

Cambiamento nel mercato londinese degli eurodollari¹

Sul mercato interbancario di Londra è intervenuto un cambiamento settoriale negli ultimi anni: la quota di fondi ricollocati dalle banche su tale mercato è calata nettamente in seguito all'introduzione dell'euro e alla successiva flessione delle contrattazioni in cambi. L'eccedenza di dollari proveniente dal settore bancario è stata utilizzata per finanziare mutuatari non bancari, principalmente negli Stati Uniti, e ciò potrebbe forse rispecchiare l'accresciuta importanza della piazza londinese nel finanziamento delle negoziazioni mobiliari a New York.

Classificazione JEL: G150.

Le banche di Londra continuano a essere le maggiori depositarie di dollari USA al di fuori degli Stati Uniti. Negli ultimi anni, tuttavia, il mercato londinese degli eurodollari sembra aver subito un cambiamento strutturale: in particolare, è calata nettamente la quota dei fondi depositati che vengono ricollocati sull'interbancario ("interbank recycling ratio"). Le banche a Londra ricevono ancora depositi dalle loro omologhe all'estero, ma stanno dirigendo una parte sempre più cospicua di questi capitali verso prenditori non bancari, specie negli Stati Uniti. Pare inoltre che questo mutamento sia intervenuto alquanto bruscamente. Da un'analisi del profilo dell'attività sul mercato londinese del dollaro USA emerge infatti che le dimensioni relative del credito interbancario sono rimaste assai stabili dagli ultimi anni settanta fino a tutto il 1996; è solo dal 1997 che la flessione si manifesta in maniera evidente.

Anche se è difficile individuare le ragioni precise del fenomeno, questo appare coerente con alcuni sviluppi più generali che hanno interessato il mercato bancario internazionale. Lo spostamento coincide grosso modo con l'introduzione dell'euro e la successiva flessione delle transazioni valutarie in cui il dollaro USA funge da valuta veicolo. Inoltre, il flusso di fondi transitati per Londra ha probabilmente risentito dell'imponente opera di consolidamento dei servizi bancari e finanziari attuata su scala mondiale negli anni novanta. Il calo dell' "interbank recycling ratio" è stato infatti accompagnato da un'accresciuta attività fra banche operanti nella capitale inglese e prenditori non bancari negli

¹ Le opinioni espresse in questo studio sono quelle dell'autore e non rispecchiano necessariamente il punto di vista della BRI.

Stati Uniti, soprattutto società mobiliari e altre istituzioni finanziarie non bancarie.

Il saggio è articolato nel modo seguente. La prossima sezione tratta della funzione svolta dalle banche di Londra sul mercato degli eurodollari negli ultimi 25 anni, evidenziando il loro ruolo crescente quali depositarie di dollari USA al di fuori degli Stati Uniti. Quella successiva analizza le dimensioni dell'attività interbancaria in tale periodo, misurata dalla quota di fondi totali depositati a Londra che viene ricollocata sull'interbancario, con particolare attenzione ai cambiamenti intervenuti in seguito all'introduzione dell'euro. Lo studio propone infine alcune possibili spiegazioni dello spostamento verso il settore non bancario, focalizzandosi sui crescenti legami tra banche europee e residenti USA.

Londra al centro del mercato degli eurodollari

Il contesto geopolitico della guerra fredda e la regolamentazione delle banche interne statunitensi negli anni sessanta e settanta indussero i paesi produttori di petrolio a ricercare per i loro depositi in dollari una sede al di fuori degli Stati Uniti. Una lunga tradizione di centro per l'interscambio mondiale, assieme a un allentamento delle norme in materia di transazioni con l'estero sul finire degli anni cinquanta, permisero alla piazza londinese di divenire la destinazione privilegiata di questi fondi². Negli ultimi 30 anni i depositi in dollari al di fuori degli Stati Uniti – i cosiddetti “eurodollari” – sono cresciuti esponenzialmente, e Londra è rimasta il fulcro di questo mercato³.

La crescita dei depositi in eurodollari è dipesa dalla maggiore efficienza delle eurobanche rispetto agli istituti bancari negli Stati Uniti. Essendo sottoposte a una regolamentazione limitata in confronto a quella che grava sulle banche nazionali (ad esempio, in materia di obblighi di riserva), le eurobanche possono operare con margini inferiori, e quindi offrire tassi di interesse più competitivi su prestiti e depositi⁴. Grazie ai minori costi operativi, esse sono in grado di attrarre fondi che verrebbero altrimenti depositati presso banche situate negli Stati Uniti. Di conseguenza, il mercato degli eurodollari rappresenta la sede per la movimentazione di fondi su scala mondiale, dove le

Londra resta al centro del mercato bancario internazionale ...

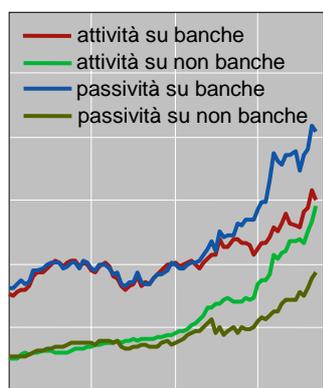
² Per una trattazione esauriente sullo sviluppo del mercato degli eurodollari, cfr. Mayer (1979), McKinnon (1979), Johnston (1983), Niehans (1984), nonché Krugman e Obstfeld (1991).

³ Con eurodollaro si intende in particolare un deposito vincolato in dollari USA – di solito a 30, 90 o 180 giorni – presso una banca situata al di fuori degli USA (spesso definita “eurobanca”). Non rilevano né la nazionalità della banca né la residenza (o la nazionalità) del depositante: ciò che conta è la piazza in cui è domiciliato lo sportello che accetta il deposito. Così, un deposito in dollari effettuato da un'impresa manifatturiera statunitense presso una filiale di una banca USA a Londra è considerato in eurodollari, mentre un deposito in dollari effettuato da una società francese presso una banca tedesca a New York non rientra in tale categoria.

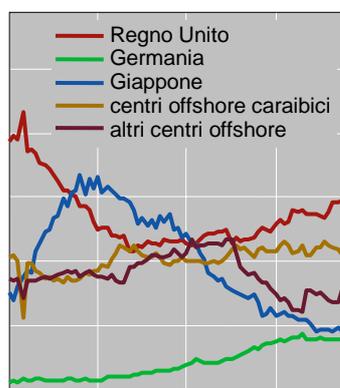
⁴ Oltre alla disciplina sugli obblighi di riserva, a contribuire alla crescita delle operazioni in eurodollari furono le restrizioni imposte all'attività di raccolta e di impiego negli USA fra gli anni sessanta e settanta. In particolare, la “interest equalization tax” (imposta di perequazione degli interessi) e il “foreign credit restraint program” (massimale sugli impieghi all'estero) introdussero limitazioni sui prestiti a non residenti e società USA che investivano al di fuori degli Stati Uniti. A questi provvedimenti si aggiunse la “direttiva Q” della Federal Reserve, che poneva un limite massimo agli interessi corrisposti sui depositi interni (cfr. Grabbe, 1986).

Attività e passività internazionali in dollari USA

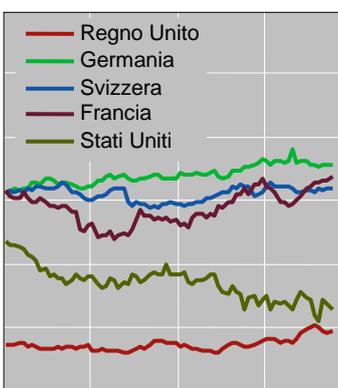
Banche nel Regno Unito¹



Passività delle banche con sede in²:



Attività interbancarie delle banche con sede in³:



85

90

95

00

85

90

95

00

85

90

95

00

¹ In miliardi di dollari USA. ² Incidenza percentuale sulle passività totali in dollari USA di tutti i paesi dichiaranti esclusi gli Stati Uniti. ³ Incidenza percentuale sulle attività totali verso le banche del paese dichiarante considerato (ad esempio, quota sul totale delle attività verso banche della Germania di pertinenza di banche tedesche).

Fonte: BRI.

Grafico 1

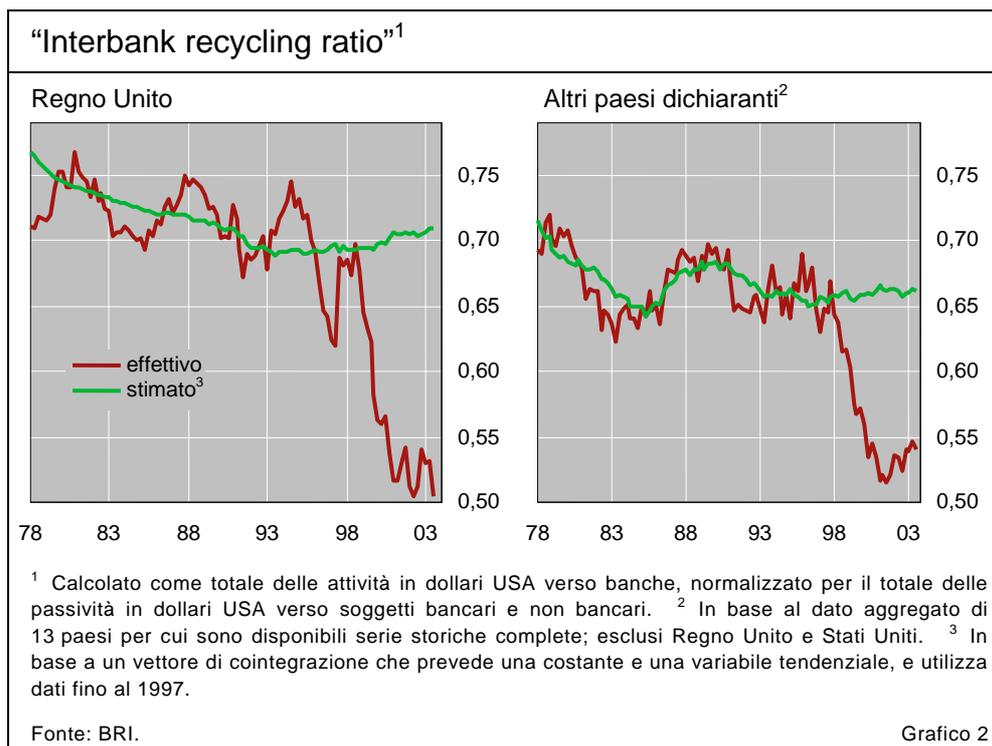
eurobanche non si limitano alla gestione valutaria delle proprie posizioni in dollari, ma pongono in definitiva i capitali ricevuti a disposizione dei prenditori globali che sono in grado di utilizzarli al meglio.

... malgrado la concorrenza dei centri offshore e di altre piazze finanziarie

L'enorme espansione delle transazioni bancarie in eurodollari negli ultimi 30 anni, la globalizzazione delle maggiori banche mondiali e l'accanirsi della concorrenza proveniente dai centri offshore nell'ultimo decennio non hanno impedito alla piazza londinese di occupare una posizione sempre più importante all'interno del mercato degli eurodollari. Fin dalla nascita di questo mercato, Londra ha sempre attirato una quota significativa di depositi in eurodollari. Alla fine del primo trimestre 2004 questi ammontavano a \$1,86 trilioni, pari al 25% delle passività totali in dollari delle banche situate al di fuori degli Stati Uniti, un ammontare che stacca di quasi il doppio quello del paese al secondo posto nella graduatoria dei depositari mondiali, le Isole Cayman. Tale percentuale è andata gradualmente aumentando negli ultimi anni, dal 18% del terzo trimestre del 1997 (grafico 1, diagramma centrale).

Londra rimane inoltre il centro bancario internazionale più diversificato al mondo. Mentre l'80% circa delle attività interbancarie internazionali delle istituzioni situate in Svizzera e in Francia (e il 90% di quelle in Germania) fa capo a banche interne (ossia, che hanno sede in questi paesi), il corrispondente dato per il Regno Unito è pari al 20% soltanto (grafico 1, diagramma di destra). Gli Stati Uniti, dove la diversificazione è aumentata negli ultimi anni, si piazzano al secondo posto con il 34%. Coerentemente, l'attività bancaria sull'estero nel Regno Unito risulta tuttora la meno concentrata in termini di nazionalità degli istituti bancari rispetto a tutti gli altri principali centri bancari internazionali⁵.

⁵ Il Regno Unito resta il centro bancario internazionale più diversificato anche in base ad altri parametri. Ad esempio, stando agli indici Herfindahl – che misurano il grado di concentrazione



Evidenza di un cambiamento strutturale

Persino da una prima osservazione dei dati emerge che negli ultimi anni vi è stato un cambiamento nel flusso di dollari USA transitati per banche a Londra. Prescindendo dalle fluttuazioni a breve termine, l'attività di riciclaggio di fondi attraverso il mercato interbancario di Londra dovrebbe essere in media grosso modo proporzionale ai fondi complessivamente a disposizione delle eurobanche ivi situate⁶. Si potrebbe pertanto calcolare un “interbank recycling ratio” medio di lungo periodo utilizzando strumenti statistici che permettano di eliminare le notevoli fluttuazioni di breve termine dell'attività interbancaria⁷.

Il grafico 1 illustra le caratteristiche generali del mercato interbancario in dollari USA di Londra. Per tutte le banche situate nel Regno Unito lo stock di attività verso banche all'estero (attività interbancarie) e le passività totali nei

delle banche prestatrici in ciascun paese dichiarante – il Regno Unito è il paese con la concentrazione più bassa. La Germania, dove la maggior parte delle attività sull'estero fa capo a banche interne, è viceversa una delle economie sviluppate a più alta concentrazione.

⁶ Le attività interbancarie sono soggette a oscillazioni trimestrali relativamente ampie per almeno due motivi. Primo, disallineamenti di breve periodo nella domanda e nell'offerta di fondi potrebbero provocare un temporaneo trasferimento di depositi dalle eurobanche ad altri istituti; dato che le statistiche sulle attività aggregate rilevano entrambi i movimenti, si potrebbero produrre apparenti dilatazioni dei flussi creditizi interbancari. Secondo, una quota significativa dello stock di attività interbancarie è collegata alle attività in cambi delle banche globali, specie all'accensione e alla liquidazione di posizioni a termine (McKinnon, 1979).

⁷ Per stimare il rapporto di equilibrio di lungo periodo tra variabili economiche è possibile utilizzare l'analisi di cointegrazione. Questa si basa sull'assunto che alcune variabili economiche, sebbene soggette a shock idiosincratci, tendono nel tempo a muoversi in sintonia lungo un tracciato definito e possono essere descritte da una serie di parametri (ossia un vettore di cointegrazione) che ne governano il rapporto di lungo periodo. Quando viene incorporato in un modello econometrico dinamico (VAR), il vettore di cointegrazione tenderà a spingere le variabili verso il loro rapporto di lungo periodo.

confronti di tutti i settori esteri sono costantemente cresciuti negli ultimi due decenni. Mentre le dimensioni relative di queste consistenze sono rimaste stabili negli anni settanta e ottanta, emerge chiaramente che sia l'espansione dei prestiti a mutuatari non bancari sia la crescita dello stock di passività verso banche sono accelerate nei primi anni novanta, senza che vi sia stato un corrispondente aumento dei prestiti interbancari erogati da banche di Londra⁸.

Tale mutamento è ancor più evidente se si normalizza lo stock di attività interbancarie dirette fuori Londra. Il rapporto tra attività interbancarie in dollari USA delle banche situate a Londra e le loro passività totali in dollari USA (principalmente depositi da altre banche, imprese o governi) costituisce solo una delle possibili normalizzazioni, ma presenta il vantaggio di generare un indice che rappresenta la quota di fondi *totali* a disposizione delle banche di Londra che viene ricollocata sull'interbancario, ossia una stima del "recycling ratio".

L'indice ottenuto viene presentato nel diagramma di sinistra del grafico 2. Nel periodo tra la fine degli anni settanta e metà degli anni novanta, per ogni dollaro depositato a Londra venivano ricollocati sul mercato interbancario tra i 66 e i 75 centesimi. Sotto un'altra angolazione, per ogni dollaro prestato a mutuatari non bancari, o finali, due dollari circa affluivano a banche (ivi compresi i prestiti intragruppo). Il grafico delinea inoltre il rapporto di lungo periodo (basato su un vettore di cointegrazione stimato) tra le dimensioni del mercato interbancario e le passività totali⁹. Nel caso del Regno Unito la media di lungo periodo tra gli ultimi anni settanta e la metà degli anni novanta indica che per ogni dollaro depositato a Londra, 71 centesimi erano reincanalati sul mercato interbancario; inoltre, lo scostamento del rapporto effettivo da quello stimato non ha mai superato l'8%, a riprova dell'esistenza di regolarità strutturali.

Nella seconda metà degli anni novanta, tuttavia, la relazione che disciplina il flusso dei fondi transitati per Londra sembra essersi modificata. Il rapporto effettivo tra attività interbancarie e passività totali ha preso a calare a metà degli anni novanta, accelerando il passo dopo il 1997. A metà 2002 la quota dei prestiti interbancari era precipitata a 50 centesimi per un dollaro, con una deviazione del 25% rispetto al "recycling ratio" stimato estrapolando l'andamento precedente oltre la metà degli anni novanta.

Questo fenomeno non è circoscritto alla sola Londra, anche se altrove esso sembra essere stato meno pronunciato. Secondo un'analisi simile condotta su altri 13 paesi dichiaranti alla BRI, l'attività globale nel mercato degli eurodollari è stata caratterizzata da un calo nelle dimensioni relative delle attività interbancarie. Il diagramma di destra del grafico 2 illustra il rapporto tra attività verso banche e passività totali per il campione di 13 paesi dichiaranti

Il tasso di rideposito interbancario è rimasto stabile fino a metà anni novanta ...

... per scendere bruscamente dopo il 1997, e non solo a Londra

⁸ Per le banche situate nel Regno Unito la crescita media annua delle attività in dollari USA verso soggetti non bancari fra il primo trimestre 1979 e il quarto trimestre 1994 è stata dell'8,9%, e quella delle passività totali dell'8,4%. Fra il primo trimestre 1995 e il terzo trimestre 2003 questi tassi sono saliti rispettivamente al 13,6 e al 9,2%. Di recente, l'aumento delle attività verso banche è rallentato al 5,2%, dall'8,8% registrato in media prima del 1995.

⁹ I parametri del vettore di cointegrazione sono stati stimati sulla base dei dati fino al 1997.

(che non comprende Regno Unito e Stati Uniti)¹⁰. Nel complesso, i dati indicano che negli anni precedenti il 1997 per ogni dollaro depositato presso banche in questi paesi, 67 centesimi circa erano ricollocati sul mercato interbancario¹¹. L'incidenza è inferiore a quella osservata nello stesso periodo per il Regno Unito, a riprova della speciale posizione di Londra al centro del mercato degli eurodollari. Tuttavia, analogamente a quanto osservato per il livello di attività nel mercato interbancario di Londra, il "recycling ratio" per questi 13 paesi è drasticamente diminuito nella seconda metà degli anni novanta, finendo col discostarsi per oltre il 20% dal rapporto di lungo periodo degli anni settanta e ottanta.

Le ragioni del cambiamento

Il calo dell' "interbank recycling ratio" a Londra potrebbe essere spiegato dai cambiamenti strutturali intervenuti nella seconda metà degli anni novanta. In primo luogo, verso la fine del decennio vi è stato un crollo delle contrattazioni in cambi dovuto all'introduzione dell'euro, al processo di consolidamento nel settore societario e alla crescente importanza dell'intermediazione elettronica nei mercati valutari. In secondo luogo, si sono intensificati i legami tra banche e imprese finanziarie non bancarie – come hedge fund e società mobiliari – sviluppatasi in concomitanza con il consolidamento dell'industria bancaria negli anni novanta. I flussi di attività in uscita dal Regno Unito sono gravitati in misura sempre crescente verso mutuatari non bancari, specie negli Stati Uniti.

Contrattazioni in cambi e mercato interbancario

Il calo dell' "interbank recycling ratio" si è verificato grosso modo in coincidenza con l'introduzione dell'euro. Questa ha probabilmente contribuito a una contrazione sia del *volume* di transazioni valutarie sul mercato interbancario sia, di riflesso, del "recycling rate" dei depositi in dollari. Tale relazione rispecchia il fatto che per tutti gli anni settanta e ottanta nella quasi totalità delle contrattazioni di valute convertibili il dollaro USA veniva utilizzato come valuta veicolo¹². Non va inoltre dimenticato il ruolo dominante svolto dagli istituti bancari di Londra sul mercato dei cambi.

La confluenza di 11 valute europee nella moneta unica ha prodotto una flessione degli scambi valutari, evidenziata nelle statistiche BRI dal volume relativamente minore dell'attività interbancaria in eurodollari. Ciò è avvenuto a causa del forte legame tra mercato dei cambi e mercato interbancario. Il prezzo

Forte legame fra mercato interbancario e mercato dei cambi

¹⁰ Per quest'analisi sono stati considerati unicamente i paesi dichiaranti per cui erano disponibili serie temporali complete. I 13 paesi del campione sono: Austria, Belgio, Canada, Danimarca, Francia, Germania, Giappone, Irlanda, Italia, Lussemburgo, Paesi Bassi, Svezia e Svizzera. Gli Stati Uniti sono stati esclusi dato che il dollaro è la loro moneta nazionale.

¹¹ Questa aggregazione non dà sicuramente conto della sostanziale eterogeneità tra i vari paesi; nondimeno, dall'analisi dei singoli dati nazionali emerge chiaramente come il "recycling ratio" sia sceso nella maggior parte dei sistemi bancari nella seconda metà degli anni novanta.

¹² Anche il marco tedesco svolgeva questa funzione nei paesi che avrebbero poi aderito alla moneta unica.

dei contratti a termine viene stabilito in base ai differenziali di interesse nel mercato interbancario e vengono quasi sempre coperti con depositi su questo stesso mercato. Ad esempio, una banca situata a Berlino potrebbe indebitarsi in dollari USA presso una banca a Londra e convertire il prestito in yen sul mercato a pronti per finanziare a sua volta un'altra banca o un cliente non bancario per un periodo di tre mesi. Al tempo stesso, la banca di Berlino si proteggerà dal rischio valutario vendendo yen a tre mesi contro dollari. Allo scadere dei tre mesi il prestito in yen sarà rimborsato e immediatamente scambiato contro dollari al tasso specificato nel contratto a termine. L'originario prestito interbancario, e il corrispondente rimborso, figureranno nelle statistiche BRI fra le operazioni interbancarie in dollari USA. Il contratto a termine, per contro, non viene rilevato.

L'avvento dell'euro ha provocato un calo delle contrattazioni in cambi ...

Dalle recenti Indagini triennali delle banche centrali sui mercati dei cambi e dei derivati si evince che dopo l'introduzione dell'euro l'attività in cambi ha subito un calo piuttosto marcato¹³: il turnover mondiale è sceso nel complesso

Turnover delle operazioni valutarie in dollari USA, per coppia di valute ¹												
Coppia di valute	Tutti i paesi dichiaranti ²						Regno Unito ³					
	1995		1998		2001		1995		1998		2001	
	Volume ⁴	Quota ⁵	Volume ⁴	Quota ⁵	Volume ⁴	Quota ⁵	Volume ⁴	Quota ⁵	Volume ⁴	Quota ⁵	Volume ⁴	Quota ⁵
Dollaro USA/euro	.	.	.	.	354	33	.	.	.	.	170	37
Dollaro USA/ valute euro	427	45	537	43	.	.	193	50	281	50	.	.
<i>di cui:</i>												
dollaro USA/ marco tedesco	254	27	290	23	.	.	100	26	138	25	.	.
dollaro USA/ franco francese	51	5	58	5	.	.	25	6	29	5	.	.
dollaro USA/ECU	18	2	17	1	.	.	15	4	13	2	.	.
dollaro USA/ altre SME	104	11	172	14	.	.	53	14	101	18	.	.
dollaro USA/altre ⁶	520	55	711	57	706	67	195	50	277	50	291	63
Totale	947	100	1 248	100	1 060	100	388	100	558	100	461	100

¹ Per ciascun anno, medie giornaliere di aprile corrette per le duplicazioni a livello nazionale e internazionale. ² Al netto delle duplicazioni per le operazioni inter-dealer a livello nazionale e internazionale. ³ Al netto delle duplicazioni a livello nazionale. ⁴ Ammontare, in miliardi di dollari USA. ⁵ In percentuale. ⁶ Principalmente yen, sterlina, franco svizzero, dollaro canadese e dollaro australiano.

Fonte: BRI (1999, 2002). Tabella 1

¹³ Cfr. le pubblicazioni BRI sulle Indagini triennali del maggio 1996, maggio 1999 e marzo 2002, nonché Galati (2001) per ulteriori dettagli. Le indagini erano state condotte da banche centrali e autorità monetarie nei mesi di aprile del 1995, 1998 e 2001. I dati raccolti riguardavano il turnover (mensile) sui mercati valutari tradizionali – a pronti, a termine secco e riporti in cambi – e nel comparto OTC dei derivati su valute, tassi di interesse, indici azionari, merci, strumenti creditizi e di altro tipo.

Turnover delle operazioni valutarie in dollari USA, per controparte ¹						
medie giornaliere di aprile, in miliardi di dollari USA						
	1995		1998		2001	
	Volume	Quota %	Volume	Quota %	Volume	Quota %
Intermediari dichiaranti	610	64	806	64	637	60
Altre istituzioni finanziarie	197	21	245	19	298	28
Clientela non finanziaria	140	15	197	17	125	12
Totale	947	100	1 248	100	1 060	100

¹ Corretto per le duplicazioni a livello nazionale e internazionale. Escluse le lacune di segnalazione stimate.
Fonte: BRI (1996, 1999, 2002). Tabella 2

da una media giornaliera di \$1,49 trilioni nel 1998 a \$1,2 trilioni nel 2001. A 1,06 trilioni (-15%, tabella 1). La flessione ha interessato la maggior parte delle principali valute. Inoltre, nel Regno Unito le operazioni in dollari che avevano come contropartita le monete poi confluite nell'euro ammontavano in media nell'aprile 1998 a \$281 miliardi giornalieri, pari alla metà dell'attività valutaria totale del paese. Queste operazioni sono però diminuite dopo l'introduzione dell'euro, e nell'aprile 2001 la media era scesa a \$170 miliardi, ossia un terzo circa dell'attività complessiva della piazza londinese¹⁴.

Così come rilevato dalle Indagini triennali, le variazioni nella *distribuzione* delle controparti nelle operazioni valutarie sono indicative del crescente legame tra istituzioni finanziarie non bancarie e grandi banche commerciali (tabella 2). Nel 1998 il 64% del turnover medio giornaliero delle operazioni sul dollaro USA era effettuato nel segmento inter-dealer, in cui rientrano molte delle banche globali coperte dalle statistiche della BRI sull'attività bancaria internazionale. Per converso, solo il 19% di tali transazioni aveva come controparte istituzioni finanziarie non bancarie. Nel 2001 quest'ultima percentuale era salita al 28% dell'attività complessiva, con un aumento anche in termini assoluti, mentre la quota delle operazioni tra intermediari era scesa al 60%. A spiegazione di questo calo e, per estensione, dell'accresciuta quota di attività con soggetti finanziari non bancari, Galati (2001) cita il sempre maggiore ricorso all'intermediazione elettronica sui mercati dei cambi e il consolidamento del settore bancario.

... e una diversa distribuzione delle controparti

Finanziamento delle operazioni in titoli

Ancorché significativo, il calo dell'attività in cambi non arriva a spiegare interamente la contrazione relativa nei prestiti interbancari erogati dalla piazza di Londra. In particolare, una diminuzione dell'attività valutaria in dollari USA dovrebbe presumibilmente avere implicazioni analoghe dal lato sia dell'attivo che del passivo dei bilanci bancari. Dai dati della BRI emerge tuttavia che,

Lo spostamento verso strutture bancarie "hub and spoke" ...

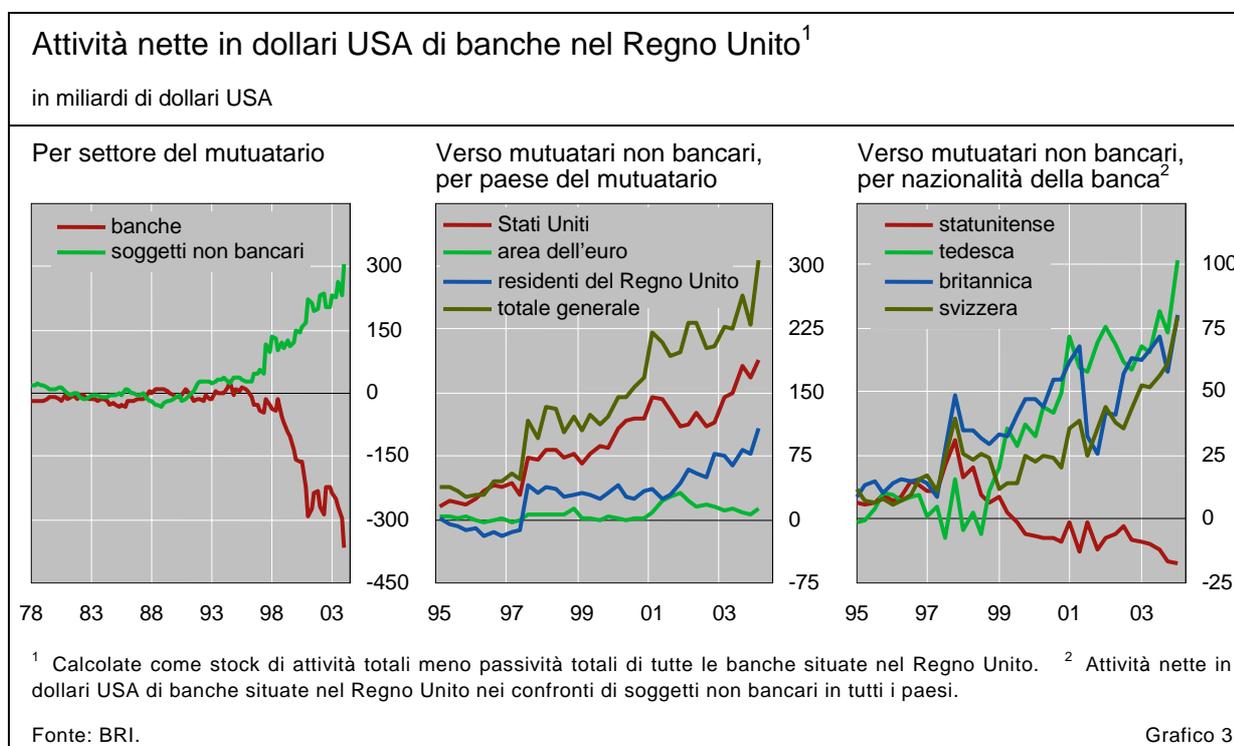
¹⁴ Nel 1995 le transazioni a termine secco sulla coppia dollaro USA-valute costituenti l'euro rappresentavano il 43% del turnover totale in dollari USA di questa categoria di operazioni (38% nel 1998). A fine 2001 la corrispondente quota per l'euro era scesa al 36%.

anche se negli ultimi anni la crescita delle attività interbancarie *provenienti da* banche di Londra è di fatto rallentata, le banche nel resto del mondo hanno continuato a depositare fondi in dollari *presso* loro omologhe a Londra. Ciò starebbe a indicare un più profondo mutamento strutturale nell'attività di intermediazione delle banche.

Gli operatori fanno spesso riferimento alla comparsa nell'ultimo decennio di strutture bancarie "a raggiera" ("hub and spoke"). Le grandi banche commerciali concentrano sempre più frequentemente la propria operatività internazionale su un'unica piazza, di norma un importante centro finanziario come Londra. Nella sua configurazione più diffusa, questa struttura prevede che le filiali operanti nelle vari parti del mondo raccolgano i depositi, per incanalarli poi verso l'"hub" globale (il centro della raggiera). Ciò provoca tuttavia una dilatazione dello stock di attività – rilevate dalle statistiche BRI – nei confronti delle banche ivi situate. Dal centro, i fondi vengono poi distribuiti a banche e, in misura sempre crescente, a mutuatari non bancari (spesso istituzioni finanziarie) in tutto il mondo.

Tale fenomeno è chiaramente riscontrabile a Londra. Rispetto ai primi anni di funzionamento del mercato degli eurodollari, una quota sempre maggiore dei dollari depositati a Londra da banche di tutto il mondo viene data in prestito a prenditori non bancari (grafico 3, diagramma di sinistra). Nel primo trimestre 2004 le passività totali in dollari USA delle banche nel Regno Unito hanno raggiunto quota \$1,3 trilioni, oltre il doppio del livello di fine 1997. Gli *impieghi* interbancari, per contro, non hanno tenuto il passo con la crescita

... ha contribuito al cambiamento strutturale nel mercato interbancario di Londra



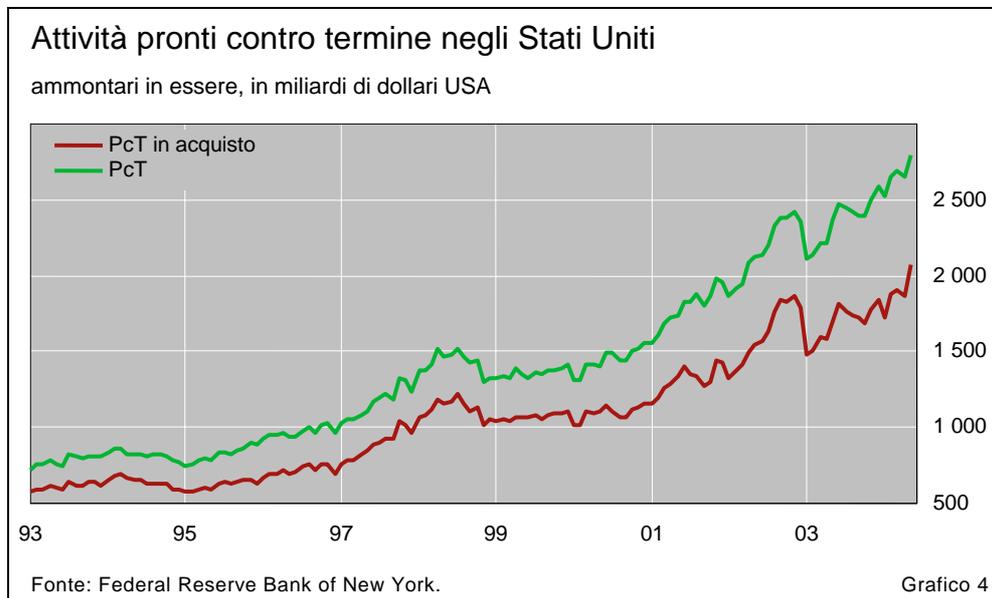
delle passività, aumentando nello stesso periodo di meno del 60%¹⁵. Nell'insieme, ciò ha dato luogo a consistenze nette in dollari per \$368 miliardi che non sono state ridepositate sull'interbancario.

Questo surplus di dollari è stato impiegato per finanziare l'indebitamento in dollari di soggetti non bancari, principalmente negli Stati Uniti (grafico 3, diagramma di sinistra). Complessivamente, lo stock netto di attività verso questo settore ha toccato \$307 miliardi nel primo trimestre 2004, contro \$97 miliardi di fine 1997. Questi fondi sono affluiti per quasi i due terzi a prenditori negli Stati Uniti (grafico 3, diagramma centrale), mentre buona parte della porzione restante (\$82 miliardi) è andata a residenti nel Regno Unito¹⁶.

Non risulta altrettanto semplice individuare con precisione la tipologia dei mutuatari non bancari negli Stati Uniti ma, in base alle tendenze del settore bancario globale negli anni novanta, sembra si tratti di società mobiliari, hedge fund e altri istituti finanziari non bancari che si sono indebitati presso banche di Londra per speculare tramite l'assunzione di posizioni in titoli a reddito fisso. I dati BRI mostrano che l'aumento dello stock netto di attività in dollari del Regno Unito verso tale settore è in gran parte ascrivibile alle dipendenze londinesi di banche originarie dello stesso Regno Unito, della Germania e della Svizzera (grafico 3, diagramma di destra). Nello stesso periodo molti grandi istituti con sede in questi paesi hanno trasferito in tutto o in parte la loro operatività globale a Londra. Inoltre, il processo di consolidamento del settore dei servizi finanziari negli anni novanta ha spesso riguardato banche con sede

I maggiori prestiti ai mutuatari negli Stati Uniti ...

... potrebbero rispecchiare i più forti legami con le imprese finanziarie non bancarie



¹⁵ Lo stock netto di passività nei confronti di banche negli Stati Uniti è cresciuto di \$122 miliardi, e quello nei confronti di banche nei centri offshore di \$40 miliardi; gli aumenti verso Giappone, area dell'euro e PVS sono pari rispettivamente a \$22, 23,5 e 40 miliardi.

¹⁶ Negli anni recenti, banche e building societies di nazionalità britannica si sono rivolte ai mercati valutari all'ingrosso per finanziare i prestiti sull'interno (Speight e Parkinson, 2003).

in questi paesi europei e istituzioni finanziarie non bancarie, alcune delle quali situate negli Stati Uniti¹⁷.

I più intensi legami tra banche e intermediari mobiliari potrebbero aver favorito il crescente ricorso a operazioni pronti contro termine (PcT), uno dei principali strumenti con cui gli intermediari nei mercati dei titoli a reddito fisso finanziano le proprie posizioni. In concomitanza con i cambiamenti dianzi descritti, il volume di contratti PcT in essere negli Stati Uniti – che ricomprende i contratti stipulati con controparti sia nazionali che estere – è cresciuto da circa \$1 trilione nel 1997 a oltre \$2,5 trilioni a fine 2003 (grafico 4).

Conclusioni

I depositi di eurodollari sono sempre più concentrati a Londra. Mentre la struttura complessiva del mercato interbancario londinese è rimasta stabile per buona parte del periodo di crescita degli eurodollari, il rapporto di lungo periodo che presiede al flusso di fondi transitati per le banche di Londra sembra esser cambiato di recente. Se fino a metà degli anni novanta per ogni dollaro depositato a Londra 75 centesimi venivano ricollocati sul mercato interbancario, negli ultimi anni tale rapporto è sceso appena al disopra dei 50 centesimi.

All'origine di tale declino vi sarebbero i cambiamenti intervenuti nell'attività bancaria, insieme al calo delle operazioni valutarie in dollari USA indotto dall'introduzione dell'euro. Le banche di Londra continuano a ricevere depositi in dollari USA da omologhe all'estero, ma indirizzano una quota sempre maggiore di questi fondi verso mutuatari non bancari, principalmente negli Stati Uniti. Questo spostamento ha coinciso con la ridotta attività di intermediazione interbancaria nel mercato valutario, con un ampliamento della gamma dei servizi offerti dalle principali banche commerciali e con il finanziamento di società mobiliari, specie negli USA.

Riferimenti bibliografici

Banca dei Regolamenti Internazionali (1996): *Indagine triennale delle banche centrali sull'attività dei mercati dei cambi e dei derivati*, maggio.

——— (1999): *Indagine triennale delle banche centrali sull'attività dei mercati dei cambi e dei derivati*, maggio.

——— (2002): *Indagine triennale delle banche centrali sull'attività dei mercati dei cambi e dei derivati*, marzo.

¹⁷ Per citarne alcune, Deutsche Bank ha acquistato il Morgan Grenfell Group nel Regno Unito nel 1989, Bankers Trust negli Stati Uniti nel 1999 e Scudder Investments – società USA di gestione patrimoniale – nel 2002. UBS/SBC ha acquisito SG Warburg plc a Londra nel 1995; nel 1997 essa ha incorporato Dillon, Read & Co, una investment bank a New York, per poi fondersi quattro anni dopo con PaineWebber. Credit Suisse ha accresciuto il proprio controllo nella First Boston nel 1990, dando vita alla CSFB nel 1996–97. Barclays ha istituito un settore di investment banking nel 1986, divenuto in seguito Barclays Capital; nel 1995 la banca ha incorporato il gestore di fondi Wells Fargo Nikko Investment Advisors, confluito poi – insieme a BZW Investment Management – nella Barclays Global Investors.

Galati, G. (2001): "Fattori all'origine del calo del turnover globale nei mercati valutari: analisi dell'indagine triennale 2001", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre.

Grabbe, O. (1986): *International financial markets*, Elsevier Science Publishing Co. Inc., New York.

Johnston, R.B. (1983): *The economics of the euromarket: history, theory and practice*, Macmillan, New York.

Krugman, P. e M. Obstfeld (1991): *International economics, theory and policy*, seconda edizione, HarperCollins Publishers Inc.

Mayer, H. (1979): "Credit and liquidity creation in the international banking sector", *BIS Economic Papers*, n.1.

McKinnon, R. (1979): *Money in international exchange, the convertible currency system*, Oxford University Press, New York, Oxford.

Niehans, J. (1984): *International monetary economics*, the Johns Hopkins University Press, Baltimora, Maryland.

Speight, G. e S. Parkinson (2003): "Large UK-owned banks' funding patterns: recent changes and implications", *Bank of England Financial Stability Review*, dicembre.