte e del 4,36 % secondo una fonte diversa. La differenza era maggiore per i depositi di più breve durata: il tasso a Londra per i depositi ordinari era di 3,7-8 % a fronte del tasso della *Gosbank* del 2,3-4 %. In tali condizioni era improbabile che affluissero depositi correnti in dollari alla *Gosbank*. I tassi ufficialmente comunicati erano quindi soltanto una indicazione di tassi minimi, mentre i tassi effettivi venivano determinati sulla base di singole trattative. Ciò può forse spiegare il passo della circolare della *Gosbank*: « Se avete interesse ad aprire un deposito presso di noi, vi preghiamo di prendere contatto con noi telegraficamente in modo da potervi offrire il migliore tasso di interesse ».

Le Banche centrali degli altri paesi di oltre cortina inviano anch'esse lettere circolari alle

banche dell'Europa occidentale. Per esempio, la circolare della Banca di Stato della Germania orientale (*Deutsche Notenbank*) del 17 ottobre 1960 fissava i seguenti tassi sui depositi in dollari:

Depositi a vista	nessun tasso
Depositi a sette giorni	3,50 %
Depositi a trenta giorni	4,1-8 %
Depositi a novanta giorni	4,7-8 %

A differenza dei tassi offerti dalla *Gosbank*, ciascuno di questi tassi si trovava ad un livello superiore al tasso corrispondente quotato a Londra. Il tasso di Londra sui dollari a novanta giorni era di circa 3,90 %, sicchè la *Deutsche Notenbank* offriva un premio dell'1 %.

Gran Bretagna

Londra è oggi ed è stata per molti anni il più grande mercato dell'euro-dollaro. Più di qualsiasi altro mercato, a Londra affluiscono depositi in dollari da un'ampia varietà di fonti e a sua volta esso investe tali depositi su una larga base internazionale. Si tratta cioè di un vero mercato internazionale. Il mercato londinese del dollaro è composto da banche e organismi finanziari (comprese le filiali americane) che raccolgono insieme depositi in dollari da tutte le parti del mondo (compresi gli Stati Uniti) e prestano questi dollari a prenditori di ogni parte del mondo (compresi la Gran Bretagna e gli Stati Uniti). L'ammontare dei depositi espressi in dollari USA e tenuti nel Canada presso le sedi centrali delle *chartered banks* canadesi è probabilmente superiore a quello tenuto dalle banche a Londra. Il mer-

cato canadese per i depositi in dollari ha tuttavia una struttura relativamente semplice dipendente interamente dalle strette relazioni economiche tra gli Stati Uniti e il Canada e dalla capacità degli organismi finanziari canadesi ad amministrare i fondi con profitto sul mercato di New York. Il mercato londinese dell'euro-dollaro non dipende invece da tali collegamenti e da tali relazioni.

Il mercato londinese del dollaro e delle altre valute straniere è particolarmente complesso. Più numerosi che in qualsiasi altro mercato sono gli agenti i quali a loro volta sono più specializzati. Comprende banche d'oltremare e banche commerciali britanniche, filiali di banche americane e canadesi, filiali o corrispondenti di altre banche estere, case di accettazione e di sconto. La posizione delle filiali americane a Londra è stata già illustrata nel corso di questo studio. Quella delle filiali canadesi è simile, sebbene il loro raggio di azione sia molto più ristretto. Tutte le unità operanti sul mercato accettano depositi in dollari, in sterline e in altre valute. Le *clearing banks* svolgono anch'esse una certa funzione ma questa viene giudicata di scarsa importanza. Le banche d'oltremare, le banche commerciali e le case di accettazione britanniche sono estremamente attive sul mercato del dollaro e delle altre valute estere. Esse mostrano notevole dinamismo nella raccolta di depositi ed agiscono su di un piano mondiale nella loro attività di collocamento dei depositi presso filiali di banche estere a Londra, presso banche nei paesi esteri e presso operatori stranieri. I depositi in sterline possono essere dati in prestito ad imprese estere o, quando siano costituiti presso

filiali di banche estere, vengono generalmente trasferiti alle rispettive sedi centrali le quali se ne servono per operazioni di investimento. Dei depositi in valute diverse dalla sterlina, una parte viene impiegata, direttamente o indirettamente, in sterline, ossia in effetti, titoli pubblici, carta commerciale, anticipazioni ad imprese che operano nel campo del finanziamento per acquisti rateali, o prestiti ad enti locali per l'edilizia. La proporzione dei depositi così investiti non è conosciuta e comunque essa varia in relazione agli scarti nei tassi di interesse. Una percentuale più alta di tali depositi viene impiegata all'estero presso banche fuori della Gran Bretagna, che utilizzeranno i fondi nei modi già illustrati, o concedendo prestiti in dollari o altre valute direttamente ad operatori esteri.

IV - Mercati esterni delle valute convertibili

Base per le operazioni esterne in sterline e in altre valute europee

Quando le condizioni lo permettevano, le banche di tutti i paesi europei hanno sempre accettato depositi in qualsiasi valuta europea. Era questa la situazione esistente prima del 1914 e nel decennio iniziatosi nel 1920. La differenza fondamentale tra quel periodo e quello attuale è rappresentata dal fatto che la sterlina era allora la valuta più importante, sicchè l'attenzione si concentrava principalmente sui depositi e crediti in sterline. Di conseguenza i tassi che si pagavano fuori della Gran Bretagna sui depositi in sterline, sempre tenuto conto

del costo del riporto per la sterlina, erano il fattore determinante dei tassi che potevano essere corrisposti sui depositi espressi in altre valute. Nelle condizioni che si vennero a creare negli anni '50 il dollaro divenne sempre più la moneta di maggiore importanza nel commercio internazionale e, prescindendo dall'area della sterlina, la principale forma in cui si tenevano le riserve valutarie.

Via via che miglioravano le condizioni monetarie in Europa e al subentrare, alla fine del 1958, alla convertibilità *de facto* delle principali monete europee la convertibilità *de jure*, si rafforzarono le premesse per lo sviluppo dei mercati esterni di tutte le monete europee. Attualmente Londra accetta depositi in tutte le principali valute; così pure Parigi, Zurigo, Francoforte, Milano e altri centri finanziari europei. Si sono così sviluppati mercati esterni della sterlina, del franco francese, del marco tedesco e di altre valute. Le operazioni in euro-dollari o, più propriamente, le operazioni del mercato esterno del dollaro, sono più importanti che non le operazioni del mercato esterno della sterlina e delle altre valute europee. Si può forse dire che le operazioni in euro-dollari costituiscano da sole almeno il 90% di tutte le operazioni sull'euro-mercato, nel suo insieme; le operazioni in euro-sterline ne rappresentano probabilmente il 5% (34), e le operazioni in tutte le altre valute europee, il

(34) Cfr. la seguente valutazione pubblicata su « The Economist » (Londra): « Il volume d'affari del mercato relativamente a questi fondi, che alcuni chiamano euro-sterlina, rimane di scarsa importanza, probabilmente non oltre il 10% dei depositi in dollari sul mercato europeo » (27 maggio 1961, pag. 920).

restante 5% del totale (35). Questa ripartizione del mercato varierà quando cambieranno i tassi di interesse vigenti nei vari paesi, nonché i tassi di cambio a pronti e a termine, che riflettono sia le differenze nei tassi di interesse sia la speculazione cambiaria.

Perchè dovrebbero esserci mercati esterni della sterlina e di altre monete europee? Si è detto che la ragione dello svilupparsi di mercati continentali del dollaro è costituita dal Regolamento Q. Esiste un equivalente del Regolamento Q nella Gran Bretagna e in altri paesi dell'Europa occidentale? Qual'è la situazione nei riguardi dei tassi di interesse sui depositi e sui prestiti nelle loro stesse valute nei paesi europei?

I tassi di interesse presentano caratteri di rigidità in ogni mercato nazionale. In ogni paese esiste una struttura convenzionale o legale di tassi riflettente sia la politica monetaria nazionale sia gli accordi bancari interni. Queste rigidità operative e queste regolamentazioni legali influiscono sul tasso di interesse applicabile ai depositi e sul tasso praticato sui prestiti e sugli scoperti di conto.

La struttura dei tassi applicati ai depositi è spesso regolata da *gentlemen's agreements* o da altre intese. Sotto molti aspetti, questa rigidità e queste intese hanno un effetto equivalente al Regolamento Q. In Gran Bretagna le *clearing banks* corrispondono generalmente un tasso massimo sui depositi a sette giorni, pari al 2% al disotto del tasso ufficiale di sconto

(35) In ordine di dimensione delle operazioni esterne, le valute, dopo il dollaro e la sterlina, sarebbero il franco francese, il marco tedesco, il fiorino olandese e la lira.

con nessuna differenza a favore dei depositi di durata maggiore. La struttura dei tassi non è abbastanza flessibile o diversificata per soddisfare le molteplici esigenze dei depositanti a termine. Ciò non è senza ripercussioni di carattere interno ed esterno. In molti altri paesi europei i tassi d'interesse applicabili sui depositi vincolati sono fissati dalla consuetudine, da convenzione o da regolamentazione governativa. Così i tassi sui depositi vincolati di residenti, sono regolati in Germania e in Francia dalle autorità monetarie, mentre in Italia e in Svizzera sono fissati mediante accordi interbancari (36). I tassi sui depositi vincolati di non residenti sono fissati a livelli ancora più bassi; talora, come nel caso della Svizzera, sono addirittura negativi.

Queste rigidità danno spesso origine al manifestarsi di discrepanze tra tassi di interesse e condizioni di mercato nel paese e all'estero. Col diffondersi della convertibilità e con l'accrescersi della liquidità le differenze nei tassi di interesse causerebbero in ogni caso dei movimenti di capitali a breve termine. Le rigidità accentuano in molti casi queste differenze.

I mercati esterni delle valute nazionali si sviluppano quando tali valute possono essere usate con profitto in una di queste tre forme: a) senza conversione in un'altra valuta; b) mediante conversione in un'altra valuta, ma senza copertura a termine; c) con conversione e con copertura a termine. In questi ultimi anni tutte le principali monete europee hanno soddisfatto l'una o l'altra di queste condizioni. In

(36) Si veda a questo proposito BANCA DEI REGOLAMENTI INTERNAZIONALI: *Creditor Interest Rates*, C.B. 306 (1960).

particolare, essendo i cambi della maggior parte delle principali valute continentali considerati del tutto stabili in Europa — opinione che era perfino ancora più radicata prima della recente rivalutazione del marco e del fiorino olandese — vi è ampia possibilità di operare allo scoperto.

La struttura dei tassi applicati sui crediti in conto corrente e sugli altri prestiti viene a dipendere da considerazioni di politica monetaria interna oltre che dalle rigidità operative e dai *gentlemen's agreements*. Già si è parlato dell'Accordo interbancario italiano, per i prestiti in lire, esteso più tardi ai prestiti espressi in valute estere. Ma in tutti i paesi vi sono tuttavia intese, o decisioni delle maggiori banche, seguite dalle altre, o fattori analoghi che influenzano il livello, la flessibilità e la struttura dei tassi di interesse.

E' quindi inevitabile che sorgano mercati esterni delle monete nazionali. La prima spinta a ciò proviene sia dalle banche che dai preditori. Poichè la partecipazione a tali mercati è una fonte di profitti supplementari, esente dalle limitazioni interne in materia di tassi, la esistenza dell'euro-mercato rende possibile a qualsiasi banca di allargare il proprio giro di affari raccogliendo e piazzando depositi in valute estere. Questa attività può essere condotta, ed è di fatto condotta, su margini inferiori a quelli che prevalgono nei mercati nazionali. Inoltre, l'espansione dell'attività su scala internazionale rende sempre più facile alle imprese commerciali finanziarsi all'estero in diverse valute. Per prevenire ciò, le banche sono praticamente costrette dalla loro stessa clientela, ad entrare nel mercato europeo delle va-

lute. Infatti se una banca non volesse prendere a prestito dollari o franchi svizzeri per un cliente di una certa importanza, sarebbe un'altra banca a farlo; e qualora anche quest'ultima non volesse, il cliente si procurerebbe il prestito direttamente.

Operazioni esterne in valute convertibili

Parigi è il mercato più importante per operazioni in euro-sterline, sebbene tali operazioni siano state effettuate anche in altri centri europei e a Londra. E' verosimile che il volume dei depositi in euro-sterline a Parigi e in altri centri continentali sia di scarsa entità o che, in altre parole, la maggior parte dei possessori di depositi esterni di sterline tenga tali depositi a Londra. Analogamente a quanto avviene per il dollaro, questi depositi in euro-sterline provengono da ogni parte del mondo, in particolare dall'Europa, dal Medio Oriente e dal Sud America e rappresentano fondi sia privati che ufficiali. Le attività in euro-sterline si svolgono per cifre di importanza relativamente modesta. I prestiti in sterline accordati da banche continentali solo in parte provengono da sterline depositate presso di esse. Per la gran parte tali operazioni vengono effettuate con sterline acquistate mediante altre valute.

Le operazioni in euro-sterline (e ciò vale soprattutto per le operazioni nelle altre valute europee) sono relativamente semplici se si confrontano con quelle in dollari. Le banche che accettano depositi in sterline generalmente li impiegano direttamente invece che trasferirli a qualche altra banca. Rispetto a quanto avviene per il dollaro, il numero di banche che

opera sul mercato è inferiore e la lunghezza della catena dei trasferimenti da banca a banca è più breve (37).

Le operazioni esterne in altre valute europee sono quasi interamente limitate al franco francese, al marco tedesco, al fiorino olandese e alla lira, e ciò nell'ordine che si è qui indicato, benchè la maggior parte delle banche siano disposte ad accettare depositi in qualsiasi valuta convertibile e ad impiegarli o ad effettuare prestiti in qualsiasi valuta convertibile.

Nella maggior parte dei casi il rischio di cambio risultante dal passaggio da una valuta ad un'altra è sostenuto dal prestatore il quale, qualora lo voglia, può effettuare una copertura a termine. La maggior parte delle banche usa effettuare la copertura a termine in tali passaggi, ma vi sono stati numerosissimi casi in cui le banche hanno operato allo scoperto.

Tassi di interesse sull'euro-sterlina e su altre valute

Tutte le valute sono egualmente accettabili nelle operazioni sui mercati esterni delle valute europee, ma esse non hanno tutte lo stesso tasso di interesse. Poichè il dollaro è ora la valuta più importante in tali operazioni, il

(37) Così, «The Times» (Londra) informava che gli operatori a Parigi riuscivano a realizzare un profitto «accoppiando» prestatori e prenditori di sterline, o anche offrendo tassi più elevati per i depositi e facendo pagare ai prenditori tassi inferiori a quelli in vigore a Londra. Inoltre, a causa del controllo dei cambi in Gran Bretagna, alcuni prenditori di euro-sterline potrebbero trovare difficoltà a ottenere prestiti in sterline a Londra (17 febbraio 1961).

tasso corrisposto per qualsiasi altra valuta varia in relazione al costo di operazioni « swap » col dollaro. Quando i cambi a pronti e a termine per il dollaro contro qualsiasi valuta sono eguali, il tasso d'interesse che viene normalmente pagato sui depositi in quella valuta è pari a quello pagato per i dollari. Per vari anni, tuttavia, la maggior parte delle valute continentali si è trovata generalmente a fruire di un premio a termine nei confronti del dollaro. Sicchè i tassi pagati a Londra e nei mercati continentali sui depositi in fiorini olandesi, franchi svizzeri, ecc. sono stati inferiori a quelli pagati sui dollari. Corrispondentemente, la sterlina a termine è stata dal 1960 in un rapporto di sconto rispetto al dollaro, sicchè i tassi pagati su depositi in euro-sterline sono stati superiori a quelli sui depositi in euro-dollari.

I dati relativi ai tassi offerti sui depositi a 90 giorni a Londra, nel febbraio del 1961, mostrano che il più alto era quello della sterlina (4,625 % annuo) e il più basso quello del fiorino olandese (1,50 %).

Tuttavia si può calcolare che il costo totale per interessi, usando una qualsiasi di queste valute e passando per il dollaro attraverso operazioni di riporto è approssimativamente lo stesso. In questi calcoli, i tassi massimi per valute europee, con copertura a termine, vennero derivati dal tasso sui depositi in dollari. Si tratta di una relazione di interdipendenza, piuttosto che in un solo senso. Le condizioni del mercato monetario in qualsiasi paese (supponendo che la sua valuta possa essere usata per operazioni esterne) influenzano il livello dei tassi nell'euro-mercato per tutte le altre

TASSI DI INTERESSE CON COPERTURA EFFETTIVI E CALCOLATI PER DEPOSITI A 90 GIORNI DI 6 VALUTE
LONDRA 21 FEBBRAIO 1961
(in % annuo)

	Tassa di interesse effettivo (%)	Premio a termine (+) o sconto (-)		Tasso di interesse con copertura
		effettivo 90 g. (**)	tasso annuale	
Dollari USA	3,50	—	—	3,50
Sterline	4,625	— 0,25	— 1,00	3,625
Dollari canadesi	3,50	— 0,05	— 0,20	3,30
Franchi francesi	1,75	+ 0,42	+ 1,68	3,43
Marchi tedeschi	3,25	+ 0,10	+ 0,40	3,65
Fiorini olandesi	1,50	+ 0,45	+ 1,80	3,30

(*) Tassi rappresentativi resi noti da una banca sul mercato di Londra.
(**) Premio o sconto effettivo (non tasso annuo).

ora usato su maggior scala da banche commerciali ed altri organismi finanziari. Di conseguenza, ed anche per effetto delle cessioni di riserve ufficiali a banche commerciali si è ridotto il volume delle conversioni di dollari in oro. D'altro lato, il controllo di tali fondi sfugge alle banche americane eccettuati — e si tratta di una eccezione — quei fondi che vengono rimpatriati dalle dipendenze estere di banche americane e dalle filiali di New York di banche canadesi. L'importanza internazionale di altre monete è stata anche accresciuta. L'effetto è stato finora relativo, ma si può prevedere che molte monete europee si avvieranno ad acquisire il carattere di monete-chiave internazionalizzate, che si manterranno all'estero per importi sempre maggiori.

Quarto: lo sviluppo dei mercati esterni del dollaro, sterlina e altre monete agevola la liquidità per l'interdipendenza con i mercati monetari e valutari dei rispettivi paesi. Entro ciascun paese si attenua la distinzione fra prestiti in moneta estera e in moneta nazionale, e i due si sommano. Internazionalmente, si può dire che ne risulta aumentata la velocità di circolazione e l'efficienza della liquidità internazionale esistente, il che è equivalente ad aumentarne il volume. Gli effetti saranno buoni o cattivi a seconda dell'uso che se ne fa. Può essere usata con prudenza, per finanziamenti raccomandabili o per acuire i movimenti speculativi e finanziare flussi di capitale ad effetto perturbatore o ingiustificati.

Infine: provocando l'allineamento dei tassi di interesse in vari paesi e stimolando le forze di integrazione finanziaria internazionale, gli euro-mercati possono alterare l'importanza della politica monetaria nazionale. Per questa e per altre ragioni può diventare via via più difficile ai singoli paesi modificare la propria posizione nella struttura internazionale dei saggi di interesse con la conseguente maggiore difficoltà di fare affidamento sulla politica monetaria rendendo necessaria una maggiore attenzione alle politiche complementari. In tal caso, i pregi della politica flessibile di tassi tanto apprezzati nel passato decennio, possono affievolirsi nel corso del decennio attuale.



INTERNATIONAL MONETARY FUND
WASHINGTON, D. C. 20431

CABLE ADDRESS
INTERFUND

April 2, 1965

MEMORANDUM

To: The Managing Director
From: O. L. Altman *OLA*
Subject: Euro-Dollars: Trend of Interest Rates

On March 16th I prepared a background comment on Euro-dollar interest rates for possible value to your Princeton Panel, and noted that the rate on 3-month Euro-dollar deposits had risen sharply from 4.75 per cent on March 8th to 5.25 per cent on March 11th. The memorandum expressed the opinion that a decline in the rate of 5.25 per cent was inevitable, since the differential between such a Euro-dollar rate and the rate of interest paid on new issues of U.S. Treasury bills was not sustainable.

The interest rate on 3-month Euro-dollars was reported on March 31st in the New York Times at 4.70 per cent. The differential between this rate and the rate on new issues of Treasury bills is about 0.78 per cent. This differential is only slightly greater than that which prevailed at the end of 1963 and at the end of 1964.

I conclude from this that the downward adjustment of the 3-month Euro-dollar rate from its peak of 5.25 per cent on March 11th has almost run its course. Unless U.S. short-term rates rise, the interest rate on Euro-dollars will either remain around its present level of 4.70 per cent or it will fall slightly, by perhaps another ten basis points, to approximately 4.60 per cent.

cc: Deputy Managing Director
Mr. Polak

A large, stylized handwritten signature in the right margin of the page.



INTERNATIONAL MONETARY FUND
WASHINGTON, D. C. 20431

CABLE ADDRESS
INTERFUND

February 26, 1965

MEMORANDUM

To: The Managing Director
From: O. L. Altman *OLA*
Subject: Rates of Interest on Euro-Dollar Deposits

It is interesting to note that the rates of interest quoted on deposits of Euro-dollars by one of the largest brokers in Europe, operating out of Switzerland, have shown a quotation for 12-month deposits since the beginning of February of this year. Prior to this, the longest term for which a rate was quoted was six months. The 12-month quotation suggests that there may have been some lengthening of the term of transactions in the Euro-dollar market, but I have no way of gauging at this time how important this is. The rate quoted on 12-month deposits is $4 \frac{15}{16}$ per cent, which is $\frac{1}{4}$ of 1 per cent higher than the rate for 6 months and $\frac{6}{16}$ of 1 per cent higher than that for 3 months.

Twelve-month rates are also quoted for sterling, French francs, deutsche mark, and guilders.

cc: Deputy Managing Director
Mr. Polak
Mr. Whittome
Mr. Fleming

A large, stylized handwritten signature in blue ink, located on the right side of the page.

Mr. Whittome ✓

Mr. David Williams to all

February 26, 1965

MEMORANDUM

To: The Managing Director
From: O. L. Altman
Subject: Rates of Interest on Euro-Dollar Deposits

It is interesting to note that the rates of interest quoted on deposits of Euro-dollars by one of the largest brokers in Europe, operating out of Switzerland, have shown a quotation for 12-month deposits since the beginning of February of this year. Prior to this, the longest term for which a rate was quoted was six months. The 12-month quotation suggests that there may have been some lengthening of the term of transactions in the Euro-dollar market, but I have no way of gauging at this time how important this is. The rate quoted on 12-month deposits is $4 \frac{15}{16}$ per cent, which is $\frac{1}{4}$ of 1 per cent higher than the rate for 6 months and $\frac{6}{16}$ of 1 per cent higher than that for 3 months.

Twelve-month rates are also quoted for sterling, French francs, deutsche mark, and guilders.

cc: Deputy Managing Director
Mr. Folek
Mr. Whittome ✓
Mr. Fleming

OAltman:hgb
2/26/65



Office Memorandum

TO : The Managing Director

DATE: October 26, 1962

FROM : O. L. Altman *OLA*

SUBJECT : Forecasts of U.S. Economic Activity in 1963 made by Business Economists

The opening session of the National Association of Business Economists in Washington on October 25, 1962, dealt with the business outlook. This memorandum summarizes the discussion, which lasted an hour and a half.

William F. Butler (Chase Manhattan) opened the discussion. He distributed a table (a copy of which is attached) setting forth forecasts, prepared within the Chase Manhattan Bank, of gross national product and related indicators. He then summarized a survey of the views of members of the National Association of Business Economists, pointing out that the values reported represented the median view of the respondents and that there was relatively small spread between the various forecasts. Neither set of forecasts apparently assumed a tax cut in 1963; and it is possible that the relatively small spread of views in the NABE survey is partly the result of differing assumptions used by the respondents. Neither set of forecasts assumed war, a sharp step-up in defense expenditures, or a rush to spend by consumers in anticipation of greater troubles.

The two sets of forecasts may be summarized as follows:

	Gross National Product		FRB Index of Industrial Production	
	Chase Manhattan	NABE	Chase Manhattan	NABE
1962				
III	\$558 B	--	119	--
IV	563	\$560 B	119	119
1963				
I	560	560	116	116
II	558	560	113	115
III	560	565	112	116
IV	565	575	113	119
Total--1962	551	550	118	118
Total--1963	561	565	114	116

William H. Shaw (du Pont) discussed the outlook for nondurable consumer goods, and estimated that their output would be \$167 billion in 1963, representing a small increase over 1962. His forecast assumed, contrary to the consensus already

mentioned, that the hesitancy in the economy would come in late 1963, despite an assumed tax cut of \$5-6 billion in the second quarter. (Shaw's forecast was thus much more pessimistic than the median for the group.)

Robert J. Eggert (Ford) estimated automobile production at 6.7 million units in 1962 and at 6.2 million units in 1963. This would be the first time that the automobile industry had produced more than 6 million units in successive years. He thought that the "normal" level of automobile production would be 6.9 million units in 1965 and 8 million units in 1970.

Donald J. Watson (General Electric) dealt with durable consumer goods (with the exception of automobiles), and estimated that production in 1963 would be 3 per cent greater than in 1962. This increase reflected an estimate of gross national product for 1963 of \$567 billion, which is higher than Chase and about the same as the NABE. His forecast was that new sales of consumer durables would be lower but that sales for replacement would rise sharply. Replacement sales in 1962 were 125 per cent greater than in 1960, reflecting the increased age of the stock of consumer durable goods and large sales in the early postwar period.

Douglas Greenwald (McGraw Hill) discussed the outlook for fixed investment, saying 1963 would be about 2 per cent higher than 1962 but lower than the current rate. There would be some decline in the first half, followed by recovery in the second.

Edwin Magee (MacKay-Shields) discussed construction, and forecast a modest recession in the first half, followed by a modest recovery in the second half. Construction in 1963 was estimated at \$58.6 billion, down 2 per cent from 1962. Private construction would be down 2 per cent; public construction, up 5 per cent; road construction, up 9 per cent. The number of housing units was forecast at 1.3 million, down 9 per cent from 1962. He thought that housing construction was now in phase with the business cycle, and that war arrears have been made up. In the next few years, it is likely that housing construction will be about 1.5-1.6 million units.

Louis Paradiso (Department of Commerce) discussed government goods and services. The federal government would increase its outlays for goods and services by \$4.7 billion in 1963 over 1962 (calendar years); state and local governments would increase their spending by \$4 billion; total public spending would be up \$9 billion. The following increases by the federal government in 1963 over 1962 are of interest: military functions, \$2.5 billion; National Aeronautics & Space Administration, \$1.2 billion, with spending by mid-1964 at an annual rate of \$4 billion; Atomic Energy, no change against 1962 spending of \$3 billion; all other spending, \$1 billion.

Albert T. Sommers (National Industrial Conference Board) discussed inventories. He commented on the figures prepared by Hastings of the Chase Manhattan Bank (attached table), and said that these suggested more inventory decline than was shown in that table as well as an increase in unemployment. Sommers held the view that inventory changes in 1961-62 were controlled by the whole movement of the economy; they were a response to this movement rather than an initiator of

it. Inventories presently were not high but rather in a neutral position. He thought that there had been a great change in price expectations with respect to inventory accumulation; and that inventory accumulation now involved the "threat of price loss." In this connection, he referred to recent statements on price developments by the Managing Director.

John Deaver (Chase Manhattan) discussed the foreign sector. Net exports would continue at the present rate of \$3 billion. In 1962, wages had risen sharply in Europe compared with the United States, and this differential increase offset the effects of tariff changes, etc. In 1963, he expected a slowdown in Europe but no downturn. Prices in Europe would continue to rise faster than in the United States so that U.S. exports to Europe would not go down even if there was a slowdown in Europe. Exports to Canada would be lower; exports to other areas would be higher. Direct foreign capital investment would be lower in 1963 than in 1962. Short-term interest rates might fall in Europe, following a softening of economic activity there, and the increase in commercial credits to Japan would go down sharply in 1963, making the short-term capital picture more favorable. On the whole, he thought that there would be some further improvement in the U.S. balance of payments, but that the deficit would not be eliminated even by the fourth quarter of 1963.

Allen Greenspan (Greenspan Associates) made a few general remarks. He began by noting that the combined effect of statements by members of the panel would not equal the group forecasts. He thought that it was therefore necessary to take account of some over-all factors, and asked what could damp down the rate of economic activity in 1963. He suggested two points: (1) There were potential dangers from prices of real estate and common stocks. To date, the decline in stock prices has had "surprisingly little" effect on spending. Further falls might have significant effects in 1963. (2) There could be continued pressure on profit margins with prices soft and costs rigid or rising. He noted in closing that the consensus of the panel was more optimistic than it would have been some months ago.

Attachment

cc: Deputy Managing Director
Mr. Polak

Gross National Product
& Related Indicators
\$ Billions

	<u>1 9 6 2</u>				<u>1 9 6 3</u>				<u>1962</u>	<u>1963</u>
	<u>1</u>	<u>2</u>	<u>3</u>	<u>4</u>	<u>1</u>	<u>2</u>	<u>3</u>	<u>4</u>		
Gross National Product	545.0	552.0	558	563	560	558	560	565	554.5	560.8
Consumption	350.2	354.9	359	361	361	361	362	365	356.3	362.3
Durables	46.3	47.2	48	47	45	43	42	42	47.1	43.0
Non-durables	159.9	161.3	163	164	164	164	164	165	161.6	164.3
Services	144.1	146.3	148	150	152	154	156	158	147.1	155.0
Gross Private Domestic Investment	75.9	77.4	78	79	73	69	68	69	77.6	69.8
Fixed Business Investment	48.1	50.1	51	52	50	48	47	47	50.3	48.0
Inventory Change	6.7	4.0	3	3	0	- 1	0	1	4.2	0.0
Private Non-farm Housing	21.2	23.3	24	24	23	22	21	21	23.1	21.8
Net Exports	3.7	3.7	3	3	4	4	4	4	3.4	4.0
Government	115.2	116.0	118	120	122	124	126	127	117.3	124.8
Federal	61.9	62.1	63	64	65	66	67	68	62.8	66.5
State and Local	53.3	54.0	55	56	57	58	59	59	54.6	58.3
Industrial Production	114.7	117.4	119	119	116	113	112	113	117.5	113.5
Profits before taxes	50.1	50.9	50	49	45	42	41	42	50.0	42.5
Disposable Income	375.6	381.8	384.7	387	386	386	388	392	382.3	388.0
Savings Rate	6.8%	7.0%	6.7%	6.7%	6.5%	6.5%	6.7%	6.9%		
Auto sales (dom. and imports, millions)	6.5	7.0	6.8	6.8	6.5	6.3	6.2	6.2	6.8	6.3
Private Housing Starts (thousands)	1285	1512	1490	1410	1360	1300	1300	1320	1424	1320

V. S. Hastings
October 2, 1962

W.H. Cook

The Managing Director

October 26, 1962

O. L. Altman

Forecasts of U.S. Economic Activity in 1963 made by Business Economists

The opening session of the National Association of Business Economists in Washington on October 25, 1962, dealt with the business outlook. This memorandum summarizes the discussion, which lasted an hour and a half.

William F. Butler (Chase Manhattan) opened the discussion. He distributed a table (a copy of which is attached) setting forth forecasts, prepared within the Chase Manhattan Bank, of gross national product and related indicators. He then summarized a survey of the views of members of the National Association of Business Economists, pointing out that the values reported represented the median view of the respondents and that there was relatively small spread between the various forecasts. Neither set of forecasts apparently assumed a tax cut in 1963; and it is possible that the relatively small spread of views in the NABE survey is partly the result of differing assumptions used by the respondents. Neither set of forecasts assumed war, a sharp step-up in defense expenditures, or a rush to spend by consumers in anticipation of greater troubles.

The two sets of forecasts may be summarized as follows:

	Gross National Product		FRB Index of Industrial Production	
	Chase Manhattan	NABE	Chase Manhattan	NABE
1962				
III	\$558 B	--	119	--
IV	563	\$560 B	119	119
1963				
I	560	560	116	116
II	558	560	113	115
III	560	565	112	116
IV	565	575	113	119
Total--1962	551	550	118	118
Total--1963	561	565	114	116

William H. Shaw (du Pont) discussed the outlook for nondurable consumer goods, and estimated that their output would be \$167 billion in 1963, representing a small increase over 1962. His forecast assumed, contrary to the consensus already

mentioned, that the hesitancy in the economy would come in late 1963, despite an assumed tax cut of \$5.6 billion in the second quarter. (Shaw's forecast was thus much more pessimistic than the median for the group.)

Robert J. Eggert (Ford) estimated automobile production at 6.7 million units in 1962 and at 6.2 million units in 1963. This would be the first time that the automobile industry had produced more than 6 million units in successive years. He thought that the "normal" level of automobile production would be 6.9 million units in 1965 and 8 million units in 1970.

Donald J. Watson (General Electric) dealt with durable consumer goods (with the exception of automobiles), and estimated that production in 1963 would be 3 per cent greater than in 1962. This increase reflected an estimate of gross national product for 1963 of \$567 billion, which is higher than Chase and about the same as the NABE. His forecast was that new sales of consumer durables would be lower but that sales for replacement would rise sharply. Replacement sales in 1962 were 125 per cent greater than in 1960, reflecting the increased age of the stock of consumer durable goods and large sales in the early postwar period.

Douglas Greenwald (McGraw Hill) discussed the outlook for fixed investment, saying 1963 would be about 2 per cent higher than 1962 but lower than the current rate. There would be some decline in the first half, followed by recovery in the second.

Edwin Magee (MacKey-Shields) discussed construction, and forecast a modest recession in the first half, followed by a modest recovery in the second half. Construction in 1963 was estimated at \$58.6 billion, down 2 per cent from 1962. Private construction would be down 2 per cent; public construction, up 5 per cent; road construction, up 9 per cent. The number of housing units was forecast at 1.3 million, down 9 per cent from 1962. He thought that housing construction was now in phase with the business cycle, and that war arrears have been made up. In the next few years, it is likely that housing construction will be about 1.5-1.6 million units.

Louis Paradise (Department of Commerce) discussed government goods and services. The federal government would increase its outlays for goods and services by \$4.7 billion in 1963 over 1962 (calendar years); state and local governments would increase their spending by \$4 billion; total public spending would be up \$9 billion. The following increases by the federal government in 1963 over 1962 are of interest: military functions, \$2.5 billion; National Aeronautics & Space Administration, \$1.2 billion, with spending by mid-1964 at an annual rate of \$4 billion; Atomic Energy, no change against 1962 spending of \$3 billion; all other spending, \$1 billion.

Albert T. Sommers (National Industrial Conference Board) discussed inventories. He commented on the figures prepared by Hastings of the Chase Manhattan Bank (attached table), and said that these suggested more inventory decline than was shown in that table as well as an increase in unemployment. Sommers held the view that inventory changes in 1961-62 were controlled by the whole movement of the economy; they were a response to this movement rather than an initiator of

it. Inventories presently were not high but rather in a neutral position. He thought that there had been a great change in price expectations with respect to inventory accumulation; and that inventory accumulation now involved the "threat of price loss." In this connection, he referred to recent statements on price developments by the Managing Director.

John Deaver (Chase Manhattan) discussed the foreign sector. Net exports would continue at the present rate of \$3 billion. In 1962, wages had risen sharply in Europe compared with the United States, and this differential increase offset the effects of tariff changes, etc. In 1963, he expected a slowdown in Europe but no downturn. Prices in Europe would continue to rise faster than in the United States so that U.S. exports to Europe would not go down even if there was a slowdown in Europe. Exports to Canada would be lower; exports to other areas would be higher. Direct foreign capital investment would be lower in 1963 than in 1962. Short-term interest rates might fall in Europe, following a softening of economic activity there, and the increase in commercial credits to Japan would go down sharply in 1963, making the short-term capital picture more favorable. On the whole, he thought that there would be some further improvement in the U.S. balance of payments, but that the deficit would not be eliminated even by the fourth quarter of 1963.

Allen Greenspan (Greenspan Associates) made a few general remarks. He began by noting that the combined effect of statements by members of the panel would not equal the group forecasts. He thought that it was therefore necessary to take account of some over-all factors, and asked what could damp down the rate of economic activity in 1963. He suggested two points: (1) There were potential dangers from prices of real estate and common stocks. To date, the decline in stock prices has had "surprisingly little" effect on spending. Further falls might have significant effects in 1963. (2) There could be continued pressure on profit margins with prices soft and costs rigid or rising. He noted in closing that the consensus of the panel was more optimistic than it would have been some months ago.

Attachment

cc: Deputy Managing Director
Mr. Polak

OLAltman:hgb
10/26/62



Office Memorandum

TO : Mr. Jacobsson

DATE: August 7, 1962

FROM : O. L. Altman *OSM*

SUBJECT : References to you and the IMF in the Banking and Currency Committee of the House of Representatives

The Committee on Banking and Currency of the House of Representatives recently held hearings on H.R. 12080, dealing with amendment of Regulation Q to pay higher interest rates on time deposits of foreign governments and foreign official agencies. A number of members of the Committee asked Mr. William McChesney Martin some questions about the workings of the IMF and about possible testimony by you, as follows (pp. 113-15):

Mr. Vanik. Now, I have one final question: What assurance do we have that prudent, wise foreign governments would not withdraw money from the International Monetary Fund at a very low attractive rate of interest and then deposit it in the New York banks or the San Francisco banks, the several that are involved, and there draw a much more attractive rate of interest on the deposit and pocket a handsome profit on the deal?

Mr. Martin. From the International Monetary Fund?

Mr. Vanik. Well, they can go into the International Monetary Fund and get it at a low rate of interest and deposit in the commercial banks and pick up a couple of percentage points and make a handsome profit. What assurance can we have that this will not happen?

Mr. Martin. I think you could rely on the management of the International Monetary Fund not to permit that. You would have to ask Mr. Jacobsson. I have great confidence in the Fund.

Mr. Vanik. These things are all related. They are tied together.

Mr. Martin. We are dealing with a difficult situation. It would be nice if we didn't have this differential and this balance-of-payments problem. That is why it has come about.

Mr. Kilburn. Would the gentleman yield?

Mr. Vanik. Yes.

Mr. Kilburn. I think with the International Monetary Fund they have to state the purpose of the loan.

Mr. Martin. That is correct.

Mr. Kilburn. And if they don't agree with the purpose, they don't lend the money.

Mr. Martin. That is right.

Mr. Vanik. But in the interim until the money is actually put to use it could be put into deposit. Is there anything that would bar the Nation from borrowing the money and having it on deposit pending such time as it will be used?

Mr. Multer. If you will yield to me, not only will the purpose be stated, but they must show the need for the loan and if they need the money 3 or 6 months later, they are not going to draw the money down until they need it.

The International Monetary Fund for 1 minute wouldn't countenance any such operation of making a loan for some good purpose and then letting the money be withdrawn and put on deposit so it would earn interest. That would certainly pervert the very purpose of the International Monetary Fund.

Mr. Widnall. Will you yield?

Mr. Vanik. I would be happy to yield.

Mr. Widnall. Do you think, Mr. Martin, it would be helpful if Mr. Jacobsson appeared before this committee?

Mr. Martin. I think Mr. Jacobsson always contributes to any discussion. I don't think it would add much on this matter.

Mr. Widnall. He has been invited in the past and turned down the invitation. At the same time he appears on "Meet the Press" in this country and answers questions. Do you think it would be helpful if he appeared before the committee?

Mr. Multer. Would Mr. Vanik yield on this point? I am sure if we want to meet informally with Mr. Jacobsson, he will be very frank in discussing these matters with us. It is quite different to ask a man representing an international body to come before a congressional or legislative committee of one of the members of that body and ask questions officially. I think he is quite within his rights in saying don't embarrass me by asking me to come before you officially to answer questions before a legislative body when I am representing an international body of which your country is a member.

Mr. Vanik. That answers my question because here we have an international agency over which we have no control that can do any thing it pleases with its money and let it be withdrawn and permit it to be deposited in the New York banks and I don't think we could do much about it because this is an international agency.

I don't know what we can do about it. The risk is there. As a matter of fact, the International Monetary Fund might consider it a better investment of the money than any other because deposit in

American banks would guarantee a certain return and a certainty of repayment. They could get the money, put it in the New York banks and pick up two or three points of interest. Could you think of a better investment for a country?

Mr. Martin. I am glad you perceived this problem, Mr. Vanik, because I think this is the problem with the flow of money. I am not worried about the Monetary Fund. I have great confidence in their handling of it, but the big problem we are dealing with here is the flow of money.

cc: Mr. Cochran
Mr. Polak
Mr. Gardner
Mr. Reid

Mr. Altman

May 15, 1962

Earl Hicks

Your Reminiscences on Gold

1. Do you not directly contradict yourself by saying (page 11) that no one takes Warren and Pearson seriously and, on the next page, that the price of gold does not matter since other prices will adjust to any price of gold?

2. Since you attach much importance to the correlation of U.S. gold movements with the U.S. balance of payments surplus or deficit, and since you say that you propose to write further papers on this relation, I should like to say that I think the correlation is spurious and the apparent conclusion wrong. A relationship between gold movements and the balance of payments surplus or deficit is, of course, a relationship between gold movements and gold movements plus changes in official dollar holdings. I doubt that the size of the correlation coefficient tells us much about the significance of a relationship when both sides of the relation are largely the same thing. ~~How long~~^{4966P} the correlation coefficient depends mostly on how large gold movements are relative to dollar movements. Also, comparison of the slope with the standard error tells us nothing about the significance of the relationship since, if there were never any change in dollar liabilities the slope would be large (45 degrees) and infinitely larger than the standard error. What might be of interest is the difference between the slope and the 45 degree slope that would result if the balance of payments surplus or deficit were defined as the change in gold holdings.

Your interpretation of the chart carries the assertion that the larger the U.S. deficit the greater will be increases in foreign holdings of dollars. Surely the U.S. problem arises from the fact that this is not so: that increasing and continuing U.S. deficits raise the question whether foreign holdings of U.S. dollars might fail to grow or might decline.

I think the chart supports a very different interpretation just as well as it supports your interpretation. A straight line with a 45 degree slope can be drawn between the data for 1950, 1952, 1954, 1955, 1959, and 1960, suggesting that in most years foreign official holders have increased their holdings of dollars by about \$1.5 billion, regardless of the U.S. balance of payments. Difficulties have arisen in those years like 1958 and 1961 when the U.S. had a deficit and countries did not make large additions to their dollar

SUBJECT COPY

holdings. I do not contend that this interpretation has merit. I do contend that it fits the facts as well as yours.

Lastly, it should not be forgotten that all of the elements of the chart have an obverse. If the U.S. has a deficit, others have surpluses. If the U.S. has a gold outflow, others have a gold inflow. If the U.S. has an increase in dollar liabilities, others have an increase in dollar assets. The obverses are for the most part Continental Europe. I think that if your thesis were to be said to be correct you would have to say it was also true that there was a similar regression line for Europe. This would contradict the clear fact that in recent years European countries have had an increased preference for gold.

cc: Mr. Dorrance

SUBJECT COPY

Mr. Per Jacobsson

Room 1205

(2)

#7

DM/62/15

INTERNATIONAL MONETARY FUND

Research and Statistics Department

Some Aspects of the Gold Problem*

Prepared by O. L. Altman

April 24, 1962

This article discusses only a few of the many aspects of the gold problem. It considers the monetary demand for gold and official buying and selling policies in relation to the support of exchange rates. It discusses the rationale of the present price of gold. It then goes on to consider gold hoarding and recent developments in the London gold market.

I

It will be helpful, at the beginning, to summarize a few facts with respect to gold:^{1/}

(1) Production of gold in the free world increased from \$752 million in 1946 to about \$1,200 million in 1961. South Africa has been responsible for practically all of this increase, and now produces more than two thirds of the free world's production.

(2) Sales of gold by the U.S.S.R. have been important in recent years. During 1946-52, the Soviet Union sold little, if any, gold. During 1957-61, it sold between \$200 million and \$275 million each year.

(3) Monetary stocks of gold held by international agencies and by all countries (excluding those in the communist bloc) increased from \$34.1 billion in 1946 to \$41.1 billion in December 1961. This increase of \$7.0 billion was equivalent to a growth rate of 1.2 per cent per year. Yearly additions to gold reserves, which depend principally upon the amount of gold purchased for hoarding, have varied as follows (in millions of U.S. dollars):

* This article has been translated into French and will be published in May 1962 in a special issue of the Revue de l'Institut de Science Economique Appliquée (Paris) devoted to international cooperation in financial and monetary matters. The views expressed in this article are personal, and are not necessarily those of the International Monetary Fund.

^{1/} For earlier, but much more detailed analyses, see the writer's "A Note on Gold Production and Additions to International Gold Reserves," IMF Staff Papers, April 1958, pp. 258-88; and "Russian Gold and the Ruble," ibid., April 1960 (also published as "L'Or Russe Et Le Rouble," Problemes Economiques, 28 Juin et 5 Juillet, 1960).

- 2 -

1952	\$240
1953	475
1954	650
1955	680
1956	495
1957	705
1958	670
1959	695
1960	340
1961	570

During the fourth quarter of 1960, gold speculation and hoarding increased sharply, and gold reserves declined by \$165 million, for the first time in any quarter since 1951. Additions to gold reserves in 1961 have been larger than in 1960, as follows (in millions of U.S. dollars):

	<u>1960</u>	<u>1961</u>
First quarter	170	130
Second quarter	210	255
Third quarter	125	125
Fourth quarter	-165	60

(4) Private gold hoards during 1946-61 probably increased by at least \$7.5 billion. This estimate is based upon totals for free world production of \$15.9 billion, Soviet gold sales of \$1.6 billion, and industrial and artistic uses of \$2.7 billion.

(5) During the last decade, both the physical volume and the value of trade increased at a greater rate than the world's gold reserves. Official and private holdings of dollars increased sharply, while those of sterling and other non-dollar assets remained practically the same. The ratio of reserves to trade decreased. For all countries collectively, the proportion of gold to total reserves decreased from 67 per cent in 1952 to 63 per cent in 1961; for all countries other than the United States, however, this proportion increased from 41 per cent to 49 per cent.

II

It is obvious that the gold exchange standard is imperfect, and it is easy to devise other arrangements which, from a technical monetary point of view, would operate more satisfactorily. It is much more difficult to develop arrangements that are technically satisfactory and, at the same time, agreeably handle the many conflicts of interest between countries. There are substantial differences between creditor and debtor countries, between developed and underdeveloped countries, between surplus and deficit countries, and between countries which hold most of their reserves in gold and all others.

Many of the monetary reforms that have been discussed so vigorously in the last few years involve suggestions for gold reform. There are proposals to increase the price of gold and to reduce it, to demonetize gold and to return to a pure gold standard. Keynes' plan for a Clearing Union proposed one-way convertibility. And the Soviet Union has recently argued that all international reserves are wasteful.^{2/}

Important national interests and economic objectives and controls are involved in present monetary arrangements, and in all proposals for "better" arrangements. It is, therefore, difficult to agree on far-reaching and permanent changes. The creation of the International Monetary Fund at Bretton Woods involved prolonged and exhaustive discussion. The negotiations to provide \$6 billion of stand-by loans to the Fund were lengthy and detailed.^{3/} According to press reports, they reflected important differences with respect to objectives and consultation procedures. Yet the stand-by borrowing arrangements are certainly modest in relation to many of the proposed international financial reforms.^{4/} It may appear, at first glance, that the Basle Agreement to help finance the capital outflows from the United Kingdom in the spring of 1961 was an exception to this rule because it was negotiated quickly and with apparent ease. Although the full details of this gentlemen's agreement^{5/} have never been made public, it may be assumed that agreement was reached so quickly because the combination of elements was unique. The largest amount outstanding at any one time was about £325 million. The dangers

^{2/} "The countries of the socialist camp do not need to establish currency reserves in order to ensure settlements among themselves, and consequently it is not necessary for them to set aside commodity goods for the purpose of accumulating such reserves. . . . [Moreover] the capitalist countries have to maintain very large reserves in hard currency. . . . in essence granting permanent credit to the U.S.A. and Britain by immobilizing a substantial part of their export earnings." Quoted from "Rubles in International Settlements," Current Digest of the Soviet Press, May 23, 1961, p. 12. (This is a translation of an article by Prof. F. Bystrov in Vneshnyaya Torgovlya, April 1961.)

^{3/} See Summary Proceedings of the Sixteenth Annual Meeting (1961) and International Financial News Survey, January 12, 1962.

^{4/} Excluding the United States and the United Kingdom, which are widely expected to be potential borrowers under the stand-by agreements, the total undertakings come to about \$3 billion. Countries with unfavorable balance of payments positions would probably not be drawn upon--and Japan's reserves fell by \$500 million to \$1.5 billion in the last eight months of 1961. (Japan's share is \$250 million.)

Some points bearing on possible alternatives to the stand-by agreements may be noted. Fund quotas were subjected to a quinquennial review in 1960, and a general revision of them was considered unnecessary. However, the quotas of some participants, e.g., Germany, are generally recognized to be too low. Moreover, there were indications that some participants might be agreeable to substantial bilateral arrangements with the Fund.

^{5/} When M. Wilfred Baumgartner was asked about this at a press conference, he is reported to have replied that "Il n'y a jamais eu de gentlemen's agreement de Bâle, mais il n'y a à Bâle que des gentlemen" (The Economist (London), September 30, 1961).

were immediate; the obligations assumed by continental central banks applied to only the one instant case; and the risks were apparently reduced by U.K. guarantees in one form or another. Finally, the Basle financing was only a short-run commitment which could be liquidated by a U.K. drawing on the Fund.^{6/}

It is important to discover and evaluate the realities of the present situation. In the last few years, the difficulties of present monetary arrangements have been overdramatized while the advantages have been played down. It is important to redress this emphasis. The international financial system has great flexibility. It has a marked capacity to grow and adapt itself to changing circumstances. Gold will undoubtedly continue to play a major role in this system; and President Kennedy has given his pledge to maintain the present gold value of the dollar. For all of these reasons, the remainder of this paper is devoted to considering the nature and the prospects of present gold policies and practices.

III

The 76 countries that are members of the International Monetary Fund are required to define the parities of their currencies in relation to a quantity of gold, or the U.S. dollar of the weight and fineness in effect on July 1, 1944. The dollar is defined as 0.888,671 grams of fine gold, equivalent to a gold price of \$35 an ounce. This price was adopted by the United States in 1934. The par value of the dollar cannot be changed unless the Congress by law authorizes such an action. Any change of the present parity by 10 per cent or more would require the specific approval of the Fund.

The United States has been on a gold bullion standard since 1934. It maintains the relationship of the dollar to gold by buying and selling gold freely, at a fixed price of \$35 an ounce minus or plus a handling charge of $8\frac{1}{4}$ cents an ounce, in transactions with foreign governments and central banks for all legitimate monetary purposes. The United States is not required to do this, even by its own laws. The Treasury has, however, followed this administrative practice since 1934. It could also change this practice by administrative decision. It could, for example, decide to sell gold and not buy it, or buy gold and not sell it, or adopt conditions or limits on gold transactions. Moreover, it could widen buying and selling

^{6/} The Bank of England has outlined some details of the Agreement (Quarterly Bulletin, September 1961, pp. 9-11), and the Banque Nationale Suisse outlined its participation in its Rapport, 1961, pp. 4-6. By the end of October, all of the Bank credits reportedly had been repaid, except \$50 million due to Switzerland, which is to be funded (Federal Reserve Bank of New York, Monthly Review, December 1961, p. 199, footnote 2).

It is interesting to note that a mutual borrowing arrangement was recently announced by Denmark, Sweden, Norway, Finland, and Iceland. In case of balance of payments difficulties, each can borrow, through swap transactions, up to the equivalent of 100 million Swedish kronor (maximum for Iceland, 10 million Swedish kronor) from any of the others for a period of one year, provided that it has used its own exchange reserves to a reasonable extent and also drawn its gold and first credit tranches from the International Monetary Fund.

margins. The Fund, under its Articles of Agreement, permits maximum margins of one per cent on either side of parity.^{7/} The margins of the United States have been one quarter of one per cent since 1934.^{8/} They are considerably smaller than those of any country in Europe with respect to either gold transactions or exchange dealings. If they were increased to (say) one per cent, the gold buying price of the U.S. Treasury would be reduced to \$34.65 an ounce and its selling price increased to \$35.35 an ounce. Such action might well slow down the interconversion of gold and dollars. It might also reduce considerably the attractiveness of private speculation in gold.

Defending the existing parity of the dollar, and smoothing exchange rate fluctuations, do not require, nor do they depend upon, such unlimited transactions in gold with foreign governments and central banks. These could be done just as well by buying and selling other currencies in foreign exchange markets. For many years, the United States was unique in operating solely with gold. In 1961, however, the United States engaged in foreign exchange transactions in deutsche mark, Swiss francs, and perhaps other currencies, though its total reserve holdings of convertible foreign currencies never exceeded \$186 million.^{9/} Transactions in forward exchange must have been considerably larger than those in spot exchange. At the end of June, more than DM 1 billion (\$250 million) of forward sales contracts were outstanding; forward transactions in Swiss francs during the year amounted to \$150 million.^{10/} There have been official suggestions that the United States may expand the scale of its spot and forward exchange operations.

^{7/} The Fund has the authority (Articles of Agreement, Article IV, Section 2) to prescribe maximum margins for gold transactions by members. Under its Rules and Regulations, a member may, at its option, maintain a margin of 1/4 per cent plus certain charges or a margin of 1 per cent including such charges (par. F-4). Margins for spot exchange transactions are limited to a maximum of 1 per cent (Article IV, Section 3).

^{8/} The reasons for adopting a handling charge of 1/4 per cent at that time have never been clearly explained. There was no such charge under the gold standard prior to 1933. Even if the handling charge were increased, the dollar exchange rate could be kept within smaller margins by exchange operations.

It should be noted that under the gold standard it was not uncommon for countries to use modifications of their gold points as an instrument to cope with gold flows. See A. I. Bloomfield, Monetary Policy Under the International Gold Standard: 1880-1914 (1959), pp. 52-55.

^{9/} Hearings before the Sub-Committee (International Exchange and Payments) of the Joint Economic Committee, pp. 27, 91, and 101; Federal Reserve Bank of New York, Monthly Review, December 1961, p. 199. Reserve holdings of foreign convertible currencies were first reported in the Treasury Bulletin in March 1961. According to press reports, the U.S. Treasury in 1961 obtained about \$160 million of deutsche mark from Germany in February in connection with its repayment of debt, and borrowed \$25 million of Swiss francs in March and \$46 million in October. In 1962, the Treasury borrowed \$25 million of lire in February and \$50 million in March, and bought \$25 million of guilders in February and \$50 million of French francs in March.

^{10/} Federal Reserve Bank of New York, Monthly Review, February 1962, p. 22, and Banque Nationale Suisse, Rapport, 1961, p. 6.

If the United States does this, it will be walking a well marked path. All other governments of the free world maintain their exchange parities largely through exchange dealings. They buy or sell gold at their own convenience, and then only to implement or support these exchange transactions. For example, the United Kingdom defends the sterling-dollar exchange rate by buying or selling dollars for sterling. It may sell gold to replenish its holdings of dollars; or it may buy dollars with sterling and then, if it prefers gold, convert these dollars into gold. (It could also, of course, elect to support sterling by selling gold in the market, or by not buying gold offered for sale there. This would reduce the sterling price of gold, and make it profitable to ship gold to New York at the going dollar-sterling exchange rate.)

The United Kingdom could, in the same way, defend the exchange rates between sterling and non-dollar currencies by buying and selling those currencies. In practice, it does this to only a limited extent. It prefers to hold its central reserves for the largest part in the form of gold and dollars.

The exchange parities and margins of all other free world currencies are, as a rule, defended by purchases and sales of dollars, sterling, or both. Cross rates are maintained by arbitrage in the foreign exchange markets, largely by banks and other private operators, though official agencies may intervene occasionally, and to a limited extent.

The role of gold in these arrangements has been described in a number of different ways. The name, gold exchange standard, suggests that exchange holdings are a substitute for gold--even that countries hold exchange only because they cannot obtain all the gold they want--and that the value of gold gives value to the dollar and other currencies. The name, reserve exchange standard, has other implications. It suggests that exchange rates are defended with exchange reserves (largely key currencies), that the value of gold is determined by monetary demand, and that this demand rests in the final analysis upon the willingness of the United States to buy and sell gold freely at a fixed price.^{11/}

The United States is the buyer and seller of last resort. It cannot, of course, compel gold mines outside its borders to sell it their newly mined gold. Yet it permits official purchasers to buy gold freely at a fixed price for legitimate monetary purposes. In the short run, it has more to gain from an increase in the price of gold than any other country, since it still owns more than 40 per cent of the world's monetary stock. It nevertheless refuses to increase the price of gold, i.e., devalue the

^{11/} Keynes pointed out in Monetary Reform (1924) that "For the past two years the United States has pretended to maintain a gold standard. In fact it has established a dollar standard; and, instead of ensuring that the value of the dollar shall conform to that of gold, it makes provision, at great expense, that the value of gold shall conform to that of the dollar" (p. 215). A similar point has been made by L. Albert Hahn, "Goldaufwertung und Dollarabwertung," Kyklos, Vol. XIII (1960), pp. 472-75.

dollar. The Soviet Union, for its part, has occasionally charged that the United States keeps the price of gold artificially low, thus exploiting all gold miners, including its own. The fact is, of course, that the United States for more than a decade has been the world's largest seller of gold. The United States has sold more gold from its stocks than South Africa has produced from its mines.

IV

The ownership of monetary gold reserves is highly concentrated. Nine countries with holdings of about \$1 billion or more owned 87 per cent of the world's gold reserves in 1961; these same countries owned the same percentage of gold holdings a decade ago. The balance of payments deficits of the United States have, however, resulted in a major redistribution of gold reserves. In 1952, the United States owned 69 per cent of all the monetary gold held by countries; in 1961, it owned 44 per cent. Correspondingly, the other major holders increased their gold reserves from 18 per cent to 43 per cent of the total.

Table 1. Countries with Largest Gold Reserves, 1952-61

	1952	1957	1960	1961
(In billions of U.S. dollars)				
Major Holders				
United States	23.3	22.9	17.8	16.9
Canada	.9	1.1	.9	.9
Belgium	.7	.9	1.2	1.2
France	.6	.6	1.6	2.1
Germany	.1	2.5	3.0	3.7
Italy	.3	.5	2.2	2.2
Netherlands	.5	.7	1.5	1.6
Switzerland	1.5	1.7	2.2	2.6
United Kingdom	1.5	1.6	2.8	2.3
Total	29.4	32.5	33.1	33.6
Rest of World ^{1/}	4.5	4.9	4.8	5.2
Total All Countries	<u>33.9</u>	<u>37.4</u>	<u>38.0</u>	<u>38.8</u>
(In per cent)				
United States	69	61	47	44
Other Major Holders	18	26	40	43
Total All Major Holders	87	87	87	87

Source: Data from International Financial Statistics, April 1962, and Federal Reserve Bulletin, February 1962.

^{1/} Excluding countries in communist bloc.

Gold inflows and outflows of the United States since the end of World War II have been a linear function of its balance of payments deficit or surplus. The coefficients of the function depend upon what definitions are used for the outflow (inflow) of gold and for the balance of payments deficit (surplus). In what follows, the outflow of gold is defined as the net decrease in U.S. holdings, adjusted for (1) gold payments made to the International Monetary Fund in respect to its quota, and (2) the total of \$800 million of gold sold by the Fund in 1956, 1959, and 1960 to acquire dollars to invest in U.S. securities. When the balance of payments deficit is defined as the decrease in gold plus the increase in foreign official liquid dollar holdings, an additional deficit of \$1 billion is associated with an additional gold outflow of \$556 million. The relationship of the gold outflow (inflow) to the balance of payments deficit (surplus) during the period 1946-61 is shown in the attached chart. The relationship is stated by the equation (billions of U.S. dollars): gold outflow = $-0.200 + 0.556$ balance of payments deficit.^{12/} It may be noted that, according to this equation,

^{12/} The correlation coefficient is 0.94 and the slope coefficient is ten times its standard error.

Notes on data: (1) Liquid holdings of foreign governments and official institutions consist of their holdings of short-term obligations (Treasury bills and notes) and long-term bonds of the U.S. Government. (2) Changes in gold holdings were adjusted to exclude gold sold by the International Monetary Fund to the United States in order to buy income-earning securities: 1956, \$200 million; 1959, \$300 million; and 1960, \$300 million. They were also adjusted to exclude gold payments to the Fund by the United States in connection with its original quota (1946) and its quota increase (1959). They were not adjusted, however, for gold sold to the United States by the Fund to replenish its holdings of dollars: \$600 million in 1957; and \$150 million in 1961. (3) Data for 1961 are preliminary. The outflow of gold in 1961 is based upon an end-of-year gold figure which includes \$116 million in foreign convertible currencies. The United States first acquired such currencies for its reserves in 1961.

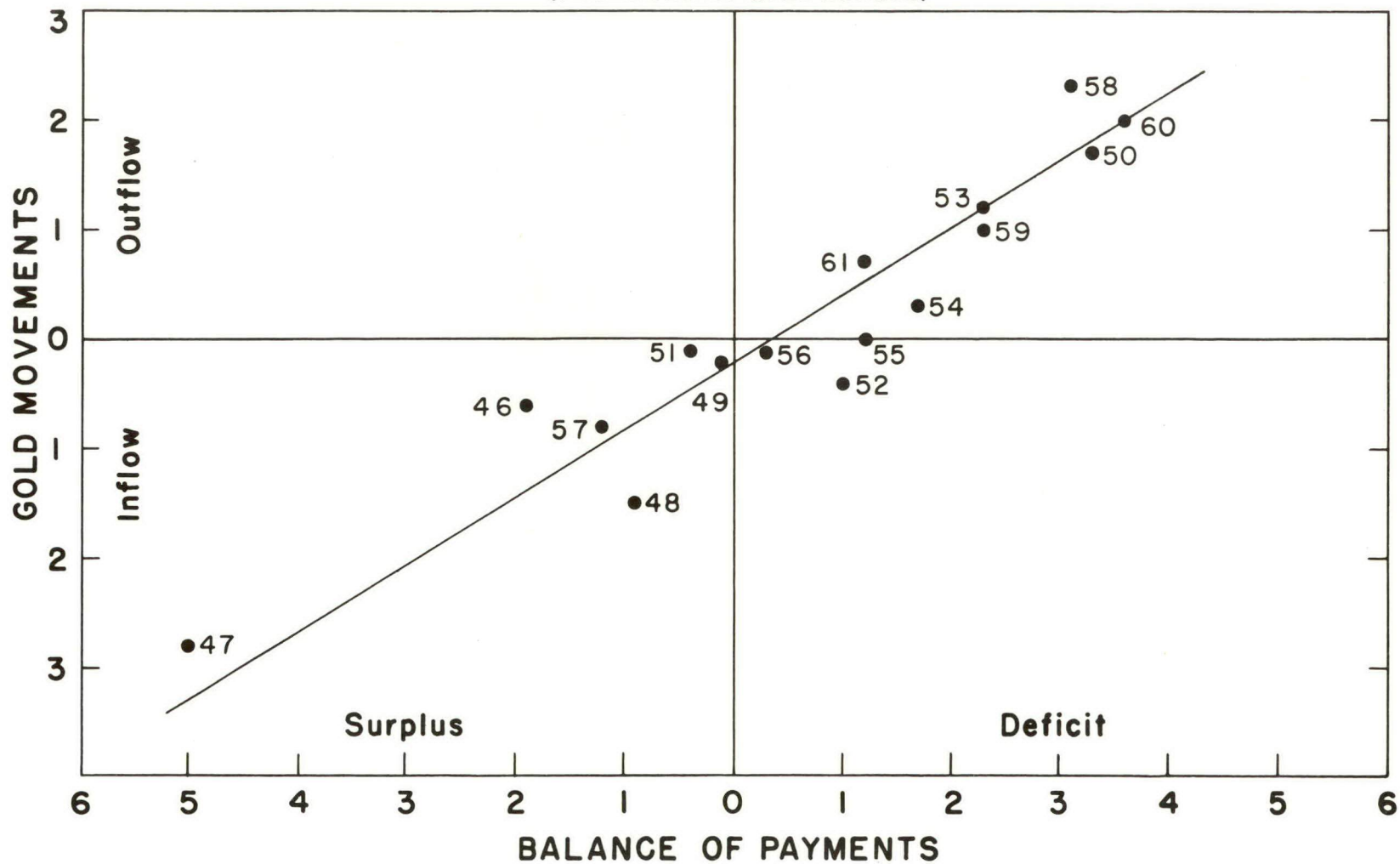
If the large surplus years 1946-48 are eliminated, the equation for 1949-61 is (in billions of dollars): gold outflow = $-0.284 + 0.614$ deficit. For this, the correlation coefficient is 0.92 and the slope coefficient eight times its standard error.

The conception in the above relationships is that the balance of payments deficit is measured by the changes in official reserves. Other measures of the payments deficit would add the change in liquid holdings, as defined above, of foreign banks, or of foreign banks and all other foreigners. The latter is the conception presently used by the U.S. Department of Commerce. On these conceptions, see W. R. Gardner, "An Exchange Market Analysis of the U.S. Balance of Payments," *IMF Staff Papers*, May 1961, pp. 195-211.

The writer intends to discuss in detail in a separate article the relationship of gold outflows (inflows) to various conceptions of the U.S. balance of payments deficit (surplus). It may be noted here, however, that when the balance of payments deficit is defined as the decrease in gold plus the increase in liquid holdings of foreign banks and official institutions the equation (in billions of dollars) for 1946-61 is: gold outflow = $-0.282 + 0.543$ deficit, with a correlation coefficient of 0.94. For 1949-61, the corresponding equation is: gold outflow = $-0.348 + 0.580$ deficit, with a correlation coefficient of 0.91.

U.S. BALANCE OF PAYMENTS AND GOLD MOVEMENTS, 1946-61

(In billions of U.S. dollars)



the United States would have a gold inflow of \$200 million when its external payments were in balance, and that it could have a balance of payments deficit as large as \$360 million without losing gold. The finding that the relationship between the U.S. deficit and gold outflows has been constant in the postwar period is contrary to a so-called "rush" to obtain gold.

The balance of payments deficits of the United States in the postwar period have not only added greatly to the gold and dollar reserves of the rest of the world, but also made it easier for each country to adjust the composition of its reserves among gold, dollars, and other assets. As a result, between 1952 and 1961, the proportion of reserves kept in gold by continental Europe and the United Kingdom increased from 62 per cent to 65 per cent, while the percentage of reserves kept in gold by all countries, excluding the United States, increased from 41 per cent to 49 per cent.

Germany, Italy, and the Netherlands have increased their gold proportions significantly in recent years, while Belgium, France, Switzerland, and the United Kingdom have not. The increases by the former group of countries have resulted in bringing much closer together the percentages of reserves kept in the form of gold by all the major European countries.

Table 2. Gold as Percentage of Total Reserves, 1952-61

	1952	1957	1960	1961
Belgium	65	85	82	75
France	85	90	79	72
Germany	15	50	44	56
Italy	50	33	72	65
Netherlands	59	74	83	92
Switzerland	85	90	94	93
United Kingdom	77	67	86	69
United States	100	100	100	99*
Canada	47	60	48	46

Source: International Financial Statistics, April 1962.

* Holdings of convertible foreign currencies by Monetary Authorities were \$116 million.

In the past decade, the world demand for monetary gold--and, therefore, the proportion of the U.S. balance of payments deficit that was settled in gold--reflected two developments: first, Europe, an area which holds a high proportion of its reserves in gold, increased its reserves relative to those of the rest of the world; and secondly, a number of large European countries increased the percentage of gold in their reserves. European countries may perhaps

increase these percentages further in the next few years. If so, the gold required for these additional adjustments will necessarily be smaller than for the adjustments that have already been completed because the percentages are already so high. Unless a country supports its exchange rate almost entirely with gold (as does the United States), it is uneconomic to maintain all of its reserves in this form. If countries operate in the foreign exchange markets, the conversion of dollars into gold and of gold back into dollars may cost as much as 1/2 of 1 per cent, in addition to the loss of interest on short-term dollar balances.

The demand for gold by European countries in the next few years will thus depend to a much larger extent than heretofore on the increase of their reserves. This, in turn, depends principally upon the U.S. balance of payments deficit. The reserves that can be gained from other countries is small, because their reserves are small and are already at low levels.

The United States, as Secretary of the Treasury Dillon has suggested, may acquire and use convertible currencies in order to operate in spot and forward markets to even out short-term exchange rate fluctuations. The potential amount of such currency holdings has never been indicated. This amount would probably be affected by whether the United States acquired currencies through a balance of payments surplus or debt repayment, through borrowing abroad, or through the sale of gold. Even if such currency holdings were a relatively small part of U.S. reserves, say, 5 or 10 per cent, the dollar amounts involved would be substantial. With U.S. reserves at about \$17 billion, currency holdings equal to 5 per cent of them would be \$850 million and the equivalent of 10 per cent would be \$1.7 billion. If these currencies were acquired through a balance of payments surplus, or through the substitution (sale) of gold for currencies, they would be equivalent to a decrease in the monetary demand for gold. Moreover, if an attempt should be made to secure international agreement on a maximum percentage of gold holdings to total reserves--an attempt which does not seem likely in the foreseeable future--one indispensable condition would undoubtedly be some modification of the present policy of the United States to hold only gold in its reserves.

Finally, the development of the Common Market may affect the monetary demand for gold. At the present time, approximately 40 per cent of the foreign trade of the six countries in the Common Market is with other members. The Common Market may reasonably be expected to increase the trade of members with each other. Under these circumstances it would probably be desirable for Common Market members to hold significant amounts of each other's currencies. This would be even truer if, as is generally expected, it becomes more and more difficult for members of the Common Market to modify their exchange rates vis-à-vis each other. This leaves open the additional question whether members of the Common Market may not find it desirable to maintain lower levels of reserves than they have in the past, as their economies become more and more integrated and their capital funds and labor forces become more and more mobile.

V

There is, of course, nothing sacred or uniquely correct about the U.S. gold price of \$35 an ounce. The previous price of \$20.67 an ounce was set in 1837. Except for the period that began during the Civil War and ended in 1878--a period when gold convertibility was suspended--this price prevailed until 1933. The price of gold in terms of sterling, set in 1821, remained unchanged until 1931.^{13/}

In March 1933, under the deflationary pressures of the Great Depression, and the outflow of gold, gold exports from the United States were placed under license.^{14/} Shortly thereafter, a policy of buying gold was adopted. The objective of this program was to raise the price of gold and therefore, it was thought, the prices of agricultural products and other raw materials.^{15/} The price of gold was finally fixed at \$35 an ounce in February 1934.

There was never any good economic reason why the price was fixed at \$35, rather than \$30 or \$40, or some price even lower or higher.^{16/} It is questionable whether increasing the price of gold stimulated economic recovery from the depression or brought about the "reflation" (as it was then called) of prices.

Within very wide limits, the price of gold can be set arbitrarily. As long as there is agreement among the major powers on some price--or some major power buys and sells freely at some price--this price can be maintained.

^{13/} Bank for International Settlements, Annual Report, 1951, p. 157. However, the export of gold from the United Kingdom was suspended during the First World War and not freely resumed until 1925.

^{14/} U.S. gold reserves decreased 23 per cent from a peak of \$4.7 billion in August 1931 to a minimum of \$3.6 billion in June 1932, and then recovered to \$4.2 billion at the end of the year. The largest outflows were \$700 million in September-October 1931, \$448 million in May-June 1932, and \$271 million in February-March 1933. France was by far the largest purchaser: 1931, \$345 million; 1932, \$442 million; 1933, \$216 million. (Federal Reserve Board, Banking and Monetary Statistics (1943), Tables 156 and 158.) There was also a sharp increase in the domestic demand for gold. Holdings of gold coin increased from \$70 million in January 1931 to \$280 million in February 1933.

^{15/} The program to increase the price of gold was based largely upon theories expounded by Warren and Pearson about the relationship of gold to prices, theories which were highly controversial then and which have largely been discarded since. See: G. F. Warren and F. A. Pearson, Gold and Prices (1935); J. M. Blum, From The Morgenthau Diaries (1959), pp. 61-74; and C. O. Hardy, The Warren-Pearson Price Theory (1935).

^{16/} Professor Warren advised President Roosevelt and Mr. Morgenthau that "the price of gold should be raised rapidly to \$35.25 an ounce (which would make the new dollar worth 59 cents of the old) and ultimately to \$41 an ounce" (J. M. Blum, From The Morgenthau Diaries (1959), p. 66). Warren himself wanted a price of \$41.34 (F. A. Pearson, "Warren as Presidential Advisor," Journal of Farm Economics, December 1957). There were proposals by others that the gold price be increased to \$51.67 an ounce. (J. E. Reeve, Monetary Reform Movements (1943), chap. V.)

Any gold price policy will affect the general level of prices--but this is another matter. Price to some extent affects the amount of gold used in industry and the arts. Much of the hoarding demand for gold is not closely related to price, and goes on at domestic prices which are often much higher than \$35 an ounce. This is the case when gold is bought for dowries, or to escape taxation, or to facilitate the export of capital, or to hedge against instability. All gold coins sell at substantial premiums over the value of gold itself. When gold is purchased for speculative purposes, the important element is not the prevailing price but expectations of an increase in that price.

From the monetary point of view, there is thus no one best price for gold. The economy, national and international, adjusts itself, through the general level of prices, central bank gold policies and percentages, and the like, to a wide range of prices. This is the situation after any price has been in effect for some years. The most important virtue of the price of gold is, therefore, its stability. Stability of the monetary structure can be maintained or improved by maintaining the price of gold while making adjustments in its uses and management. On the other hand, if the price of gold is to be regarded as changeable, if the price of gold is increased to keep pace with the increase of commodity prices, gold loses whatever value it has as a source of stability. For when the price of gold has been raised once, it can be raised again. If gold is bought and sold officially at fixed prices which increase from time to time, for one reason or another, there is little reason to hold reserves in any form but gold. Since country reserve holdings of gold are now \$39 billion, and holdings of exchange \$22 billion, a large increase in the price of gold would be required simply to compensate for the decline of exchange holdings, assuming that there would be a general expectation that the first increase was not the last.^{17/} Such an expectation would not be paradoxical. The 5 per cent increase in the parity of the deutsche mark and the guilder in the spring of 1961, after hope for the former had been expected for so long and then given up, set off a wave of speculation. The speculation was based upon the thought that the upvaluation was too small. In general, any policy of "adjusting" the price of gold to "requirements" (i.e., increasing the price of gold periodically) is a one-way option to speculate in gold.

^{17/} It should be noted that the situation in 1934 was different from the present one outlined here. Exchange holdings were relatively small in 1929, and had been virtually liquidated by 1933-34. Moreover, the inflationary effects of an increase in the price of gold were not feared. They were, on the contrary, earnestly hoped for. That inflation did not materialize after the increase in the price of gold during the Great Depression is no assurance that it would not materialize during prosperity.

Present arrangements have encouraged all central banks and official institutions to hold both gold and exchange. The proportions will depend upon customary practices, the wealth of the country, the state of its balance of payments, the prestige that gold reserves seem to have as compared with exchange reserves, and other factors.^{18/}

There are many other considerations against an increase in the price of gold. These have been fully discussed in many places, and there is no need to go into them here.

VI

It has already been stated that at least \$7.5 billion of newly produced gold has moved into private hoards in the postwar period, and it is interesting to compare this figure with official dollar balances, which increased by \$9 billion in the same period. The total amount of hoarded gold at the present time is not known, but it must be much larger than \$7.5 billion. It is generally thought that French private gold hoards at home and abroad are more than \$4 billion.^{19/} More than half of this is said to be in the form of French coins. Private stocks of gold in India in 1957 were estimated at \$3.7 billion, of which about 90 per cent was in the form of bullion and coin.^{20/}

The reduction or the elimination of gold hoarding would, in the short run, increase the total amount of international reserves held by countries; and it might or might not increase them in the long run. It would without question substantially modify the distribution of reserves among countries, and between gold and exchange.

^{18/} M. W. Holtrop, President of the Netherlands Bank, outlined a somewhat different point of view at the Fund's Annual Meeting at Vienna in 1961. He suggested that the present distribution of reserve holdings between gold and exchange was based on an "uncertainty" principle. If there were certainty that the dollar price of gold would be increased, few would want to hold dollars; while if there were certainty that the dollar price of gold would never be increased, "most of the reserve-holding countries might wish to hold only dollars and the gold exchange standard would tend to be transformed into a dollar standard, the United States having to buy almost all the world's gold." (Summary Proceedings of the Sixteenth Annual Meeting of the Board of Governors (1961), pp. 114-15.)

^{19/} The Times (London), April 17, 1958. Jacques Rueff was reported in Le Monde as having estimated private gold hoards at F 3,000 milliards (January 9, 1959). Converted into dollars at the rate of 490, this is equivalent to almost \$6 billion. It is not clear, however, whether his estimate reflects the French domestic price of gold or the world price.

^{20/} Vinod Prakash, "An Estimate of Stock of Precious Metals in India," Papers on National Income and Allied Topics (1960), Vol. I, pp. 273, 285. An earlier report estimated hoards at \$3.5 billion in 1948. ("Estimates of Gold and Silver Stocks in India," Reserve Bank of India Bulletin, April 1958, p. 4.) The equivalent value in rupees is considerably higher, because the price of gold in India is higher than the world price.

If, for example, France were to require all residents to relinquish gold holdings in exchange for bank deposits or securities, its official reserves of \$2.9 billion would be more than doubled. It would be most unusual if, over a period of time, some of this addition were not reflected in larger domestic investment, more imports, and larger capital exports. If India could mobilize her vast private hoardings of gold, the Government would in all probability use them to pay for additional imports. (Unless, of course, foreign assistance might temporarily be reduced.) Any such program would use India's wealth for economically more productive purposes and also reduce the drain on her current balance of payments resulting from gold smuggling. Average annual imports of contraband gold were estimated at \$42 million during 1948-55, and as much as \$120 million during 1956-59.^{21/} The latter sum is equivalent to almost 10 per cent of India's exports.

National policies toward private gold holdings and imports vary widely. India has tried to eliminate the drain on the balance of payments that results from gold smuggling, but has not found it feasible to mobilize private gold holdings. Many countries in Europe and elsewhere do not interfere with gold imports or domestic private gold holdings. On the contrary, in recent years, importing and holding gold have been liberalized in a number of European countries. Some developments have made it easier for individuals to hold and trade in gold. The London gold market was reopened in 1954 and has since become the keystone of gold markets everywhere. The major European currencies were made *de facto* convertible in 1958, and *de jure* convertible (under Article VIII of the Fund's Agreement) in 1961. Banks in Canada, South Africa, and elsewhere, have entered the business of selling certificates representing gold bullion--a contemporary reversion to the days of the goldsmiths. Interest in gold coins has increased. Coins now sell at substantial premiums over face value, with the result that new coins have been minted for sale to individuals. Minting offers seignorage gains of up to 10 per cent, exclusive of distribution and retailing profits. Swiss banks, for example, purchase gold bullion in London or Zurich for minting in Italy or Austria, and sell the coins in Switzerland or elsewhere. The United States permits residents to own, within the country, U.S. and foreign coins minted prior to 1933. The United Kingdom does not permit residents to own gold at home or abroad.

Prevailing policies with respect to private gold holdings may well be re-examined, particularly by those who fear that gold is in short supply or who propose far-reaching reforms to cope with the alleged insufficiency of gold. Some of these policies are based upon ideas which appear to be questionable. The notion that most gold hoards are owned by the poor, including the proverbial French peasant and the Indian farmer, is romantic but hardly accurate. The amount of hoarded gold is very large. Much of it is necessarily held in large amounts, by wealthy individuals, and even by business enterprises. In Asia, the Near East, and Latin America, this may be even truer than in Europe.

^{21/} Estimates by B. R. Shenoy in "The Right Road to Indian Progress," *Fortune* (April 1960), and as quoted in Prakash, "An Estimate of Stock of Precious Metals in India," *Papers on National Income and Allied Topics* (1960), Vol. I, p. 280.

Individuals hold gold for many persuasive private reasons. Gold is a traditional way of saving in some countries and it may be the socially sanctioned way of giving dowries or showing economic status. Wealthy individuals not attracted by the prospects of investing in business may consider real estate and gold the only acceptable ways of investing. But gold is also held for quite different purposes: to hold wealth in an inconspicuous form, to avoid taxes, to circumvent exchange restrictions or capital controls, or to hedge against instability of the currency. In some cases, governments have facilitated private purchases of gold in order to absorb domestic purchasing power. In recent years, gold has been bought as a speculation against all currencies.

In some countries, changes in gold policy can only come slowly with the gradual modification of social customs and attitudes and the spread of savings institutions. In others, changes can be made quickly, though not without public criticism. Gold hoarding will be discouraged and dishoarding encouraged when countries, and particularly the major industrial countries, achieve a reasonable measure of price and exchange stability.

It may be noted, in passing, that gold has been an indifferent investment in many, if not in most, cases. Much gold has been bought at prices far above \$35 an ounce. A large increase in the price of gold would be needed merely to compensate for this premium, let alone for the loss of income and charges for safekeeping. Moreover, for those who had alternative investment opportunities--and this includes the large holders--gold in the past decade has been a much poorer investment than many others: common stocks in any of the industrial countries, and bonds in such countries as Germany and Italy. No suggested increase in the price of gold could compensate for the failure to invest in these and other media.

VII

Both newly mined and old gold are traded in free gold markets, of which the London market is the most important. The London price is the dominant free market price, and prices in continental markets are closely related to it. The price in London will not ordinarily diverge from the U.S. buying and selling price by more than the cost of transportation, which is about 12 cents an ounce. It would thus usually not exceed \$35.20 an ounce, nor fall below \$34.80.

This relationship was dramatically disturbed in the fall of 1960. By the end of September, the price was about \$35.25, and there were signs of strong speculative buying, encouraged by the large U.S. balance of payments deficit and gold outflow. On October 20, amid great excitement, the price rose to a peak of \$40 an ounce. It then declined, first sharply, and thereafter irregularly. By February 23, 1961, the price was \$35.07, below the U.S. selling price for the first time since June 1960. During the period October-December 1960, private purchases exceeded gold production. They were at least \$450 million, or almost three times their normal level; and \$165 million of gold was sold from official reserves.

The increase in the price of gold above \$35.20 can be explained only by a lack of any official intervention, or of intervention on a large enough scale. The interesting question is: which authorities do or should consider themselves responsible for keeping the London price within stated limits? Only the United States buys or sells gold freely in transactions with governments at a fixed price for monetary purposes. No government, including the United States, is required by law or by practice to sell gold to private individuals. When the London price exceeded \$35 plus 1 per cent, Fund members could not buy gold, though they were not forbidden to sell. Any country that sold gold for delivery in London at a price higher than \$35.20 would realize a profit.

There is little doubt that all countries were concerned about the increase in the London price of gold, but only the United States and the United Kingdom were concerned enough to sell gold. The Bank of England replenished its stocks by buying gold from the U.S. Treasury, so that in effect all the gold drain was met by the United States.^{22/} These attitudes reflected two considerations: first, the United States had the largest stock of gold and, by reason of its gold policy, was assumed to be the guardian of the free market rate, assuming a guardian were needed; and secondly, countries were unwilling to sell gold at such a profit, especially if they had acquired it from the United States. Moreover, they perhaps felt that the United States might not regard with favor any attempt to replenish, at \$35.08 $\frac{1}{4}$, gold that had been sold at a higher price in London.

The full story of the gold bubble in the fourth quarter of 1960 has not yet been made public. The Bank of England may perhaps have intervened marginally in September and early October, but it did not counteract the increased speculative pressures. It may be inferred, therefore, that in the early stages of the gold bubble (when the subsequent increases in demand could perhaps have been forestalled) the U.S. authorities did not regard intervention as desirable or appropriate.

There has been no official explanation of the U.S. attitude during the period when the price of gold was rising in the fourth quarter of 1960. One can only make guesses about it. This attitude may have been based on one or more of the following considerations: (1) There was no reason why central banks, and the United States in particular, should try to maintain a price ceiling in a private gold market, even in one as important as the London market. The United States had felt no such responsibility when prices were high in other markets some years earlier. (2) Gold sold in the market, either directly or through the offices of the Bank of England, would go to hoarders. Such sales could conceivably be regarded as a deviation from the principle established in 1934 of

^{22/} In the fourth quarter of 1960, U.S. gold holdings declined by \$920 million; U.K. reserves increased by \$120 million, and estimated gold holdings, by \$125 million. No country in continental Europe suffered a decline in gold holdings during the period (International Financial Statistics, April 1962).

dealing only with governments. (3) The time for a U.S. decision to intervene systematically was, unhappily, politically unsettled, since the vote in the impending election was likely to be close. These considerations, taken together, perhaps imply that the Eisenhower Administration held the opinion that there were no real dangers to the dollar, and to other currencies, in a two-price basis, an official price in the United States, and a much higher open market price in London.^{23/}

However appropriate the above conjectures may be, it is clear that, after the gold speculation gathered momentum in October, the U.S. Treasury publicly indicated its general approval of British official intervention in the gold market. It, nevertheless, carefully pointed out that "any buying or selling by the Bank of England in the London market is, of course, the responsibility of the British authorities." The object of this Bank of England intervention was to reduce the price of gold to appropriate levels with a minimum outlay of gold. The amount of gold sold at various stages of the intervention is not known, since there are no statistics on the volume of trading at various prices or in any given period. The intervention was later aided by a U.S. Executive Order (January 1961) which required U.S. citizens and U.S. owned corporations to sell all foreign gold holdings before June 1, 1961. (They had been forbidden in 1934 to own gold within the United States.) It is generally supposed, however, that such foreign holdings were not very large.

In the second half of 1961, there again appeared to be some increase in the private demand for gold, and the London price during September-November was \$35.18 to \$35.20 an ounce. It was widely assumed, from the pattern of the price movement, that there was official intervention in the market, though there has been no official statement to this effect. By the end of December, the price was fluctuating around \$35.14, which was clearly lower than the cost of U.S. gold delivered in London. During the fourth quarter of 1961, monetary stocks of gold increased by only \$60 million, suggesting that private purchases were about \$250 million, an amount substantially greater than normal. Private demand decreased in the first quarter of 1962, and the price in the middle of March was about \$35.08, or slightly less than the U.S. selling price.

^{23/} Paul A. Samuelson, in an article published after these comments were written, stated that "At this date there is no point of going into the technical bungling that permitted such a run-up in the price of gold. Undoubtedly, had the United States Treasury and the Federal Reserve officials wanted to keep in communication with the Bank of England people and had wanted to have gold made available for the London market, the dramatic rise in price would not have happened at that time. The simple truth is that the outgoing Eisenhower Treasury officials did not really know what they wanted to happen at that time: they feared that feeding the London gold market might result in a tremendous loss of gold. In short, the situation began to look so bad to them as to make them unwilling to play the rules of even the modified gold standard that we had been on de facto for many years." (Optima, December 1961, p. 226, footnote 2.)

VIII

The preceding discussion has made it clear that there are many differences of opinion with respect to the management and use of gold for monetary purposes at the present price of \$35 an ounce. Policies concerning gold have not been static in the postwar period; present trends and differences of opinion suggest that such policies will evolve further. It is clear that gold serves a useful purpose despite its disadvantages, and that much can be done, within the framework of the evolving international financial system, to use gold to better advantage and with greater economy.

Limitations of space have unfortunately made it impossible to examine some other aspects of the gold problem. The use of gold as a reserve against the domestic money supply continues to be an important question in the United States and some other countries. Convertibility of exchange into gold is one determinant of the stability of the international financial system. The difficulties of maintaining gold convertibility under the gold exchange standard are well known; there is much less appreciation of the difficulties that recently proposed international central banks would have in maintaining such convertibility. Finally, International Monetary Fund resources obtained through quotas and borrowings, and loans made to members, are related to gold, while assets held through the Fund may come to be regarded as a substitute for gold.

MAR 6 1962

Dear Paul:

I have just read your article in Optima on "America's Negative Attitude Toward Gold." You remarked in it that articles on gold give rise to a lot of correspondence. This letter is more evidence for your view.

Over-all, I think your article was a happy way of dealing with some recent aspects of the gold problem, paying them due deference, but yet implying (correctly to my mind) that they are not all that important.

Three particular points struck me.

The first is the strong impression you give, perhaps unintentionally, that there has been something unique in the demand for gold in the last few years, in that the foreign official demand for gold has strongly increased. This appears to be the point made in the first paragraph on p. 225; and Peter Kenen made the same point in an econometric study comparing expected and actual gold behavior in 1960. I have not yet studied Peter's evidence, but I had looked into the matter some years ago, and again recently.

The United States gains gold when it has a surplus and loses gold when it has a deficit. It gains gold when its foreign accounts are in balance; it can have a limited balance of payments deficit without losing any gold. These results flow from a number of factors: the different parts of the world have traditional habits of distributing their reserves between gold and exchange; and their gold demand is met by production from the free world and the U.S.S.R., dishoarding, and purchases in the United States. The demand for gold from the United States in the past decade reflects two additional factors: Europe, a high gold component area, has gained practically all the reserves that the rest of the world, principally the United States, has lost; and some countries in Europe have been increasing the gold components of their reserves.

The question is what has been the relationship between the U.S. balance of payments and gold outflows. I first worked on this in 1958, when there was so much discussion about the gold outflow due to interest rate differentials. (A lot of the supposed interest differential did not exist, in my opinion; most of the advocates of this view had no idea of the investment possibilities of different competing investment media in the United States. But this is another matter.) I recently reworked the 1958 materials for an article for the May supplement of Revue de l'Institut de Science Economique Appliquee. The reworking uses various definitions of the U.S. balance of payments surplus and deficit: changes in U.S. gold plus changes in foreign official holdings of U.S. dollars; changes in gold plus changes in foreign official and banking holdings of dollars; and changes in gold plus changes in all foreign holdings of dollars. The study also uses various measures of changes in the U.S. gold stock: reported changes, after adjustment for

INFORMATION COPY

payments to the IMF in respect of U.S. quota contributions; and this total further adjusted for Fund sales of gold (\$800 million) to acquire money for investment in short-term securities.

The conclusions are simple. The relationship on any basis between gold changes (inflows or outflows) and the balance of payments (surplus or deficit) is linear and without trend for the postwar period. This is true for 1946-61 and for the subperiod 1949-61. It is true for the studies made in 1958 for the period 1946-58 and for the subperiod 1949-58. It holds for various combinations of the variables. No relationship has a correlation under 0.90. Most have correlations of 0.94. The coefficients are very large relative to their errors.

In general, the results are something like this. For every additional billion of deficit, the United States loses about \$550 million of gold, and vice versa for surplus. In equilibrium the United States gains about \$200 million of gold per annum. The data for 1959, 1960, and 1961 fit very closely within the relationships first developed through 1958; and of course they fit the relationship carried through the third quarter of 1961. I have not yet seen the final data for the whole year 1961, but expect that the outflow will be below normal.

Of course, it may be that, as reported from time to time in the press, foreign central banks are holding back from buying gold in the United States. I don't know about this. But if they are, they must be using these relationships at Basle, prorating aggregate demand among the various countries.

Secondly, on the question of "cool" money. The increase in international competition for money has been sharp and recent, and perhaps dates most clearly from the convertibility decisions in 1958. Nobody is yet really adjusted to it after so many years of controls, inconvertibility, and lack of competitiveness. Certainly the United States is not yet adjusted to it. Regulation Q has been a factor, but not necessarily the most important one. Our larger commercial banks have been content to act somewhat like oligopolists, paying relatively low rates on foreign and domestic time deposits, and not paying any interest on the time deposits of domestic corporations. In the process they lost a lot of ground to other domestic savings outlets, such as savings and loan associations for individuals, and short-term governments for corporations. If they needed additional funds, they picked them up in the Federal funds market, or, since 1958, in London through their branches. They find it cheaper to pay one rate abroad and a lower rate at home. The removal of the 3 per cent ceiling under Q has made things better for the six months-and-over money, but even so the NYC banks have not used all their new authority. They raised their certificate of deposit rate to less than the allowable maximum. Some raised their rates on one year money from 3 to only 3 1/8 per cent.

In combination with this they have been expanding their role in making foreign loans. (European banks are doing this too, notably the Italians, and Canada is doing this with U.S. dollar deposits.) This adds to our deficit --the way we calculate it. It is not these activities which are harmful for the most part; it is the mistaken way we measure the results of these activities.

INFORMATION COPY

U.S. short-term rates are bound hereafter, in this country, and in Europe, to stay in closer alignment internationally. The Federal will have to help, and as you noted, recently it probably helped somewhat; the larger commercial banks will have to become somewhat more competitive; and probably a somewhat different mixture of fiscal and monetary policies will be required here. All of these would help on the interest rate side and affect the outflow due to interest arbitrage. Personally I suspect a lot of the interest arbitrage may be temporary, and reflects funds sloshing around toward new equilibrium levels. Only time will tell. As far as large foreign credit extensions by commercial banks are concerned, it seems to me that this is partly a question of the rate, and partly a question of the level of domestic liquidity irrespective of the rate. Some bankers in NYC think this too, and Martin's recent speech seems to suggest it.

Thirdly, the Kennedy campaign in 1960. Clearly, Kennedy's prospective policies created considerable doubts and these affected gold flows. I had not known about banker "buttonholing" at the Fund's Annual Meeting in 1960, but am not surprised. Of course, there was "buttonholing" by others than bankers.

Apart from all this, what is the Samuelson optimistic-pessimistic index showing these days? //

Best regards.

Sincerely yours,



Oscar L. Altman

Professor Paul A. Samuelson
Department of Economics
Massachusetts Institute of Technology
Cambridge 39, Mass.

cc: Mr. Jacobsson
Mr. Polak

August 11, 1961

Mr. Oscar L. Altman

D. H. F. Somerset

You might like to know that in a postscript to a letter to Mr. Jacobsson, Mr. Hans Widenmann of Carl M. Loeb, Rhoades and Company, New York, said the following:

“ I thought Dr. Altman's critique of the Triffin Plan was excellent. I hope and assume it has been sent to every central banker. Indirectly it is also a message to Mr. Rueff to tell him that the Triffin Plan is not the answer to the problem he has raised.”

INTERNATIONAL MONETARY FUND

1.6.61

Mr. Somerset.

I believe the Managing Director may be interested in this speech by a friend of mine. It is very good and may well have considerable influence over a period of time.

"Danger in Latin America
and Latin America
Proposals for meeting of
by Peter R. Nhembo, Jr."
5-16-61 Sent to Library

O. L. Altman