

## Aspetti del mercato monetario negli Stati Uniti

Il primo mercato di titoli negli Stati Uniti fu organizzato a Filadelfia nel 1791 da Robert Morris, Stephen Girard e Nicholas Biddle, nomi familiari a coloro che hanno studiato storia americana. Le operazioni a Filadelfia e quelle iniziate verso la stessa epoca a New York riguardavano principalmente obbligazioni del governo degli Stati Uniti e valute estere. Gradualmente apparvero altri titoli ed azioni e nel 1817 fu creato il « New York Stock and Exchange Board ». Col tempo i tipi di titoli trattati negli Stati Uniti si moltiplicarono, si aggiunsero nuove valute, il telegrafo e gli altri mezzi di comunicazione si svilupparono e New York divenne l'incontrastato centro finanziario del paese. Oggi la sua preponderanza finanziaria è tale che quando si parla genericamente di mercati finanziari ci si riferisce quasi invariabilmente a New York.

Un importante stadio nello sviluppo di un vero mercato monetario fu l'affermarsi delle operazioni in carta commerciale a breve termine, attività che assunse cospicue dimensioni verso la metà del diciannovesimo secolo. Le operazioni rimasero in gran parte confinate al mercato di New York, per quanto gli acquirenti e i venditori fossero largamente distribuiti in tutto il paese. Lo sviluppo di attività complementari, come quella delle agenzie di informazioni commerciali, contribuì all'ulteriore articolarsi del mercato monetario. Per molti anni la carta commerciale rappresentò per il mercato un elemento di fondamentale importanza; poi gradualmente i sistemi di finanziamento delle imprese cambiarono e con essi cambiò la politica di portafoglio delle banche di credito ordinario fino a che, dagli anni « trenta » in poi, la carta commerciale finì per occupare una posizione relativa di minore importanza.

Prima del crollo di borsa del 1929 anche i prestiti alla giornata costituirono una caratteristica saliente del mercato monetario di

New York. Il loro sviluppo era stato un riflesso del crescente volume delle transazioni in titoli e della tendenza delle banche « fuori città » a costituire depositi presso le banche di New York. I fondi così disponibili venivano infatti utilizzati nel finanziamento di operazioni di borsa, mentre dal canto loro le banche trovavano nei crediti a vista garantiti da titoli negoziabili una fonte di liquidità di rapido utilizzo. Successivamente, il basso livello di attività borsistica che caratterizzò gli anni « trenta », l'imposizione di vari regolamenti e restrizioni ed il mutare dei sistemi di finanziamento portarono ad un forte declino del ricorso a prestiti alla giornata. Attualmente il modesto volume dei prestiti alla giornata che rimane è concesso dalle banche come parte di normali operazioni di credito.

### Strumenti e tecniche del mercato monetario.

Le partite trattate sul mercato monetario sono rappresentate principalmente da accettazioni commerciali e di società finanziarie, da accettazioni bancarie, da prestiti di agenti di cambio, dai cosiddetti fondi « federali » e da cambiali del Tesoro. Le ultime due voci ora occupano nel mercato una posizione predominante. Le cambiali del Tesoro, inoltre, costituiscono le principali riserve secondarie delle banche di credito ordinario.

I fondi « federali » sono semplicemente i depositi presso le Banche di Riserva Federale che eccedono gli obblighi di riserva. Una tipica operazione su questi fondi si ha quando una banca con un eccesso di riserve concede un prestito a ventiquattr'ore ad una banca le cui riserve sono insufficienti. Ciò avviene in un modo molto semplice: la banca concedente consegna alla banca richiedente un suo assegno tratto sulla Banca di Riserva Federale e ne riceve in cambio un altro assegno tratto sulle casse della stessa richiedente. Il primo assegno viene incassato il giorno stesso, e in tal modo si trasferiscono riserve alla banca che ha ottenuto il prestito; il secondo viene presentato il giorno successivo, in modo da far riaffluire le riserve alla banca concedente. Il secondo assegno è maggiore del primo per la cifra corrispondente ad un giorno di valuta. Il risultato finale è che i fondi federali, cioè le riserve, vengono utilizzati dove sono necessari contro il pagamento di una modarata tangente di interessi.

Per molti anni tutta l'attività di intermediazione per i fondi federali fu svolta da una singola azienda di intermediazione della borsa di New York che operava in questo settore principalmente per motivi di prestigio e di sviluppo. Per i suoi servizi di intermediazione tra offerenti ed acquirenti di fondi federali essa infatti non chiedeva alcuna specifica commissione; il compenso era rappresentato da lavoro di altro genere appoggiato dalle banche, sebbene alcuni istituti insistessero per effettuare un piccolo rimborso. Da allora il mercato dei fondi federali si è allargato notevolmente; ad esso hanno cominciato a partecipare attivamente anche gli operatori specializzati in titoli governativi e banche ed altre società contribuiscono a facilitare gli scambi. È tuttavia ancora d'uso che gli intermediari non facciano per questo servizio alcun particolare addebito. Il volume giornaliero delle transazioni in fondi federali è salito sino a punte massime di quasi due miliardi di dollari; ma la media è attualmente sotto ai cinquecento milioni (1). L'estrema liquidità e la brevissima scadenza fanno dei fondi federali il barometro più sensibile delle condizioni di tensione o di liquidità del mercato monetario. Naturalmente, però, il tasso dei fondi federali riflette più le condizioni del giorno che le tendenze di più lungo periodo del mercato.

Un altro importante elemento del mercato monetario è rappresentato dalle cambiali del Tesoro. Sebbene dal 1959 il Tesoro abbia cominciato ad emettere cambiali con scadenza a sei mesi e ad un anno, la maggior parte di questi titoli ha una scadenza di tre mesi. Le cambiali non recano interesse e sono vendute sulla base di uno sconto. Alle aste settimanali del Tesoro concorrono principalmente grandi banche e operatori specializzati in titoli governativi. Il tasso delle cambiali del Tesoro, per quanto non così sensibile come quello dei fondi federali, è anch'esso un importante barometro delle condizioni del mercato monetario. Per di più, come tasso base generalmente accettato per operazioni a breve termine, esso è spesso di guida nella determinazione dei tassi dei prestiti bancari.

Un mezzo fondamentale per far fronte, in ultima istanza, ad urgenti occorrenze di cassa è quello risaputo di ricorrere direttamente alla Riserva Federale. La circostanza che la banca centrale sia sempre presente come finanziatrice di ultima istanza rappresenta di

(1) V. *The Federal Funds Market*, Board of Governors, Washington, 1959. Questo autorevole studio è stato elaborato dal Federal Reserve System sotto la direzione del Dr. Clay Anderson, Consigliere Economico della Federal Reserve Bank di Filadelfia.

per se stessa un'importante e stabile fonte di liquidità. La creazione nel 1914 del Sistema della Riserva Federale fu in gran parte ispirata proprio dall'intento di evitare al mercato monetario le gravi crisi di liquidità che ricorrevano di frequente per l'addietro. Per ottenere fondi dalla Riserva Federale si seguono due principali procedure: attraverso finanziamenti diretti, nel caso di banche associate alla Riserva Federale, e con la cessione di titoli con patto di riacquisto — i cosiddetti *repurchase agreements*, chiamiamoli « contratti di riporto » — nel caso di operatori in titoli governativi che non esercitano attività bancaria.

In pratica, una banca associata può sempre contare sulla possibilità di far fondi, in caso di seria necessità, ricorrendo al risconto presso la propria Banca di Riserva Federale. Le autorità, tuttavia, sorvegliano attentamente a che non si abusi del privilegio del risconto. E le banche sono sistematicamente « scoraggiate » dal rimanere cronicamente in posizione debitoria o dall'utilizzare la Riserva Federale come fonte di capitali. Il ricorso ai prestiti è considerato come « una valvola di sicurezza, che dà alle singole banche, in caso di insufficienze dovute a deflussi imprevisti di fondi, la possibilità di riportare le proprie riserve ai livelli richiesti » (2). Il risconto di carta commerciale, che aveva nel passato un ruolo molto importante, è stato ormai quasi completamente sostituito dalle anticipazioni garantite da titoli governativi.

La sicurezza, data dal privilegio di ricorso alla Riserva, di poter ottenere fondi in caso di urgente necessità, ha profondi effetti sulla liquidità del sistema bancario, e quindi su quella di tutto il mercato monetario. Essa inoltre esercita una funzione moderatrice sulle irregolari ripercussioni delle misure di controllo del credito e permette alle banche centrali di sviluppare politiche più vigorose di quanto sarebbe altrimenti possibile. Le autorità monetarie sanno infatti che una banca che ne fosse troppo duramente colpita potrebbe sempre ottenere sollievo ricorrendo al risconto. Il privilegio del ricorso alla Riserva contribuisce perciò in maniera sostanziale al regolare funzionamento del meccanismo del mercato monetario.

I « contratti di riporto » furono introdotti negli anni « venti », in un'epoca nella quale la Riserva Federale stava cercando di fare delle accettazioni bancarie uno dei principali strumenti del mercato

(2) ROBERT V. ROOSA, *Federal Reserve Operations in the Money and Government Securities Markets*, New York, Federal Reserve Bank, 1956, p. 24.

monetario. Questo tentativo ebbe scarso successo e il sistema cadde in un relativo disuso, per quanto si continuasse ad impiegarlo, sia pure limitatamente, per i titoli governativi. Successivamente, dopo la seconda guerra mondiale, i riporti sono stati utilizzati in misura abbastanza estesa durante i periodi di restrizioni monetarie.

Il *repurchase agreement* consiste nell'acquisto di titoli da un operatore specializzato in titoli governativi, effettuato dalla Riserva Federale di sua iniziativa, con l'accordo che l'operatore li riacquisti allo stesso prezzo entro un certo termine. I contratti di riporto hanno una durata massima di quindici giorni, ma possono terminare praticamente senza preavviso ad iniziativa di una delle due parti; i titoli acquistati hanno di solito una scadenza non superiore ai quindici mesi. La Riserva Federale riceve per tutto il tempo in cui trattiene i titoli un interesse il cui tasso è concordato in anticipo. La sostanza del meccanismo è che esso permette agli operatori in titoli governativi di disporre di mezzi liquidi al momento necessario. Le possibilità di difficoltà sul mercato monetario ne risultano in corrispondenza diminuite.

La ragione di questa procedura piuttosto tortuosa è che la facoltà di ottenere prestiti dalla Riserva è riservata, salvo casi soggetti a gravi limitazioni, alle banche associate. Di conseguenza le autorità ricorrono al sistema dell'acquisto di titoli e successiva rivendita: in tal modo forniscono fondi secondo le necessità senza concedere formali prestiti. Oltre a contribuire a regolare la liquidità del mercato monetario, il sistema dei riporti svolge un'altra utile funzione: allo scopo di determinare le future occorrenze di fondi, i funzionari della Riserva Federale si mantengono in stretto contatto con gli operatori e, in tal modo, le autorità monetarie possono avvertire il variare dello stato di tensione o di liquidità del mercato. Dónde la possibilità di promuovere condizioni di regolarità ed equilibrio, e di facilitare il raggiungimento degli obiettivi della banca centrale.

#### Organizzazione del mercato monetario: i principali offerenti e richiedenti.

L'organizzazione di un moderno mercato monetario può essere schematizzata in base alla sua ripartizione in tre gruppi di operatori specializzati: quelli che si occupano di attività di materiale routine, quelli che assicurano servizi ausiliari di carattere specializzato e, infine, coloro che offrono o richiedono attività liquide; solo l'ultimo

di questi tre gruppi merita una dettagliata descrizione. Le attività di routine includono servizi come il telegrafo, il telefono, i mezzi di trasferimento, la custodia dei valori, la tenuta di evidenze e la riproduzione a stampa. Per quanto meccaniche, esse contribuiscono in misura notevolissima all'efficienza ed alla economicità di un particolare mercato e giustificano in larga misura l'ubicazione dei centri monetari in particolari località. Si è calcolato, per esempio, che la spesa di \$420 al mese sostenuta per canoni telefonici da una determinata azienda di New York salirebbe a \$230.000 nel caso (del resto estremamente improbabile) che gli stessi servizi fossero concentrati a Chicago e a \$640.000 se facessero capo a Los Angeles (3). Economie di quest'ordine di grandezza rappresentano il risultato della concentrazione delle attività del mercato monetario e tendono quindi a perpetuarla e ad accentuarla.

Le agenzie di informazioni commerciali, gli esperti in titoli e gli uffici statistici offrono servizi più specializzati e di natura non così meccanica. Molti di questi servizi sono a disposizione di chiunque voglia abbonarsi, ovunque si trovi; tuttavia anch'essi tendono a concentrarsi a New York, dato che questa ubicazione conferisce un certo prestigio e spesso permette un migliore accesso alle informazioni correnti. La Stanza di Compensazione di New York e, in misura minore, le corrispondenti istituzioni di altre città assicurano ai mercati monetari di cui fanno parte tanto servizi quanto informazioni. In certi momenti di emergenza, prima dell'istituzione della Riserva Federale, le stanze di compensazione fecero fronte ad esigenze di liquidità facendo un « pool » delle disponibilità ed emettendo certificati pienamente negoziabili che, per un breve periodo, circolarono addirittura come moneta.

La nostra attenzione va rivolta in modo particolare alla terza categoria di operatori, gli esponenti della domanda e dell'offerta di attività liquide. Il motivo di trattare insieme queste due categorie è semplice: le medesime istituzioni possono figurare come offerenti in un dato momento e richiedenti in un altro. Naturalmente anche questo principio ha le sue eccezioni: alcuni gruppi sono di regola utilizzatori di fondi liquidi ed altri invece normalmente li erogano; tuttavia la struttura istituzionale del mercato monetario (così come anche la sua funzione di punto d'incontro nel quale la domanda di

(3) SIDNEY M. ROBBINS and NESTOR E. TERLECKY, *Money Metropolis*, Cambridge, Harvard University Press, 1960, p. 35.

liquidità si riassume continuamente, anche con scarti quasi impercettibili) può essere meglio compresa avendo una visione unitaria dei suoi aspetti di domanda e di offerta.

I principali elementi istituzionali del mercato monetario sono esposti nella Tabella I. Essi sono elencati in una sequenza logica piuttosto che per importanza: ad esempio il governo federale, che è di gran lunga il più importante richiedente di fondi a breve, vi compare verso la fine. Ove possibile è stato specificato se un particolare ente o un dato settore è da considerarsi come offerente, richiedente o sotto entrambi questi aspetti, così come è stato indicato se esso occupa una posizione più o meno rilevante nel mercato.

PRINCIPALI OFFERENTI E RICHIEDENTI DI FONDI  
SUL MERCATO MONETARIO DI NEW YORK

TABELLA I

	Offerente	Richiedente
Banche di credito ordinario . . . . .	XX (*)	X (**)
Intermediari specializzati in titoli . . . . .		XX
Altre società finanziarie:		
— Società di assicurazioni sulla vita . . . . .	X	
— Società finanziarie . . . . .		XX
Società operanti negli Stati Uniti . . . . .	X	XX
Importatori ed esportatori . . . . .		XX
Enti pubblici:		
— Federali . . . . .		XX
— degli stati ed enti locali . . . . .	X	
— Banche di Riserva Federale . . . . .	XX	

(\*) XX: ha un grande peso.

(\*\*) X: ha un peso minore.

Le banche commerciali sono considerate principalmente come offerenti di credito a breve termine. Le cosiddette « banche del mercato monetario » comprendono le principali banche di New York ed una mezza dozzina di banche di Chicago, e forse altre venticinque banche distribuite in tutto il paese. Il numero esatto di queste banche è comunque variabile, in quanto i cambiamenti delle condizioni

prevalenti sul mercato rendono le banche ora più attente ora più indifferenti al mercato monetario (4). Il loro numero tende ad aumentare durante le strette creditizie e a diminuire quando la situazione si distende. Grazie ai rapporti di corrispondenza con le grandi banche delle metropoli, una grande quantità di banche minori spinge le disponibilità temporaneamente inutilizzate nell'orbita del mercato monetario di New York. Allo stesso modo, determinati da divergenze di tassi, possono verificarsi movimenti di fondi da New York ai mercati monetari locali. Nel momento in cui alcune banche forniscono fondi al mercato monetario, altre possono figurarvi come richiedenti di disponibilità liquide. Una banca che deve integrare le sue riserve può finanziarsi con fondi federali, oppure può liquidare cambiali del Tesoro od altri tipi di attività.

Gli intermediari in titoli (*dealers e brokers*) costituiscono un secondo importante gruppo attivo sul mercato monetario. Essi spesso si trovano ad aver necessità di forti disponibilità liquide per poter finanziare stocks di titoli in corso di collocamento tra il pubblico, oppure per poter concedere prestiti (i cosiddetti *brokers' loans*) a clienti che acquistano titoli con gli ammessi margini di scoperto. Questi ultimi finanziamenti rivestirono un'importanza rilevante negli anni « venti », ma negli ultimi tempi il loro peso relativo è molto diminuito, specie in rapporto al volume delle operazioni di borsa.

Nel vasto gruppo dei *dealers e brokers* gli operatori in titoli governativi rappresentano una categoria specializzata. Essi « creano un mercato » per i titoli governativi attraverso continui acquisti e vendite di ogni tipo di scadenza. Recentemente questi operatori avevano un portafoglio totale di \$3 miliardi di titoli governativi, di cui il 90% a scadenza inferiore ad un anno. Circa il 50% dei mezzi necessari a finanziare questo stock era ottenuto da banche di credito ordinario (per circa metà da banche non di New York), il 40% da società diverse da banche e da compagnie di assicurazione, ed il resto da altre fonti (5). Dei circa venti maggiori operatori in titoli governativi cinque sono banche (tre di New York e due di Chicago). Altre banche svolgono un'attività di intermediazione, acquisto e vendita di titoli governativi per conto dei propri clienti, ma attraverso il mercato dei normali operatori.

(4) Roosa, *op. cit.*, p. 27.

(5) « Federal Reserve Bulletin », June 1962, p. 732.

In breve, il ruolo dei *dealers e brokers* è duplice: essi sono un importante elemento della domanda di fondi a breve e, nello stesso tempo, una parte importante del meccanismo del mercato.

Le *compagnie di assicurazione* sono principalmente erogatrici di fondi a lungo termine, e per questa ragione partecipano normalmente più al mercato finanziario che a quello monetario. Per esse non è tuttavia insolito di trovarsi in condizioni di dover collocare fondi liquidi con una certa continuità e, quindi, per evitare il formarsi di disponibilità inutilizzate, di offrirli a breve termine sul mercato monetario.

Le *società finanziarie*, che utilizzano forti somme per il finanziamento di vendite a rate e per prestiti personali, si trovano nella necessità di integrare i propri mezzi rivolgendosi al mercato del denaro. La loro carta è offerta in notevoli quantità, e ha compensato in una certa misura la diminuita importanza della carta commerciale di tipo tradizionale.

Le *imprese industriali e commerciali* americane sono in genere considerate come richiedenti di fondi a breve; tuttavia, a partire dalla seconda guerra mondiale, esse hanno cominciato ad esserne anche fornitrici, ed in misura abbastanza importante. Ai modesti tassi prevalenti dai primi anni del '30 ai primi del '50 le imprese non erano particolarmente attratte ad investire a breve termine le disponibilità formantisi nelle more della distribuzione dei dividendi o del pagamento di imposte, o col ricavo di prestiti a lunga scadenza o per altre ragioni. In un secondo tempo, il forte aumento dei tassi, specie nei periodi in cui le autorità della Riserva Federale si sono impegnate in politiche antiinflazionistiche di restrizione creditizia, ha costituito un forte incentivo a trasferire le disponibilità inutilizzate al mercato monetario. Anche la pressione sui margini di profitto esercita una continua spinta in questa direzione. Negli ultimi anni i reparti finanziari delle società sono divenuti, a differenza di prima, molto abili nel collocare fondi temporaneamente inutilizzati sul mercato monetario. I cosiddetti certificati di anticipo di imposte (*tax anticipation certificates*) emessi dal Tesoro trovano un largo collocamento presso le imprese che vogliono ricavare un reddito dai fondi accantonati per pagamenti tributari. Sono anche cospicui gli investimenti in cambiali del Tesoro da parte di società non finanziarie. Le società condotte con mentalità più aggressiva hanno però cominciato a rivolgere un crescente interesse alla carta

di società finanziarie e ad altri tipi di strumenti commerciali che offrono rendimenti più alti.

Per tradizione *esportatori ed importatori* hanno sempre rappresentato un'importante fonte di carta commerciale e, quindi, un notevole elemento della domanda di fondi sul mercato monetario. Essi però negli Stati Uniti non hanno mai avuto un ruolo paragonabile a quello sostenuto un tempo nel mercato monetario di Londra e l'affermarsi di altri strumenti di credito ha ulteriormente diminuito il loro peso relativo.

Un tratto caratteristico del periodo successivo alla seconda guerra mondiale è costituito dal crescente volume di fondi a breve termine investiti a New York da *banche estere, organismi internazionali* ed altri istituti. Nel decennio 1951-1960 il totale degli impegni a breve verso l'estero è cresciuto da meno di 9 a più di 21 miliardi di dollari. La maggior parte di questi fondi è affluita al mercato di New York ed una notevole quota è stata investita in titoli a breve termine del Tesoro americano. Verso la fine del decennio si è avuto un rapido incremento del volume totale dei crediti esteri in dipendenza dell'aumento delle risorse del Fondo Monetario Internazionale, con conseguente accrescimento delle sue disponibilità liquide negli Stati Uniti.

Il *governo degli Stati Uniti* è di gran lunga il più importante richiedente di fondi a breve sul mercato monetario. Lo sviluppo del ricorso a cambiali del Tesoro è stato particolarmente rapido nella seconda parte degli anni '50: alla fine del 1954 il volume di cambiali del Tesoro in circolazione era di 19,5 miliardi di dollari, non molto superiore cioè al livello raggiunto alla fine della guerra. A cinque anni di distanza, nel 1959, esso toccava 39,6 miliardi, era cioè più che raddoppiato. Le operazioni del Tesoro comportano una continua rotazione dei titoli in scadenza e la loro sostituzione con nuove serie. La quota delle cambiali del Tesoro rifinanziata settimanalmente è soggetta a qualche variazione, principalmente in relazione alle variazioni stagionali nei previsti introiti fiscali del Tesoro.

Anche *gli stati e le amministrazioni locali* intervengono di quando in quando sul mercato monetario per far fronte alle proprie necessità finanziarie, nelle more degli introiti fiscali. Lo strumento generalmente usato è quello del buono di anticipo per tasse (*tax anticipation note*), corrispondente all'analogo titolo emesso dal Tesoro. I governi degli stati e le amministrazioni locali possono però entrare sul mercato anche come offerenti di fondi a breve: il finan-

ziamento di lavori pubblici di vario genere comporta la predisposizione di forti importi e, poichè le date di provvista di fondi raramente corrispondono a quelle delle spese, si possono formare surplus investibili nel mercato monetario. Anche gli introiti destinati a fondi per pensioni o ad altri fondi previdenziali possono egualmente essere investiti a breve, sia in attesa del loro investimento a lungo termine, sia come riserve liquide secondarie.

Si è già notato come le *banche di Riserva Federale* siano importanti erogatrici di fondi al mercato monetario tanto in via continuativa quanto in particolari contingenze. Durante e dopo la seconda guerra mondiale la liquidità del mercato è stata principalmente alimentata attraverso acquisti di cambiali del Tesoro da parte della Riserva Federale. Vi è stato però un periodo, immediatamente precedente all'accordo Tesoro-Riserva del 1951, in cui le Banche di Riserva Federale effettuarono forti acquisti di obbligazioni. Successivamente esse hanno spostato i loro acquisti verso titoli da tre a dodici mesi di scadenza o anche da uno a cinque anni. Dal 1951 al 1961 il totale dei titoli pubblici nelle mani delle dodici Banche di Riserva Federale ha oscillato tra i 18 e i 23 miliardi di dollari; tuttavia solo una parte di questa cifra rappresenta disponibilità convogliate direttamente al mercato monetario. Ciò sottolinea l'importanza che hanno per il mercato monetario le operazioni creditizie della Riserva Federale.

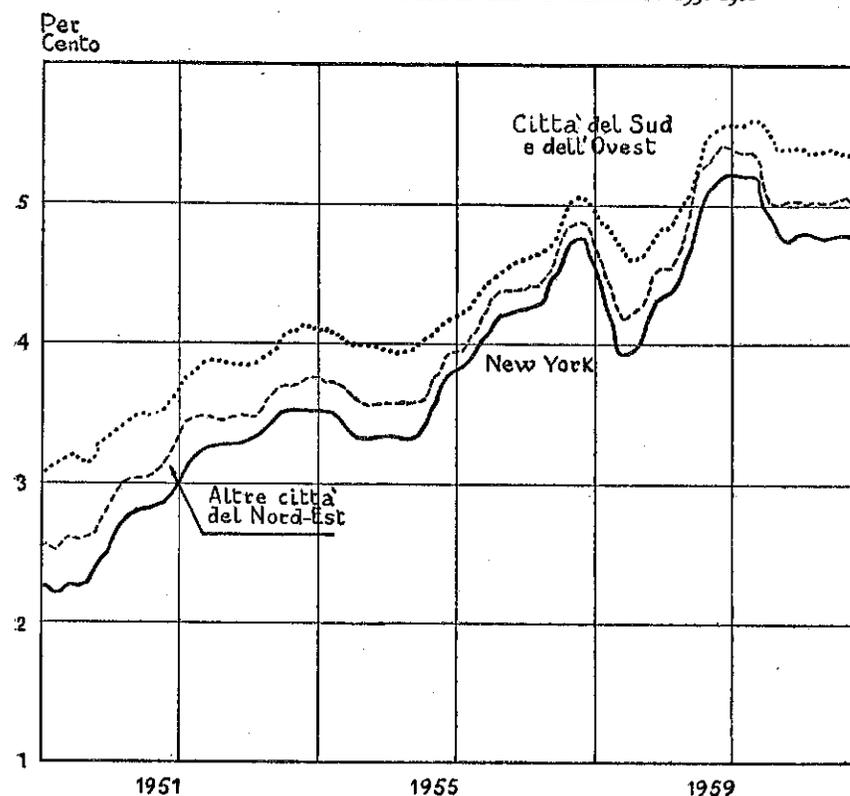
#### I tassi d'interesse del mercato monetario.

Lo stadio di sviluppo di un mercato monetario può in gran parte essere misurato in funzione di due tipi di correlazioni esistenti nella famiglia dei tassi d'interesse. Le prime sono su base geografica e si riferiscono ai rapporti intercorrenti tra i tassi che prevalgono nelle varie regioni di un paese e nei singoli mercati monetari. Le seconde, e più interessanti, sono quelle strutturali e si riferiscono ai collegamenti tra l'andamento dei rendimenti di certi tipi di titoli con l'andamento dei rendimenti di altri tipi di titoli nello stesso mercato.

Come era da attendersi, i tassi del mercato monetario di New York hanno avuto tendenza ad oscillare più ampiamente ma, in media, su livelli meno alti che in altre parti del paese. Il mercato monetario di New York è un importante centro regolatore che

FIG. 1

TASSI BANCARI PER CREDITI A BREVE TERMINE 1950-1961



Fonte: Federal Reserve Historical Chart Book.

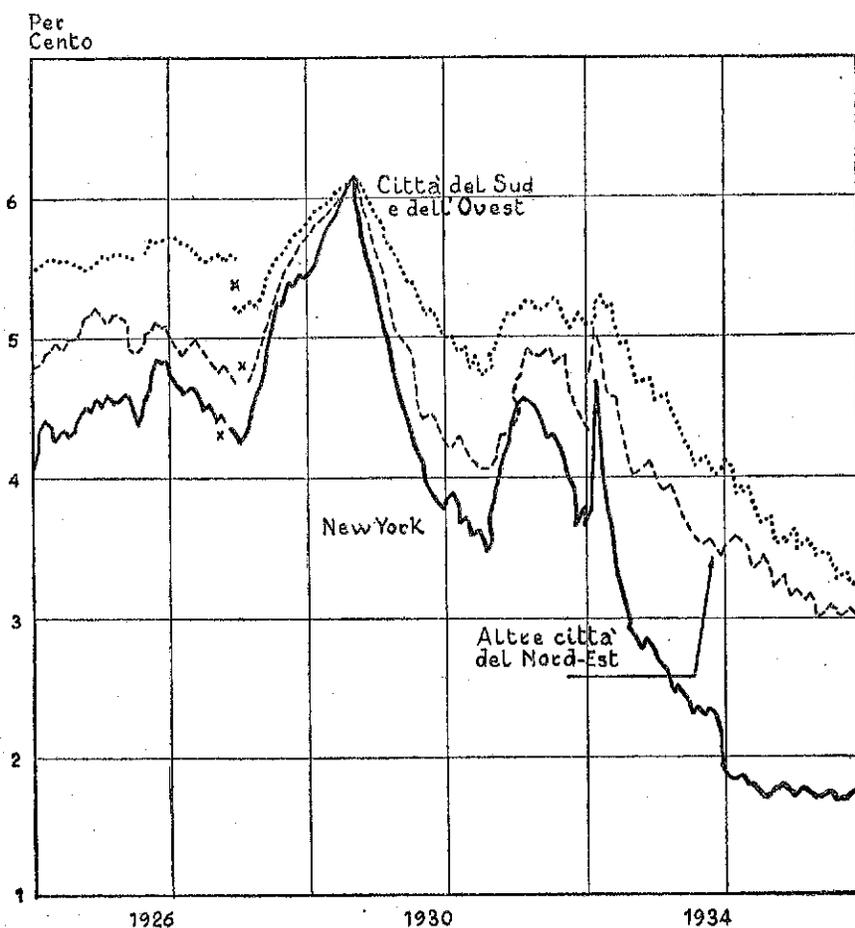
raccoglie le disponibilità liquide di ciascuna area del paese a tassi relativamente bassi e le distribuisce dove i tassi sono più elevati. Un'analoga funzione, ma di importanza molto minore, è svolta da vari mercati monetari locali esistenti in tutto il territorio nazionale. Esistono naturalmente movimenti di fondi anche tra questi mercati, così come si hanno rasferimenti da e per i mercati monetari di diversi paesi.

Negli ultimi anni si sono venute riducendo le divergenze tra i tassi dei prestiti a breve termine sui mercati di New York, di città del Nord-Est, e di altri centri negli stati dell'Ovest e del Sud (Fig. 1).

Le attuali connessioni tra i tassi sono molto diverse da quelle spesso prevalenti in passato. La divergenza tra i tassi di New York

FIG. 2

## TASSI BANCARI PER CREDITI A BREVE TERMINE 1925-1936



(x) Variazioni nelle serie.

Fonte: Federal Reserve Historical Chart Book.

e quelli di altri centri era in genere molto maggiore un tempo che non ora (Fig. 2), salvo durante la febbre speculativa degli ultimi anni del '20, quando i tassi a breve raggiunsero a New York livelli eccezionali.

La diminuzione di tali divergenze verificatasi negli ultimi tempi deve in parte riflettere i progressi dei mezzi tecnici impiegati nello svolgimento delle operazioni tra mercato e mercato e in parte la

circostanza che il tipo degli affari trattati — sia per l'ammontare dei prestiti sia per la rispondenza dei beneficiari — è divenuto più uniforme. In generale questo fenomeno sta comunque ad indicare che il mercato monetario di New York e gli altri centri sono ora più maturi ed evoluti.

Per quanto attiene alle correlazioni all'interno della struttura dei tassi, è facile comprendere come mai si debba riscontrare una tendenza verso un comune andamento: da un lato i fattori che possono influenzare un tipo di operazioni creditizie agiscono probabilmente anche sugli altri, dall'altro esiste spesso un alto grado di fungibilità tra diversi tipi di strumenti creditizi. Una banca può normalmente scegliere se deve far fondi ricorrendo ai fondi federali o alla vendita di cambiali del Tesoro o ad anticipi della Riserva Federale. Una società che ha troppo liquido a disposizione può probabilmente investirlo tanto in cambiali del Tesoro quanto in accettazioni bancarie o in carta di società finanziarie. Di conseguenza, ogni marcata distorsione della consueta struttura dei rendimenti per i vari tipi di investimento finirà per mettere in moto forze tendenti a correggere la distorsione stessa.

Con ciò non si vuol negare che si possano avere anche notevoli deviazioni. Tale possibilità discende dal fatto che certi tassi sono più sensibili di altri. Alcuni variano di giorno in giorno e persino di ora in ora, come accade per i fondi federali e per le cambiali del Tesoro. I tassi della carta delle società finanziarie sono più reattivi di quelli delle accettazioni bancarie e questi ultimi sono più sensibili dei tassi per la carta commerciale di primissima scelta. Il tasso di sconto, d'altro canto, varia solo su decisione delle autorità della Riserva Federale, mentre i tassi corrisposti sui depositi a risparmio, a parte i drastici cambiamenti verificatisi nel 1962, sono modificati solo in casi piuttosto rari.

Nella Tabella 2 abbiamo fornito particolari sulla struttura dei tassi del mercato monetario. Le connessioni tra i rendimenti dei vari tipi di obbligazioni mettono in luce una scala abbastanza nota: tra quelli prese in esame, le cambiali del Tesoro tendono ad avere i tassi più bassi, mentre gli altri tendono ad avere tassi via via crescenti a seconda della scadenza e della rispondenza del debitore. Come si rileva dalla Tabella 2, l'esperienza degli ultimi dieci anni sembra suggerire che i tassi più elevati debbano essere quelli delle emissioni del Tesoro da tre a cinque anni, che subito dopo vengano

TASSI DEL MERCATO MONETARIO, 1952-1962  
(media del periodo, in % p.a.)

TABELLA 2

Periodo	Carta commerciale di prima scelta da 4 a 6 mesi	Carta di società finanziarie collocata direttamente a 3-6 mesi	Accettazioni bancarie di prim'ordine a 90 giorni	Titoli del governo USA			
				Cambiali		Titoli a	
				a 3 mesi	a 6 mesi	9-12 mesi	3-5 anni
1952	2,33	2,16	1,75	1,72		1,81	2,13
1953	2,52	2,33	1,87	1,90		2,01	2,57
1954	1,58	1,41	1,35	0,94		0,92	1,82
1955	2,18	1,97	1,71	1,73		1,89	2,50
1956	3,31	3,06	2,64	2,62		2,83	3,12
1957	3,81	3,55	3,45	3,23		3,53	3,62
1958	2,46	2,12	2,04	1,78		2,09	2,90
1959	3,97	3,82	3,49	3,37	3,79	4,11	4,33
1960	3,85	3,54	3,51	2,87	3,20	3,41	3,99
1961	2,97	2,68	2,81	2,36	2,59	2,81	3,60
1962							
Gennaio	3,26	3,05	3,00	2,72	2,94	3,19	3,84
Febbraio	3,22	3,00	3,00	2,73	2,93	3,21	3,77
Marzo	3,25	3,02	3,00	2,72	2,87	2,98	3,55
Aprile	3,20	3,09	3,00	2,73	2,83	2,90	3,48
Maggio	3,16	2,95	2,91	2,68	2,78	2,91	3,53
Giugno	3,25	3,02	2,90	2,73	2,80	2,89	3,51

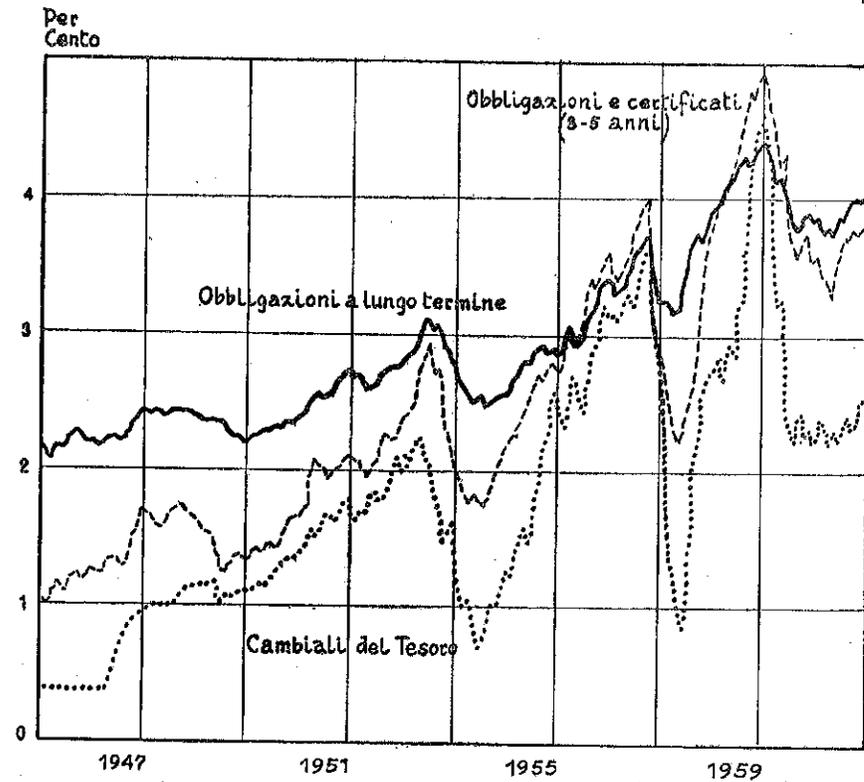
Fonte: « Federal Reserve Bulletin ».

i tassi per la carta commerciale di primissima scelta e poi, nell'ordine, la carta delle società finanziarie, le emissioni del Tesoro da nove a dodici mesi, le accettazioni bancarie e così di seguito fino alle cambiali del Tesoro a sei mesi e a quelle a tre mesi. I tassi tendono a uniformarsi a tale andamento generale, che peraltro — al variare delle condizioni esterne — è soggetto pur esso a cambiare; entrambe le tendenze sono comunque da considerarsi come tipiche della dinamica di un libero mercato.

Nei grafici 3 e 4 sono indicate le oscillazioni dei tassi nel periodo 1946-1962, nonché, per avere un termine di paragone, l'andamento del tasso a lungo termine. La tendenza della struttura generale dei tassi ad uniformarsi ad andamenti simili appare tanto dal confronto del tasso a lungo termine con quelli a breve (Fig. 3),

RENDIMENTI DEI TITOLI DI STATO NEGLI STATI UNITI

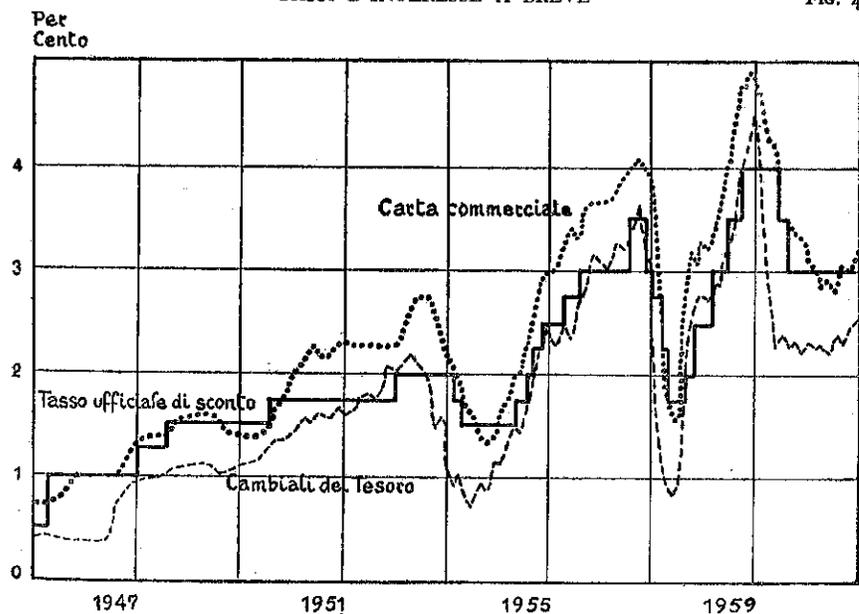
FIG. 3



Fonte: Federal Reserve Historical Chart Book.

TASSI D'INTERESSE A BREVE

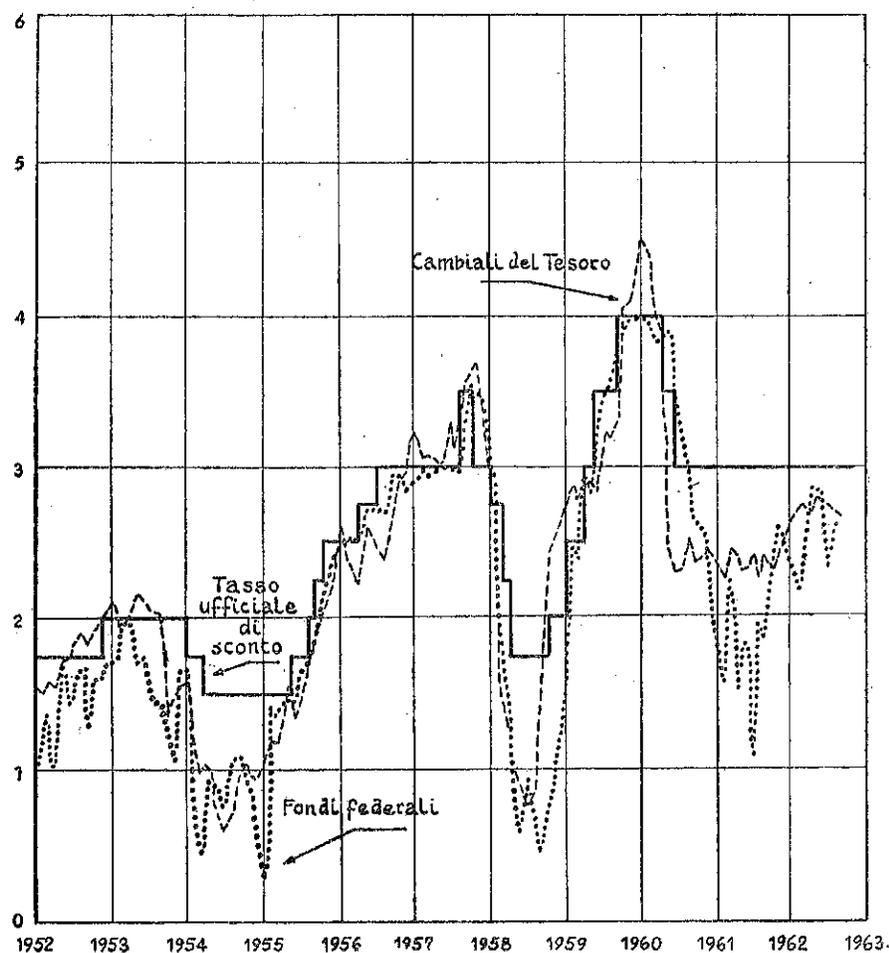
FIG. 4



Fonte: Federal Reserve Historical Chart Book.

TASSI DELLE CAMBIALI DEL TESORO, DEI FONDI FEDERALI  
E TASSO UFFICIALE DI SCONTO: 1952-1962

Fig. 5



quanto dal raffronto tra questi ultimi (Fig. 4). I tassi a breve hanno oscillato in misura considerevolmente più ampia e, per brevi periodi, hanno superato il tasso a lungo termine, fenomeno questo piuttosto insolito negli ultimi decenni ma normale prima del 1914.

Dal grafico 5 si rileva la stretta correlazione tra i tassi delle cambiali del Tesoro e quelli dei fondi federali, i due più importanti strumenti del mercato monetario, e si nota anche una certa connessione, significativa ma meno immediata, con il tasso ufficiale di sconto,

TABELLA 3

TASSI PER LE CAMBIALI DEL TESORO E PER I FONDI FEDERALI:  
1° SEMESTRE 1960 E 1° SEMESTRE 1961 (\*)

Cambiiali del Tesoro				Fondi federali			
1960		1961		1960		1961	
settimana del	in % p.a.	settimana del	in % p.a.	settimana del	in % p.a.	settimana del	in % p.a.
2 gennaio	4,40	7 gennaio	2,28	6 gennaio	4,00	4 gennaio	2,50
9 »	4,59	14 »	2,28	13 »	4,00	11 »	1,62
16 »	4,53	21 »	2,25	20 »	4,00	18 »	1,96
23 »	4,27	28 »	2,17	27 »	3,96	25 »	0,66
30 »	4,01						
6 febbraio	3,94	4 febbraio	2,29	3 febbraio	4,00	1 febbraio	1,36
13 »	3,67	11 »	2,35	10 »	3,96	8 »	2,25
20 »	4,04	18 »	2,40	17 »	4,99	15 »	2,79
27 »	4,14	25 »	2,51	24 »	3,89	22 »	2,54
5 marzo	3,92	4 marzo	2,56	2 marzo	4,00	1 marzo	2,50
12 »	3,60	11 »	2,44	9 »	3,96	8 »	2,61
19 »	3,41	18 »	2,35	16 »	3,96	15 »	2,00
26 »	2,84	25 »	2,28	23 »	3,54	22 »	1,82
				30 »	3,82	29 »	1,61
2 aprile	2,88	1 aprile	2,38	6 aprile	3,93	5 aprile	1,79
9 »	2,96	8 »	2,36	13 »	3,96	12 »	2,11
16 »	3,56	15 »	2,31	20 »	3,82	19 »	1,64
23 »	3,34	22 »	2,25	27 »	3,93	26 »	1,14
30 »	3,19	29 »	2,23				
7 maggio	3,08	6 maggio	2,22	4 maggio	4,00	3 maggio	0,57
14 »	3,32	13 »	2,23	11 »	4,00	10 »	1,64
21 »	3,50	20 »	2,29	18 »	3,89	17 »	2,29
28 »	3,29	27 »	2,39	25 »	3,79	24 »	2,50
						31 »	2,14
4 giugno	2,94	3 giugno	2,38	1 giugno	3,36	7 giugno	2,50
11 »	2,61	10 »	2,40	8 »	3,82	14 »	1,00
18 »	2,31	17 »	2,32	15 »	3,39	21 »	2,29
25 »	2,39	24 »	2,31	22 »	3,50	28 »	1,18
				29 »	2,71		

(\*) Non è possibile ottenere dati che si riferiscano ad identici giorni della settimana.

cioè con il tasso al quale le banche possono ottenere fondi dalla Riserva Federale e sulla cui base vengono conclusi contratti di « riporto ».

La circostanza che i dati esposti nella Fig. 5 sono a base mensile tende a rendere meno evidente l'intensità delle variazioni di breve periodo nei tassi tanto delle cambiali del Tesoro che dei fondi federali. I raffronti sui dati a base settimanale mettono in luce in entrambi i casi oscillazioni sensibilmente più ampie e, in generale, divergenze più accentuate (naturalmente, le quotazioni giornaliere renderebbero questi fenomeni ancora più evidenti). Nella Tabella 3 sono indicate le quotazioni settimanali per i fondi federali e per le cambiali del Tesoro nel primo semestre del 1960 e nel corrispondente periodo del 1961: il primo è stato un periodo di ampio declino dei tassi sul mercato monetario, il secondo di oscillazioni relativamente contenute. In quest'ultimo periodo appare chiaramente la maggiore reattività del tasso dei fondi federali, così come anche la sua tendenza a mantenersi al di sotto del tasso delle cambiali del Tesoro. Il primo semestre del 1960 è invece eccezionale per il lungo permanere del tasso delle cambiali del Tesoro al di sotto di quello dei fondi federali e per la sua maggiore variabilità. La spiegazione è, naturalmente, che il tasso di sconto fissa un limite massimo effettivo per il tasso dei fondi federali ma non per quello delle cambiali del Tesoro. A livelli sensibilmente inferiori al tasso di sconto, il tasso dei fondi federali è però libero di oscillare, cosa che avviene in misura più marcata di quanto non si verifichi per il tasso delle cambiali del Tesoro (6). Di solito, come avvenne alla fine del semestre 1960 preso in esame e per tutto il primo semestre del 1961, questa libertà prevale realmente. Come regola, quindi, ci si può aspettare che il tasso dei fondi federali sia più sensibile di quello delle cambiali del Tesoro.

### Conclusioni.

I fondi federali e le cambiali del Tesoro costituiscono un mezzo quasi perfetto per adeguare alle mutevoli circostanze le esigenze di liquidità delle banche ordinarie, o, meglio ancora, dell'intera comunità degli operatori economici. Allo stesso fine contribuiscono anche altri titoli, in particolare le accettazioni bancarie, gli effetti commer-

(6) Si noti in particolare l'ampiezza dell'oscillazione del tasso dei fondi federali nel gennaio e nel maggio 1961 (da 2,50 a 0,66 e da 0,57 a 2,50) verificatasi nel giro di tre settimane. Al contrario, il tasso delle cambiali del Tesoro denunciò allora variazioni relativamente modeste.

ciali e le obbligazioni delle società finanziarie. È in parte per questo motivo che il mercato monetario è stato definito come « il serbatoio della liquidità ». Una banca o chiunque altro si trovi a disporre di fondi inutilizzati può rivolgersi al mercato monetario e trovare per essi un immediato impiego, eventualmente attraverso la cessione di fondi federali, oppure, al fine di un più alto rendimento e di un più lungo investimento, con l'acquisto di cambiali del Tesoro: può, in altri termini, cedere una parte del suo eccesso di liquidità in cambio di un certo reddito. Per contro, una banca che ha necessità di maggiore liquidità può ottenere immediatamente fondi federali semplicemente emettendo un assegno che sarà incassato il giorno successivo, o può ottenere contante vendendo cambiali del Tesoro. Esistono anche altri mezzi, come gli strumenti creditizi già descritti, ed anche altre fonti, come la Riserva Federale, che permettono di raggiungere gli stessi scopi. Tuttavia, in generale, è il mercato monetario a svolgere principalmente la funzione di facilitare gli « aggiustamenti » di liquidità, attraverso due principali strumenti: i fondi federali e le cambiali del Tesoro.

Permettendo alle banche di ovviare a eccessi o carenze residuali di liquidità, il mercato monetario promuove un più completo utilizzo delle risorse finanziarie. Esso facilita la distribuzione delle scadenze degli investimenti in armonia alle previsioni di occorrenze stagionali o di altro genere. Grazie ad esso è possibile cautelarsi (nelle forme più convenienti) contro fluttuazioni dei depositi, periodiche o di altra natura, e contro il deflusso di riserve sia esterne che interne. Ogniqualvolta le occorrenze sono maggiori o minori di quelle previste, l'errore di valutazione può essere riparabile ricorrendo al mercato monetario per ottenere o collocare fondi immediatamente.

Tutto ciò contribuisce al miglioramento dei risultati di gestione per due vie. Anzitutto è possibile mantenere una più alta percentuale di investimenti, non essendo necessario tenere a disposizione fondi inutilizzati fino alla comparsa di un cliente meritevole di fido; per essi — attraverso il mercato monetario — è sempre possibile trovare un impiego fruttifero anche a brevissima scadenza. In secondo luogo dà modo di scegliere investimenti più redditizi. Il mercato monetario conferisce alle cambiali del Tesoro ed ai fondi federali una liquidità di poco inferiore a quella delle riserve eccedenti. Il trasferimento di questi cespiti assicura alle banche ed agli altri operatori, in caso di necessità, una fonte di liquidità. I prestatori sono quindi propensi a collocare in impieghi di minore liquidità,

ma più remunerativi, una quota delle loro disponibilità maggiore di quanto altrimenti riterrebbero prudente.

Il mercato monetario di New York si differenzia dagli altri mercati degli Stati Uniti principalmente per quanto riguarda le sue dimensioni e la vastità e complessità dei legami che lo uniscono agli altri mercati monetari nazionali e esteri. Esso, naturalmente, si differenzia anche dalla maggioranza dei mercati monetari esteri, così come questi sono diversi tra di loro. Esso è inoltre molto diverso da quello che era il mercato monetario di New York nel passato.

Ad ogni stadio del suo sviluppo il mercato monetario può considerarsi in parte come il risultato di un processo evolutivo, ma più ancora come il naturale prodotto delle istituzioni, degli usi, delle forme e delle norme giuridiche prevalenti nella zona entro la quale esso opera. L'esempio dei mercati monetari degli Stati Uniti acquista significato per gli altri paesi solo se si tengono presenti le differenze esistenti tra questi elementi ambientali. Solo partendo da questi fattori di base, i tentativi di creare mercati monetari in nuovi paesi o di influenzare lo sviluppo di mercati monetari già esistenti in altre aree possono essere correttamente impostati. L'esperienza degli Stati Uniti, del Canada e di altri paesi sembra comunque sottolineare l'importanza strategica delle obbligazioni del Tesoro e delle banche centrali.

C. R. WHITTLESEY