

I mercati monetari negli Stati Uniti d'America

1. Premessa

Per il volume e l'importanza degli affari trattati, Nuova York è, da molti anni ormai, di gran lunga il maggiore centro bancario e finanziario degli Stati Uniti. E' in esso che fanno sostanzialmente capo tutte le operazioni dette di mercato monetario. Vi sono, è vero, altre città dotate di propri mercati monetari (la principale è Chicago); ma questi ultimi hanno carattere sussidiario rispetto a quello di Nuova York, cui si rifanno anche per quanto riguarda i tassi ed i rendimenti negoziati. Tre tipi di collegamenti, estesi a tutto il paese, fanno sì che vi sia negli Stati Uniti un unico mercato monetario; essi sono: i rapporti di corrispondenza che ciascuna banca mantiene con banche sia di Nuova York sia di altri centri; l'analoga rete di legami che i *dealers* mobiliari possiedono ovunque, essendo per di più direttamente presenti con proprie dipendenze nelle località più importanti; i servizi che il *Federal Reserve System* mette a disposizione delle banche associate per il rapido trasferimento di somme monetarie a distanza. Si comprende quindi come un'eccedenza temporanea di fondi possa essere facilmente investita in attività a breve di vario tipo, prontamente vendibili, e come sia agevole l'aggiustamento giornaliero della posizione di liquidità delle banche e di altri organismi.

Tralasciando la Riserva federale i due più importanti gruppi di istituti che operano nel mercato monetario di Nuova York sono le maggiori banche commerciali e i *dealers* di titoli governativi. Oggetto delle loro negoziazioni sono titoli governativi, titoli di *agencies* generali e i cosiddetti *federal funds*; tre mercati che costituiscono i pilastri dell'intero mercato monetario del paese. Vi sono poi mercati sussidiari alimentati da effetti commerciali, da accettazioni bancarie e da certificati negoziabili di deposito; non va inoltre dimenticato

il mercato degli eurodollari, cui le banche degli Stati Uniti partecipano attivamente. E' opportuno tuttavia precisare che gli interventi delle autorità monetarie si accentrano esclusivamente sul mercato dei titoli governativi, con immediate ripercussioni sulla consistenza dei *federal funds* — saldi delle banche presso banche della Riserva federale, che vengono temporaneamente ceduti o acquistati — il cui mercato costituisce la piattaforma di irradiazione al sistema bancario ed all'economia degli effetti voluti.

2. Il mercato dei titoli governativi

Tra i titoli governativi, una speciale posizione di preminenza è occupata dal *Treasury bill*. La cambiale del Tesoro fu introdotta nel 1929 ed ebbe scarsa diffusione fino agli anni della seconda guerra mondiale, allorché il suo impiego crebbe notevolmente per effetto del disavanzo della finanza pubblica; continuò poi a mantenere una quota elevata tra le componenti del debito pubblico (1). In virtù della sua breve vita (viene emesso a 3, a 6, a 9 e a 12 mesi, con netta prevalenza delle emissioni a 3 mesi) il titolo si presta benissimo ad essere incluso nelle riserve secondarie sia degli istituti finanziari sia delle grandi imprese industriali e commerciali. Va inoltre rilevato che le operazioni di mercato aperto delle autorità monetarie si svolgono di norma su *Treasury bills*.

Con riguardo al classamento di tali titoli, le statistiche riferite alla fine del 1969 indicano che i principali possessori, configurabili come gruppi omogenei, sono nell'ordine le Banche della Riserva federale (con oltre il 27% del totale dei *Treasury bills* in circolazione), le banche commerciali (con l'8%), le Amministrazioni pubbliche statali e locali (con il 6%) e le società non finanziarie (con il 2,6%). Seguono con possessori ancora più ridotti le *savings and loan associations*, le compagnie di assicurazione e le *mutual savings banks*. A corredo di questi dati, giova sottolineare l'interesse (benché forse minore che in passato) delle società non finanziarie, le quali investono in *bills* somme accantonate per il pagamento di dividendi, di cedole e di imposte, piuttosto che tenere conti a vista infruttiferi presso le banche. Anche fondi ottenuti con emissioni mobiliari

(1) Per un esame dettagliato si veda *U.S. Treasury Bills: Trends and New Developments 1959-1969*, in «Economic Review» della Federal Reserve Bank of Cleveland, gennaio 1970, p. 8.

vengono temporaneamente messi a frutto in questo modo dalle imprese — e dalle Amministrazioni statali e locali — fintanto che non dovranno essere spesi. Va aggiunto che la quota di *bills* assunta in proprio dalle banche commerciali è minore che in passato; il fatto si spiega se si considera che nuove forme di investimento si sono rese disponibili, che la permanenza media dei depositi si è allungata riducendo il fabbisogno di riserve liquide (2) e che la domanda di prestiti non ha mai presentato cedimenti.

Il mercato dei titoli governativi fa capo a circa 11 *dealers* di Nuova York (alcuni dei quali con dipendenze in altri centri finanziari del paese) e ad 8 banche con funzioni di *dealer* (3). La qualifica di operatori molto attivi può essere attribuita solo ad una parte di questi istituti (da 4 a 6 per i *dealers* e 3 per le banche), mentre gli altri seguono a distanza, pur verificandosi che alcuni siano molto attivi in specifici settori operativi e relativamente inerti negli altri. Tutti si tengono abitualmente « in posizione » (cioè possiedono una scorta permanente di titoli governativi), ma alcuni operano in prevalenza come mediatori (*brokers*). Nel settore dei titoli a lungo termine, poi, solo due o tre *dealers* « fanno mercato » (4).

Accanto alle banche che fungono da *dealer* in via permanente, ve ne sono alcune altre che mantengono un conto negoziazione titoli (tenuto distinto dai titoli di proprietà) e « fanno mercato » a certi titoli governativi per soddisfare le esigenze della clientela e delle minori banche locali (5). Si può ricordare anche che, dal mese

(2) Si veda R. E. KNIGHT, *An Alternative Approach to Liquidity*, in «Monthly Review» della Federal Reserve Bank of Kansas City, dicembre 1969.

(3) Banche con funzioni di dealer: Bankers Trust Company, New York; Chemical Bank New York Trust Company; Continental Illinois National Bank and Trust Company of Chicago; The First National Bank of Chicago; First National City Bank, New York; Harris Trust and Savings Bank, Chicago; Morgan Guaranty Trust Company of New York; United California Bank, Los Angeles. Dealers non banche (tutti con sede centrale a New York): Briggs, Schaedle & Co., Inc.; Discount Corporation of New York; The First Boston Corporation; Aubrey G. Lanston & Co., Inc.; Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.; New York Hanseatic Corporation; Wm. E. Pollock & Co., Inc.; Chas. E. Quincey & Co.; Salomon Brothers & Hutzler; Second District Securities Co., Inc.; F. I. Dupont & Co.

(4) La scarsa attività del mercato dei titoli governativi a lungo termine è dovuta al limite massimo d'interesse del 4% cui devono sottostare le nuove emissioni di scadenza superiore a 7 anni. Dati i livelli correnti dei tassi d'interesse, sono praticamente impossibili nuove emissioni.

(5) Per un autorevole studio del mercato dei titoli governativi si veda il recente *Report of the Joint Treasury - Federal Reserve Study of the U.S. Government Securities Market*, aprile 1969.

di aprile del 1969, esiste l'Associazione dei *Government Security Dealers*, un organismo di categoria creato per stabilire un codice di comportamento comune, i cui associati non figurano necessariamente nell'elenco dei *dealers* che mandano rendiconti alla Riserva federale.

Al riguardo è opportuno qualche chiarimento: la Riserva federale non si serve necessariamente, per le proprie operazioni, di tutti i *dealers* tenuti all'invio di rendiconto e al tempo stesso favorisce la maggiore concorrenza possibile, astenendosi dal porre limitazioni all'ingresso di nuovi operatori (6). Se il *dealer* di nuova formazione gode di buona reputazione, dispone di capitali adeguati e ha dato prova di saper « fare mercato » anche in condizioni poco favorevoli, dopo qualche tempo è invitato a mandare i propri rendiconti (7) e il *Federal Reserve Open Market Account* — una volta persuaso della continuità e dell'ampiezza del lavoro svolto — potrà, con una semplice comunicazione verbale, dichiararsi disposto a valersi dei suoi servizi. Un tempo vi era una dichiarazione formale, ma questa prassi cessò verso la metà degli anni « cinquanta », e ora la Riserva federale mantiene il massimo riserbo sui *dealers* ammessi a tale privilegio (pur essendo noto l'elenco di quelli chiamati a dare rendiconto). E' raro, per non dire escluso, che il privilegio di operare con la Riserva federale venga revocato; può darsi piuttosto che essa cessi di fatto di fornire lavoro ad un *dealer*, qualora giudichi inadeguati i suoi volumi di attività e la capacità di far mercato. D'altro canto, potrebbe essere lo stesso *dealer* a decidere di uscire dal settore dei titoli governativi, e allora smetterebbe automaticamente di operare con la Riserva federale.

I *dealers* « attivi » mantengono una scorta di titoli delle varie scadenze (con preminenza dei titoli a breve) e si tengono pronti ad acquistare ed a vendere quantitativi non esigui ai corsi da essi quotati. Sotto certi aspetti, essi richiamano alla mente le *discount houses* di Londra; con la differenza, però, che queste ultime traggono la maggior parte dei profitti dalla differenza tra il rendimento dei valori assunti in portafoglio e il costo dei fondi che si procurano a credito,

(6) Dal 1966 si è manifestata tra i *dealers* mobiliari la tendenza ad allargare la sfera di attività e diverse case che si tenevano al di fuori dei titoli governativi sono entrate in questo settore.

(7) Il rendiconto illustra, ad esempio, le posizioni sui diversi titoli, le fonti di finanziamento e la composizione delle scorte di titoli. Ad un mese di distanza, queste notizie che hanno periodicità settimanale, con riferimento all'intero gruppo dei *dealers*, vengono rese di pubblico dominio.

mentre i *dealers* di Nuova York puntano prevalentemente sullo scarto tra prezzi di acquisto e prezzi di vendita. Meno frequentemente, ricavano guadagni cospicui — ma c'è anche il rischio di notevoli perdite — prendendo posizione su titoli a media e lunga scadenza e riuscendo a prevederne l'andamento (anche le *discount houses* fanno altrettanto). Inoltre, non sono alieni dal compiere arbitraggi, ad esempio in occasione di nuove emissioni a lungo termine da parte del Tesoro.

In periodi di alti saggi d'interesse, il costo di mantenimento del portafoglio titoli diviene oneroso negli Stati Uniti e, di conseguenza, le scorte tendono a ridursi. Tuttavia, anche se sono sprovvisti dei titoli richiesti, i *dealers* si preoccupano di dare corso agli ordini ricevuti ponendosi a contatto con grosse banche (comprese le *savings banks*), compagnie di assicurazione, fondazioni e fondi pensione. Possono anche arrivare a chiedere titoli in prestito, dando propri titoli in garanzia (e magari anche denaro), fintanto che non sia possibile l'acquisto in proprio (8). Le contrattazioni tra località distanti vengono perfezionate mediante rimesse telegrafiche, a valere su *federal funds* (9).

Vi sono poi quattro *brokers* specializzati in titoli governativi. Essi operano esclusivamente come intermediari tra i *dealers*, che possono in tal modo agire senza comparire. I *brokers* si tengono sempre al corrente dei prezzi offerti da tutti i *dealers* e divulgano un rapporto sugli affari conclusi, lasciando così trasparire quali siano stati gli interessi dei *dealers* sul mercato durante il periodo cui il rapporto fa riferimento.

Il mercato più attivo è quello dei *Treasury bills*, che accentra più dei tre quarti, come valore, di tutte le negoziazioni su titoli gover-

(8) Il ricorso al prestito dei titoli (presso banche per lo più) è attuato per far fronte ad una consegna; può avere una durata di due o tre ore — quanto basta perché nuovi titoli affluiscono al portafoglio del *dealer* — oppure può estinguersi dopo un mese e più. Se si tratta di titoli a breve, viene di solito richiesta una garanzia di pari valore, mentre per quelli a lunga va aggiunto un piccolo margine (del 2%, diciamo). La commissione è dello 0,50%. Da qualche tempo, seppure in misura molto limitata, la Riserva federale ha cominciato a far prestiti di titoli ai *dealers*.

(9) In passato, l'acquisto di titoli governativi a lungo termine veniva pagato tramite stanza di compensazione, mentre per i *bills* si utilizzavano i *federal funds*. Questo secondo metodo ha preso via via il sopravvento, per cui oggi per i titoli con scadenza fino a sette anni il pagamento avviene quasi totalmente con *federal funds*, mentre per i titoli di durata superiore prevale la stanza di compensazione. Sempre nel campo dei titoli governativi, gli acquisti di « spezzature » di qualunque durata — acquisti che si sono molto intensificati nella recente fase di tassi d'interesse assai elevati — sono anch'essi regolati con *federal funds*.

nativi (10). Le nuove emissioni di *bills* a scadenza di 13 e di 26 settimane (11) hanno luogo settimanalmente ogni giovedì e le relative richieste di assegnazione vengono accettate fino alle 13,30 (ora di Nuova York) del lunedì precedente presso le Banche della riserva. Tali richieste sono di due tipi: con offerta e a fermo. Quelle a fermo — per lo più inoltrate da piccole banche, imprese e individui — vengono soddisfatte interamente fino ad un massimo di 200.000 dollari ciascuna (non possono d'altra parte essere inferiori a 10.000 dollari) (12) al prezzo medio risultante dalle richieste ad offerta che rientreranno nell'aggiudicazione (13). Il grosso delle assegnazioni poggia, dunque, sul sistema dell'asta cui partecipano (senza obbligo di cauzione) le grandi banche del mercato monetario (anche per conto di grossi clienti) e i *dealers*. Non esiste un sindacato, come si riscontra nel mercato di Londra, ma le offerte dei *dealers* si discostano poco tra di loro. Nell'insieme i *dealers* si aggiudicano di solito circa la quarta parte dell'intera emissione, ma talvolta ne ottengono più di un terzo. L'esito dell'asta, che si tiene il lunedì, è noto il martedì mattina, e, dato che il pagamento dovrà avvenire il giovedì successivo, ciascun *dealer* può già immettere nelle proprie contrattazioni i titoli assegnatigli, senza dover sostenere per il momento alcun esborso.

Richieste di assegnazione giungono anche dalla Riserva federale sia per conto di stranieri e di altri, sia per conto dell'*Open Market Account*. In questo secondo caso, l'offerta presentata è sempre contenuta nei limiti dei titoli già di proprietà che stanno per giungere a scadenza, con l'intento di mantenere stabile la consistenza del portafoglio. Se però le autorità desiderano drenare fondi, possono prendere parte all'asta proponendosi di « perdere » e lasciando che i *bills* di proprietà vengano a scadenza.

(10) Delle transazioni poste in essere dai *dealers* nel corso del 1969 ben l'80% riguarda titoli governativi con scadenza non superiore all'anno.

(11) Una volta al mese hanno inoltre luogo emissioni di *bills* a 9 e a 12 mesi.

(12) Questo limite minimo è stato portato da 1.000 a 10.000 dollari nel febbraio 1970, allorché gli scarti tra gli interessi consentiti dalla *Regulation Q* e quelli di mercato richiama-
vano anche i piccoli risparmiatori verso i *Treasury bills*.

(13) Si è assistito negli ultimi anni ad una intensificazione delle richieste a fermo ed anche i *dealers* vi hanno talvolta concorso per conto di piccoli clienti, ai quali non addossano alcuna commissione.

3. Il mercato dei titoli delle « agencies » federali

Una notevole modificazione in campo finanziario verificatasi in questi ultimi anni è collegata con la crescente importanza assunta dalle *agencies* federali (14). Si tratta delle emissioni direttamente e totalmente garantite dalle diverse *agencies* degli Stati Uniti (le quali peraltro emettono anche titoli sprovvisti di garanzia) (15), il cui mercato si è ampliato grandemente diventando molto attivo, soprattutto per quel che riguarda le emissioni con scadenza non superiore a 2 anni.

Questo sviluppo è dovuto all'accresciuta attività delle *agencies*, soprattutto nel campo dell'edilizia per abitazioni (16). Esso è stato secondato da due altri eventi: dal processo di « disintermediazione » che ha colpito tutti gli istituti di risparmio, specialmente le *savings and loan associations*, le quali, al pari delle banche commerciali, sono soggette a massimali sui tassi di interesse che possono corri-

(14) Per un esame dello sviluppo in oggetto si veda N.M. GOODMAN, *Agency Securities and the Federal Budget*, in « Business Conditions » della Federal Reserve Bank of Chicago, dicembre 1969, pp. 12-16.

(15) Questo aspetto è analizzato nell'articolo *Securities of U.S. Agencies*, in « Economic Review » della Federal Reserve Bank of Cleveland, ottobre 1969, pp. 22-23. Si veda inoltre A. WINNICK e W. BURKE, *The Agencies: New Directions*, in « Monthly Review » della Federal Reserve Bank of St. Louis, maggio 1969, p. 109.

(16) Le principali *agencies* che emettono titoli sono le seguenti:

- 1) la *Federal National Mortgage Association*, la quale è autorizzata ad acquistare e vendere titoli ipotecari (su abitazioni), assicurati o garantiti dal Governo, e ad erogare prestiti a breve termine dietro garanzia di tali titoli; in tal modo essa è fornitrice di liquidità al mercato del credito ipotecario e sorregge il mercato secondario dei titoli ipotecari;
- 2) il *Federal Home Loan Bank System*, fondato nel 1932 per fornire credito alle *savings and loan associations* per il finanziamento dei prestiti ipotecari;
- 3) le *12 Federal Land Banks*, le quali erogano prestiti ipotecari di lunga durata alle aziende agricole per il tramite delle *Federal Land Bank Associations* (istituti cooperativi organizzati da utilizzatori del relativo credito, che a loro volta possiedono il capitale delle *Federal Land Banks*) ed emettono obbligazioni con scadenza variabile fra i 2 e i 15 anni;
- 4) le *Federal Intermediate Credit Banks*, le quali scontano gli effetti agrari presso le *production credit associations* ed altri istituti finanziari, accordando prestiti all'agricoltura per soddisfare le esigenze creditizie sia stagionali sia a breve e medio termine degli agricoltori;
- 5) le *Banks for co-operatives*, le quali finanziano le cooperative di agricoltori con due tipi di prestiti: a breve per esigenze stagionali; a scadenze protratte, con rimborsi rateali, per costruzioni e per acquisti di attrezzature.

Sintetizzando, due di queste *agencies* si interessano alle abitazioni e tre all'agricoltura. Non vanno poi dimenticate la *Export-Import Bank* e la *Tennessee Valley Authority*, le quali sono autorizzate a collocare direttamente i propri titoli presso il pubblico.

spondere; dall'emendamento del 1966 al *Federal Reserve Act* che ha permesso al Sistema della Riserva di acquistare e vendere sul mercato aperto qualunque obbligazione emessa, o interamente garantita, da *agencies* degli Stati Uniti. [Fino ad ora, però, le operazioni di mercato aperto della Riserva federale su titoli delle *agencies* non sono andate oltre l'inclusione di detti titoli, accanto ai titoli governativi, in patti di riacquisto (*repurchase agreements* o *buy-backs*) con *dealers*].

4. Le tecniche con cui si finanziano gli operatori in titoli del governo e delle « agencies » federali

Le forme usate per finanziare le scorte di titoli variano da un *dealer* all'altro e dipendono, in certa misura, dalle condizioni in cui si trova il mercato monetario. Quando il denaro è a buon mercato, ad esempio, i *dealers* ricorrono per lo più a prestiti *on call* presso alcune delle maggiori banche commerciali. Se, viceversa, la situazione creditizia è tesa — come è stato quasi sempre negli anni recenti — riducono al minimo la consistenza dei titoli in portafoglio e si procurano i fondi di cui hanno bisogno presso banche situate fuori di Nuova York o presso fonti non bancarie (ad esempio tesorerie di Amministrazioni locali o di grandi imprese). Il costo dei mezzi ottenuti da fonti non bancarie è anch'esso allineato con i tassi del mercato monetario, ma tende a mantenersi un po' inferiore al tasso applicato dalle banche ai *dealers* (17). Dal punto di vista tecnico, questi prestiti si configurano prevalentemente come contratti di vendita e di successivo riacquisto aventi per oggetto titoli governativi o di *agencies* federali; in altre parole il *dealer* vende i titoli e si impegna a riacquistarli. Colui che fa prestito ha il vantaggio di evitare rischi di fluttuazione dei corsi cui sarebbe esposto se acquistasse direttamente titoli in proprio e di poter scegliere la scadenza che più gli conviene. D'altra parte il *dealer* è in grado di disporre dei fondi in oggetto per un periodo stabilito (due giorni, una settimana o più) (18) ad un costo generalmente inferiore a quello praticato dalle banche del mercato monetario per prestiti *on call*. Va

(17) Ad esempio, il costo del denaro prestato da imprese è collegato con il tasso di sconto della carta commerciale. Alle volte, i *dealers* riescono a procurarsi fondi a condizioni particolarmente vantaggiose da un *mutual fund*, che non sa prevedere quanto denaro gli rimarrà in cassa a fine giornata e preferisce accontentarsi di poco piuttosto che restare con fondi infruttiferi.

(18) Non sono rari, però, anche i patti di riacquisto a scadenza indeterminata.

però notato che, facendo ricorso a questi contratti di riacquisto, il *dealer* offre impiego a fondi liquidi altrui che forse gli sarebbero ugualmente pervenuti sotto forma di acquisto di titoli che ha in portafoglio, e quindi si preclude un'occasione di lavoro. Comunque, egli spesso fruisce della facoltà di sostituire, con altri in suo possesso, i titoli temporaneamente ceduti ed in tal modo non perde eventuali operazioni che gli si presentassero.

In sostanza, si può dire che le grandi banche commerciali della piazza di Nuova York fungono da « prestatrici di ultima istanza » per i *dealers* che non fossero in grado di procurarsi altrove fondi a condizioni meno onerose. I prestiti da esse concessi sono di durata giornaliera con facoltà di rinnovo; sono assimilabili a prestiti *on call*, i cui tassi d'interesse — rivedibili di giorno in giorno — possono raggiungere livelli proibitivi. Di norma, tali tassi si mantengono circa un quarto di punto al di sopra del tasso dei *federal funds*, ma arrivano anche a tre quarti di punto in più quando la situazione monetaria è tesa (19). Su queste banche commerciali i *dealers* possono far affidamento per procurarsi tutto il danaro di cui abbiano bisogno, ma sono evidenti i motivi per cui preferiscono in primo luogo cercar fondi altrove.

Le stesse banche commerciali, a loro volta, non si astengono dal prendere di tanto in tanto fondi a prestito dai *dealers*, i quali si riforniscono presso fonti non bancarie. Ciò si verifica particolarmente in momenti di tensione, allorché tali banche non vogliono privarsi di parte dei titoli governativi in portafoglio per non indebolire la loro posizione di liquidità o per non alterare la composizione dei bilanci nei rendiconti ad esse richiesti. In questi casi, danno titoli in garanzia — senza privarsene — ai *dealers* stipulando patti « inversi » di riacquisto. Preferiscono fare ricorso a *dealers* anziché ad altri organismi per la maggior rapidità con cui i *dealers* sanno mettere insieme il danaro richiesto; e i *dealers*, dal canto loro, intervengono volentieri perché lucrano una commissione di circa lo 0,50% per il servizio reso.

(19) La prassi seguita da tali banche per la fissazione del tasso d'interesse non è uniforme. Un tempo il tasso veniva fissato al mattino di ogni giorno (spesso ad un livello tanto elevato da scoraggiare la richiesta di prestiti) e restava immutato per tutta la giornata. Oggi una o due banche seguono ancora la prassi consueta di fissare il tasso al mattino, ma non rinunciano a variarlo se intervengono mutamenti sostanziali nelle condizioni del mercato; le altre banche praticano invece un tasso variabile, in linea con l'andamento del tasso d'interesse dei *federal funds*.

Anche la Riserva federale può di propria iniziativa prestare assistenza finanziaria. Non è infrequente il caso che un *dealer*, desideroso di alleggerire il proprio portafoglio titoli, possa trovare sul mercato aperto come controparte acquirente lo stesso *Open Market Account* della Riserva federale. Periodicamente, poi, la Riserva federale « gira » per il mercato per acquistare o vendere titoli governativi (quasi sempre *Treasury bills*) in contanti e al meglio. In alternativa a questi interventi, capita che la Banca della Riserva federale di Nuova York vada incontro temporaneamente alle esigenze di un *dealer* (che non sia banca) accettando di stipulare con lui un patto di riacquisto. L'iniziativa della Riserva federale è motivata dall'intento di fornire liquidità al sistema bancario, ma non per questo è meno utile alle esigenze di finanziamento dei *dealers*. La tecnica usata presenta il vantaggio di far confluire fondi là dove sono maggiormente richiesti, come un palliativo di breve durata (al massimo 15 giorni) ed autoliquidantesi. A differenza dell'acquisto (o vendita) a fermo, il patto di riacquisto (o il suo inverso) ha trascurabile incidenza sui corsi dei titoli. Si tratta di un tipo di intervento molto elastico ed efficace.

Di recente (la prima manifestazione si ebbe nel 1966) la Riserva federale ha cominciato ad utilizzare patti inversi di riacquisto per drenare danaro dal mercato, servendosi di *dealers* (che non siano banche) come intermediari. Questi ultimi accertano quali grandi banche commerciali abbiano temporanee eccedenze di fondi e, qualora la Riserva federale sia intenzionata a vendere *bills* con patto di riacquisto per l'indomani o dopo qualche giorno, operano come punto d'incontro delle parti traendo un beneficio che si aggira sui 5 dollari per ogni milione negoziato. Di tanto in tanto, per questi patti inversi di riacquisto la Riserva federale si rivolge direttamente a banche-*dealer*.

Come già è stato accennato, la Riserva federale può anche intervenire con transazioni su titoli di *agencies* federali. I primi interventi di questo tipo si ebbero nell'ultimo trimestre del 1966 sotto forma di patti di riacquisto, forma mantenuta anche negli interventi successivi. Ciò si spiega se si considera che il mercato delle *agencies*, pur essendosi assai sviluppato negli anni recenti, poggia su un ampio numero di emissioni che, singolarmente, presentano una consistenza inferiore a quella delle emissioni federali. Di conseguenza, le singole emissioni di questi titoli si prestano meno bene delle emissioni del Tesoro a transazioni di vasta mole. Si tenga inoltre presente che

gran parte dell'attività di questo mercato è determinata dal continuo susseguirsi di nuove emissioni, i cui prezzi risentirebbero in misura determinante degli eventuali interventi d'acquisto o di vendita a fermo della Riserva federale. Potrebbe diffondersi l'impressione — sgradita alla Riserva federale — che tali interventi siano destinati a influire sulle condizioni del mercato. A questa interpretazione, invece, non si prestano i patti di riacquisto, i quali — a prescindere dall'incidenza che esercitano sul volume delle riserve liquide disponibili — sono neutrali nei loro effetti.

A parte queste considerazioni, qualora la Riserva federale tenesse un portafoglio di *agencies*, vi sarebbe il problema delle scadenze frequenti che non potrebbero essere agevolmente fronteggiate partecipando a ricorrenti aste settimanali, come nel caso dei *Treasury bills*. Di qui un'ulteriore giustificazione della preferenza accordata ai patti di riacquisto, che possono aver luogo in maniera impersonale e in armonia con le disponibilità di portafoglio dei *dealers*.

Si è fin qui polarizzata l'attenzione sui *dealers* che non sono banche, ma non bisogna trascurare che anche le scorte di titoli delle banche-*dealer* hanno bisogno di essere finanziate; un'esigenza, questa, particolarmente avvertita negli ultimi anni, caratterizzata da scarsità di mezzi e da un inasprimento della concorrenza bancaria per procurarsi fondi.

Mentre in passato « finanziavano generalmente le proprie posizioni in titoli attingendo a fondi bancari » (20), oggi le banche-*dealer* tendono a rivolgersi al mercato per finanziare, almeno in parte, i portafogli titoli destinati all'attività di *dealing*. Ad esempio, una delle grandi banche-*dealer* di Nuova York fa ampio ricorso a patti di riacquisto con clienti (grandi imprese, Amministrazioni statali e municipali e talvolta banche foranee) (21) che si sono abituati ad avvalersi di queste particolari forme d'impiego temporaneo, piuttosto che procedere al diretto acquisto a fermo di *bills* o di altri titoli governativi.

Soltanto in via subordinata le banche-*dealer* finanziano il portafoglio titoli necessario per l'attività di *dealing* attingendo alle risorse di banca. Dato che questo modo di copertura finanziaria si ripre-

(20) Cfr. il citato *Joint Report*, p. 15.

(21) Solo dal 27 luglio 1969 alle banche è stata accordata la possibilità di negoziare patti di riacquisto con non-banche, esclusivamente sulla base di titoli del governo federale o di obbligazioni pienamente garantite di *agencies* federali. L'autorizzazione fu concessa allo scopo di ridurre le difficoltà delle banche-*dealer* nel finanziamento delle scorte di titoli.

cuote direttamente sulla posizione globale di liquidità della banca-dealer, occorre che vi sia uno stretto collegamento tra la sezione che esplica l'attività di *dealing* ed i dirigenti addetti alle operazioni di tesoreria, ossia al cosiddetto *money desk*, che ha il compito di regolare i flussi dei mezzi operativi provvedendo sia all'impiego dei mezzi esuberanti sia al reperimento di nuova liquidità. Il *money desk* deve far fronte alle eventuali esigenze di fondi della sezione di *dealing* e a quelle degli altri settori della banca, con la consapevolezza che le necessità inerenti all'attività di *dealing* possono essere estremamente urgenti, dovendo essere sistemate in *federal funds*, cioè il giorno stesso. Le esigenze della sezione di *dealing* variano notevolmente, non solo da un giorno all'altro, ma anche nel corso di una stessa giornata (con un'escursione, per una grande banca di Nuova York, di patti di riacquisto che possono coinvolgere fino a 50 milioni di dollari in entrata o in uscita). Per questo motivo, la sezione di *dealing* è di norma vincolata al rispetto di certi limiti oltre i quali non può spingere i propri volumi d'attività, senza preventiva autorizzazione. A parte questo vincolo (nell'ambito del quale è però totalmente libera), la sezione di *dealing*, sotto ogni altro aspetto, gode di un'autonomia molto ampia.

Una differenza importante tra i *dealers* in titoli governativi che sono banche e quelli che non lo sono deriva dal fatto che la Riserva federale si astiene da patti di riacquisto (eccezione fatta per i patti inversi di riacquisto) con *dealers*-banche, nel presupposto che essi fruiscono di più stabili fonti di finanziamento. È vero che la sezione di *dealing* di una banca deve competere con gli altri settori operativi della banca medesima per procurarsi fondi, ma le banche commerciali possono accedere direttamente al mercato dei *federal funds* e allo sportello del risconto della Riserva federale.

5. Il mercato dei « federal funds »

Il mercato dei *federal funds* ebbe origine nel 1921, ma soltanto con la seconda guerra mondiale ha assunto il carattere di mercato nazionale, utilizzato dapprima dalle maggiori banche commerciali ed ora dalle banche di tutte le dimensioni (22), sia come sbocco di

(22) I *federal funds*, come già si è detto, sono saldi di conti a vista presso le Banche della Riserva federale. Solo le banche commerciali associate al Sistema della Riserva possono essere titolari di tali saldi. Fino al 1° aprile 1970, però, anche altri operatori

fondi temporaneamente esuberanti sia come fonte di prestiti. Va notato, a quest'ultimo riguardo, che i *federal funds* sono immediatamente disponibili per chi li prende a prestito, a differenza dei fondi ottenibili dalla stanza di compensazione, che si rendono disponibili solo il giorno successivo.

Lo sviluppo del mercato nel corso degli anni « cinquanta » è in gran parte dovuto all'iniziativa di una casa del *New York Stock Exchange* (The Garvin, Bantel Corporation) che organizzò un servizio di intermediazione, un *clearing desk* per tenere regolari contatti sia con le banche aventi fondi in sovrappiù sia con i potenziali « acquirenti ». Fu questo l'unico *broker* del mercato fino al 1958, quando la Irving Trust Company istituì un ufficio a sé per la vera e propria negoziazione di *federal funds* per conto terzi. Si aggiunsero due altri operatori (Mabon, Nugent and Co., e G. Palumbo and Co.), sempre in veste di *brokers*, rispettivamente nel 1963 e nel 1964. Dei loro servizi si avvalgono tutte le grandi banche, perché solo questi operatori conoscono a fondo l'andamento del mercato e quindi le transazioni da essi condotte si realizzano più rapidamente e possono raggiungere grossi importi. Per i servizi svolti, i *brokers* non pretendono diritti di mediazione, aspettandosi di essere remunerati indirettamente dall'acquisizione di maggiori volumi di altri affari.

Con la notevole espansione delle transazioni verificatasi negli anni « cinquanta », alcune banche di Nuova York e di altri importanti centri sono venute assumendo il ruolo di *dealers* di *federal funds*; ad esse si fa talvolta riferimento col termine di « *accomodating banks* ». Da una recente indagine risulta che vi sono negli Stati

potevano entrarne in possesso come beneficiari o giratari di assegni tratti sulle Banche della Riserva, assegni che, per il fatto di essere immediatamente monetizzabili all'atto della presentazione presso una qualunque Banca della Riserva, erano negoziabili come *federal funds*. Oggi, invece, tutte le transazioni interbancarie di *federal funds* si compiono con registrazioni contabili sui conti accesi presso le Banche della Riserva. Il grosso di queste transazioni è nato dal bisogno dei *dealers* in titoli governativi di finanziare le loro posizioni: il pagamento con fondi immediatamente disponibili era (ed è) condizione necessaria per la maggior parte delle negoziazioni su titoli governativi. Per maggiori dettagli sulla partecipazione di operatori non bancari al mercato in esame, si vedano: BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM, *The Federal Funds Market - A Study by a Federal Reserve System Committee*, maggio 1959; D.M. NICHOLS, *Trading in Federal Funds*, a cura del Board of Governors of the Federal Reserve System, settembre 1965; P.B. WILLIS, *A Study of the Market for Federal Funds*, a cura dello « Steering Committee for the Fundamental Reappraisal of the Discount Mechanism » costituito dal Board of Governors of the Federal Reserve System, marzo 1967.

Uniti circa una quarantina di queste banche, di cui otto nella City di Nuova York ed almeno due in ogni distretto della Riserva federale. Oltre ad esse, che sono le principali, ve ne sono altrettante che operano in favore di corrispondenti, su basi più ristrette (23).

Agli inizi, il ricorso al mercato dei *federal funds* differiva notevolmente, non solo da una banca all'altra, ma anche da zona a zona, a causa soprattutto delle differenze di fuso orario (quando è mezzogiorno a Nuova York, sono le 11 a Chicago, le 10 a Denver e le 9 a San Francisco). E' sempre avvenuto che alcune banche seguissero l'orologio, acquistando o vendendo *federal funds* prima a Nuova York, poi a Chicago, qualche volta (nei primi anni) a St. Louis e Kansas City e, da ultimo, a San Francisco e Los Angeles sulla Costa occidentale; ma, nella fase iniziale, gli atteggiamenti delle banche di certi centri furono eterogenei. Così, le banche di Denver, attorno la metà degli anni «cinquanta», sostenevano che il loro insediamento in una zona oraria «neutrale» rendeva impossibile il ricorso al mercato dei *federal funds*, poiché l'orario d'attività a Nuova York terminava troppo presto e quello di San Francisco cominciava troppo tardi; le banche di Nuova Orleans, anch'esse dicendosi ostacolate dal fattore tempo, erano pure piuttosto assenti, mentre quelle di Dallas (pur trovandosi nel medesimo fuso orario) riuscivano regolarmente ad allacciarsi con Nuova York in caso di bisogno.

Con i primi anni «sessanta», peraltro, le banche di Nuova Orleans e Denver operavano regolarmente nel mercato, ed anche altre banche molto modeste erano in grado di farvi ricorso valendosi di corrispondenti. A quel tempo, le operazioni in *federal funds* rientravano nella categoria dei prestiti ed erano, per legge, sottoposte a limitazioni (24), che però non venivano applicate ai prestiti garantiti da titoli governativi a breve. Di conseguenza molte piccole banche erano costrette a «vendere» fondi sulla base di garanzie reali a banche maggiori, le quali a loro volta erano così in grado di «vendere» lotti più consistenti. Nel giugno 1963 il *Comptroller of the Currency* ha stabilito che le negoziazioni di *federal funds* non sono soggette alle limitazioni sui prestiti imposte alle *national banks*. Questa decisione ha aperto la via ad una generalizzata partecipa-

(23) Cfr. WILLIS, *op. cit.*

(24) Ad esempio, una *national bank* non può di norma prestare ad un singolo richiedente una somma superiore al 10% del proprio capitale netto. Inoltre non può prendere a prestito somme che superino il capitale sociale più la metà delle riserve.

zione di tutte le banche, grandi e piccole (25), al mercato in oggetto, che ha assunto in tal modo dimensioni veramente nazionali.

Oggi, le piccole banche vendono i *federal funds* di cui dispongono a grosse banche corrispondenti (26), situate nei principali centri finanziari delle rispettive zone, che aggiungono i fondi in tal modo acquisiti a quelli di cui dispongono direttamente. In tal modo, le varie regioni hanno dato vita a propri mercati — ad esempio, quelli facenti capo a Filadelfia, a Pittsburg e a Denver — e le banche di questi centri fanno confluire fondi sui maggiori mercati di Nuova York e Chicago.

Com'è naturale, le transazioni effettuate da *country banks* di dimensioni relativamente modeste sono di importo limitato e, di conseguenza, le *city banks* dei centri regionali operano con scarti, tra prezzi di acquisto e prezzi di vendita, non inferiori allo 0,5 per cento (27), mentre per i grossi lotti negoziati a Nuova York e Chicago (che vanno per lo più da uno a cinquanta milioni di dollari) lo scarto si mantiene tra lo 0,125 e lo 0,25 per cento.

Per le transazioni di importo ridotto, non si tratta solo di minor convenienza economica (le spese di gestione sono identiche); c'è anche il rischio che fluttuazioni del saggio d'interesse abbiano ripercussioni più gravi su una *city bank* di un centro secondario, la quale mette assieme tanti piccoli lotti per effettuare una vendita di importo consistente a Nuova York o Chicago e pertanto non può essere

(25) Oggi, anche le *savings banks* fanno ampio uso del mercato in questione. In particolare, la Savings Bank Trust di Nuova York concentra eccedenze di fondi di altre *savings banks*, cui corrisponde un interesse inferiore di 1/8 di punto a quello che essa percepisce per la prima «vendita» giornaliera in proprio sul mercato dei *federal funds*. Alcune *savings banks* di Nuova York, tuttavia, operano direttamente con grandi banche commerciali, ed altrettanto fanno quasi tutte le altre *savings banks* dello Stato di Nuova York che non hanno sede a Nuova York.

(26) In una certa misura, per le *country banks* la vendita di *federal funds* si è sostituita alla tenuta di giacenze in conti di corrispondenza con una *city bank* o all'assunzione in portafoglio di *Treasury bills*.

(27) Le *city banks* regionali acquistano di solito *federal funds* per lotti che vanno da 100.000 a 500.000 dollari (non sono però rari i lotti di 25.000 e persino di 10.000 dollari) e li vendono in blocchi di 25.000 dollari. Va notato che le vendite effettuate da una *country bank* alla propria *city bank* corrispondente non comportano necessariamente un afflusso di fondi nelle casse di quest'ultima; spesso si tratta di un semplice trasferimento contabile dal conto «depositi di corrispondenti» a quello «*federal funds* acquistati». E' in sostanza un servizio di corrispondenza che molte *city banks* svolgono applicando il tasso d'interesse corrente sui *federal funds*. Pur non comportando un afflusso di nuova liquidità, questo servizio conviene ugualmente alla *city bank* poiché previene un deflusso di fondi che potrebbe altrimenti verificarsi qualora la banca corrispondente cedesse a terzi i fondi tenuti in deposito.

continuamente sul mercato al pari delle grandi banche di Nuova York o Chicago. Anche una grande banca che operi regolarmente ha bisogno di seguire con molta attenzione il mercato: in primo luogo, si preoccuperà di collocare un'eccedenza o di colmare un fabbisogno di fondi; poi cercherà di trarre un utile dal mercato. E se il mercato dei *federal funds* diventa instabile, anch'essa porterà il proprio scarto da un quarto di punto a un mezzo punto percentuale. Ad esempio, nel giorno di chiusura di un « periodo di riserva » i tassi possono precipitare dal 10,5% al 2% qualora non vi siano richieste di fondi, avendo ognuno provveduto per tempo alle proprie occorrenze. L'esperienza insegna che i tassi possono scendere anche all'1%, se si generalizza un atteggiamento di attesa o di rifiuto a contrarre debiti alla fine di un periodo di rendiconto. Se c'è probabilità di movimenti dei tassi, le banche tendono a cautelarsi contro possibili perdite mediante un allargamento dello scarto (28). In via alternativa, le *city banks* si proteggono applicando linee di credito alle *country banks* corrispondenti.

Di recente si è stimato che circa 3.000 *country banks*, associate al Sistema della Riserva federale, partecipano al mercato dei *federal funds* come acquirenti o come venditrici, o in entrambe le funzioni (29). Ciò è dovuto all'accresciuta consapevolezza dei vantaggi offerti dal mercato (fattore propulsivo è stata la rete dei rapporti di corrispondenza) e inoltre all'aumento dei tassi d'interesse (30). Il grado di partecipazione all'attività del mercato andava da circa il 17% (delle banche) per il Distretto di Minneapolis all'83% per quello di Boston; cinque Distretti si mantenevano tra il 40 e il 50%.

Di regola, le *country banks* sono più spesso venditrici che acquirenti e, nell'insieme, vendono assai di più di quanto acquistano. I *federal funds* si spostano, di massima, dalle minori *country banks* alle minori *city banks*, alle maggiori *city banks*; ormai tutte le

(28) E' questo un espediente largamente accettato oggigiorno, in ragione dell'alto grado di instabilità assunto dal mercato. In merito si veda NICHOLS, *op. cit.*, pp. 33-36.

(29) Si veda, al riguardo, WILLIS, *op. cit.*, pp. 3-4. Altri studi sulla partecipazione delle *country banks* al mercato in esame: *Federal Funds and the Profits Squeeze: A New Awareness at Country Banks*, in «Business Review» della Federal Reserve Bank of Philadelphia, marzo 1965; *The Federal Funds Market in the Southeast*, in «Monthly Review» della Federal Reserve Bank of Atlanta, gennaio 1968; *Federal Funds and Country Bank Reserve Management*, in «Business Review» della Federal Reserve Bank of Philadelphia, settembre 1968.

(30) Si veda *The Federal Funds Market Revisited*, in «Economic Review» della Federal Reserve Bank of Cleveland, febbraio 1970, pp. 5-6.

banche, salvo le minuscole, sono in grado di trovare impiego fruttifero alla maggior parte dei fondi disponibili. L'osservazione della realtà attesta come le piccole banche non abbiano difficoltà ad accedere a questo mercato, anche per il fatto che, col crescere delle esigenze, i meccanismi sono andati semplificandosi proprio per facilitare le transazioni. D'altra parte, va ribadito che la città di Nuova York continua ad essere il mercato centrale « dato che la metà di tutte le transazioni traggono origine, o sono perfezionate, in quella città e i *brokers* e le principali *accommodating banks* sono colà insediati. I punti di vendita periferici sono intimamente collegati con il mercato centrale e gli uni con gli altri. Sono collegati nel senso che eventuali differenze di prezzo possono trasferire negoziazioni da un mercato all'altro e che una parte degli acquirenti e dei venditori operano in più di un mercato del medesimo distretto o di più distretti. Il mercato è veramente nazionale » (31). Le operazioni del mercato dei *federal funds* non aumentano né riducono le riserve liquide totali delle banche associate al Sistema della Riserva federale, ma ne accrescono l'efficienza facilitandone la redistribuzione e il « pieno » impiego.

6. Il mercato delle accettazioni bancarie

Seppure in via subordinata rispetto ai mercati dei titoli governativi e dei *federal funds*, meritano menzione i mercati delle accettazioni bancarie, della carta commerciale e dei certificati negoziabili di deposito, nonché la propaggine esterna del mercato di Nuova York nel campo degli eurodollari.

Il mercato delle accettazioni bancarie sorse con l'appoggio delle autorità negli anni « venti », ma non assunse mai dimensioni di grande mercato. Dopo la seconda guerra mondiale vi fu una ripresa di attività, e negli ultimi tempi il volume delle accettazioni bancarie in circolazione è salito al di sopra dei 5 miliardi di dollari, di cui oltre 2 miliardi derivanti da operazioni su merci immagazzinate o viaggianti tra paesi stranieri. La maggior parte delle accettazioni è

(31) Cfr. WILLIS, *op. cit.*, p. 8. La maggior parte delle negoziazioni avvengono tra le 10,30 e le 15, ora di Nuova York; ma a causa della differenza di tre ore tra la Costa occidentale e Nuova York, un volume cospicuo di attività tra le banche di levante e quelle del Pacifico si realizza anche dopo l'ora di chiusura del mercato monetario centrale di Nuova York. Naturalmente i tassi applicati a tali negoziazioni risentono delle circostanze locali e dei rapporti esistenti tra banche. Si veda al riguardo NICHOLS, *op. cit.*, p. 35.

collegata con il finanziamento del commercio estero, ma talvolta (ad esempio nel 1954) è servita per finanziare l'ammasso di materie prime, soprattutto cotone. Delle accettazioni in essere i due terzi provengono dal Distretto della Riserva federale di Nuova York; la metà delle rimanenti ha origine a San Francisco, cui fa seguito per importanza la piazza di Chicago.

Una porzione notevole delle accettazioni viene direttamente scontata dagli istituti accettanti e non è immessa nel mercato, la cui attività era in passato (soprattutto agli inizi degli anni « sessanta ») prevalentemente alimentata da operazioni *swap* tra banche d'accettazione. Operazioni di questo tipo avvengono ancora (tramite *dealers*), ma meno che in passato. Le banche d'accettazione detengono oggi il 26% del totale; il resto si trova per lo più in mani straniere (spesso di banche centrali); una parte trova inoltre collocamento presso grandi imprese come sbocco per l'impiego di fondi temporaneamente disponibili.

I principali *dealers* di accettazioni bancarie sono i *dealers* di titoli governativi, esclusi quelli che sono banche. Essi prendono posizione per volumi più o meno ingenti a seconda che il costo corrente del danaro sia elevato o modesto. Si tratta tuttavia di un'attività piuttosto contenuta, anche perché le banche tendono sempre più a vendere le proprie accettazioni direttamente a propri clienti (conti stranieri e tesorieri di società).

Di recente le banche hanno dato vita ad accettazioni *ineligible*, che cioè per definizione non possono essere ammesse allo sconto dalle Banche della Riserva federale. Alcune banche, poi, hanno cominciato ad accettare carta « finanziaria », cioè non derivante da transazioni commerciali, la quale (pur non essendo *eligible*) è negoziabile abbastanza facilmente quando porti la firma di una banca primaria.

7. Il mercato della carta commerciale

Assai più vasto del mercato delle accettazioni bancarie è quello della carta commerciale. Questa « carta » è costituita da effetti a breve termine, spesso di importo molto elevato, emessi da imprese primarie e collocati sul mercato da *dealers*. La carta finanziaria presenta caratteri simili e viene direttamente collocata dalle grandi *finance companies* e, da ultimo, anche da alcune imprese conglo-

merate (32). Le statistiche non fanno distinzione tra i due tipi di « carta »; separano soltanto gli effetti collocati direttamente da quelli collocati per il tramite di *dealers*. Parte degli effetti finanziari sono collocati da *dealers* e parte degli effetti commerciali (compresi quelli emessi da organismi collegati con banche) sono collocati direttamente. Alla fine del 1969, il volume globale della carta commerciale in circolazione (destagionalizzato) ammontava a 33,2 miliardi di dollari, con un incremento del 53% rispetto alla consistenza dell'anno precedente (33). La carta « quasi-bancaria » (*bank-related*) ammontava (dato non destagionalizzato) a 4,2 miliardi di dollari (34). Questo tipo di carta consiste di effetti commerciali emessi da *bank holding companies*, da società controllate da *bank holding companies* oppure da società controllate da banche, allo scopo di rifornirsi di mezzi in un periodo in cui i limiti imposti ai tassi d'interesse dalla *Regulation Q* rendeva praticamente impossibile la provvista di fondi in misura sufficiente mediante l'emissione di certificati negoziabili di deposito. Con i fondi in tal modo ottenuti la *holding company* « acquista » prestiti dalla banca del gruppo (35).

Tra i fattori dell'accresciuta vitalità del mercato della carta commerciale va tenuto presente il desiderio delle imprese, soprattutto di quelle non finanziarie, di avere a disposizione più fonti alternative di finanziamento (particolarmente dopo la stretta creditizia del 1966). L'esistenza di un mercato siffatto offre la possibilità di arbitraggi nell'intento di raggiungere le vie meno onerose di finanziamento, e consente maggiore flessibilità nelle scelte finanziarie. Ad esempio, una società può finanziarsi a breve (e rinnovare a più riprese il finanziamento) fintanto che si presentano le condizioni favorevoli per un finanziamento di lunga durata.

Nel corso degli anni « cinquanta », si è assistito al progressivo

(32) Nel caso della carta finanziaria, l'acquirente può di solito precisare l'importo e la scadenza desiderata degli effetti.

(33) Del suddetto importo, 12,7 miliardi erano stati collocati mediante *dealers* e 20,5 miliardi direttamente.

(34) Di cui oltre 1,2 miliardi collocati tramite *dealers*.

(35) L'emissione di carta « quasi-bancaria » non è mai stata vista di buon occhio dalle autorità. Il 29 ottobre 1969 il *Federal Reserve Board* annunciava una disciplina restrittiva delle emissioni di effetti da parte di enti controllati da banche e l'intenzione di proporre un emendamento della *Regulation Q* in modo da renderla applicabile ai fondi acquisiti da banche con l'emissione di effetti commerciali da parte sia di una *one-bank holding company* sia di una società di controllo registrata in conformità del *Bank Holding Company Act*, sia di una società consorella appartenente allo stesso gruppo. Successivamente si decise di rinviare il provvedimento.

abbandono delle piccole emissioni a carattere stagionale e all'intensificarsi delle emissioni continuative da parte di grandi società (soprattutto per finanziare i crediti di partita). Nel 1963, poi, è stata data la possibilità di emettere carta commerciale anche alle società di servizi pubblici per finanziare il fabbisogno corrente (rappresentato, ad esempio, da crediti di partita, da crediti rateali, da scorte di combustibili). Di recente, è invalsa anche la pratica di collegare le emissioni con il ritmo di formazione del reddito aziendale.

Vi sono dieci *dealers* che operano in carta commerciale, due dei quali con ambito soltanto regionale (uno a Minneapolis e l'altro a San Francisco). Come numero, non superano i *dealers* che esistevano subito dopo la seconda guerra mondiale (36), ma alcuni sono spariti ed altri sono di nuova formazione. I *dealers* specializzati sono per lo più scomparsi ed ora le operazioni su carta commerciale tendono a far capo a case con attività diversificata. I centri principali sono Nuova York e Chicago. Tra le case troviamo la Goldman Sachs, che è il più importante operatore in carta commerciale, A. G. Becker, Lehman Brothers, Salomon Brothers and Hutzler, Merrill Lynch, First Boston Corporation e Eastman Dillon. I *dealers* acquistano in proprio carta commerciale che poi vendono alla clientela. Il finanziamento degli effetti assunti avviene sulla base di una linea di credito bancario, sulla quale si innestano patti di riacquisto della durata da uno a cinque giorni (corrispondente alle permanenza media degli effetti presso il *dealer*). Solo nel caso della carta « finanziaria », quando questa passi attraverso *dealers*, c'è un'intesa tacita secondo la quale, se l'acquirente chiede la restituzione del danaro prima della scadenza, l'emittente provvede a riprendersi gli effetti o a saldarli. Succede di tanto in tanto che anche il *dealer* proceda al riacquisto di carta commerciale (ad esempio nel caso in cui un'impresa di assicurazione abbia urgente bisogno di danaro), ma allora egli si comporta come acquirente *ex novo* ed applica una commissione dello 0,125 per cento.

8. Il mercato dei certificati negoziabili di deposito

I certificati di deposito che le banche degli Stati Uniti, già da molti anni, solevano emettere come attestazione cartolare dell'acquisizione di fondi soggetti a vincolo temporale erano per lo più non-

(36) Vi erano 28 *dealers* negli anni « venti », ma durante la grande depressione la loro attività si ridusse quasi a zero; alcuni dovettero chiudere, altri furono assorbiti.

negoziabili e come tali non avevano attitudine a fungere da strumento monetario. Ma nel febbraio 1961 la First National City Bank di New York introdusse un proprio certificato « negoziabile » di deposito a tempo, concepito apposta per incontrare — in virtù della propria negoziabilità — le preferenze delle grandi imprese. Le altre maggiori banche, sia a Nuova York sia altrove, seguirono ben presto l'esempio dando vita ad un prospero mercato. I tassi d'interesse pagabili sui certificati erano soggetti ai massimali fissati dalla Riserva federale in conformità con la *Regulation Q*. Di conseguenza, quando i tassi di mercato volsero all'aumento (soprattutto dopo il 1965), i massimali vigenti posero un freno all'emissione di certificati, che non risultavano più convenienti per l'impiego di fondi. Gradualmente una parte di essi, man mano che giungevano a scadenza, non vennero rinnovati e si registrò un calo sostanziale nell'afflusso di certificati al mercato (37). Si tratta peraltro di uno strumento finanziario tanto conveniente che, non appena la Riserva federale spostò verso l'alto i massimali (38) o si verificò un ritorno dei tassi di mercato al di sotto dei massimali vigenti, è in grado di riprendere vitalità e tornare ad essere uno dei principali titoli oggetto di compravendita.

9. Il mercato degli eurodollari

La difficoltà di attrarre fondi con l'emissione di certificati di deposito, come costrinse certe banche a ricorrere al mercato della carta commerciale, così sospinse le grandi banche (e un certo numero di altri istituti) verso il mercato degli eurodollari. La crescita dell'indebitamento in eurodollari da parte delle banche statunitensi può essere espressa dalla consistenza dell'indebitamento di tutto il sistema

(37) Si è dato il caso, però, che anche a livelli d'interesse non concorrenziali nuovi certificati di deposito affluissero al mercato e che quelli già esistenti continuassero ad essere quotati sul mercato secondario.

(38) Per i depositi a scadenza più differita il massimale fu portato al 7,50% nel gennaio 1970. Non fu una grande concessione; il provvedimento poteva solo contribuire a far sì che parte del danaro derivante dai certificati in scadenza continuasse a restare presso le banche e non emigrasse verso mercati a rendimenti più elevati. Come osservò la Riserva federale, « le revisioni dei massimali furono limitate per impedire improvvisi e massicci afflussi di fondi al sistema bancario che avrebbero potuto comportare distorsioni nei consueti flussi finanziari o un'espansione dei prestiti bancari » (cfr. « The Times », Londra, 22 gennaio 1970).

bancario verso le proprie filiali all'estero (39). Da 4,2 miliardi di dollari del 27 dicembre 1967 si era passati a 6,9 miliardi il 25 dicembre 1968. Nel corso del 1969, con un processo di crescita ancora più rapido, l'indebitamento verso le filiali raggiunse i 14,5 miliardi il 30 luglio; dopodiché gli incrementi si mantennero modesti (40), per effetto — almeno in parte — dell'imposizione, decisa dalla Riserva federale, di una riserva obbligatoria del 10% sugli incrementi dell'indebitamento medesimo rispetto alla consistenza media registratasi nel precedente mese di maggio. Successivamente la tendenza è stata alla diminuzione; alla fine del '69 l'indebitamento totale ammontava a 13 miliardi di dollari.

L'ampiezza crescente del ricorso agli eurodollari trova spiegazione in un triplice ordine di circostanze: l'intensificarsi della domanda di credito negli Stati Uniti; la scarsità di liquidità bancaria dal 1968 in poi; il mantenimento, da parte del *Federal Reserve Board*, di massimali sui tassi d'interesse dei depositi a tempo in conformità con la *Regulation Q*. Il tasso d'interesse dei certificati di deposito di nuova emissione raggiunse il livello massimo consentito nelle ultime settimane del 1968 (41); da allora fino alla fine di luglio 1969 le banche accrebbero rapidamente il ricorso all'eurodollaro per fronteggiare sia le crescenti richieste di credito della clientela sia il mancato rinnovo dei certificati di deposito in scadenza. In varie occasioni, nel corso del biennio 1968-69, l'indebitamento in eurodollari delle banche statunitensi fu accentuato da ondate speculative riguardanti alcune monete europee.

Gli eurodollari, com'è risaputo, sono depositi fruttiferi in dollari (42) presso banche al di fuori degli Stati Uniti, comprese le

(39) I depositi raccolti da filiali all'estero non erano soggetti ai massimali della *Regulation Q* ed i fondi trasferiti in patria dalle filiali all'estero non erano soggetti all'obbligo di riserva, cui sono tenute tutte le banche associate al Sistema della Riserva, né ai contributi da corrispondere alla *Federal Deposit Insurance Corporation*.

(40) Si vedano al riguardo: *Euro-dollars: A Changing Market*, in «Federal Reserve Bulletin», ottobre 1969, pp. 765 e segg.; *Euro-dollars - An Important Source of Funds for American Banks*, in «Business Conditions» della Federal Reserve Bank of Chicago, giugno 1969, pp. 9 e segg.; F. H. Klopstock, *Euro-dollars in the Liquidity and Reserve Management of United States Banks*, in «Monthly Review» della Federal Reserve Bank of New York, luglio 1968; *Impact of Euro Markets on the United States Balance of Payments*, in «Law and Contemporary Problems», 1969.

(41) Ovviamente, l'esistenza di massimali fu un potente stimolo a tenere depositi in dollari all'estero.

(42) Le più frequenti durate iniziali dei vincoli temporali su tali depositi (esclusi quelli *on call*) sono da un giorno all'altro e per 7, 30, 90 e 180 giorni. Rare sono le durate superiori. Un'indagine sui depositi in dollari presso filiali all'estero di banche statu-

filiali all'estero di banche statunitensi (43). Una banca che riceve depositi in eurodollari ottiene un accredito in dollari su un conto presso una banca degli Stati Uniti, mentre una banca che fa un deposito o un prestito in eurodollari (escluso il caso di un prestito fatto da una filiale all'estero alla propria banca-madre degli Stati Uniti) perfeziona l'operazione con un trasferimento dal proprio conto in dollari tenuto negli Stati Uniti.

Una banca all'estero può ricevere depositi in eurodollari da non-banche (individui, società o altri enti non bancari) del proprio o di altri paesi, che siano venute in possesso di dollari per effetto di transazioni correnti o in conto capitale regolate in dollari oppure per effetto di acquisti sul mercato dei cambi; può ricevere eurodollari, altresì, sotto forma di depositi o di prestiti da altre banche commerciali. La banca che presta può, in tal modo, ridepositarne fondi ottenuti da transazioni in eurodollari o acquistati sul mercato dei cambi (o attinti, con speciali accordi, presso la propria banca centrale) per smobilizzare posizioni in valuta nazionale o in valuta di un terzo paese. La banca che ottiene eurodollari può, a sua volta, cedere dollari ad imprese del proprio o di altro paese per rendere possibili pagamenti in dollari o conversioni in altre valute.

Una banca può altresì passare dal dollaro ad altre valute con operazioni sul mercato dei cambi (generalmente coprendosi con un riacquisto a termine di dollari), o può cedere dollari ad altre banche (comprese le filiali all'estero di banche statunitensi, che a loro volta possono far prestiti fuori degli Stati Uniti o alle banche-madri statunitensi). E' per questa via che si sono drenati fondi dal mercato degli eurodollari per consentire alle banche degli Stati Uniti di fronteggiare le richieste di credito della clientela nazionale; gli eurodollari si sostituirono così ad altre forme alternative di provvista, particolarmente a depositi a tempo.

Non è stato necessario che la banca degli Stati Uniti avesse una propria filiale all'estero, potendo essa rivolgersi ad un *dealer* capace di agire da intermediario per procurare eurodollari da un *broker* di Londra. Un servizio di questo genere, pur non avendo gran peso nel

nitensi indicò che, alla fine di luglio 1969, per la quarta parte erano depositi *on call* o da un giorno all'altro, mentre per il resto la scadenza media era di 2,7 mesi. La scadenza dei prestiti in eurodollari a non-banche era però stimata un po' più lunga («Federal Reserve Bulletin», ottobre 1969, p. 769).

(43) Per circa l'80%, i depositi in dollari posseduti da filiali all'estero di banche statunitensi si trovano a Londra.

complesso dell'attività dei *dealers*, torna conveniente alle banche (ad esempio, a quelle degli Stati occidentali) che non hanno propri uffici di rappresentanza a Londra.

10. Conclusioni

Nonostante l'espansione registrata da alcuni dei nuovi mercati, i mercati più importanti continuano ad essere quelli dei titoli governativi e dei *federal funds*; è attraverso di essi che i fondi disponibili negli Stati Uniti vengono mobilizzati e redistribuiti in tutto il Paese. Di qui l'intenso utilizzo dei rapporti di corrispondenza e l'incessante ricerca, da parte sia delle banche sia dei *dealers*, di qualunque fonte di liquidità. Ciò ha portato a più stretti legami tra le varie parti del sistema finanziario e ha reso quest'ultimo molto più sensibile alla azione della Riserva federale.

Entro la cerchia del mercato monetario centrale di Nuova York, il fatto che sia i *dealers* sia le banche commerciali operino in più mercati ha creato il connettivo per una struttura finanziaria integrata. La maggior parte dei *dealers* di titoli governativi ha interessi importanti in numerosi mercati, come quelli dei *Treasury bills*, dei titoli governativi a medio e lungo termine, delle emissioni di *agencies* federali, dei titoli di amministrazioni locali, delle accettazioni bancarie e della carta commerciale. Alcuni di questi *dealers* sottoscrivono anche emissioni mobiliari di società. Anche le banche commerciali, a loro volta, sono attive nella maggior parte dei mercati (fatta eccezione per la sottoscrizione di emissioni di società) ed in più nel mercato dei *federal funds*. Da ultimo, alcune grandi banche (soprattutto a Nuova York) fanno prestiti *on call* su garanzia di titoli quotati in borsa, pur non avendo oggi il tasso d'interesse su tali prestiti la stessa influenza di un tempo.

Spostando i loro interventi da un mercato all'altro in corrispondenza con le differenze emergenti tra i vari tassi, le banche, i *dealers* e i loro clienti tendono a promuovere una struttura di tassi d'interesse rispondente alla disponibilità di danaro, al « clima » creditizio e alle preferenze contingenti degli investitori. Ne consegue un'effettiva integrazione del mercato monetario sia al centro, sia in tutto il paese, sia con gli stessi mercati europei.

J. S. G. WILSON