

Come cambia la composizione delle riserve ufficiali¹

La gestione delle riserve ufficiali sta evolvendo. Le statistiche raccolte dalla BRI sui depositi collocati dalle autorità monetarie presso le banche commerciali confermano che i gestori mantengono un atteggiamento prudente nei confronti della diversificazione. Ciò nonostante, essi si sono progressivamente orientati verso strumenti più remunerativi e rischiosi. Inoltre, sebbene le riserve ufficiali continuino a essere investite prevalentemente in dollari ed euro, col tempo la quota di alcune altre valute è variata significativamente.

Classificazione JEL: E58, F31, G15

Le autorità monetarie a livello globale detenevano a fine marzo 2006 riserve per \$4,9 trilioni, pari all'11% del PIL mondiale². Se considerate come gruppo, queste istituzioni sono pertanto attori importanti dei mercati finanziari internazionali. I cambiamenti nelle loro politiche di gestione delle riserve sono in effetti diventati oggetto di grande interesse da parte degli operatori di mercato per l'impatto che potrebbero produrre sulla domanda di determinate attività, e quindi sui prezzi³. Il presente saggio monografico esamina le variazioni intervenute nella composizione delle riserve ufficiali negli ultimi vent'anni, utilizzando in particolare le statistiche compilate dalla BRI sui depositi delle autorità monetarie presso le banche commerciali.

Dopo le crisi finanziarie messicana e asiatica a metà degli anni novanta vi fu un'azione concertata per accrescere la copertura, la frequenza e la tempestività dei dati sulle riserve ufficiali. Attualmente alcuni paesi pubblicano informazioni esaurienti sui propri averi di riserva, ma sono ancora molti quelli che non lo fanno. Le statistiche BRI sull'attività bancaria internazionale

¹ Si ringraziano Claudio Borio, Robert McCauley, Frank Packer e Kostas Tsatsaronis per gli utili commenti e Anna Cobau per l'eccellente assistenza statistica. Le opinioni espresse dall'autore in questo articolo non rispecchiano necessariamente quelle della BRI.

² In base alla definizione dell'FMI (1993, pag. 97), le riserve ufficiali sono attività sull'estero immediatamente a disposizione delle autorità monetarie per finanziare in modo diretto gli squilibri della bilancia dei pagamenti, per regolare in modo indiretto l'entità di tali squilibri tramite interventi sul mercato dei cambi incidendo sui tassi di cambio delle valute, e/o per altri scopi. Le riserve totali comprendono: oro monetario, valute estere, posizioni di riserva presso l'FMI e diritti speciali di prelievo (DSP).

³ Nei mercati valutari le indicazioni di una riallocazione delle riserve a scapito del dollaro USA hanno accresciuto talvolta la volatilità, mentre nei mercati obbligazionari gli acquisti di titoli in dollari da parte delle banche centrali sono stati considerati da taluni operatori come un fattore all'origine del livello insolitamente basso dei rendimenti nominali nella moneta statunitense nel 2004-05 (BRI, 2005).

possono servire a colmare alcune delle restanti lacune, in particolare fornendo indicazioni aggiuntive sulla composizione valutaria delle riserve.

Fonti statistiche

Quasi tutti i paesi, salvo l'Iran, l'Iraq e alcuni Stati di piccole dimensioni, diffondono regolarmente dati sulle loro riserve ufficiali totali. Tuttavia,

Fonti statistiche selezionate sulla composizione delle riserve in valuta estera						
	Totale mondiale	Dati nazionali	Indagini		Dati di controparte	
	IFS FMI ^{1,2}	Modello SDDS ²	COFER FMI ²	SEFER FMI ³	TIC USA ⁴	BIL BRI ²
Disponibilità rilevate – mdi. di USD	4 347	2 832	2 911	2 145	1 938	1 079
– % del totale	100,0	65,2	67,0	57,2	49,1	24,8
Organismi ufficiali considerati						
Autorità monetarie	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Altre autorità nazionali ⁵	✓	✓	✓	✓	✓	✗
Fondi di investimento pubblici	✗	✗	✗	✗	✓	✗
Organizzazioni internazionali	✗	✗	✗	✓	BRI	BRI
Paesi	184	65	114	?	184	184
Paesi industriali	24	24	24	(23) ⁶	24	24
Giappone	✓	✓	✓	✓	✓	(✗) ⁷
Paesi in via di sviluppo	160	41	90	(45) ⁶	160+ ⁸	160+ ⁸
Cina	✓	✗	✗	✗	✓	(✗) ⁷
Taiwan, Cina	✓	✗	✗	✗	✓	✓
Strumenti						
Contante	✓	✓	✓	✗	✗	✗
Depositi	✓	✓	✓	✗	✗	✓
compresi PcT attivi	✗	✗	✗	✗	✗	✓
Titoli di debito	✓	✓	✓	✓	✓	(✗) ⁹
Titoli di capitale	✓	✓	✓	✓	✓	(✗) ⁹
Strumenti finanziari derivati	✓	✓	✓	✗	✗	(✗) ⁹
Altre attività	✓ ¹⁰	✓ ¹⁰	✓ ¹⁰	✗	✗	✗
Scomposizioni disponibili						
Per strumento	✗	✓	✗	✓	✓	✓
Per valuta	✗	(✗) ¹¹	✓	✗	(✓) ¹²	✓
Frequenza	mensile	mensile	trimestrale	annua	annua	trimestrale
Tempestività	1 settimana	1 mese	3 mesi	1 anno	1 anno	4 mesi

¹ International Financial Statistics dell'FMI. ² Dati di fine marzo 2006. ³ In combinazione con i dati SSIO; dati di fine dicembre 2004. ⁴ Indagine annuale sulle consistenze degli investimenti esteri di portafoglio in titoli statunitensi; dati di fine giugno 2005. ⁵ Autorità nazionali (diverse dall'autorità monetaria) detentrici di riserve valutarie, quali ministeri finanziari e fondi di stabilizzazione dei cambi. ⁶ Paesi partecipanti all'indagine CPIS del 2004. ⁷ Copertura incompleta per i paesi in cui le riserve non sono detenute dall'autorità monetaria. ⁸ Compresi Iran, Iraq e altri paesi non considerati nel totale mondiale dell'FMI. ⁹ Le passività segnalate nei confronti di autorità monetarie ufficiali consistevano per il 99% in depositi e prestiti, e per la parte restante in titoli e strumenti finanziari derivati. ¹⁰ Inclusi i titoli ottenuti in prestito nell'ambito di operazioni PcT attive. ¹¹ Valute appartenenti al paniere DSP (considerate congiuntamente) e insieme delle valute restanti. ¹² Effettuata unicamente per le disponibilità estere totali (private e ufficiali, considerate congiuntamente).

Fonti: FMI; statistiche nazionali; BRI.

Tabella 1

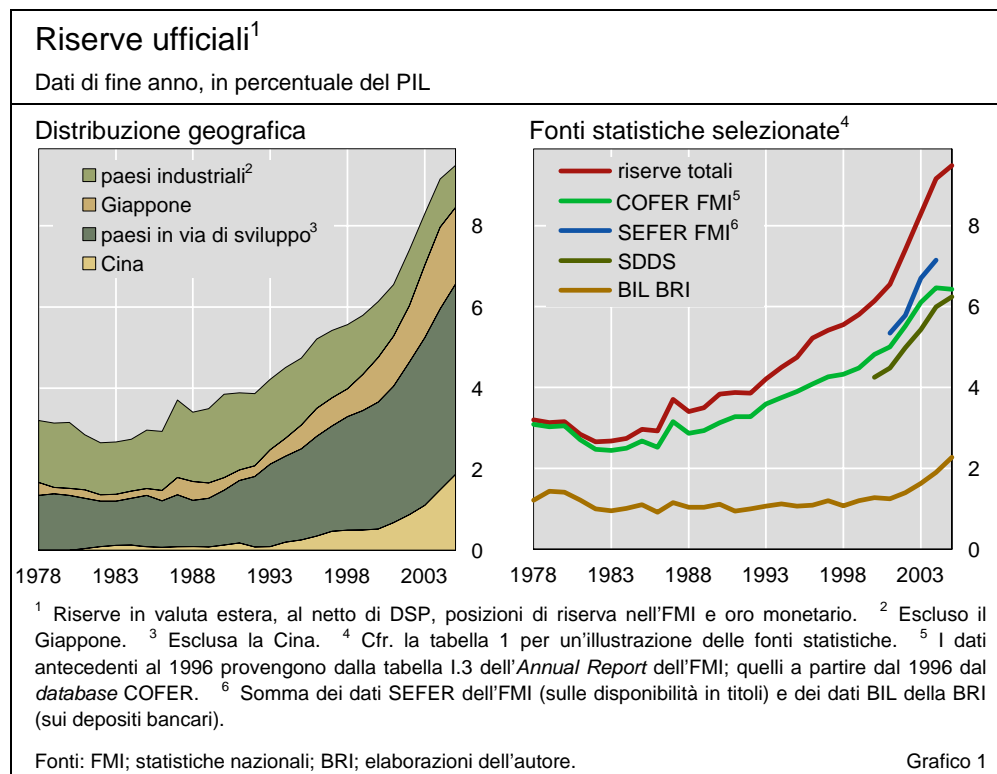
informazioni particolareggiate sulla composizione delle riserve non sono altrettanto facilmente disponibili. Esistono tre fonti di statistiche dettagliate – le statistiche nazionali, le indagini e i dati di controparte – ma tutte sono incomplete. Le differenze tra queste fonti sono riassunte nella tabella 1.

Statistiche nazionali

I dati SDDS coprono il 65% delle riserve mondiali

La fonte di informazioni più esauriente sulle riserve è il modello per la rilevazione delle riserve ufficiali e della liquidità in valuta estera (Data Template on International Reserves and Foreign Currency Liquidity), elaborato congiuntamente dall’FMI e dal Comitato sul sistema finanziario globale nel 1999 e facente parte degli Standard di diffusione delle statistiche (Special Data Dissemination Standard, SDDS) dell’FMI. I paesi che vi aderiscono pubblicano dati dettagliati circa la liquidità e le uscite future potenziali delle riserve.

Un limite importante di queste statistiche consiste nel fatto che non tutti i paesi aderiscono al programma. I dati SDDS sono pubblicati da 65 paesi, cui fa capo il 65% delle riserve mondiali (grafico 1). Fra questi figurano in particolare tutti i 24 paesi industriali, ma soltanto 41 dei 160 paesi in via di sviluppo (PVS)⁴. Tra i paesi non aderenti vi sono la Cina, che detiene da sola il 20% delle riserve mondiali, e Taiwan (Cina), con il 6%. I paesi che pubblicano una scomposizione dettagliata per valute sono ancora meno, ossia una ventina, e detengono il 13% delle riserve mondiali (Truman e Wong, 2006).



⁴ Nel presente articolo viene adottata la classificazione dei paesi utilizzata nelle International Financial Statistics dell’FMI, in modo da facilitare i confronti. La principale differenza fra questa classificazione e quella utilizzata nell’Allegato statistico della *Rassegna trimestrale BRI* consiste nel fatto che in quest’ultima i centri finanziari offshore non sono considerati come facenti parte dei PVS.

Dati ricavati dalle indagini

Una seconda fonte di dati sono le indagini. I paesi che non diffondono informazioni dettagliate sulle loro riserve sono talvolta disposti a prendere parte a indagini riservate, nelle quali sono resi noti solo i dati aggregati e non le singole banche centrali partecipanti. La copertura geografica è spesso maggiore di quella dell'SDDS, ma rimane incompleta.

L'FMI raccoglie dati sulla composizione valutaria delle riserve ufficiali tramite l'indagine Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER), nella quale i gestori delle riserve segnalano il valore di mercato degli investimenti denominati in dollari USA, euro, yen, sterline, franchi svizzeri e nelle rimanenti valute. I dati COFER colgono meno del 70% delle riserve totali, poiché non contengono le informazioni relative ad alcuni importanti paesi in via di sviluppo (grafico 1). Tra il 1995 e il 2005 tutti i paesi industriali hanno partecipato alla COFER, contro soltanto 80-90 paesi in via di sviluppo, detentori di una quota tra il 51 e il 66% delle riserve totali dell'insieme dei PVS. L'FMI non pubblica la lista dei paesi partecipanti ma, considerata l'entità della lacuna nella copertura, la Cina non dovrebbe figurarvi. Inoltre, i cambiamenti nelle procedure di segnalazione dei dati rendono difficile effettuare raffronti intertemporali⁵.

I dati COFER dell'FMI coprono il 70% delle riserve mondiali ...

Alcuni paesi membri dell'FMI partecipano anche all'indagine sulle riserve detenute sotto forma di titoli (Securities Held as Foreign Exchange Reserves, SEFER), che fornisce informazioni dettagliate sui diversi tipi di titoli (azioni, strumenti del mercato monetario e obbligazioni) detenuti dai gestori delle riserve e sulla residenza degli emittenti. I dati SEFER colgono al massimo il 75% delle disponibilità totali delle autorità monetarie in titoli e l'FMI non rende noti né l'identità né il numero dei paesi partecipanti. Inoltre, le statistiche pubblicate sovrastimano le riserve in titoli poiché, per garantire la riservatezza, i dati SEFER sono combinati con quelli sugli investimenti di portafoglio delle organizzazioni internazionali⁶.

... e quelli SEFER dell'FMI, il 75% delle disponibilità in titoli

Anche le banche di investimento e altri operatori di mercato effettuano occasionalmente sondaggi presso i gestori delle riserve. Rispetto alle indagini dell'FMI, i questionari che utilizzano sono generalmente di natura più qualitativa e coprono una gamma più vasta di argomenti, fornendo dunque informazioni complementari.

⁵ Truman e Wong (2006) individuano tre discontinuità nelle serie: la prima nel 1979, dopo l'istituzione del Sistema monetario europeo; la seconda nel 1995, quando è stata migliorata la metodologia sottostante la compilazione dei dati COFER; la terza nel 1999, quando i paesi dell'area dell'euro hanno escluso dalle riserve ufficiali le attività denominate in euro o nelle valute in esso confluite. Sempre nel 1999, i paesi esterni all'area hanno cominciato a segnalare le disponibilità in euro e non più in marchi tedeschi, franchi francesi e fiorini olandesi.

⁶ L'FMI combina i dati SEFER con quelli relativi all'indagine sulla distribuzione geografica dei titoli detenuti dalle organizzazioni internazionali (Survey of Geographical Distribution of Securities Held by International Organisations, SSIO). Le disponibilità complessive così ottenute sono divulgate all'interno dell'indagine coordinata sugli investimenti di portafoglio (Coordinated Portfolio Investment Survey, CPIS).

Dati di controparte

Le passività delle controparti sono una buona *proxy* delle attività di riserva

La terza e ultima fonte di dati sulla composizione delle riserve sono le controparti. A ogni attività detenuta fra le riserve ufficiali corrisponde una passività nel bilancio dell'emittente, per cui i dati di controparte forniscono una buona approssimazione delle attività di riserva. Essi ne sono tuttavia una *proxy* imperfetta in quanto la definizione di passività nei confronti di istituzioni ufficiali spesso non combacia con quella convenzionale di riserve.

Vari paesi pubblicano informazioni sulle passività dei residenti nei confronti di istituzioni ufficiali estere. La principale fonte di questo tipo è il sistema di rilevazione statunitense Treasury International Capital (TIC), che opera una distinzione fra le disponibilità estere in titoli USA detenute da istituzioni ufficiali e quelle detenute da investitori privati. Fra le istituzioni ufficiali figurano diversi organismi che detengono attività in valuta estera non rientranti nella definizione di riserve dell'FMI (1993), quali la Kuwait Investment Authority, lo Statens pensjonsfond norvegese e analoghi fondi di materie prime. I dati TIC non rilevano invece i titoli USA rivenduti alle autorità monetarie tramite intermediari esteri e detenuti presso depositari esteri, né i titoli in dollari emessi all'estero, come le obbligazioni in dollari emesse a Londra da mutuatari sovrani esteri. Nel complesso i dati TIC sembrano sottostimare le attività di riserva detenute sotto forma di titoli in dollari (McCauley e Fung, 2003).

Le statistiche BIL della BRI rilevano le riserve depositate presso le banche ...

Le statistiche bancarie internazionali su base locale (BIL) compilate dalla BRI rilevano le attività di riserva collocate presso le banche commerciali sotto forma di depositi o nel contesto di operazioni pronti contro termine⁷. Le banche commerciali in tutti i centri finanziari di rilievo segnalano le loro attività e passività sull'estero, fornendone una scomposizione per strumento, valuta, settore del mutuatario o depositante e sua residenza. La popolazione di banche dichiaranti si è estesa nel tempo, ma l'impatto dei cambiamenti nelle prassi di segnalazione è meno importante che per i dati COFER dell'FMI⁸. Le posizioni nei confronti delle cosiddette "autorità monetarie ufficiali" sono riportate separatamente, ma solo a livello aggregato; non è fornita nessuna informazione sulla nazionalità delle autorità in questione.

Le passività nei confronti delle autorità monetarie ufficiali comprendono alcuni strumenti che in genere non sono classificati come riserve. In particolare, le statistiche BIL della BRI includono i depositi transfrontalieri denominati nella valuta nazionale, riconducibili principalmente alle operazioni

⁷ Un'operazione pronti contro termine, o PcT, è sostanzialmente un prestito garantito: i contraenti scambiano titoli con contanti e concordano di effettuare una transazione uguale ma inversa a una data e un prezzo prefissati. Nelle statistiche BIL della BRI le operazioni pronti contro termine attive sono segnalate insieme ai depositi bancari. Per contro, l'FMI (1993) raccomanda alle autorità monetarie di classificare tali operazioni separatamente dai depositi bancari, alla voce "altre attività in valuta estera".

⁸ L'area dichiarante è passata da 15 a 39 giurisdizioni fra il 1977 e il 2006. L'espansione maggiore è avvenuta nel 1983, quando i centri finanziari offshore sono entrati a far parte della popolazione dichiarante. Nel 1999 è stata sospesa la segnalazione delle posizioni denominate in fiorini olandesi, franchi francesi, lire italiane, marchi tedeschi ed ECU, sostituita da quella delle posizioni in euro.

PcT attive in euro effettuate su base transfrontaliera dalle banche centrali dell'Eurosistema con banche dell'area dichiarante.

Ciò nonostante, a causa delle differenze nelle istituzioni considerate, le statistiche BIL della BRI sottostimano le riserve collocate sotto forma di depositi. Dalla definizione di autorità monetarie ufficiali sono infatti esclusi i ministeri e le agenzie governative, fra cui in particolare il Ministero delle Finanze del Giappone e la State Administration of Foreign Exchange (SAFE) cinese. Non si tratta di un aspetto di poco conto, se si considera che il Giappone e la Cina sono i principali detentori di riserve al mondo e i due organismi citati detengono gran parte delle disponibilità ufficiali del loro paese. Per questa ragione, benché le banche segnalino tutte le posizioni transfrontaliere e in valuta estera, la copertura dei dati BIL a livello dei paesi è di fatto incompleta. Dalle statistiche BIL sono inoltre esclusi anche i fondi depositati dai gestori delle riserve presso la BRI stessa, o quantomeno quei depositi reinvestiti dalla BRI in titoli⁹.

... ma escludono Giappone e Cina

Gestione delle riserve e variazioni nella loro composizione

Sebbene le fonti statistiche sopraccitate forniscano informazioni utili sulla composizione delle riserve ufficiali, occorre procedere con cautela quando si usano tali dati per trarre indicazioni sulla gestione delle riserve. Le variazioni nella composizione delle riserve, infatti, non corrispondono necessariamente a decisioni di allocazione delle attività.

In primo luogo, a eccezione del modello SDDS, la maggior parte dei dati disponibili si riferisce alle riserve lorde e non tiene conto delle passività connesse. Negli ultimi anni le banche centrali hanno dedicato maggiore attenzione alla gestione integrata delle loro attività e passività (Cardon e Coche, 2004). Questo approccio tenderebbe a indebolire il legame fra le variazioni nella composizione delle riserve e le decisioni relative alla loro gestione.

Legame potenzialmente debole tra le variazioni nella composizione delle attività di riserva ...

In secondo luogo, le esposizioni al rischio possono differire notevolmente dalla composizione delle attività. I gestori di portafogli ricorrono talvolta a strumenti derivati per tutelarsi da vari rischi. Le posizioni in derivati sono di norma registrate separatamente dalla transazione alla quale sono potenzialmente collegate a fini di copertura, per cui i dati di bilancio possono fornire un quadro incompleto dell'esposizione al rischio dei gestori. Ad esempio, vi è la possibilità che le banche centrali utilizzino derivati valutari per aumentare l'esposizione verso monete diverse dal dollaro. In questo caso, i dati sulla composizione delle attività potrebbero sovrastimare l'esposizione verso la moneta statunitense. Sebbene molte banche centrali non siano ancora autorizzate ad applicare siffatte strategie di gestione valutaria dinamica (*currency overlay*), è noto che alcune vi fanno ricorso (Fels, 2005).

⁹ La BRI accetta depositi dalle autorità monetarie e li investe in depositi, PcT attivi e titoli. Essendo la BRI classificata come autorità monetaria ufficiale, le statistiche BIL colgono indirettamente la quota di fondi depositati presso di essa e reinvestiti in depositi bancari e PcT attivi.

... e le decisioni di gestione

Infine, i cambiamenti nella composizione di dati aggregati, come le statistiche COFER dell'FMI o le BIL della BRI, possono essere il frutto sia di riallocazioni delle attività (di un portafoglio di date dimensioni), sia di variazioni nel volume delle riserve dei singoli paesi. Ad esempio, le decisioni di alcuni paesi di diversificare l'allocazione delle proprie riserve potrebbero non essere discernibili a causa della crescita delle riserve di altri paesi.

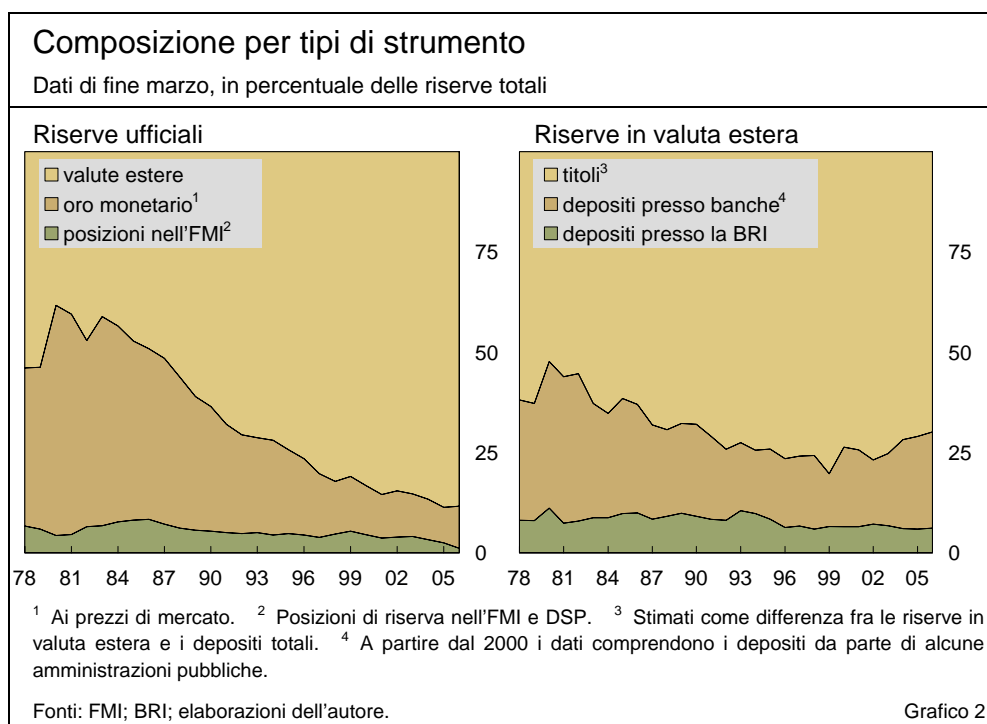
Composizione per tipi di strumento

Dagli anni settanta le autorità monetarie hanno operato una diversificazione progressiva in favore di strumenti più remunerativi e rischiosi. Ciò nonostante, le riserve ufficiali rimangono investite principalmente in attività molto liquide, caratterizzate da un rischio di credito contenuto. Dopo una marcata flessione, negli ultimi anni la quota dei depositi bancari è aumentata leggermente. Ciò si deve soprattutto al rapido accumulo di riserve da parte dei paesi in via di sviluppo, che rispetto ai paesi industriali tendono a collocare presso le banche una porzione di riserve maggiore.

Oro monetario

Le valute estere prendono il posto dell'oro come principale attività di riserva

Storicamente la maggior parte delle riserve era detenuta in oro, ma questa situazione è cambiata radicalmente negli ultimi trent'anni. L'oro monetario, valutato ai prezzi di mercato, è sceso dal 60% circa delle riserve totali nel 1980 al minimo del 9% nel 2005 (grafico 2). Al giorno d'oggi la stragrande maggioranza delle riserve è investita in attività in valuta estera, principalmente



depositi e titoli. A fine marzo 2006 tali attività ammontavano a \$4,3 trilioni, contro appena \$0,5 trilioni di oro monetario (ai prezzi di mercato)¹⁰.

La gestione di riserve auree è cambiata nel tempo. Inizialmente esse erano tenute distinte dalle altre attività di riserva e le disponibilità fisiche di oro non erano modificate nemmeno in caso di oscillazione favorevole dei prezzi. Successivamente, a partire dalla fine degli anni ottanta, alcune banche centrali vendettero in tutto o in parte il loro oro. L'impennata del prezzo del metallo nel 2005-06 ha contribuito a riportare la quota dell'oro monetario a oltre il 10% delle riserve totali agli inizi del 2006. Ciò nonostante, le disponibilità fisiche di oro sono diminuite ulteriormente, continuando a ridursi a un tasso di circa il 2% l'anno.

Depositi presso banche

Il passaggio dall'oro alle attività in valuta estera si è inscritto in una più ampia riallocazione delle riserve a favore di attività ritenute in grado di offrire rendimenti corretti per il rischio più interessanti. A partire da metà anni settanta i gestori delle riserve hanno cominciato a privilegiare i depositi bancari a scapito dei buoni del Tesoro USA, almeno per quanto riguarda i portafogli in dollari (McCauley e Fung, 2003). Durante gli anni ottanta e fino agli anni novanta è stata estesa significativamente la scadenza delle riserve, tramite l'investimento in titoli a più lungo termine e la riduzione dei depositi.

I mutamenti nel peso dei depositi all'interno delle riserve trovano riscontro nelle statistiche BIL della BRI. Come già accennato, per ottenere una migliore approssimazione delle riserve detenute sotto forma di depositi, occorrerebbe aggiungere alle statistiche BIL i depositi di determinate amministrazioni pubbliche e quelli collocati dalle autorità monetarie presso la BRI, e sottrarre i depositi collocati dalla BRI presso banche commerciali. A fine marzo 2006 questi aggiustamenti incrementavano di oltre il 20% i depositi stimati, da \$1,1 a 1,3 trilioni (tabella 2).

I depositi non hanno più la rilevanza di un tempo, ma continuano a rappresentare una percentuale considerevole delle riserve. La quota di riserve in valuta estera (ossia al netto dell'oro monetario e delle posizioni nell'FMI) investita in depositi bancari ha toccato un massimo nel 1980, a quasi il 50%, per poi diminuire gradatamente nei due decenni successivi (grafico 2). Tra il 1996 e il 2002 essa ha oscillato intorno al 23%, pur in presenza di un'impennata dell'ammontare assoluto delle riserve. La quota dei depositi è successivamente tornata ad aumentare, toccando il 30% a fine marzo 2006.

I paesi in via di sviluppo assegnano ai depositi una quota molto più ampia delle loro riserve rispetto ai paesi industriali (tabella 2). I dati SDDS e BIL indicano che, negli ultimi anni, tale quota era pari a circa un terzo delle riserve in valuta estera dei PVS. Alcuni di questi paesi hanno collocato presso le banche la maggior parte delle loro riserve. Ad esempio, a fine marzo 2006 il 76% dei \$145 miliardi delle riserve indiane e il 69% dei \$198 miliardi delle

Gli aggiustamenti alle statistiche BIL incrementano i depositi del 20%

I depositi rappresentano un'ampia quota delle riserve dei PVS

¹⁰ A queste si aggiungevano posizioni di riserva nell'FMI e DSP per ulteriori \$57 miliardi.

Riserve collocate presso banche		
Depositi bancari in essere e operazioni PcT attive, a fine marzo 2006		
	In miliardi di dollari USA	In % delle riserve in valuta estera
Totale paesi	1 308,0	30,1
Statistiche BIL della BRI	1 078,8	24,8
+ Depositi delle amministrazioni pubbliche ^{1, 2}	116,0	2,7
+ Depositi presso la BRI ³	268,0	6,2
– Depositi effettuati dalla BRI ⁴	154,8	3,6
Paesi industriali ¹	267,4	20,7
Giappone	122,4	14,7
Paesi in via di sviluppo ⁵	1 033,7	33,8
Depositi rilevati ¹	506,9	32,9
India	109,9	75,8
Russia	136,4	68,7
Depositi non rilevati ⁶	526,8	34,8

¹ Disponibilità rilevate di contante, depositi e altre attività (principalmente PcT attivi), in base alle segnalazioni delle autorità nazionali che applicano gli SDDS. ² Disponibilità segnalate dalle amministrazioni pubbliche di Giappone e Regno Unito, al netto dei depositi collocati presso la BRI, l'FMI e le banche centrali nazionali. ³ Depositi collocati dalle banche centrali presso la BRI, inclusi i fondi investiti in Medium-Term Instrument, al netto dei depositi in oro. ⁴ Fondi collocati dalla BRI presso banche commerciali, compresi depositi vincolati e anticipazioni e titoli acquistati pronti contro termine. ⁵ Calcolati come differenza fra i depositi totali di tutti i paesi e i depositi rilevati dei paesi industriali. ⁶ Calcolati come differenza fra i depositi totali e quelli rilevati dei paesi in via di sviluppo.

Fonti: FMI; statistiche nazionali; BRI; elaborazioni dell'autore. Tabella 2

riserve russe erano investiti in depositi bancari e in operazioni PcT attive. Per contro, la quota corrispondente per i paesi industriali era pari a solo il 21%. I depositi dei paesi industriali sono stati temporaneamente gonfiati dal forte aumento delle riserve giapponesi nel 2003-04, quando le autorità sono intervenute attivamente nei mercati valutari per contenere l'apprezzamento dello yen. Essi sono successivamente diminuiti, dopo che il Giappone ha destinato i fondi all'acquisto di titoli (McCauley, 2005).

Titoli

La maggior parte delle riserve valutarie globali – circa il 70% a fine marzo 2006 – è investita in titoli (grafico 2). Man mano che acquisivano maggior dimestichezza nella gestione del rischio di mercato, i gestori delle riserve hanno accresciuto all'interno dei loro portafogli titoli la quota degli strumenti a più lungo termine. In base ai dati SEFER, a fine dicembre 2004 i titoli di debito a lungo termine rappresentavano il 73% delle riserve totali in titoli, mentre gli strumenti del mercato monetario appena il 25%, anche se, di fatto, una quota considerevole delle obbligazioni detenute dalle autorità monetarie ha breve vita residua, soprattutto i titoli del Tesoro USA. Tuttavia, la propensione dei gestori ad assumersi il rischio di mercato è sicuramente aumentata. Non solo le disponibilità in titoli societari e di agenzie governative statunitensi hanno una *duration* notevolmente più elevata di quella dei Treasuries, ma la loro quota sulle disponibilità totali è in rapido aumento (tabella 3).

Considerevole allungamento delle scadenze

Titoli statunitensi detenuti da istituzioni ufficiali estere						
	In miliardi di dollari USA			In % delle disponibilità totali		
	Dic. 1989	Mar. 2000	Giu. 2005	Dic. 1989	Mar. 2000	Giu. 2005
Titoli di debito a lungo termine ¹	197	565	1 439	100,0	100,0	100,0
Tesoro USA	188	465	1 054	95,4	82,3	73,2
Agenzie governative USA ²	7	88	324	3,6	15,6	22,5
di cui: ABS ³	...	...	63	...	...	4,4
Titoli societari e di altro tipo	2	12	61	1,0	2,1	4,2
di cui: ABS ³	...	...	17	...	...	1,2
<i>Per memoria: obbligazioni / totale titoli⁴</i>	...	...	...	59,5	62,4	74,3

¹ Valore di mercato dei titoli di debito con scadenza originaria superiore all'anno o non definita; in base alle indagini di riferimento sulle consistenze degli investimenti esteri di portafoglio in titoli statunitensi. ² Titoli di debito emessi dalle agenzie statunitensi per il credito ipotecario, principalmente Fannie Mae e Freddie Mac. ³ Titoli garantiti da attività (*asset-backed securities*); gli ABS delle agenzie sono garantiti principalmente da mutui ipotecari su abitazioni. ⁴ Titoli di debito a lungo termine in percentuale dell'insieme di titoli statunitensi (a breve e a lungo termine, di debito e di capitale) detenuti da istituzioni ufficiali estere.

Fonti: statistiche nazionali; McCauley e Fung (2003). Tabella 3

I gestori delle riserve continuano a investire principalmente in strumenti con basso rischio di credito e di liquidità. I titoli pubblici rappresentano ancora il singolo investimento di portafoglio più cospicuo. Nel 2005 i titoli del Tesoro costituivano il 73% delle disponibilità delle istituzioni ufficiali in obbligazioni USA (tabella 3). Sebbene si tratti di una percentuale inferiore al 95% registrato nel 1989, la differenza è stata in gran parte colmata dall'aumento dei titoli delle agenzie governative, che hanno rating AAA e sono i più negoziati dopo i Treasuries. Inoltre, i gestori delle riserve hanno mostrato una scarsa propensione al rischio azionario: secondo i dati SEFER, le azioni rappresentavano meno del 2% delle disponibilità di titoli a fine 2004.

Ciò nonostante, la propensione al rischio di credito e di liquidità dei gestori è andata aumentando. Circa la metà dei 56 partecipanti all'indagine condotta da Central Banking Publications nel 2006 presso i gestori delle riserve ha segnalato un aumento nell'ammontare investito in attività non tradizionali a più alto rischio (Carver, 2006), mentre una cospicua minoranza deteneva titoli garantiti da attività e da ipoteche, nonché obbligazioni societarie. I dati TIC confermano che negli ultimi anni le istituzioni ufficiali hanno aumentato l'esposizione verso questo tipo di strumenti, che congiuntamente rappresentavano quasi il 9% delle loro disponibilità di titoli di debito USA nel 2005 (tabella 3).

I titoli di Stato sono l'investimento di portafoglio più ingente ...

... ma la propensione al rischio di credito sta lentamente crescendo

Composizione per valute

L'ampio accumulo di riserve ufficiali e la graduale diversificazione in favore di titoli a più alto rischio non si sono accompagnati a un allontanamento dal dollaro USA. Il grado di concentrazione della composizione per valute delle riserve ufficiali è attualmente analogo a quello degli anni ottanta, o persino maggiore se le valute confluite nell'euro vengono considerate separatamente. Il

cambiamento più significativo negli ultimi anni è dato dal fatto che la sterlina è subentrata allo yen quale terza valuta più rappresentata nelle riserve.

La seguente trattazione e i relativi grafici 3 e 4 si incentrano sui dati COFER dell’FMI e sulle statistiche BIL della BRI. Sebbene queste ultime si limitino ai depositi, esse permettono di effettuare controlli incrociati con le serie COFER che, come menzionato in precedenza, escludono alcuni importanti paesi in via di sviluppo e presentano importanti discontinuità. Ciò detto, nessuna delle serie disponibili comprende di fatto dati sulle riserve cinesi (cfr. il riquadro a pag. 40).

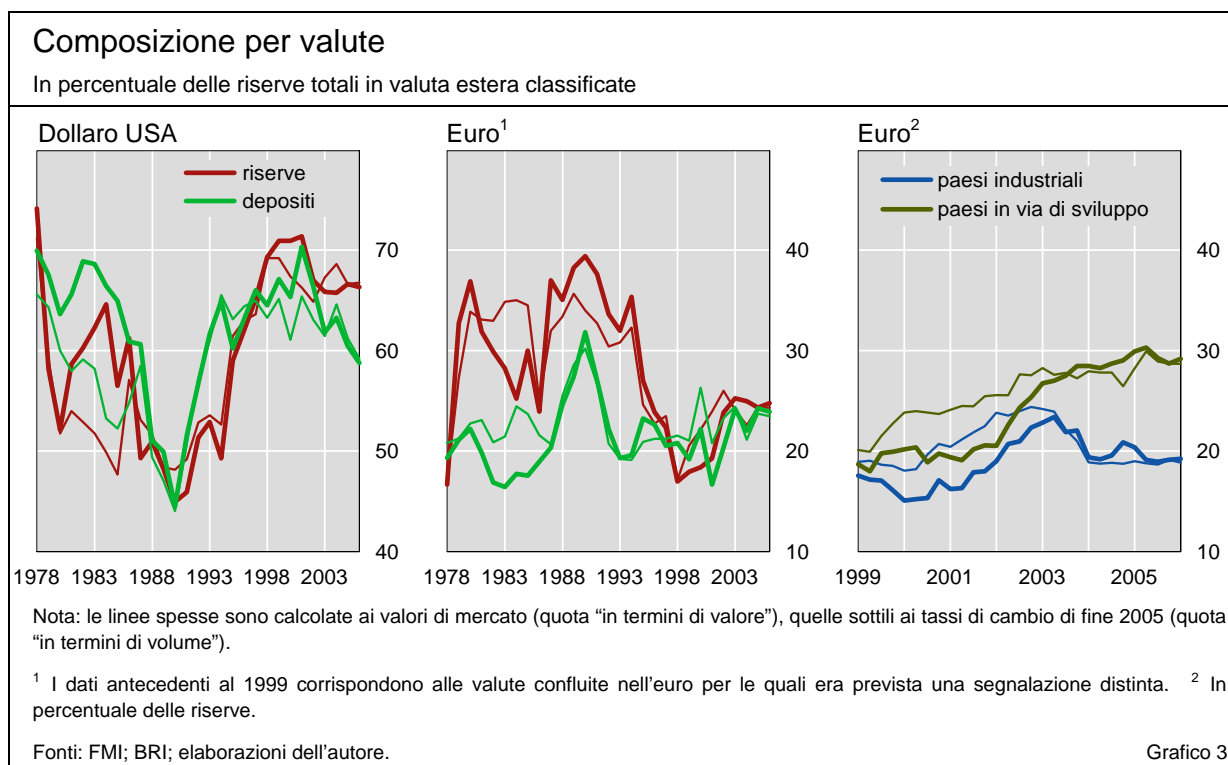
La composizione per valute dei dati COFER ricalca sommariamente quella dei dati BIL. Le variazioni impreviste nelle riserve sono destinate ad avere un impatto più immediato sui depositi che sui titoli, e quindi la composizione dei primi dovrebbe teoricamente avere una volatilità maggiore di quella delle riserve. Eppure, le quote del dollaro e dell’euro nei dati BIL sono in realtà meno volatili di quelle nei dati COFER. Ciò potrebbe essere dovuto al fatto che le discontinuità statistiche accentuano la volatilità della seconda serie di dati.

Valore del dollaro USA e quote in termini di volume

Dalla fine della seconda guerra mondiale il dollaro USA è la principale valuta di riserva, sebbene la sua quota nelle disponibilità ufficiali sia caratterizzata da volatilità. Le linee spesse nei grafici 3 e 4 rappresentano le percentuali delle valute ai valori di mercato. Negli anni settanta oltre il 70% delle riserve valutarie era investito in strumenti denominati in dollari (grafico 3, diagramma di sinistra). Negli anni ottanta i gestori delle riserve hanno diversificato le attività a favore dello yen giapponese e del marco tedesco, portando la

Le statistiche BIL della BRI permettono una verifica incrociata dei dati COFER dell’FMI

La quota del dollaro è elevata ma volatile



percentuale del dollaro a meno del 50% alla fine del decennio. La moneta statunitense ha riacquisito terreno negli anni novanta, raggiungendo un massimo del 70% circa nel 2001. Successivamente, la sua quota è scesa al 66% delle riserve e al 59% dei depositi a fine marzo 2006.

Un fattore che ha contribuito alle fluttuazioni nella percentuale del dollaro all'interno delle riserve e dei depositi sono i movimenti dei tassi di cambio. Le linee sottili del grafico 3 raffigurano le quote "in termini di volume", calcolate controllando tali movimenti tramite la ridenominazione di tutte le attività a tassi di cambio costanti (di fine 2005). Nei periodi di deprezzamento marcato del dollaro, come negli anni 1985-87 e 2002-04, la quota della moneta USA al valore di mercato è diminuita, sebbene quella in termini di volume sia tendenzialmente cresciuta. Analogamente, nei periodi di forte apprezzamento, come negli anni 1981-84 e 1999-2001, la quota del dollaro al valore di mercato è aumentata pur in presenza di un calo tendenziale di quella in termini di volume. Ciò indica che in questi periodi i gestori delle riserve non hanno completamente compensato l'impatto dei movimenti di cambio; in altre parole, non hanno costantemente ribilanciato i portafogli per mantenere una proporzione costante di attività in dollari.

Un secondo fattore che ha influito sulle fluttuazioni della quota del dollaro sono i cambiamenti nella gestione delle riserve, che comprendono gli aggiustamenti nell'allocazione strategica delle attività così come le decisioni riguardo agli scostamenti dai parametri di riferimento. Negli anni ottanta le banche centrali dei paesi aderenti al Sistema monetario europeo (SME) privilegiarono i marchi tedeschi ai dollari USA ai fini del mantenimento delle parità all'interno dello SME. Ciò portò a un ampio accumulo delle riserve in marchi da parte dei membri dello SME e a un calo dell'incidenza del dollaro nelle riserve e nei depositi mondiali (Deutsche Bundesbank, 1997). Con l'avvento dell'Unione monetaria europea il 1° gennaio 1999, alcuni paesi in via di sviluppo hanno riallocato le loro riserve a favore dell'euro. Di conseguenza, da allora a oggi la percentuale dell'euro nelle riserve di questi paesi è salita dal 20% a quasi il 30%, tenendo conto delle oscillazioni di cambio (grafico 3, diagramma di destra). La quota del dollaro in termini di volume è diminuita in modo proporzionale. Questa riallocazione è stata più marcata nei paesi con stretti legami commerciali o finanziari con l'area dell'euro, e meno significativa in Asia e nelle Americhe (Lim, 2006).

Infine, anche il diverso ritmo di accumulo delle riserve nei vari paesi ha contribuito alle fluttuazioni nella composizione valutaria. I dati COFER indicano che negli anni novanta i paesi in via di sviluppo hanno investito in strumenti in dollari una parte maggiore delle loro riserve ufficiali rispetto ai paesi industriali. Pertanto, la rapida crescita delle riserve dei PVS, passate dal 40 al 60% del totale mondiale negli anni novanta, ha contribuito a sospingere nello stesso periodo la quota del dollaro nelle riserve e nei depositi globali. Analogamente, anche il Giappone sembra investire nella moneta statunitense una quota di riserve molto più ampia degli altri paesi industriali. Il rapido accumulo di riserve da parte di questo paese nel 2003-04 ha quindi concorso a mantenere la posizione di preminenza del dollaro nelle riserve mondiali.

Le quote delle valute sono influenzate dai movimenti dei cambi ...

... dai cambiamenti nell'allocazione delle attività ...

... e dal ritmo di accumulo delle riserve

Quote delle altre valute

La quota dell'euro ha toccato un massimo nel 1990 ...

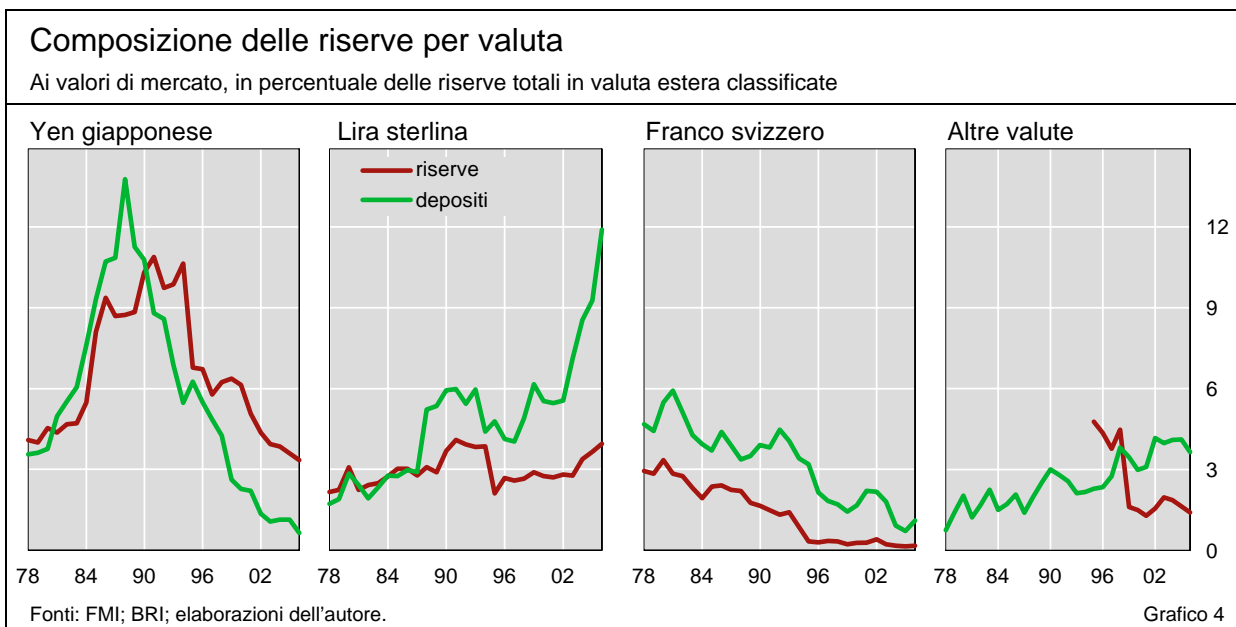
Per buona parte degli ultimi due decenni, alle fluttuazioni nella quota del dollaro hanno fatto riscontro oscillazioni in quella dell'euro. La percentuale delle valute confluite nella moneta unica ha toccato un massimo nel 1990, al 39 e 32% rispettivamente delle riserve e dei depositi (grafico 3). La maggior parte di questi fondi era investita in attività denominate in marchi tedeschi, con ammontari inferiori in franchi francesi ed ECU. Successivamente, tale percentuale è calata, collocandosi al 20% circa alla vigilia dell'Unione monetaria europea.

... e dopo l'Unione monetaria superava solo di poco quella di metà anni novanta

Benché la quota di riserve e depositi in euro abbia segnato un nuovo aumento con l'avvento dell'Unione monetaria, agli inizi del 2006 essa non risultava molto più elevata dei livelli di metà anni novanta. I dati COFER indicano che la porzione di riserve investite in strumenti in euro si è stabilizzata dopo il 2003, intorno al 25%. Sebbene tale percentuale sia analoga a quella segnata a metà anni novanta dalle valute confluite nell'euro, questo confronto è fuorviante. Infatti, fino al 1998 una parte considerevole delle riserve totali denominate nelle valute preesistenti alla moneta unica era costituita dalle attività detenute in quelle valute dai paesi dell'area dell'euro, attività che sono poi state escluse dal conteggio delle riserve complessive in seguito all'Unione monetaria. Le statistiche BIL non presentano alcuna discontinuità poiché le banche hanno continuato a segnalare le loro passività nella moneta unica nei confronti delle banche centrali dell'area dell'euro anche dopo il 1998. Esse indicano che la proporzione di depositi in euro era più elevata nel 2005-06 che nel 1994-96, ma solo di poco, essendo pari al 24%, contro il 22% delle valute confluite nell'euro.

La sterlina ha scalzato lo yen quale terza maggiore valuta di riserva

La percentuale di riserve in yen è diminuita costantemente dagli inizi degli anni novanta. Negli anni ottanta la moneta giapponese aveva cominciato a erodere la quota del dollaro, e al suo apice si era portata a oltre il 10% delle riserve (grafico 4). Nel 2006 l'incidenza dello yen risultava tuttavia scesa



Composizione delle riserve della Cina

Un importante limite della trattazione precedente è costituito dal fatto che essa non considera la composizione delle riserve della Cina. Queste sono talmente ingenti che variazioni anche lievi nella loro composizione potrebbero avere un impatto significativo sulle inferenze tratte circa le tendenze dei dati aggregati. Solo una quota esigua delle riserve cinesi sembra depositata presso le banche dell'area dichiarante alla BRI, per cui le statistiche LIB della BRI non forniscono informazioni aggiuntive determinanti. I fondi depositati presso banche all'estero da residenti cinesi ammontavano a \$123 miliardi a fine marzo 2006. Di questi, il 72% era denominato in dollari USA. Tuttavia, la maggior parte di tali passività era costituita da posizioni interbancarie e intragruppo. I collocamenti di soggetti non bancari, inclusa la SAFE, erano pari a soli \$26 miliardi. A titolo di confronto, le riserve cinesi in valuta estera ammontavano a \$875 miliardi a fine marzo 2006. Ciò fa ritenere che, rispetto alla maggior parte degli altri paesi, la Cina depositi presso il sistema bancario una quota molto inferiore di riserve. Le statistiche LIB, tuttavia, non rilevano le attività di riserva collocate sull'interno presso banche cinesi.

a meno del 5%, probabilmente a causa del calo dei prezzi delle attività giapponesi e del susseguente prolungato periodo di rendimenti relativamente bassi che le ha caratterizzate.

Con il calo della quota dello yen, la sterlina si è portata al terzo posto fra le valute più rappresentate nei portafogli di riserve. Secondo le statistiche BIL della BRI, la percentuale della sterlina è raddoppiata tra il 1995 e il 2006, dal 5% a quasi il 12% dei depositi, mentre i dati COFER dell'FMI indicano un aumento più modesto, dal 2 al 4% delle riserve. In base a questi ultimi dati, i paesi in via di sviluppo hanno accresciuto la quota di riserve in sterline a un ritmo più rapido che i paesi industriali.

Il franco svizzero, un tempo una delle valute di riserva principali, seconda in importanza solo al dollaro USA e al marco tedesco, ha perso il favore dei gestori dagli anni settanta. Da un massimo del 6% dei depositi nel 1981, la sua quota è scesa costantemente, portandosi all'1% nel 2006. I movimenti del tasso di cambio franco svizzero/dollaro USA nello scorso decennio hanno seguito molto da vicino quelli del tasso euro/dollaro (Galati e Wooldridge, 2006). Questo fattore, insieme a un differenziale di rendimento favorevole alle attività in euro, potrebbe aver ridotto l'attrattiva del franco svizzero quale valuta di riserva.

Il franco svizzero ha perso il favore dei gestori

Le statistiche BIL della BRI indicano che negli ultimi anni i gestori delle riserve hanno incrementato limitatamente le disponibilità in dollari australiani, dollari di Hong Kong, corone danesi e altre monete. La quota delle valute diverse dalle cinque principali è salita al 4% dei depositi nel 2005-06. Tuttavia, tale incremento non è confermato dai dati COFER dell'FMI.

Conclusioni

I dati disponibili sulla composizione delle riserve ufficiali indicano che i gestori hanno mantenuto un atteggiamento prudente nei confronti della diversificazione. Gran parte delle riserve valutarie è tuttora investita in depositi bancari e titoli pubblici, e il dollaro USA ha conservato il ruolo di principale moneta di riserva. Ciò non è particolarmente sorprendente. La principale ragione per cui si detengono riserve è quella di essere preparati per ogni eventualità e, data la

Atteggiamento prudente dei gestori nei confronti della diversificazione ...

tendenza alla concentrazione della liquidità, la gamma di investimenti che permette di rispondere a questa esigenza è limitata.

Ciò detto, la gestione delle riserve è andata evolvendosi. Nel solco di una tendenza in atto dagli anni settanta, quando le riserve sono state riallocate per la prima volta dai buoni del Tesoro USA ai depositi bancari, i gestori si sono progressivamente orientati verso strumenti più remunerativi e rischiosi. Essi sembrano avere acquisito dimestichezza soprattutto nella gestione del rischio di mercato, ma stanno cominciando ad assumersi anche maggiori rischi di credito e di liquidità. La composizione valutaria dei loro portafogli, benché caratterizzata da volatilità, non è cambiata tanto quanto quella per tipi di strumento. Ciò nonostante, vi sono indicazioni secondo cui nell'ultimo decennio i gestori avrebbero accresciuto la quota delle attività in sterline. Inoltre, i dati aggregati mascherano importanti cambiamenti a livello di singoli paesi e, per come sono costruiti, attribuiscono maggior peso ai detentori principali di riserve piuttosto che ai più sofisticati. Perciò, essi sovrastimano forse il grado di inerzia delle scelte di allocazione delle attività di riserva. Analogamente, la decisione di alcuni paesi, fra cui Corea e Russia, di trasferire parte delle riserve ufficiali a fondi di investimento pubblici dissimulano l'entità effettiva della diversificazione delle attività in valuta estera.

... la quale potrebbe tuttavia procedere più rapidamente in futuro

La diversificazione delle riserve potrebbe forse procedere più rapidamente in futuro. In primo luogo, si ritiene comunemente che le riserve siano attualmente superiori a quanto necessario a fini di intervento. Di conseguenza, è probabile che nella loro gestione acquisisca rilevanza ancora maggiore la finalità di massimizzare i rendimenti per un dato livello di rischio, a scapito di quella di preservare la liquidità e il capitale. In secondo luogo, il livello di liquidità e di sofisticatezza dei mercati finanziari dell'euro si sta avvicinando rapidamente a quello dei mercati del dollaro USA (Galati e Wooldridge, 2006), contribuendo a rafforzare la posizione della moneta europea quale alternativa quella statunitense.

Riferimenti bibliografici

Banca dei Regolamenti Internazionali (2005): *75ª Relazione annuale*, giugno, Basilea.

Cardon, P. e J. Coche (2004): "Strategic asset allocation for foreign exchange reserves", in C. Bernadell, P. Cardon, J. Coche, F. Diebold e S. Manganelli (ed.), *Risk Management for Central Bank Reserves*, BEC, pagg. 13-27.

Carver, N. (2006): "Trends in reserve management – 2006 survey results", in R. Pringle e N. Carver (ed.), *RBS Reserve Management Trends 2006*, Central Banking Publications, pagg. 1-24.

Deutsche Bundesbank (1997): "The role of the Deutsche Mark as an international investment and reserve currency", *Deutsche Bundesbank Monthly Report*, aprile, pagg. 17-30.

Fels, J. (2005): *Pondering the composition of central bank reserves*, Morgan Stanley, 17 ottobre, mimeo.

Fondo monetario internazionale (1993): *Balance of Payments Manual*, 5ª edizione, Washington D.C.

Galati, G. e P. Wooldridge (2006): "The euro as a reserve currency: a challenge to the pre-eminence of the US dollar?", *BIS Working Papers*, di imminente pubblicazione.

Lim, E. (2006): "The euro's challenge to the dollar: different views from economists and evidence from COFER and other data", *IMF Working Paper*, n. WP/06/153, giugno.

McCauley, R. (2005): "Riserve mondiali in dollari e disponibilità ufficiali detenute negli Stati Uniti", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre, pagg. 61-77.

McCauley, R. e B. Fung (2003): "La scelta degli strumenti nella gestione delle riserve valutarie in dollari", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo, pagg. 39-46.

Truman, E. M. e A. Wong (2006): "The case for an international reserve diversification standard", Institute for International Economics, *Working Paper Series*, n. 06-2.