

Riserve mondiali in dollari e disponibilità ufficiali detenute negli Stati Uniti¹

Le riserve ufficiali in dollari sono in parte collocate al di fuori degli Stati Uniti. Sebbene tali investimenti "offshore" non finanzino in senso stretto la bilancia corrente statunitense, essi sostengono comunque il dollaro. Queste disponibilità crescono rapidamente nei periodi di massicci interventi valutari.

Classificazione JEL: E580, F210, F310, F320, F330, F340, G150, N200

Negli ultimi anni è stata dedicata crescente attenzione alla misura in cui le riserve mondiali in dollari eccedono le disponibilità ufficiali detenute negli Stati Uniti². Certo, da tempo i detentori ufficiali di dollari investono una parte delle disponibilità all'esterno degli Stati Uniti. Tuttavia, con la crescita a livelli senza precedenti degli interventi ufficiali sui mercati valutari è aumentato di pari passo il volume di questi collocamenti "offshore". Quali fattori sono alla base di tali investimenti e in che modo essi finanziano il disavanzo esterno USA o sostengono la moneta americana?

Il presente lavoro, basato su dati nazionali e della BRI, inizia presentando le stime degli averi ufficiali in dollari detenuti al di fuori degli Stati Uniti. Quindi, dopo aver passato in rassegna il dibattito concernente il ruolo di questi investimenti nel finanziamento della bilancia corrente americana, esso ne delinea le motivazioni politiche ed economiche. Rispetto al ruolo cruciale che rivestivano un tempo, i differenziali di rendimento hanno oggi perso importanza, mentre lo stesso non si può dire per il rischio paese e gli sfasamenti temporali nell'allocazione degli averi dopo forti interventi valutari.

Infine, lo studio afferma che, sebbene a rigore i collocamenti offshore non finanzino il disavanzo corrente USA, essi sostengono comunque il dollaro. L'importanza di tale sostegno ufficiale andrebbe valutata in riferimento al

¹ L'autore desidera ringraziare Swapan-Kumar Pradhan e Michela Scatigna per l'assistenza nel lavoro di ricerca. Le opinioni qui espresse sono dell'autore e non rispecchiano necessariamente il punto di vista della BRI.

² Cfr. BRI (2004), Higgins e Klitgaard (2004) e Truman (2005). Summers (2004) afferma: "Vi sono significative discrepanze che qualcuno ... probabilmente comprende, ma non io, fra le cifre della BRI sull'accumulo di riserve delle banche centrali e quelle del Bureau of Economic Analysis statunitense sul finanziamento ufficiale del disavanzo corrente".

fabbisogno netto di finanziamento esterno *in dollari* degli Stati Uniti, ivi compreso quello dovuto all'acquisto di attività in valuta estera.

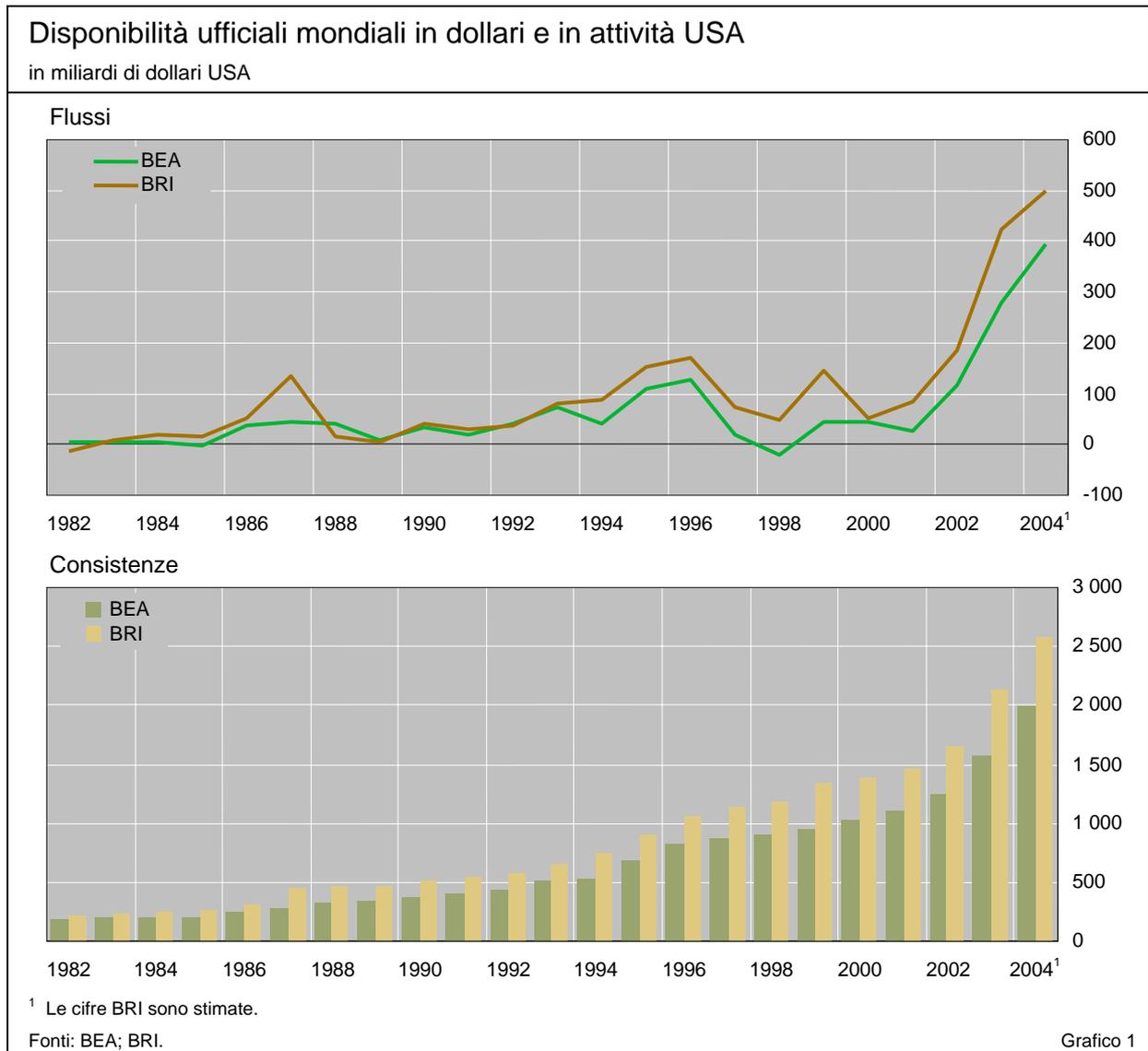
Le motivazioni e le conseguenze degli investimenti ufficiali in dollari al di fuori degli Stati Uniti non sono che un aspetto particolare delle questioni più ampie e di lunga data concernenti la ragion d'essere e le implicazioni dei mercati offshore. In certa misura, quindi, il presente studio passa in rassegna e aggiorna un'analisi quasi cinquantennale cui la BRI ha preso attivamente parte.

Riserve mondiali in dollari e averi ufficiali in attività USA

La variazione delle riserve mondiali in dollari riportata dall'FMI e dalla BRI differisce dalla variazione delle disponibilità ufficiali in attività USA segnalata dal Bureau of Economic Analysis (BEA). La differenza presenta due regolarità.

In primo luogo, la quota di riserve in dollari che pare essere detenuta fuori dagli Stati Uniti è consistente (grafico 1). Essa ammontava al 25% circa a metà

Ingenti averi offshore in dollari ...



2004, assumendo che le riserve non identificate siano investite in obbligazioni in eurodollari³. Come minimo, la quota era pari al 20% sulla base delle riserve identificate (\$438 miliardi su un totale di \$2 241 miliardi, tabella 1). In linea con tale osservazione, l'aumento annuo delle riserve mondiali in dollari è di regola superiore a quello delle disponibilità ufficiali in attività USA riportato dal BEA.

... specie nei
periodi di forti
interventi

In secondo luogo, negli anni di maggiore incremento delle riserve in dollari gli averi offshore tendono a crescere più che proporzionalmente. Ad esempio, per il 1987, anno in cui l'espansione delle riserve segnò un massimo storico, la crescita delle attività ufficiali segnalata dal BEA mostra un grosso divario per difetto. Di conseguenza, la forte espansione degli averi in dollari delle banche centrali negli ultimi anni si è accompagnata a un deciso aumento delle attività detenute al di fuori degli Stati Uniti. Ciò rispecchia in parte il processo di aggiustamento degli stock descritto più avanti.

Scelta della piazza:
irrilevante ...

Il presente studio sostiene che al giorno d'oggi per i prezzi globali delle attività non fa differenza che una banca centrale collochi un deposito in dollari a New York oppure a Tokyo, Hong Kong SAR, Singapore, Bahrain, Londra o nei Caraibi, e poca più rilevanza ha il fatto che la banca centrale compri un titolo del Tesoro USA tenuto in custodia negli Stati Uniti ovvero un titolo in

Composizione per tipi di strumento delle riserve in dollari USA			
fine giugno 2004; in miliardi di dollari USA			
	A breve termine	A lungo termine	Totale
Titoli del Tesoro USA	249	923	1 172
Altre attività	635	434	1 069
Pronti contro termine e depositi negli Stati Uniti	141		
<i>Commercial paper</i> e certificati di deposito negli Stati Uniti	93		
Depositi offshore	401	37	
Titoli di agenzie federali		216	
Obbligazioni societarie		47	
Azioni		134	
Totale	884 (39,4%)	1 357 (60,6%)	2 241 (100%)
<i>Per memoria:</i>			
<i>quota dei titoli del Tesoro sul totale delle attività</i>	28,2%	68,0%	52,3%
<i>Totale stimato delle riserve in dollari a fine giugno 2004</i>			2 334

Nota: le cifre per i titoli del Tesoro e delle agenzie federali, le obbligazioni societarie e le azioni sono tratte da US Treasury et al. (2005). Le cifre per i depositi e gli strumenti del mercato monetario negli Stati Uniti sono tratte da BEA, International Transactions Table 4. Le cifre per i depositi offshore sono tratte dalla *Rassegna trimestrale BRI*, Tabella 5C, da BRI (2005, pagg. 194-195) e da SDDS Giappone per il giugno 2004. La quota a lungo termine è determinata considerando la scadenza originaria; in base alla vita residua la quota è del 51,7%.
Tabella 1

³ Se si assume che gli averi offshore rappresentino la differenza fra gli averi totali in dollari stimati (\$2 334 miliardi) e quelli identificati (\$2 241 miliardi), allora essi ammonterebbero a \$531 miliardi, ossia quasi un quarto del totale. Cfr. McCauley e Fung (2003).

dollari emesso dall'agenzia governativa tedesca KfW e detenuto in Europa. Al massimo tali scelte influiranno sui differenziali di rendimento fra le diverse piazze (improbabile) o fra i diversi emittenti.

Tuttavia, la scelta del luogo di investimento ha molta importanza per la bilancia dei pagamenti USA. Ciò venne dimostrato assai chiaramente nel 1987, quando i massicci interventi delle banche centrali asiatiche ed europee fecero salire di \$134 miliardi le riserve mondiali in dollari, a fronte di un disavanzo corrente USA di \$160 miliardi. Il BEA segnalò invece acquisti ufficiali di attività USA per soli \$45 miliardi. A quel tempo, come si spiegherà più avanti, le banche centrali erano incentivate dalla regolamentazione USA a detenere depositi bancari in dollari al di fuori degli Stati Uniti e i flussi interbancari contribuivano in ampia misura a finanziare il deficit corrente americano. I fondi collocati dai gestori delle riserve ufficiali a Tokyo, Hong Kong o Londra potevano essere visti come una transazione interbancaria (o intrabancaria) non colta dai flussi privati rilevati dal BEA. In tale contesto si poteva affermare che la quota ufficiale del finanziamento del conto corrente USA era in effetti superiore ai quattro quinti. Higgins e Klitgaard (2004) considerano tuttora valida questa logica e definiscono così "discrepanza" la differenza fra le cifre BEA e BRI.

... o rilevante?

I dollari offshore finanziano il deficit corrente USA?

Truman (2005) sostiene invece che non è corretto trattare le attività ufficiali in dollari identificate verso i non residenti USA alla stessa stregua di quelle verso i residenti. Dopo tutto, l'economia statunitense deve soltanto assicurare il servizio delle passività dei propri residenti. Inoltre, molti paesi possono finanziare il loro disavanzo corrente con fondi raccolti in dollari, e anche i mutuatari di paesi non deficitari emettono titoli denominati in dollari. Sebbene in definitiva i paesi con ampi disavanzi come l'Australia non competano con gli Stati Uniti nella ricerca di finanziamenti in dollari, secondo le statistiche BRI nel 2004 i prestatori non residenti negli Stati Uniti hanno collocato su base netta titoli di debito denominati in dollari per l'ammontare record di \$257 miliardi⁴.

È utile distinguere la questione del finanziamento del conto corrente (o della posizione debitoria netta sull'estero) degli Stati Uniti dalla questione dell'equilibrio di portafoglio inerente all'allocazione dei nuovi flussi (o degli stock) di attività in dollari (Tille, 2004; BRI, 2005, Capitolo V). L'acquisizione o detenzione di dollari da parte delle banche centrali estere sostiene la moneta americana anche quando non finanzia il disavanzo o il debito USA. L'ultima sezione di questo studio suggerisce che il raffronto appropriato è quello fra la variazione delle riserve mondiali in dollari e l'emissione netta di passività *in dollari* da parte dei residenti USA.

La prospettiva delle posizioni lunghe e corte in dollari

⁴ Le obbligazioni in dollari offerte da mutuatari di prim'ordine al di fuori degli Stati Uniti competono nei portafogli delle banche centrali con i titoli delle agenzie governative USA (cfr. infra). Le obbligazioni in dollari offerte da società, banche e agenzie brasiliane, coreane o russe, se convertite in moneta nazionale, possono condurre a interventi valutari e a un aumento delle riserve ufficiali.

Motivazioni politiche ed economiche degli investimenti offshore

Vari sono i fattori che inducono le banche centrali a collocare le riserve in dollari al di fuori degli Stati Uniti. Mentre le ragioni economiche sono le stesse che muovono gli investitori privati, quelle politiche sono in parte di natura specifica.

Rischio paese: fattori politici, rischio di contenzioso e rischio di infrastruttura

I dollari offshore sono spesso legati a considerazioni di rischio paese:

Per un investitore, il rischio paese si sostanzia in quei fattori che potrebbero impedire l'utilizzo dei fondi collocati in una data giurisdizione. Il termine può essere impiegato nell'accezione ristretta di rischio legato a sviluppi politici oppure, come in questo studio, in senso più lato, comprendente il rischio di azioni giudiziarie e disfunzioni del mercato (Borio e Packer, 2004).

fattori politici ...

Fattori politici – Nella storia del mercato dell'eurodollaro, ossia il mercato dei depositi a breve in dollari al di fuori degli Stati Uniti, l'Unione Sovietica è citata come uno dei primi detentori di dollari a Londra (Einzig, 1970, pag. 30; Kindleberger, 1973, pag. 289). È possibile che tali depositi mirassero a occultare alle autorità USA pagamenti in dollari, nonché a permettere lo smobilizzo dei fondi in caso di tensioni internazionali. Gli sforzi volti a sottrarsi all'azione delle autorità americane apparvero giustificati nel 1979, allorché queste ultime congelarono gli averi iraniani⁵.

Fra la fine degli anni settanta e i primi anni ottanta, all'epoca dell'invasione russa dell'Afghanistan, i depositi sovietici negli Stati Uniti ammontavano solo a decine di milioni di dollari, mentre le riserve ufficiali in dollari dell'URSS erano pari a decine di miliardi di dollari (grafico 2, diagramma di sinistra). Dopo la dissoluzione dell'Unione Sovietica e il miglioramento dei rapporti con gli Stati Uniti, le banche russe, compresa la banca centrale, iniziarono a piazzare depositi negli Stati Uniti. Oggi questi depositi si misurano in decine di miliardi, così come le riserve della Federazione Russa.

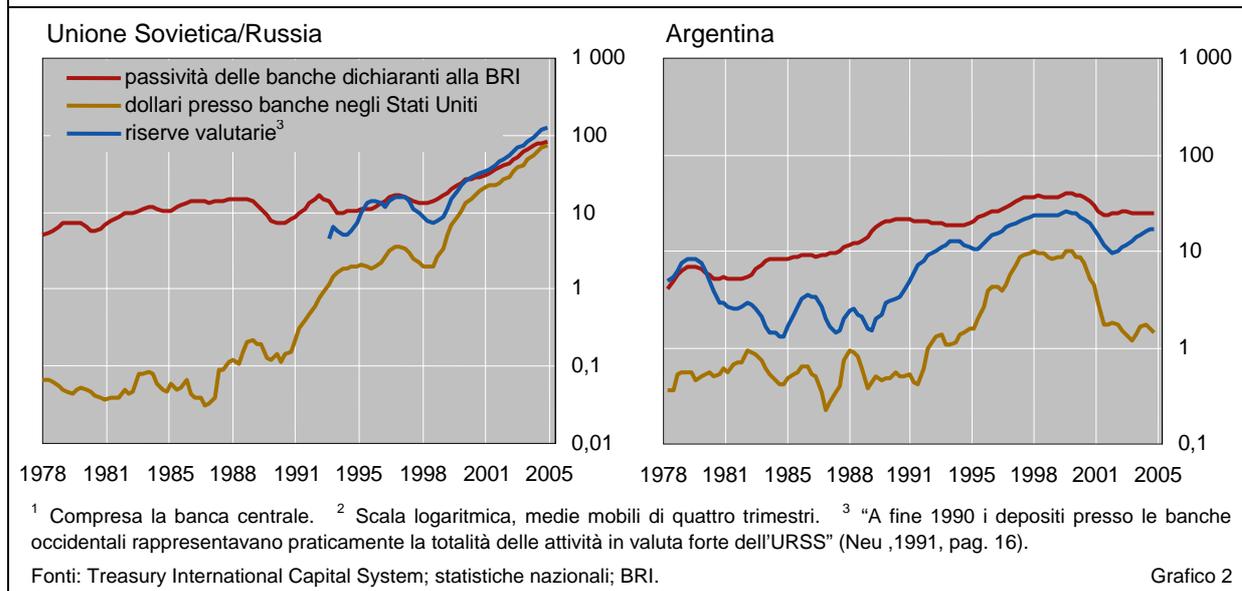
... rischio di contenzioso ...

Rischio di contenzioso – Un altro tipo di rischio paese che può indurre a detenere dollari fuori dagli Stati Uniti è il rischio di vertenze legali. In mancanza di clausole di azione collettiva nelle emissioni sovrane si pone un problema di unanimità di consenso degli obbligazionisti in caso di ristrutturazione del debito. Alcuni investitori USA paiono essersi specializzati proprio nell'acquisto di passività sovrane in sofferenza per poi rifiutare le offerte di transazione e cercare di ottenere condizioni migliori minacciando di avviare, o avviando effettivamente, azioni legali. Queste possono in alcuni casi contemplare la confisca degli averi del mutuatario sovrano insolvente. Il fatto di sottrarre le attività sovrane a potenziali provvedimenti cautelativi dei tribunali americani o di altri paesi può costituire pertanto una logica contromossa strategica.

⁵ Cfr. Hufbauer et al., 1990a, pag. 38. Non tutte le giurisdizioni offshore si dimostrano ugualmente sicure. Il Regno Unito congelò gli averi argentini durante la guerra delle Falkland (Hufbauer et al., 1990b, pag. 537). Il blocco degli averi iraniani da parte degli Stati Uniti fu esteso ai fondi depositati presso filiali estere di banche USA, inizialmente in tutte le valute, e poi soltanto in dollari (Kirtan, 1987, pag. 274). Il congelamento dei conti argentini non riguardò invece le filiali di banche britanniche all'estero. A volte il blocco può anche essere usato per evitare depredazioni, come nel caso del congelamento degli averi del Kuwait disposto dagli Stati Uniti e dai loro alleati in seguito all'invasione irachena nel 1990.

Disponibilità delle banche¹ in depositi bancari all'interno e all'esterno degli Stati Uniti

in miliardi di dollari USA²



È difficile stimare in che misura il rischio di contenzioso influisca sulla detenzione di dollari fuori dagli Stati Uniti. Nondimeno, si può ritenere che solo un ritratto numero di paesi abbia scelto una giurisdizione offshore per i propri depositi in dollari nell'intento di limitare tale rischio. Attualmente l'Argentina è ancora coinvolta in procedimenti giudiziari negli Stati Uniti e il livello post crisi dei suoi depositi bancari è relativamente modesto, specie al confronto con gli anni novanta, quando le disponibilità in dollari detenute presso banche newyorkesi avevano lo scopo di rendere più credibile l'impegno alla convertibilità (grafico 2, diagramma di destra).

Rischio di infrastruttura – Poiché le banche centrali hanno esteso l'orizzonte temporale dei propri portafogli, il loro accesso alla liquidità è venuto nel complesso a dipendere maggiormente dal corretto funzionamento dei mercati finanziari, compresi quelli dei pronti contro termine. L'interruzione delle contrattazioni in titoli del Tesoro USA nel settembre 2001 in seguito all'attacco terroristico ha ricordato ai gestori delle riserve i potenziali vantaggi di una diversificazione geografica delle operazioni e dei collocamenti. Mentre le operazioni sulla piazza di New York erano sospese, le banche centrali con valori detenuti presso depositari europei poterono eseguire le normali transazioni con questi ultimi, dato che il sistema dei pagamenti americano continuava a funzionare e le banche erano in grado di effettuare pagamenti in dollari.

... e rischio di infrastruttura ...

Nazionalità della banca – La scelta fra il collocamento dei dollari negli Stati Uniti o altrove non va confusa con quella fra banche statunitensi o di altra nazionalità. Se è vero che alle banche USA affluisce una quantità ridotta dei dollari depositati offshore⁶, metà dei depositi ufficiali in dollari negli Stati Uniti

⁶ Pertanto, la quota mondiale dei depositi ufficiali segnalati alla BRI detenuta presso banche USA è all'incirca pari a solo un quinto. Si può notare incidentalmente come questo fatto

Ubicazione dei depositi ufficiali in dollari e nazionalità delle banche dicembre 2004; in miliardi di dollari USA			
Nazionalità della banca	Ubicazione dei depositi		Totale
	Stati Uniti	Offshore	
Stati Uniti	73,6	7,8	81,4
Altri paesi	73,0	264,9 ¹	337,9
Totale	146,6	272,7	419,3

Nota: il risultato del test X^2 per l'indipendenza dell'ubicazione e della nazionalità è 137, mentre il valore critico per il livello di significatività dell'1% è 6,6.

¹ Compresi \$5 miliardi di autorità monetarie ufficiali interne.

Fonte: statistiche bancarie BRI su base locale per nazionalità. Tabella 2

(“onshore”) è collocata presso banche (o società di investimento) con sede legale all'estero (tabella 2). A una banca centrale che abbia deciso di piazzare un deposito presso una banca di nazionalità non statunitense resta ancora la scelta se effettuare il deposito negli Stati Uniti o in un altro centro.

Rendimento

... ma le considerazioni di rendimento sono state più importanti ...

Il rendimento si è rivelato più importante del rischio paese ai fini della crescita dell'euromercato nell'arco delle ultime due generazioni. Durante gran parte della sua esistenza l'euromercato ha offerto un cospicuo differenziale positivo agli investitori disposti a effettuare un deposito in dollari presso una banca situata a Londra o in un altro centro esterno agli Stati Uniti (grafico 3, diagramma superiore). Originariamente e fino alla metà degli anni settanta, ciò fu dovuto alla mancanza di integrazione fra i mercati monetari in dollari di Londra e di New York e all'esenzione dagli obblighi di riserva prescritti negli USA; in seguito, soltanto a quest'ultimo motivo.

In effetti, prima che i mercati monetari mondiali del dollaro divenissero generalmente integrati trent'anni or sono, i rendimenti sulla piazza di Londra spesso eccedevano quelli offerti a New York in misura superiore al costo implicito della riserva obbligatoria⁷. A causa del “programma di restrizione volontaria del credito” introdotto dagli Stati Uniti nel 1965 le banche non potevano collocare a Londra un volume di fondi raccolti negli USA sufficiente ad assicurare la parità di costo della provvista sui due mercati⁸. In particolare, tali controlli sui capitali impedirono alle banche statunitensi di sfruttare opportunità di arbitraggio pari a 100-300 punti base nel 1971 (Kreicher, 1982). In quelle circostanze, le banche centrali erano fortemente incentivate a

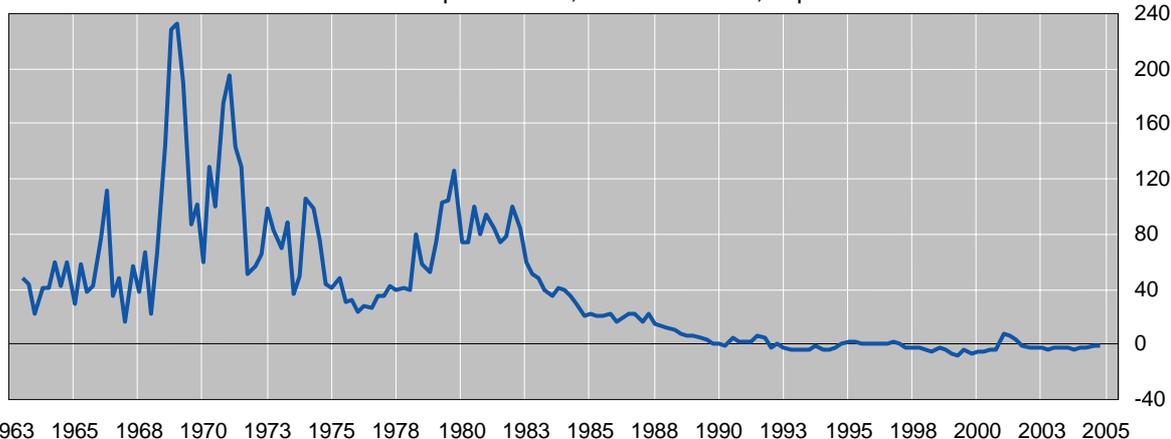
sollevi qualche interrogativo circa il presunto vantaggio che il ruolo di riserva del dollaro comporterebbe per il settore finanziario USA e, attraverso l'occupazione e i profitti di tale settore, per l'insieme dell'economia americana.

⁷ I riferimenti classici sul tema sono Johnston (1979), Aliber (1980, 2002) e Kreicher (1982).

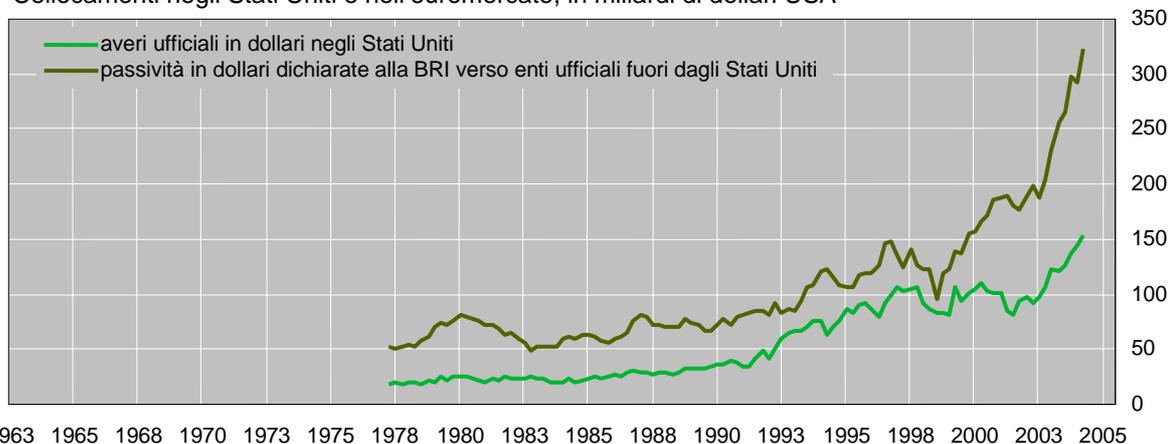
⁸ La BRI (1965, pag. 162) rilevava cautamente che “le nuove risorse che le banche americane possono prestare a non residenti sono state, dal febbraio 1965, assoggettate alla disciplina delle autorità monetarie americane”.

Rendimento e collocamenti ufficiali in dollari negli Stati Uniti e nell'euromercato

Differenziale fra Libid e certificati di deposito USA; tassi a tre mesi; in punti base



Collocamenti negli Stati Uniti e nell'euromercato, in miliardi di dollari USA



Fonti: statistiche nazionali; BRI.

Grafico 3

collocare i propri averi in dollari al di fuori degli Stati Uniti. Infatti, sui depositi in eurodollari i gestori delle riserve potevano realizzare rendimenti superiori a quelli offerti dai titoli del Tesoro o dai certificati di deposito USA⁹.

Nel gennaio 1974 le restrizioni furono abolite. In seguito, l'arbitraggio mantenne in genere i tassi sull'eurodollaro entro un ristretto margine rispetto al costo totale del denaro sul mercato monetario USA. Tuttavia, i rendimenti non divennero identici. L'interazione degli obblighi di riserva con il livello dei tassi di interesse innalzava il costo totale della raccolta bancaria sul mercato interno statunitense. A un tasso di interesse del 10%, un coefficiente di riserva pari al 6% su un certificato di deposito USA comportava un costo di quasi 60 punti base. Le banche erano dunque disposte a pagare questo sovrappiù sui fondi

⁹ La BRI (1964, pag. 148) segnalava che le autorità italiane e giapponesi collocavano dollari presso le proprie banche e che la BRI stessa depositava dollari all'esterno degli Stati Uniti "allo scopo probabilmente di ritrarne un maggiore utile". La Deutsche Bundesbank, per contro, talvolta aveva addirittura chiesto alle banche tedesche controparti in operazioni di riporto valutario a breve termine di investire in buoni del Tesoro USA i dollari temporaneamente acquisiti.

Iniziative delle autorità per limitare gli averi in dollari offshore

Prima che i mercati interno ed esterno del dollaro USA divenissero ben integrati, in occasione delle riunioni presso la BRI le banche centrali avevano manifestato preoccupazioni per la creazione di moneta e di credito nel mercato dell'eurodollaro. Data l'assenza di obblighi di riserva, si ipotizzava che i moltiplicatori della moneta e del credito fossero molto elevati e che i relativi aggregati sfuggissero al controllo ufficiale. Vi era inoltre il timore che i depositi in eurodollari fossero prestati a imprese europee, che li avrebbero usati per acquistare valute europee, accrescendo così la necessità di acquisti di dollari da parte delle banche centrali. Mayer (1970) comparava il collocamento ufficiale di dollari al di fuori degli Stati Uniti all'oro di nuova estrazione, in quanto permetteva un aumento degli averi di riserva di un paese senza che un altro paese subisse una corrispondente diminuzione⁹.

Furono avanzate due proposte, una sola delle quali venne attuata. Nel 1971 le banche centrali del Gruppo dei Dieci concordarono di non piazzare più fondi offshore¹⁰. L'altra proposta, più fondamentale, fu presentata dagli Stati Uniti nel 1980 alla BRI e prevedeva un accordo fra i principali centri bancari internazionali (G10 e Svizzera) per imporre obblighi di riserva sugli eurodepositi bancari a livello mondiale, ma non venne adottata (Frydl, 1982, pag. 18).

Il ragionamento che indusse le banche centrali a rinunciare agli eurodepositi aveva senso in un'epoca in cui i controlli sui capitali segmentavano i mercati interno ed esterno del dollaro. Alla metà degli anni settanta, tuttavia, esso aveva ormai perso ogni validità. La scelta da parte di una banca centrale, o di qualsiasi altro depositante, di collocare dollari nei Caraibi o a Londra anziché a New York avrebbe semplicemente causato un afflusso interbancario netto leggermente maggiore o un deflusso interbancario netto leggermente minore verso o dagli Stati Uniti. Per le banche che arbitraggiavano i due mercati, un deposito onshore e un deposito offshore a parità di costo totale erano sostituiti perfetti.

⁹ Per una trattazione in merito cfr. Machlup (1972) e Dufey e Giddy (1978). ¹⁰ Zijlstra (1971): "[Sta] diventando sempre più manifesto che il mercato delle eurodivise abbisogna di guida e di controllo. Il gruppo dei Governatori che si riuniscono regolarmente a Basilea ha convenuto di costituire una commissione di studio, sotto la mia presidenza, al fine di analizzare il problema e proporre la costituzione e le linee direttive di un gruppo permanente che abbia il compito di suggerire quali siano le misure da adottare da parte dei Governatori. Sono fiducioso che i Governatori sapranno imprimere al mercato dell'eurodollaro un comportamento maggiormente in armonia con il corretto funzionamento del sistema monetario internazionale ... [Per] il momento abbiamo già deciso di non collocare fondi addizionali sul mercato, ma, anzi, di ritirarne, quando una tale azione risulti prudente alla luce delle condizioni di mercato". Questa politica può essere vista come una libera versione del principio di esclusività del Governatore Norman, secondo cui le banche centrali dovrebbero effettuare tutte le operazioni in una data valuta attraverso la banca centrale del paese di emissione, una dottrina "senza molti effetti pratici" (Sayers, 1976, vol. 1, pag. 158 e vol. 3, pagg. 74-75).

raccolti a Londra per finanziare i crediti ivi erogati. Pertanto, per 15 anni ancora dall'integrazione dei mercati monetari i depositi offshore offrono un vantaggio di rendimento¹⁰.

A partire dal 1990 i depositi in eurodollari hanno mostrato un differenziale di rendimento esiguo, se non nullo, rispetto agli strumenti del mercato monetario USA come i certificati di deposito. Verso la fine di quell'anno la Federal Reserve ridusse a zero l'obbligo di riserva sui certificati di deposito di grande ammontare. È vero che i premi di assicurazione richiesti dalla Federal

¹⁰ In effetti, Londra e le altre piazze offshore permisero alle banche centrali di non pagare il modesto signoraggio lucrato dal settore pubblico USA sui depositi in dollari soggetti a riserva. All'epoca gran parte dei guadagni da signoraggio dovuti a non residenti (e oggi la loro totalità) derivava tuttavia dalla detenzione all'estero di banconote USA, quasi esclusivamente da parte di soggetti privati.

Quota offshore dei depositi bancari in dollari USA delle istituzioni monetarie ufficiali e premio di rendimento sui depositi offshore				
	Coefficiente	Errore standard	Test t	Significatività
Costante	0,2611	0,086	3,047	0,004
Quota offshore ¹	0,6237	0,122	5,093	0,000
Spread	0,0002	0,000	2,117	0,040
Campione: 1° trimestre 1978 - 3° trimestre 1990 R ² corretto: 0,616 Test DW: 2,360				
Costante	0,0811	0,049	1,641	0,107
Quota offshore ¹	0,8682	0,078	11,066	0,000
Spread	-0,0007	0,001	-0,618	0,539
Campione: 4° trimestre 1990 - 4° trimestre 2004 R ² corretto: 0,707 Test DW: 2,020				
Nota: la variabile dipendente è la quota offshore di depositi in dollari calcolata come rapporto fra le passività in dollari dichiarate alla BRI verso istituzioni monetarie ufficiali al di fuori degli Stati Uniti e la somma di queste passività e di quelle in dollari verso istituzioni monetarie ufficiali negli Stati Uniti. Lo spread è la differenza fra il Libid e il tasso sui certificati di deposito USA a tre mesi. La riserva obbligatoria statunitense sui grandi depositi e sulla raccolta netta in eurodollari è stata azzerata nel dicembre 1990 (McCauley e Seth, 1992).				
¹ Differita di un trimestre.				
Fonti: statistiche nazionali; dati e stime BRI.				Tabella 3

Deposit Insurance Corporation sulla maggior parte dei depositi bancari negli Stati Uniti continuavano a offrire un incentivo al collocamento delle riserve su conti offshore, ma dal 1997 le banche con rating elevato furono esentate anche dal pagamento dei premi di assicurazione sui depositi¹¹.

Le banche centrali hanno reagito come investitori sensibili ai differenziali di rendimento, benché a un certo momento abbiano convenuto di astenersi da ricercare remunerazioni più alte sul mercato offshore nell'interesse della stabilità monetaria e finanziaria (cfr. il riquadro precedente)¹². Ad esempio, quando gli alti tassi di interesse sul dollaro ampliarono il differenziale positivo sui depositi offshore intorno al 1980, le banche centrali investirono in questi ultimi una quota maggiore delle loro disponibilità (grafico 3, diagramma inferiore). La tabella 3 riporta una regressione della quota dei depositi bancari offshore in dollari delle istituzioni monetarie ufficiali sul differenziale di rendimento fra il tasso Libid (London Interbank Bid Rate) e il tasso sui certificati di deposito USA. Prima della riduzione dell'obbligo di riserva sui depositi di grande ammontare nel quarto trimestre 1990, un ampliamento di

... come dimostra il comportamento delle banche centrali

¹¹ "Attualmente il 93% delle istituzioni assicurate dal FDIC, cui fa capo il 98% dei depositi assicurati, non paga nulla per l'assicurazione" (Congressional Budget Office, 2005).

¹² I rendimenti corretti per il rischio sono rilevanti per le banche centrali, ma è difficile immaginare una buona *proxy* per il rischio dei depositi in eurodollari. Frydl (1982) sostiene che il rischio attribuito dagli investitori a tali depositi è diminuito dopo il fallimento di Bankhaus Herstatt nel 1974. Frydl afferma altresì che il Concordato sulla ripartizione delle responsabilità di vigilanza fra le autorità del paese di origine e del paese ospitante rafforzò la fiducia dei depositanti sul mercato dell'eurodollaro. La crisi debitoria latinoamericana e il dissesto di Continental Illinois, rispettivamente nel 1982 e 1984, causarono un aumento notevole, seppure temporaneo, del premio di rischio dei tassi sull'eurodollaro rispetto a quelli del mercato monetario USA.

10 punti base dello spread si associava a un aumento di 0,2 punti percentuali dei depositi ufficiali offshore nello stesso trimestre e di 0,6 punti percentuali nel periodo successivo¹³.

A partire dal 1990 la scelta fra depositi onshore e offshore è stata influenzata soprattutto dall'interazione fra la composizione dei paesi con riserve in aumento (ovvero in calo) e le preferenze specifiche delle banche centrali quanto alla collocazione geografica dei propri averi. Queste preferenze possono essere legate, fra l'altro, a considerazioni di fascia oraria. Ad esempio, è ipotizzabile che le banche centrali dell'America latina trovino più conveniente collocare dollari negli Stati Uniti che non le banche centrali asiatiche.

Regolamentazione del mercato mobiliare

La regolamentazione non costituisce un fattore ovvio ...

L'analisi empirica si è finora incentrata sui depositi bancari, ma in realtà questi rappresentano meno di un terzo degli averi ufficiali in dollari. Le banche centrali hanno progressivamente esteso la scadenza media dei loro portafogli acquistando titoli a lungo termine. Anche in questo caso esse hanno la scelta di investire negli Stati Uniti oppure in altri mercati. Purtroppo non vi è però un indicatore diretto degli investimenti del secondo tipo.

La relazione storica fra i mercati obbligazionari interni ed esterni agli Stati Uniti è l'immagine speculare di quella fra i corrispondenti mercati dei depositi. In entrambi i casi sui rendimenti USA ha influito un onere amministrativo, sotto forma di coefficiente di riserva sui depositi bancari di grande ammontare (gravante sulle banche) e di ritenuta fiscale alla fonte sugli interessi pagati ai detentori non residenti di obbligazioni USA (gravante sugli investitori). Le banche londinesi potevano corrispondere tassi più elevati sui depositi in dollari a parità di costo totale, mentre gli emittenti europei di obbligazioni in dollari potevano offrire rendimenti inferiori ai non residenti grazie all'assenza di ritenuta fiscale¹⁴.

¹³ Per quale motivo prima del 1990 i fondi pensione, le assicurazioni e i fondi comuni e le amministrazioni pubbliche negli Stati Uniti acquistavano certificati di deposito USA pur potendo ottenere rendimenti migliori sui depositi presso le filiali londinesi o caraibiche delle stesse banche? Questa domanda non ha mai avuto una risposta soddisfacente. Alcuni enti erano senza dubbio vincolati da direttive che limitavano la detenzione di attività sull'estero; in questi casi ci si chiede perché le direttive non furono modificate. È chiaro che con la crescita dei fondi comuni del mercato monetario è aumentato il numero di portafogli in grado di investire nell'euromercato. Si potrebbe considerare la riluttanza degli investitori USA a comprare eurodollari come una risposta al rischio paese oppure come espressione di una preferenza aprioristica per le attività interne.

¹⁴ La pressione concorrenziale costrinse in generale le banche londinesi a trasferire ai depositanti il risparmio risultante dall'assenza di obblighi di riserva. Per contro, ciascun emittente di prim'ordine agiva nella propria classe di rischio creditizio come un monopolista discriminante posto di fronte a due diverse curve di domanda, nel mercato USA e nell'euromercato, di cui la prima più elastica. Di conseguenza, l'emittente non spingeva l'emissione in eurodollari fino al punto dell'eguaglianza di costo rispetto all'emissione USA, mentre gli investitori esteri erano scoraggiati dall'acquistare le obbligazioni interne a più alto rendimento a causa della ritenuta alla fonte. Di fatto l'emittente di euroobbligazioni condivideva con l'investitore il beneficio derivante dall'assenza di ritenuta fiscale.

Registrazione presso la SEC di determinate emissioni obbligazionarie internazionali denominate in dollari USA				
in miliardi di dollari USA, 2000-maggio 2005				
	Registrazione presso la SEC	Procedura Regola 144A	Nessuna delle due	Totale
CADES (ente francese)	–	–	6,75	6,75
Hydro-Québec	0,75	–	–	0,75
KfW (ente tedesco)	23,00	–	21,36	44,36
Québec	4,75	–	0,02	4,77
Repubblica italiana	48,00	–	4,15	52,15
Swedish Export Credit	3,10	0,25	2,99	6,34
Japan Bank for International Cooperation	1,00	–	2,25	3,25
Totale	80,60	0,25	37,52	118,37

Nota: i titoli emessi dai suddetti mutuatari e acquistati da banche centrali estere, anche se commercializzati negli Stati Uniti, non sarebbero inclusi nelle statistiche BEA.

Fonti: Dealogic; BRI. Tabella 4

Non essendo soggette alla ritenuta USA, le banche centrali non erano incentivate ad acquistare euroobbligazioni con rendimento relativamente basso. Stando a taluni riscontri indiretti risulta che fino ai primi anni ottanta non vi fu un volume significativo di euroobbligazioni nei portafogli delle banche centrali¹⁵. In seguito all'abolizione della ritenuta alla fonte americana nel luglio 1984, i mercati obbligazionari USA e dell'eurodollaro divennero tuttavia rapidamente integrati in termini di prezzo. L'eventuale minor rendimento delle euroobbligazioni rispetto ai titoli USA era ormai misurabile in punti base e non più in decine di punti base o addirittura in punti percentuali (Papke, 2000).

Di fatto, a partire dal 1984 le banche centrali potrebbero aver avuto convenienza ad acquistare titoli in eurodollari nella misura in cui il costo dell'autorizzazione della Securities and Exchange Commission (SEC) ha sopravanzato il vantaggio in termini di liquidità legato al pieno accesso alla base di investitori statunitensi. Il risparmio ottenuto evitando il costo della procedura SEC può presumibilmente essere ripartito fra i compratori (comprese le banche centrali) e gli emittenti. D'altra parte, a compenso di tale costo vi è la maggiore liquidità che può derivare all'obbligazione sul mercato secondario grazie alla più vasta gamma di potenziali investitori USA. Oggigiorno molte obbligazioni di prim'ordine commercializzate attraverso i canali dell'euromercato sono in effetti obbligazioni globali, emesse anche negli Stati Uniti e registrate presso la SEC. Altre possono essere vendute a investitori istituzionali USA in base alla Regola 144A della SEC.

La scomposizione in base alla registrazione presso la SEC di una selezione di emissioni internazionali in dollari nell'arco degli ultimi cinque anni indica che le banche centrali non scelgono di acquistare obbligazioni di non

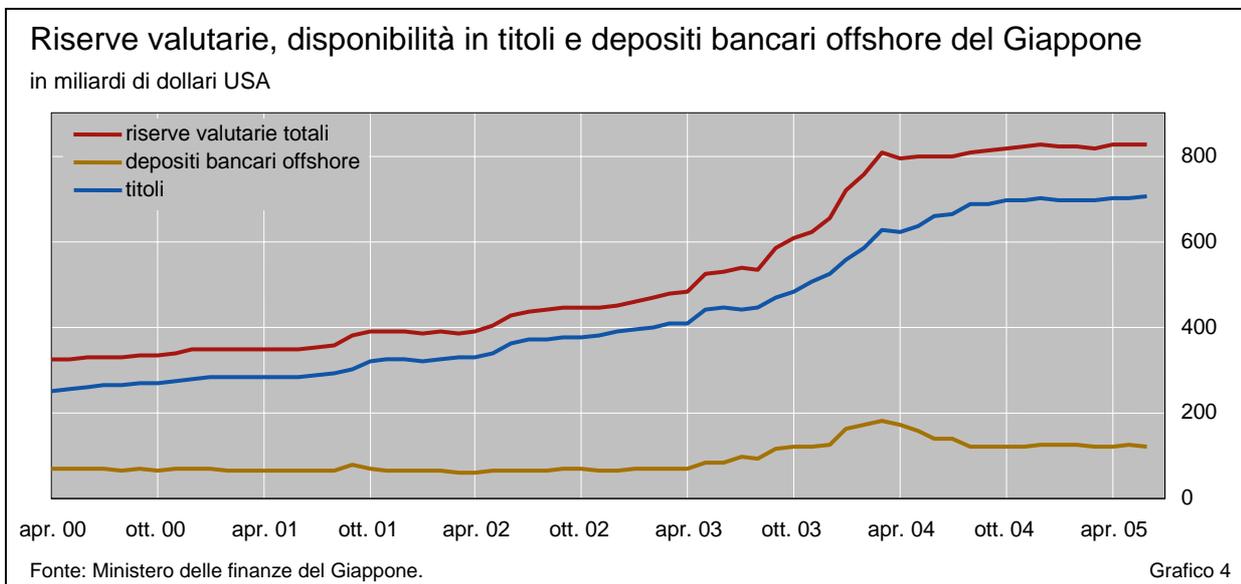
¹⁵ Fung e McCauley (2000) riscontrano che nel 1980 la somma degli averi ufficiali negli Stati Uniti e dei depositi offshore notificati dalla BRI era molto vicina al totale stimato delle riserve in dollari.

residenti USA per evitare i costi della regolamentazione SEC (tabella 4). Le emissioni esaminate trovano notoriamente buon accoglienza nei portafogli delle banche centrali. E se è vero che nel periodo l'agenzia governativa francese CADES ha evitato la registrazione SEC, altri emittenti, come l'agenzia governativa tedesca KfW, hanno registrato gran parte delle loro emissioni in dollari. La Repubblica italiana ha iscritto presso la SEC oltre il 90% dei prestiti in dollari lanciati dal 2000. Per la maggioranza delle emissioni dei prenditori considerati – oltre i due terzi in termini di valore – è stata adottata la procedura SEC. Gli emittenti paiono dunque ritenere che le banche centrali siano disposte a sopportare il costo della registrazione SEC in contropartita della migliore liquidità sul mercato secondario¹⁶.

Aggiustamento degli stock nel processo di investimento

... mentre sembrano avere rilevanza gli sfasamenti temporali

Acquisizioni massicce di dollari in un breve arco di tempo paiono determinare un temporaneo aumento degli averi detenuti offshore. Ciò potrebbe essere dovuto al fatto che i gestori delle riserve “parcheggiano” i fondi su depositi bancari in vista dell'acquisto di titoli. Come si è visto, tali depositi sono in gran parte piazzati al di fuori degli Stati Uniti – un tempo in considerazione dei maggiori rendimenti, ora per ragioni di comodità o di abitudine – mentre i titoli sono detenuti soprattutto all'interno di questo paese. Uno sfasamento temporale nel processo di allocazione può quindi innalzare la quota degli averi offshore quando le riserve crescono rapidamente¹⁷. La ragione dello sfasamento è che, come avviene per altri processi di aggiustamento degli stock, la conversione dei depositi in valori mobiliari può comportare costi che



¹⁶ Se la regolamentazione non appare una ragione importante degli acquisti di titoli in dollari di non residenti USA da parte delle banche centrali, allora sono probabilmente più rilevanti i fattori connessi con il rendimento, la diversificazione del portafoglio, nonché forse la diversificazione del rischio di infrastruttura.

¹⁷ L'acquisizione di un conto in dollari offshore non consegue in modo immediato al regolamento di un intervento, poiché un acquisto di dollari viene normalmente regolato negli Stati Uniti.

crescono in funzione del volume dei fondi (o della rapidità dell'operazione). In alcuni casi, inoltre, i gestori preferiscono obbligazioni di nuova emissione, e ciò può richiedere tempo; in altri casi possono semplicemente ritenere che il momento non sia opportuno per l'acquisto di titoli.

Il flusso di investimenti durante la fase di massicci interventi valutari del Giappone nel 2003-04 è un buon esempio a riguardo (grafico 4). I fondi sono inizialmente affluiti su conti bancari giapponesi e solo per gradi sono stati investiti in titoli. Di conseguenza, per effetto degli ingenti acquisti di dollari la quota dei depositi offshore nel portafoglio delle autorità giapponesi è dapprima aumentata, per poi decrescere progressivamente con l'acquisto dei titoli.

Implicazioni e conclusioni

In conclusione, in una prospettiva di ampiezza crescente si possono formulare tre osservazioni circa l'importanza del finanziamento ufficiale del disavanzo esterno USA nel 2004. In senso stretto, mediante l'acquisto di passività USA onshore il settore ufficiale ha finanziato il 59% del deficit corrente (\$395 miliardi su un totale di \$668 miliardi; tabella 5). Considerando anche le riserve detenute offshore, tuttavia, le autorità monetarie estere hanno effettuato acquisti di dollari pari al 75% del disavanzo (\$498 miliardi)¹⁸. Si noti che il divario fra le due percentuali è minore di quello del 2003 (53% contro 81%). Ciò è ricollegabile sia alla crescita meno rapida delle riserve, sia al processo di aggiustamento degli stock messo in evidenza nel grafico 4. Non va però dimenticato che le disponibilità offshore non finanziano direttamente il disavanzo degli Stati Uniti, in quanto sono la contropartita di passività di residenti in altri paesi. Nondimeno, l'incremento delle riserve mondiali in dollari, siano esse collocate negli Stati Uniti o altrove, contribuisce certamente a sostenere il dollaro.

È forse più opportuno comparare l'entità di tale sostegno con il fabbisogno complessivo di finanziamento in dollari dell'economia americana, ossia con le emissioni totali nette di passività USA *in dollari*, piuttosto che con il disavanzo della bilancia corrente¹⁹. Tali emissioni nette eccedono la dimensione (assoluta) del disavanzo corrente nella misura in cui i residenti USA acquisiscono attività in valuta estera. In effetti, l'economia americana assume

¹⁸ Va tuttavia rilevato che possono sorgere interrogativi allorché si confronta la crescita delle riserve mondiali in dollari con il disavanzo corrente USA. È del tutto possibile che l'aumento delle riserve superi il disavanzo, e che quindi l'accumulo di attività ufficiali non si limiti a finanziare il disavanzo stesso. In effetti, verso la fine degli anni sessanta, quando la differenza venne rilevata per la prima volta, il conto corrente degli Stati Uniti era eccedente. A quell'epoca sorse il timore che l'accumulo di buoni del Tesoro o di eurodollari da parte delle banche centrali europee stesse finanziando l'acquisto di attività societarie in Europa da parte di imprese americane (Kindleberger, 1965).

¹⁹ È inoltre possibile mettere a confronto la variazione delle riserve mondiali in dollari con la raccolta di capitale di prestito degli Stati Uniti. In quest'ottica tale raccolta va a finanziare il disavanzo corrente e il disavanzo della bilancia degli investimenti azionari diretti e di portafoglio. Un problema che pone tale misura rispetto a quella adottata nel testo è che essa perderebbe di significato ove le banche centrali acquistassero azioni in luogo di obbligazioni.

Averi ufficiali in dollari e finanziamento esterno USA					
in miliardi di dollari USA					
	Variazioni			Consistenze	
	2002	2003	2004	2003	2004
Averi ufficiali esteri negli Stati Uniti notificati dal BEA	116	278	395	1,567	1,982
Acquisti/averi ufficiali in dollari ¹	187	423	498	2,077	2,575
Disavanzo corrente/posizione netta sull'estero USA	475	520	668	2,157	2,484
Finanziamento esterno a reddito fisso/debito esterno USA ²	510	672	836	3,012	3,734
Finanziamento esterno netto in dollari/passività esterne (escludendo le azioni USA da quelle denominate in dollari) ³	515	697	791	3,288	3,901
Finanziamento esterno netto in dollari/passività ⁴	652	799	958	7,446	8,516

¹ Cifre stimate in base agli averi ufficiali negli Stati Uniti notificati dal BEA, ai depositi offshore in dollari tratti dalle statistiche bancarie internazionali BRI, Tabella 5C, e ai dati SDDS del Giappone sulle riserve depositate. ² Cifre calcolate aggiungendo all'ammontare assoluto del disavanzo corrente/posizione debitoria internazionale netta la variazione/consistenza degli investimenti azionari diretti e di portafoglio all'estero. ³ Cifre calcolate aggiungendo al finanziamento esterno a reddito fisso/debito esterno la variazione/consistenza delle riserve ufficiali USA, la variazione/consistenza delle obbligazioni in valuta estera e la variazione/consistenza delle attività delle banche e non banche USA denominate in valuta estera. ⁴ Cifra stimata sommando il valore assoluto del disavanzo corrente/posizione netta sull'estero, la variazione/consistenza degli investimenti azionari diretti e di portafoglio all'estero, la variazione/consistenza delle obbligazioni denominate in valuta estera, la variazione/consistenza delle attività di banche e non-banche USA denominate in valuta estera e la variazione/consistenza delle riserve ufficiali.

Fonti: BEA; Nguyen, 2005; Sauers e Pierce, 2005; US Treasury et al., 2005; stime BRI. Tabella 5

una posizione corta in dollari sia per finanziare l'eccedenza delle importazioni sulle esportazioni di beni e servizi, sia per finanziare l'acquisto di azioni, partecipazioni e obbligazioni estere denominate in valuta estera. In quest'ottica l'accumulo delle riserve ufficiali in dollari nel 2004 ha fornito un contributo minore, fungendo da contropartita per il 51% soltanto dell'aumento della posizione corta degli Stati Uniti (cfr. la seconda e l'ultima riga della tabella 5). Una prospettiva ancora più ampia, che consideri i flussi creditizi in dollari esterni agli Stati Uniti, deve ancora essere pienamente esplorata.

Pertanto, è facile sottovalutare il ruolo del supporto ufficiale fornito al dollaro, così com'è possibile sopravvalutarlo. Pur essendo venuto meno l'incentivo principale, i gestori delle riserve continuano a piazzare ingenti quantità di dollari all'esterno degli Stati Uniti. Quale che sia il luogo in cui sono investiti i dollari, la moneta americana ne trae comunque sostegno. L'aumento delle riserve mondiali dovrebbe essere raffrontato non tanto con il disavanzo corrente USA, quanto con il concetto più ampio di fabbisogno di finanziamento esterno in dollari del paese.

Riferimenti bibliografici

Aliber, R.Z. (1980): "The integration of the offshore and domestic banking system", *Journal of Monetary Economics*, vol. 6, pagg. 509-526.

——— (2002): *The New International Money Game*, 6^a edizione, Chicago, University of Chicago Press.

Banca dei Regolamenti Internazionali (1964): *34^a Relazione annuale*.

——— (1965): *35^a Relazione annuale*.

——— (2004): *74^a Relazione annuale*.

——— (2005): *75^a Relazione annuale*.

Borio, C.E.V. e F. Packer (2004): "Analisi dei nuovi orientamenti in materia di rischio paese", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre, pagg. 51-70.

Congressional Budget Office (2005): "Modifying Federal deposit insurance", studio trasmesso a Richard S. Shelby, Presidente del Senate Banking Committee, da Douglas Holtz-Eakin, Direttore del CBO.

Dufey, G. e I.H. Giddy (1978): *The international money market*, Englewood Cliffs, New Jersey, Prentice-Hall.

Einzig, P. (1970): *The eurodollar system*, 5^a edizione, New York: St Martin's Press.

Frydl, E. (1982): "The eurodollar conundrum", *Quarterly Review*, Federal Reserve Bank of New York, primavera, pagg. 11-19.

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

Higgins, M. e T. Klitgaard (2004): "Reserve accumulation: implications for global capital flows and financial markets", *Current Issues in Economics and Finance*, vol. 10, n. 10, Federal Reserve Bank of New York, settembre/ottobre, www.newyorkfed.org/research/current_issues/ci10-10.html.

Hufbauer, G.C., J.J. Schott e K.A. Elliott (1990a): *Economic sanctions reconsidered: history and current policy*, 2^a edizione, Washington, Institute for International Economics.

——— (1990b): *Economic sanctions reconsidered: supplemental case studies*, 2^a edizione, Washington, Institute for International Economics.

Johnston, R.B. (1979): "Some aspects of the determination of eurocurrency interest rates", *Quarterly Bulletin*, Bank of England, marzo, pagg. 35-46.

Kindleberger, C.P. (1965): "Balance-of-payments deficits and the international market for liquidity", *Essays in international finance*, Princeton, Princeton University Press, maggio.

——— (1973): *International economics*, 5^a edizione, Homewood, Illinois, Irwin.

- Kirton, J. (1987): "Economic sanctions and alliance consultations: Canada, the United States and the strains of 1979-82", in D. Leyton-Brown (ed.), *The utility of international economic sanctions*, Londra, Croom Helm.
- Kreicher, L.L. (1982): "Eurodollar arbitrage", *Quarterly Review*, Federal Reserve Bank of New York, vol. 7, estate, pagg. 10-22.
- Machlup, F. (1972): "The eurodollar system and its control", in F. Machlup et al. (ed.), *International Monetary Problems*, Washington D.C., American Enterprise Institute.
- Mayer, H. (1970): "Some theoretical problems relating to the eurodollar market", *Princeton Essays in International Finance*, n. 79, Princeton, Princeton University Press.
- McCauley, R.N. e B. Fung (2003): "La scelta degli strumenti nella gestione delle riserve valutarie in dollari", *Rassegna trimestrale BRI*, marzo, pagg. 39-46.
- McCauley, R.N. e R. Seth (1992): "Foreign bank credit to US corporations: the implication of offshore loans", *Quarterly Review*, Federal Reserve Bank of New York, vol. 17, primavera, pagg. 52-65.
- Neu, C.R. (1991): *Soviet international finance in the Gorbachev era*, Santa Monica: RAND, R-4116-USDP.
- Nguyen, E.L. (2005): "The international investment position of the United States at yearend 2004", *Survey of Current Business*, luglio, pagg. 30-39.
- Papke, L.E. (2000): "One-way treaty with the world: the US withholding tax and the Netherlands Antilles", *International Tax and Public Finance*, vol. 7, n. 3.
- Sauers, R.M. e K.K. Pierce (2005): "US international transactions, first quarter of 2005", *Survey of Current Business*, luglio, pagg. 72-121.
- Sayers, R.L. (1976): *The Bank of England, 1891-1944*, Cambridge, Cambridge University Press.
- Summers, L.H. (2004): "The US current account deficit and the global economy", Conferenza Per Jacobsson, 3 ottobre.
- Tille, C. (2004): *Financial integration and the wealth effect of exchange rate fluctuations*, Federal Reserve Bank of New York.
- Truman, E.M. (2005): "Postponing global adjustment", *Institute for International Economics Working Paper* n. 05-06, luglio.
- US Treasury, Federal Reserve Bank of New York, Board of Governors of the Federal Reserve System (2005): *Report on foreign portfolio holdings of U.S. securities as of June 30, 2004*, giugno, <http://www.ustreas.gov/tic/shl2004r.pdf>.
- Zijlstra, J. (1971): "Discorso del Presidente", Assemblea generale ordinaria BRI.

