

La scelta degli strumenti nella gestione delle riserve valutarie in dollari¹

Due anni or sono i gestori delle riserve ufficiali in valuta erano posti di fronte all'incerta ma preoccupante prospettiva di una graduale riduzione dello stock in essere di titoli del Tesoro USA. Il timore era giustificato dal fatto che nella gestione delle riserve valutarie mondiali, per quasi tre quarti denominate in dollari, tali titoli svolgevano tradizionalmente un ruolo primario. Oggi, con l'economia americana in lenta crescita dopo una moderata recessione e con l'esplicarsi degli effetti di tagli discrezionali d'imposta, il volume dei Treasuries si sta nuovamente espandendo. Inoltre, anche se il rischio di una guerra di cui non si conoscono né i costi né la durata rende più che mai aleatoria qualsiasi previsione circa i futuri disavanzi federali, non vi è dubbio che tale espansione continuerà ancora per qualche tempo. Pertanto, i gestori delle riserve valutarie ufficiali non danno più per scontato il progressivo esaurirsi del volume in essere del loro tradizionale strumento di investimento.

Le pressioni a realizzare buoni rendimenti in un contesto di bassi tassi d'interesse potrebbero tuttavia porre nuove sfide ai gestori delle riserve, conferendo particolare risalto alle scelte di portafoglio. Il presente lavoro analizza i tipi di strumenti in cui le banche centrali hanno collocato le proprie riserve in dollari negli ultimi anni, affrontando specificatamente tre quesiti: come sono investite le disponibilità ufficiali in dollari? Come si è evoluta nel tempo la scelta degli strumenti? Quale influsso vi hanno avuto alcuni recenti sviluppi, come il rallentamento ciclico e il ritorno a disavanzi pubblici negli Stati Uniti, il calo dei rendimenti sui titoli del Tesoro e le insolvenze di emittenti privati?

Come sono investite le disponibilità ufficiali in dollari?

L'analisi che segue non si basa su un'aggregazione dal basso dei portafogli delle banche centrali, bensì su un approccio in senso inverso che utilizza due sole fonti: le statistiche del Tesoro USA e i dati raccolti dalla BRI. Le autorità statunitensi hanno pubblicato recentemente i risultati di una delle indagini periodiche da esse compiute sugli investimenti esteri in titoli USA. Di

Un approccio
dall'alto verso il
basso ...

... basato su dati
del Tesoro USA ...

¹ Le opinioni espresse in questo lavoro sono degli autori e non rispecchiano necessariamente il punto di vista della BRI.

conseguenza, per la data di fine marzo 2000 è disponibile una base di dati eccezionalmente solida sugli strumenti in cui è collocata una parte significativa delle disponibilità ufficiali in dollari. Poiché non tutte le riserve sono investite in titoli USA, i dati vanno integrati con i depositi bancari e gli strumenti del mercato monetario (come la commercial paper) detenuti negli Stati Uniti, nonché con i fondi in dollari depositati in altri paesi, secondo quanto risulta dalle statistiche compilate dalla BRI. Infine, gli investimenti non immediatamente identificabili sono costituiti da titoli debitori in dollari collocati in origine al di fuori degli Stati Uniti e rimasti presso depositari offshore. L'ammontare in essere dei titoli di debito internazionali denominati in dollari a fine 2002 era di circa \$4,1 trilioni², di cui \$346 miliardi costituiti da emissioni del Tesoro e di agenzie di credito federali USA, le cui passività hanno un ruolo privilegiato nella gestione delle riserve.

... e della BRI ...

Sulla base dei dati notificati dalle autorità americane e dalla BRI, a fine marzo 2000 le disponibilità ufficiali *identificate* in dollari consistevano per oltre la metà (58%) in titoli del Tesoro USA (tabella 1). Tuttavia, come già osservato, tali statistiche non sono esaurienti. Infatti, dall'aggregazione delle riserve mondiali identificate in dollari risulta un totale superiore del 17% (\$1 359 contro 1 130 miliardi)³. Assumendo che i dati dell'indagine USA sui detentori esteri di titoli statunitensi siano accurati, la quota di Treasuries è quindi inferiore, situandosi intorno al 48% nell'ipotesi che le riserve non identificate siano investite sotto forma di titoli denominati in eurodollari⁴.

... tenuto conto delle lacune statistiche ...

... indica che circa metà delle riserve in dollari è investita in titoli del Tesoro USA

La quota degli investimenti in strumenti del Tesoro USA risulta più elevata nel segmento a lungo termine. Date le limitazioni delle serie statistiche suddette, la percentuale delle obbligazioni del Tesoro è quasi sicuramente sovrastimata in misura sostanziale. Ciò nonostante, si può tranquillamente

² Sommando le emissioni di obbligazioni convenzionali, notes a tasso variabile e titoli a breve di cui alle tabelle 13A e 13B. In precedenza le statistiche BRI riportavano le obbligazioni delle agenzie pubbliche come categoria a sé stante, ma a partire dalla presente *Rassegna* esse sono riclassificate come passività di istituzioni finanziarie o di imprese (cfr. pag. A79). L'ultimo ammontare in essere dichiarato (fine settembre 2002) di titoli debitori in dollari emessi da agenzie era pari a \$827 miliardi. Anche questi strumenti rappresentano un importante mezzo di investimento delle banche centrali.

³ \$1 359 miliardi sono le riserve totali in dollari stimate a fine 1999, mentre \$1 130 miliardi sono quelle identificate tre mesi dopo. Secondo i dati dell'FMI, nel primo trimestre 2000 le riserve totali sono aumentate di \$27 miliardi (1,5%).

⁴ Si noti che questa stima supera il 43% da noi calcolato sulla stessa base per fine 1999, quindi solo tre mesi prima (cfr. Fung e McCauley, 2000). Ciò è dovuto al fatto che nella nuova indagine di riferimento descritta in US Treasury et al. (2002) risultavano disponibilità ufficiali di titoli del Tesoro USA per \$492 miliardi a fine marzo 2000, contro i \$422 miliardi di fine 1999 da noi stimati sulla base della precedente indagine e dei successivi flussi. Poiché gli afflussi identificati di tali titoli nel primo trimestre 2000 sono stati pari a \$8 miliardi, la nostra precedente stima a fine dicembre 1999 comportava una sottovalutazione di \$62 miliardi. La nuova indagine ha evidenziato un ammontare maggiore di investimenti in titoli a lungo termine delle agenzie federali (\$91 miliardi rispetto alla nostra stima di \$32 miliardi, più ulteriori \$8 miliardi nel primo trimestre 2000) e in obbligazioni societarie (\$12 miliardi contro la nostra stima di \$8 miliardi, più ulteriori \$0,4 miliardi nel primo trimestre 2000). Meno sorprendente è l'ammontare di \$96 miliardi emerso per le azioni, rispetto alla nostra stima di \$79 miliardi, più un incremento di \$0,5 miliardi per il primo trimestre. Diversamente dalle disponibilità ufficiali, l'indagine ha palesato una sovrastima di \$500 miliardi per gli investimenti complessivi in titoli USA a lungo termine. Cfr. Nguyen (2002).

Composizione delle riserve in dollari USA a fine marzo 2000, per strumento			
in miliardi di dollari USA			
	A breve termine	A lungo termine	Totale
Titoli del Tesoro	165	492	657 (58%)
Altre attività	262	211	473 (42%)
Depositi negli Stati Uniti	32	.	32 (3%)
Strumenti monetari negli Stati Uniti	104	.	104 (9%)
Depositi all'esterno degli Stati Uniti	126	12	138 (12%)
Titoli di agenzie federali	.	91	91 (8%)
Obbligazioni societarie	.	12	12 (1%)
Azioni	.	96	96 (8%)
Totale	427	703	1 130 (100%)
<i>Per memoria:</i>			
<i>quota dei titoli del Tesoro nel rispettivo segmento di scadenza</i>	39	70	.
<i>totale stimato delle riserve in dollari USA a fine 1999</i>	.	.	1 359
Fonti: per titoli del Tesoro USA, titoli delle agenzie federali, obbligazioni societarie e azioni, US Treasury et al. (2002), pag. 11; per depositi e strumenti del mercato monetario negli Stati Uniti, Treasury Bulletin USA, tabelle CM-I-2 e IFS-2; per depositi in dollari USA all'esterno degli Stati Uniti, Statistiche bancarie internazionali BRI, tabella 5C; per il totale stimato delle riserve valutarie in dollari USA a fine 1999, BRI (2000), pag. 94.			

Tabella 1

affermare che la maggior parte delle disponibilità in strumenti di debito a lungo termine è rappresentata da titoli del Tesoro USA. Per contro, questi costituiscono meno della metà degli investimenti a breve.

Come si è evoluta nel tempo la scelta degli strumenti?

Tre tendenze negli ultimi quarant'anni, di cui due comportano un maggiore rischio di credito:

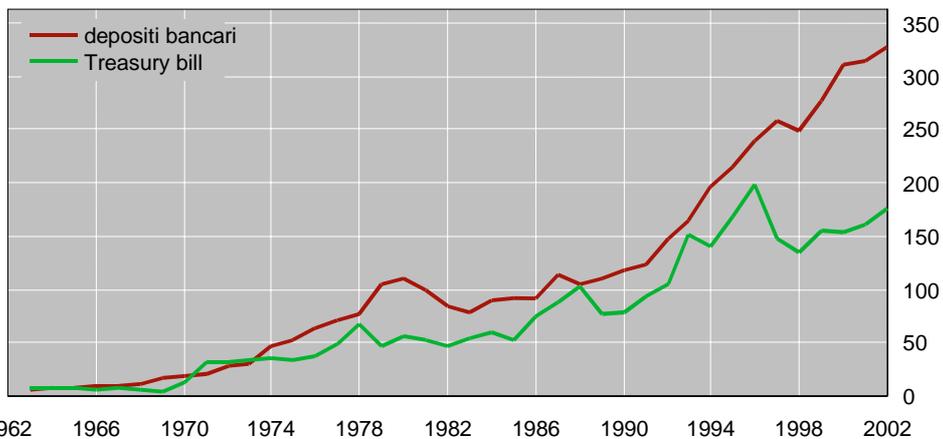
Nell'evoluzione delle scelte di portafoglio dei gestori delle riserve durante gli ultimi quarant'anni si possono discernere tre successive tendenze. Verso la metà degli anni settanta è iniziata una diversificazione degli strumenti a breve a scapito dei Treasury bill. In seguito, durante gli anni ottanta e parte degli anni novanta, sono state allungate le scadenze medie. Più di recente, nel segmento a più lungo termine è stata ridotta la quota delle Treasury notes. La prima e la terza tendenza hanno comportato l'accettazione di un maggiore rischio di credito, mentre la seconda quella di un maggiore rischio di mercato. In tutti i casi l'evoluzione dei benchmark ha agito nel senso di sottrarre l'assunzione di rischio ai gestori immediati delle riserve.

... dai Treasury bill ai depositi bancari e ad altri strumenti monetari ...

Nel corso degli anni settanta i gestori delle riserve ufficiali hanno spostato gran parte delle disponibilità a breve dai titoli del Tesoro verso depositi bancari e strumenti privati del mercato monetario. L'incidenza dei Treasury bill è stata poi ridimensionata ulteriormente durante gli ultimi anni novanta (grafico 1). Si può presumere che tale riallocazione sia stata indotta dai migliori rendimenti

Disponibilità ufficiali in Treasury bill e depositi bancari

in miliardi di dollari USA



Nota: i depositi bancari includono gli strumenti del mercato monetario detenuti negli Stati Uniti.

Fonti: Tesoro USA; BRI.

Grafico 1

ottenibili sui depositi bancari, specie nell'euromercato. Inoltre, per un certo tempo questa forma di impiego ha offerto la possibilità di surclassare i benchmark di rendimento (probabilmente informali) basati sui Treasury bill, sebbene con il tempo tali benchmark abbiano avuto la tendenza a incorporare altri strumenti. I cambiamenti nella scelta fra Treasury bill e altre attività a breve hanno talvolta rispecchiato anche la mutevole composizione dei detentori di riserve, nonché occasionali "fughe verso la qualità" con un ritorno ai titoli pubblici.

La seconda tendenza è emersa negli anni ottanta, quando il mercato obbligazionario è entrato in una lunga fase rialzista e i gestori delle riserve si sono resi conto che potevano incrementare i rendimenti allungando le scadenze. Tale tendenza è proseguita fino ai primi anni novanta (tabella 2). La quota stimata degli strumenti a lungo termine sul totale delle riserve in dollari identificate è salita dal 54 al 62%.

L'ultima tendenza si è manifestata negli anni novanta, e in particolare verso la fine del decennio, allorché i gestori hanno deciso di migliorare la redditività delle posizioni a più lungo termine accettando un maggiore rischio di credito. Nell'ambito delle disponibilità a lungo termine identificate, fra il 1989 e il marzo 2000 la quota dei titoli del Tesoro è scesa dall'83 al 70%. Così come per gli strumenti a breve, il calo si è fatto particolarmente marcato dopo il 1997 e ha comportato l'accettazione di una notevole esposizione al rischio creditizio⁵. Sono fortemente aumentati gli investimenti in obbligazioni emesse da enti USA di emanazione governativa, come Fannie Mae e Freddie Mac, la cui quota si è pressoché triplicata dal 2-3 all'8%. Le acquisizioni di obbligazioni societarie hanno parimenti segnato un netto incremento, benché nel marzo 2000 la loro incidenza fosse ancora pari all'1% circa delle disponibilità

... dal breve al più lungo termine ...

... e dalle Treasury notes a più rischiosi strumenti a medio termine

⁵ Secondo Truman (2001), "gli investitori ufficiali esteri si stanno adeguando alla ridotta offerta di titoli del Tesoro USA acquisendo attività alternative denominate in dollari".

totali. Pertanto, la riallocazione delle riserve in dollari a scapito dei titoli del Tesoro, già bene affermata nel segmento a breve, è proceduta rapidamente anche in quello a più lungo termine.

Sorprende forse il fatto che, fra le disponibilità ufficiali identificate a lungo termine diverse dai titoli del Tesoro, le azioni siano rimaste la più importante categoria di attività. Nonostante le vendite nette durante gran parte degli anni novanta, l'ammontare di tali strumenti è aumentato grazie alle plusvalenze di capitale. Mentre in passato gli investimenti azionari figuravano nei portafogli di un numero relativamente ristretto di detentori ufficiali, essi potrebbero divenire più diffusi malgrado i recenti cali di borsa. Queste posizioni comprendono probabilmente anche i titoli detenuti da banche centrali nel quadro dei fondi pensione a favore del personale, i quali sono spesso integrati nei bilanci delle istituzioni, rendendo così impossibile la loro distinzione dagli investimenti a titolo di riserve ufficiali.

Va inoltre sottolineato che l'allungamento delle scadenze e la diversificazione risultanti dalle serie statistiche qui utilizzate potrebbero sottostimare l'entità della ricomposizione a causa dei limiti intrinseci di tali dati. Come già affermato, non è stato possibile individuare la destinazione del 17% delle riserve stimate in dollari a fine marzo 2000. Nel 1989, al contrario, risultava non classificata solo una parte trascurabile delle disponibilità ufficiali. Se fosse stato possibile identificare la composizione di tutte le disponibilità ufficiali di titoli internazionali denominati in dollari, nel corso degli anni novanta si

Composizione delle riserve in dollari USA nel 1989 e nel 2000, per strumento

in percentuale

	Fine 1989 ¹			Fine marzo 2000 ²		
	A breve termine	A lungo termine	Totale	A breve termine	A lungo termine	Totale
Titoli del Tesoro	19	45	64	15	44	58
Altre attività	27	9	36	23	18	42
Depositi negli Stati Uniti	3	.	3	3	.	3
Strumenti monetari negli Stati Uniti	6	.	6	9	.	9
Depositi all'esterno degli Stati Uniti	18	.	18	11	1	12
Titoli di agenzie federali	.	2	2	.	8	8
Obbligazioni societarie	.	0	0	.	1	1
Azioni	.	7	7	.	8	8
Totale	46	54	100	38	62	100
<i>Per memoria:</i>						
<i>quota dei titoli del Tesoro nel</i>						
<i>rispettivo segmento di scadenza</i>	41	83	.	39	70	.
<i>riserve in dollari USA identificate</i>						
<i>(in miliardi di dollari USA)</i>	.	.	403	.	.	1 130

¹ Dati per titoli del Tesoro USA, depositi e strumenti del mercato monetario, *Treasury Bulletin USA*, tabelle CM-I-2 e IFS-2; per depositi in dollari USA all'esterno degli Stati Uniti, Statistiche bancarie internazionali BRI; per obbligazioni societarie, titoli di agenzie federali e azioni, US Treasury Department, *Report on foreign portfolio investment in the United States as of December 1992*. ² Cfr. tabella 1. Tabella 2

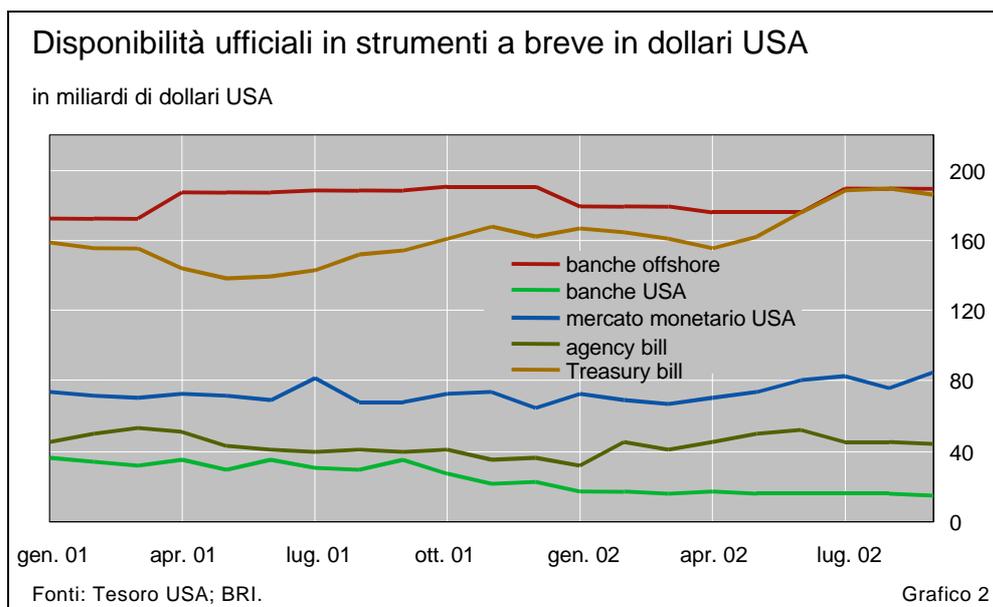
sarebbero quasi sicuramente accentuati l'allungamento delle scadenze e il ridimensionamento della quota dei titoli del Tesoro a lungo termine.

Qual è stato l'influsso degli sviluppi più recenti sulla scelta degli strumenti?

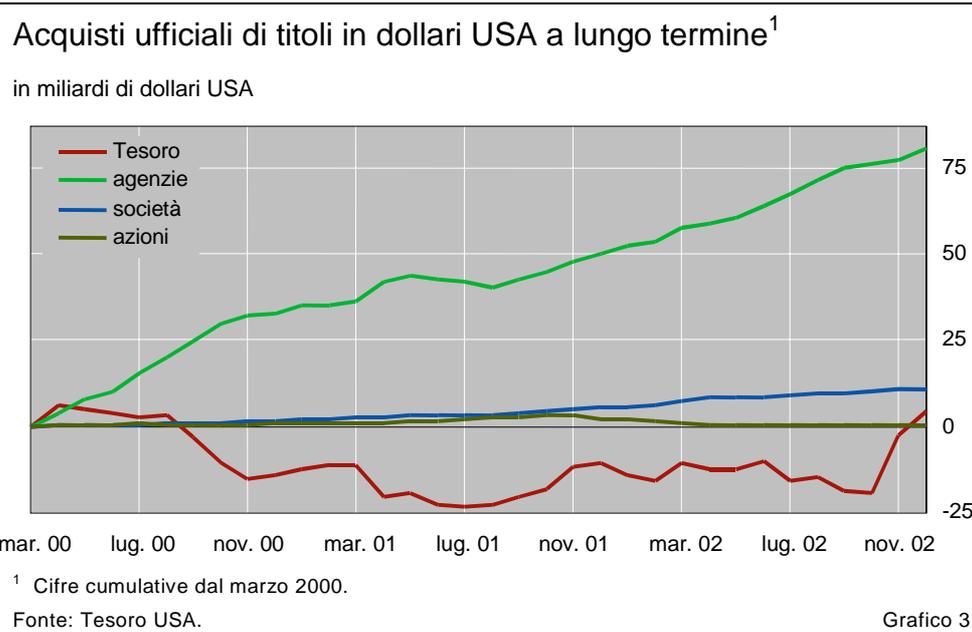
Successivamente al marzo 2000 i gestori delle riserve hanno dovuto fare i conti con gli effetti indotti dal calo mondiale dei corsi azionari, un netto rallentamento della crescita economica, tassi d'interesse calanti e maggiori rischi politici. In che modo essi hanno modificato l'allocazione delle riserve in dollari fra i diversi tipi di strumenti?

Gli investimenti in attività a breve non sono aumentati granché nel 2001-2002, e ciò non sorprende vista la bassa remuneratività di tali strumenti (grafico 2)⁶. Nonostante questa debole crescita, sono tuttavia intervenuti interessanti cambiamenti sul piano della loro distribuzione. In particolare, per effetto della recessione e degli eventi del settembre 2001 pare essersi invertita la precedente tendenza ad accettare un più alto rischio di credito. Fino all'estate 2001 i gestori delle riserve avevano continuato a ridurre le disponibilità in Treasury bill a favore dei depositi bancari offshore. Successivamente, la quota di questi ultimi si è stabilizzata, e i gestori hanno nuovamente privilegiato la qualità creditizia e la liquidità dei titoli di Stato. Particolarmente degno di nota nello stesso periodo è stato il declino dei depositi bancari ufficiali negli Stati Uniti, quantunque la sua interpretazione non sia di immediata evidenza. Gli investimenti in strumenti del mercato monetario hanno mostrato una buona tenuta, se si considera la parallela contrazione dei volumi in essere di commercial paper. Ciò è probabilmente dovuto al fatto che

Gli investimenti a breve restano stazionari dato il calo dei rendimenti



⁶ La scomposizione da parte del Tesoro USA in strumenti emessi dalle agenzie e altri strumenti del mercato monetario inizia nel marzo 2001.



tale contrazione ha riguardato soprattutto la carta di qualità inferiore, poco presente nei portafogli ufficiali.

Preferenza per strumenti più sicuri dopo gli eventi dell'11 settembre ...

Analogamente a quanto osservato nel comparto degli strumenti monetari, nel terzo trimestre 2001 la gestione dei collocamenti a reddito fisso a lungo termine pare essere divenuta più avversa al rischio (grafico 3). Fra l'aprile 2000 e l'agosto 2001 i gestori delle riserve avevano ridotto di \$23 miliardi (escluse le plusvalenze di capitale) le disponibilità in obbligazioni del Tesoro, aumentando nel contempo di \$40 miliardi quelle in titoli emessi dalle agenzie federali. Per contro, visti gli acquisti netti del 2001 e 2002, essi sono tornati a sottoscrivere le Treasury notes vendute in precedenza, continuando però nel frattempo a investire in titoli delle agenzie. Il fatto che, rispetto a questi ultimi, le obbligazioni del Tesoro non abbiano fatto registrare aumenti di liquidità fa ritenere che si sia trattato di una maggiore avversione al rischio piuttosto che di una risposta più passiva alle condizioni di liquidità.

... ma continuano gli acquisti di obbligazioni private USA

Nel complesso, gli scandali sulle procedure contabili e il numero record di insolvenze societarie hanno causato un rallentamento dei collocamenti in obbligazioni private, ma non dismissioni nette. In realtà, nel marzo e nell'aprile 2002 si sono avuti massicci acquisti su base mensile. Nei mesi successivi, allorché la perdita di fiducia si è trasmessa dal mercato azionario a quello del reddito fisso (Barth e Remolona, 2002), sono tutt'al più calati gli acquisti, ma non vi è stata alcuna vendita da parte dei gestori delle riserve ufficiali.

Conclusioni

Durante gli anni novanta i gestori delle riserve hanno continuato ad allungare la scadenza dei portafogli in dollari, proseguendo la tendenza iniziata nel decennio precedente. Nell'ambito delle posizioni a lungo termine essi hanno tuttavia raddoppiato il peso degli strumenti diversi dalle Treasury notes. Nel complesso, nei primi mesi del 2000 soltanto la metà circa delle riserve in dollari

risultava investita in titoli del Tesoro USA. Più di recente la loro quota si è ulteriormente ridotta a favore delle obbligazioni emesse da agenzie federali e società statunitensi. Le incertezze connesse con la recessione, le insolvenze aziendali e la politica mondiale paiono aver frenato tale processo, senza peraltro invertirlo.

Riferimenti bibliografici

Banca dei Regolamenti Internazionali (2000): *70ª Relazione annuale*, Basilea, giugno.

Barth, M. ed E. Remolona (2002): "Quadro generale degli sviluppi: si aggrava la crisi di fiducia, diffondendosi ad altri comparti", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre, pagg. 1–13.

Fung, B. e R.N. McCauley (2000): "Composizione delle riserve valutarie in dollari per strumento", *Rassegna trimestrale BRI*, novembre, pagg. 66–67.

Fung, B. e R.N. McCauley (2001): "Riserve in dollari USA: quanto è dinamica la gestione dei portafogli delle banche centrali?", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo, pagg. 33–35.

McCauley, R.N. (2001): "Spostamento dei benchmark nei mercati monetario e obbligazionario", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo, pagg. 42–49.

McCauley, R.N. (2002): "International market implications of declining Treasury debt", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 34, n. 3, parte 2, agosto, pagg. 952–966.

Nguyen, E.L. (2002): "The international investment position of the United States at yearend 2001", *Survey of Current Business*, luglio, pagg. 10–19.

Truman, E.M. (2001): Audizione dinanzi al Senato USA, Committee on the Budget, 22 marzo.

US Department of the Treasury, Office of the Assistant Secretary, International Affairs, Securities Report Division, Federal Reserve Bank di New York e Division of International Finance, Board of Governors of the Federal Reserve System (2002): *Report on foreign holdings of US long-term securities as of 31 March 2000*, aprile.