



## I. Il sistema monetario internazionale e il ruolo del dollaro

Salvatore Biasco\*

### 1. *Il finanziamento dell'economia internazionale.*

1.1. I dollari (intendendo qualsiasi attività denominata in questa valuta) diventano «internazionali» quando entrano in possesso dei non residenti del paese emittente (gli Usa); in altre parole, quando i residenti del Resto del Mondo hanno attività (titoli di credito) non nella propria valuta (o in altra), ma in dollari.

I dollari internazionali si creano con le voci passive della bilancia dei pagamenti statunitense (cioè col deflusso originato dai residenti di quel paese): si creano quando vi è un deficit nel conto corrente che comporta più pagamenti che riscossioni nell'interscambio<sup>1</sup> e fa affluire attività nel Resto del Mondo, o quando i residenti statunitensi usano i dollari per acquisire titoli di credito verso il Resto del Mondo (deflussi di capitale dagli Usa)<sup>2</sup>. Se i dollari rimangono titolarità di qualche operatore del Resto del Mondo («non residenti» dal punto di vista degli Usa) si è creata una disponibilità internazionale di dollari.

1.2. Ogni deficit di bilancio in conto corrente degli Usa svolge per il sistema internazionale all'incirca la stessa funzione che il finanziamento del deficit pubblico attraverso il conto di Tesoreria svolge in una economia nazionale; ogni movimento di capitale verso l'estero da parte dei residenti assolve per l'economia internazionale all'incirca la stessa

\* «La Sapienza» Università di Roma. Ho sempre ammirato in Nando quella capacità di inserire i suoi contributi all'economia in una prospettiva anche didattica. Questo è il motivo per cui, pensando alla sua vita accademica, la prima cosa che mi è venuta in mente è stata di dedicargli uno sforzo di sistemazione di un tema, anticipando un argomento che sarà parte di un manuale avanzato che vedrà la luce nel prossimo anno. So, nondimeno, di mettermi in un confronto impari. Lo ritengo il miglior didatta che abbia conosciuto. L'ho sentito in molti seminari inquadrare un tema o un nodo del contendere con una limpidezza illuminante. A Modena, dove abbiamo insegnato negli anni settanta, all'inizio della vita della Facoltà di Economia, si era usi assistere al corso dei colleghi. Specie quello serale, frequentato, tuttavia, anche dagli studenti diurni (di tutti gli anni di corso), che diventava un happening collettivo, in cui i docenti si ritrovavano in attesa di cenare insieme e continuare la discussione. Un clima e un modo di essere nell'università oggi quasi inimmaginabile. Per quanto insegnasse al primo anno, le lezioni di Nando, chiarissime e affascinanti, erano, per chi le sapesse leggere, tutto meno che elementari. Lo studioso sapeva cogliervi sofisticazioni intellettuali e sistemazioni originali, che aprivano, con semplicità esemplare, squarci verso temi scientifici complessi e accattivanti. Allo studente alle prime armi poteva sembrare normale sistemazione della materia, ignaro com'era delle alternative, ma tale non era. I docenti che insegnavano negli anni successivi si sarebbero trovati di fronte studenti di cui avvertivano una solidità di impianto, un allenamento al pensiero logico e fattuale, un'inclinazione a ragionare prima di prendere per oro colato le tante «verità» che passava il convento dell'economia. L'impronta data da Nando era inequivocabile.

<sup>1</sup> Si suppone che la regolazione di esportazioni e importazioni statunitensi avvenga in dollari.

<sup>2</sup> Esempi: banche statunitensi che prestino a non residenti (incluse le loro filiali all'estero); privati residenti che acquistino titoli emessi all'estero in qualsiasi valuta (se non in dollari, attraverso conversione valutaria sul mercato dei cambi del paese emittente la valuta di denominazione); autorità ufficiali Usa che concedano aiuti o prestiti ufficiali; imprese che effettuino investimenti diretti (in dollari o in qualsiasi valuta acquisita sui mercati ufficiali), ecc.



sa funzione di un acquisto di titoli operato dalla Banca centrale nel mercato aperto di una economia nazionale; ogni movimento di capitale in entrata operato da non residenti (rimpatrio di disponibilità all'estero) svolge la funzione di un acquisto di titoli nel mercato aperto da parte della banca centrale di una economia nazionale. Al contrario dell'economia nazionale, questi non sono esiti intenzionali, cioè dovuti all'esercizio dei poteri di una autorità monetaria sovranazionale in relazione ai suoi criteri di conduzione dell'economia e alle sue valutazioni su di essa. Sono esiti in parte incontrollati, anche se le autorità nazionali hanno sempre l'arma dei tassi di interesse, del controllo della base monetaria, nonché delle restrizioni ed espansioni dell'economia reale per tentare di influire sui flussi in entrata e in uscita.

La figura 1, per quanto semplicissima, è centrale per capire come funziona il sistema in relazione ai molteplici aspetti che vedono il dollaro protagonista.

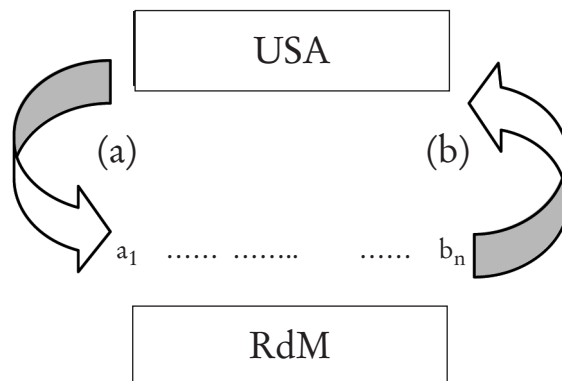
I rettangoli in alto e in basso indicano il sistema finanziario rispettivamente degli Usa e del Resto del Mondo. Con (a) è indicato il deflusso in dollari dal sistema Usa e con (b) l'afflusso in dollari; indichiamo con  $a_1$  l'operatore primo che con le sue operazioni è l'agente di tale deflusso e con  $b_n$  l'operatore ultimo che è agente dell'afflusso (tra  $a_1$  e  $b_n$  possono interpersi altri operatori e altre operazioni che portano il dollaro da  $a_1$  a  $b_n$ ).

La peculiarità della figura 1 è che la freccia (a) e quella (b) non possono mai essere squilibrate tra di loro. Anzi, esse sono contestuali, nel senso che per ogni deflusso (a) che si determini vi è *contestualmente* un afflusso (b) e viceversa. La cosa può sembrare sorprendente data la terminologia correntemente usata nella pubblicistica, secondo la quale «gli Usa devono trovare finanziamenti per il loro deficit di conto corrente», oppure «il deficit di conto corrente costringe gli Usa ad attrarre capitali di pari importo».

In realtà, questo tipo di affermazioni correnti richiede almeno due precisazioni.

La *prima* è che se ogni dollaro che «esce» presuppone un dollaro che «entra» e viceversa, il finanziamento è automatico (vedremo poi che ciò non vuol dire che sia senza problemi). Si può dire di più: *il dollaro che «entra» non è mai uscito dagli Usa*, ma semplicemente, appartenendo al «rettangolo» come possesso di un non residente, si trasforma (rimanendo nel «rettangolo») in un possesso di non residente. Certo, il titolo di cre-

Figura 1. Flussi da e verso gli Usa.





dito in questione in possesso del non residente appare ex novo (è un debito degli Usa), in questo senso possiamo dire che il dollaro è «entrato»<sup>3</sup>.

Poiché il punto non è intuitivo, illustriamolo per i soli passaggi bancari, con l'ovvia implicazione che nulla cambierebbe, se dopo tali passaggi, il dollaro venisse investito dal non residente che ne è venuto in possesso in azioni, obbligazioni, immobili, ecc. del mercato Usa: cambia solo che egli non avrà più dollari liquidi (depositi), ma altri titoli in dollari. Se  $a_1$  (residente Usa) effettua pagamenti per 100 dollari verso un non residente,  $b_1$ , questa è una uscita di dollari, ma  $a_1$  non fa (in prima approssimazione) che prelevare dalla sua banca il corrispettivo e trasferirlo nella disponibilità di  $b_1$ . Per cui avremo:

L'atto di pagamento determina contemporaneamente la freccia (a) (uscita)<sup>4</sup>, e la freccia (b) (entrata); quest'ultima rappresentata dal titolo di credito (in forma di deposito) acquisito da  $b_1$ <sup>5</sup>. È vero che  $a_1$  può trasferire i 100 dollari presso la banca di  $b_1$ , che può trovarsi in Svezia, o in Brasile, ecc. In questo, caso, tuttavia, non c'è che un passaggio in più. Quel trasferimento alla banca del Resto del Mondo avviene istruendo quest'ultima di scrivere un deposito in dollari a favore di  $b_1$ , a fronte del quale viene iscritto un deposito in Usa a favore della banca estera ricevente. Avremo:

<sup>3</sup> Continueremo per semplicità nel prosieguo a usare la terminologia finora utilizzata, facendo riferimento a «deflusso» e «afflusso» di dollari negli Usa o all'equivalente «entrate» e «uscite» di dollari, ma guai a perdere di vista le precisazioni in questione.

<sup>4</sup> La riduzione dei depositi  $a_1$ , che appare nella tabella è solo una parte incidentale della transazione internazionale di un residente statunitense col Resto del Mondo, ma in sé è un rapporto tra due residenti Usa (cioè banca e depositante  $a_1$ ), quindi irrilevante per la bilancia dei pagamenti del paese; la transazione con il Resto del Mondo è l'acquisto di beni o servizi all'estero (importazioni) o di titoli, di cui non dà conto la tabella 1.

<sup>5</sup> In questo caso  $b_1$  e  $b_n$  coincidono. Data l'affermazione precedente che il dollaro non è mai uscito dagli Usa, forse occorre qualificare chi è per noi  $b_n$ : non l'operatore per il quale il dollaro ricevuto è una pura forma di transito ( $b_1$  può immediatamente utilizzare il deposito o trasferirlo nei suoi conti in valuta nazionale), ma colui che lo tiene come scelta di portafoglio, sia pure temporanea.

Tabella 1.

<i>Sistema bancario Usa</i>	
Attività	Passività
	- 100 \$ (deposito di $a_1$ )
	+ 100 \$ (deposito di $b_1$ )

Tabella 2.

<i>Sistema bancario Usa</i>	
Attività	Passività
	- 100 \$ (deposito di $a_1$ )
	+ 100 \$ (deposito della banca estera di $b_1$ )
<i>Sistema bancario del Resto del Mondo</i>	
Attività	Passività
+ 100 \$ deposito sul sistema bancario Usa	+ 100 \$ (deposito di $b_1$ )



In questo caso,  $b_n$  (l'agente, attraverso cui i dollari «rientrano» in Usa) è diventato la banca presso cui  $b_1$  ha depositato. È vero anche che, partendo dalla prima o seconda situazione,  $b_1$ , che abbiamo supposto essere un esportatore, può trasformare in valuta interna di un altro paese la sua disponibilità, vendendo i 100 dollari sul suo mercato dei cambi per ottenere, diciamo, corone svedesi, o cruzeiros, ma, affinché ciò avvenga, qualcuno dovrà acquistarli contro valuta locale. Se per tale operatore l'investimento in dollari avviene direttamente in Usa egli stesso diviene  $b_n$  (banca centrale o privato che sia), riproducendo, quindi la situazione della tabella 1. Oppure, lo stesso operatore può sostituirsi a  $b_1$  nel deposito presso il sistema bancario fuori dagli Usa, riproducendo allora la situazione della tabella 2, in cui  $b_n$  è la banca del Resto del Mondo. Alternativamente,  $b_1$  potrà con quella disponibilità rimanere in dollari e acquistare materie prime in dollari, o farne altro impiego che desidera. In questo caso,  $b_n$  sarà colui che avrà ricevuto in pagamento questi dollari. Possiamo allungare la catena quanto vogliamo, ma dalla prima o dalla seconda situazione non si scappa: cambia solo chi è  $b_n$ . Il sistema internazionale è ora titolare dei 100 dollari entrati nella circolazione internazionale. Da questi, il sistema internazionale non può liberarsi, a meno che alla fine non sia un residente a riacquistarli e impiegarli in qualche attività negli Usa (ma, per definizione ciò non avviene nel consolidato se la bilancia in conto corrente è negativa e se lo è anche il saldo dei movimenti di capitale *dei residenti* Usa).

La *seconda* precisazione che è richiesta dalle affermazioni di cui sopra riguarda la connessione stretta che esse postulavano (riprodotta in tanta pubblicistica) tra il deficit di conto corrente e il finanziamento necessario in forma di entrate di capitale. Il deficit corrente è solo una componente dei dollari che defluiscono dagli Usa e che devono trovare un corrispettivo nelle entrate. In realtà, qualsiasi fonte di uscita di dollari dagli Usa lo deve trovare.

1.3. Se si vogliono inquadrare in modo completo le problematiche del sistema internazionale centrato sul dollaro, è bene acquisire le due precisazioni appena fatte: 1) i dollari assorbiti dal sistema internazionale Usa rifluiscono negli Usa (anzi, non si sono mai mossi); 2) il rifornimento di dollari dal sistema Usa al sistema internazionale avviene sia attraverso il deficit di conto corrente sia attraverso i movimenti lordi di capitale degli Usa. In sintesi:

(1) Conto corrente + (2) acquisto di titoli esteri da parte dei residenti + (3) vendita di titoli statunitensi da parte dei non residenti =

(4) acquisto di titoli statunitensi da parte dei non residenti + (5) acquisto di titoli Usa da parte di residenti previa liquidazione di titoli del Resto del Mondo.

La freccia (a) riguarda tutto ciò che è a sinistra dell'uguale; la freccia (b) tutto ciò che è a destra. Se vogliamo semplificare – salvo tornare in punti specifici all'identità disaggregata di cui sopra – possiamo considerare al netto gli aggregati (2) e (5), e, altrettanto, gli aggregati (3) e (4). Il conto corrente è già al netto. In questo modo, sempre che il conto corrente sia in deficit e i residenti attuino uscite nette di capitale, possiamo riferire in prima approssimazione la freccia (a) ai residenti e la freccia (b) ai non residenti. Rela-



tivamente agli anni più recenti, un'idea quantitativa dell'afflusso di capitale estero negli Usa è data dalla figura A1 in Appendice.

1.4. Fatte queste premesse, il rapporto tra le frecce (a) e (b) della figura 1 può essere esaminato con sei punti di attenzione (*l'ultimo dei quali non sarà qui trattato*).

- 1) le forme che assumono negli Usa i dollari posseduti da  $b_n$ ;
- 2) la natura privata o ufficiale di (b);
- 3) l'entità delle frecce (a) e (b);
- 4) la successione causale che si determina tra (a) e (b);
- 5) i passaggi che impiega il dollaro per pervenire da  $a_1$  a  $b_n$ ;
- 6) gli effetti dell'attività (soprattutto bancaria) in dollari fuori dal sistema finanziario Usa.

Continueremo a far prevalente riferimento ai flussi, sia come spia della situazione di stock sottostante, sia in quanto ciò che diremo per i flussi è estendibile agli stock, a meno di una esplicita avvertenza.

## 2. La liquidità del sistema internazionale e l'accumulazione di riserve.

2.1. Partiamo dal primo punto di attenzione, le forme in cui  $b_n$  detiene le sue attività in dollari.

Quando i dollari della freccia (b) rimangono liquidi sono a tutti gli effetti moneta internazionale<sup>6</sup>. Ma lo sono anche quando sono facilmente (senza costi eccessivi e senza rischi in conto capitale) traducibili in moneta. Questo è il motivo per cui si fa più intuitivamente riferimento al concetto sfumato di liquidità internazionale che a quello (forse staticamente più preciso) di moneta internazionale. Ma, al di là dei dollari accumulati in forma liquida (s'intende: negli Usa e da non residenti), il mondo è più o meno liquido a seconda della liquidabilità senza costi dei dollari incorporati in attività di più lungo periodo, nonché della facilità con cui i flussi della freccia (a) possono essere generati all'occorrenza in risposta alla domanda di dollari<sup>7</sup>. Sono concetti che afferiscono anche a una economia nazionale e che ritroviamo ora nell'economia internazionale. D'altra parte, uno dei motivi di attrazione del dollaro è la «profondità» del mercato finanziario Usa che può accogliere e liquidare ingenti quantità di tutti i titoli nelle borse azionarie e obbligazionarie. Data questa caratteristica, ogni titolo in dollari ha un mercato sufficientemente liquido per essere tradotto in moneta, senza che la singola transazione incida sul prezzo.

In definitiva, le scelte di portafoglio di  $b_n$ , cioè degli investitori internazionali, determinano solo in prima approssimazione la liquidità in senso stretto del sistema internazionale. È ovvio che  $b_n$  si terrà meno liquido quanto più ritiene che i tassi di interesse

<sup>6</sup> Una parte dei dollari liquidi sono banconote in mano a non residenti; basti pensare all'utilizzo che ha il dollaro come valuta in molti paesi dell'America latina (e non solo). Per le banconote detenute internazionalmente è appropriato parlare di vera e propria «uscita» di dollari. Tuttavia, esse sono una parte minima rispetto agli impieghi liquidi in dollari nel sistema Usa da parte di non residenti.

<sup>7</sup> La questione dell'elasticità di risposta della freccia (a) è più chiaramente percepita sopra (cfr. par. 1.4.), attraverso gli argomenti trattati nel paragrafo 3.5.



negli Usa siano suscettibili di abbassarsi (quando li ritiene «alti» rispetto al valore che si aspetta in futuro) e più liquido quanto più li giudichi suscettibili di alzarsi (quando li ritiene «bassi» rispetto al valore che si aspetta in futuro)<sup>8</sup>. Ma sulla liquidità internazionale incide anche la situazione monetaria statunitense. Quanto più le banche statunitensi sono liquide tanto più hanno la possibilità di incanalare fondi verso l'estero o di rispondere alle richieste di fondi (dollari) del sistema bancario locato all'estero. (Le tabelle A1 e A2 in appendice danno un'idea sintetica della composizione e maturità del portafoglio finanziario mondiale in dollari statunitensi).

L'entità della creazione di moneta internazionale non necessariamente corrisponde in questo processo alle necessità di finanziamento fisiologico dell'economia mondiale o a esigenze specifiche di stimolo e di freno su scala globale. È ovvio che la Federal Reserve, influenzando sui livelli e sulle aspettative dei saggi di interesse nei mercati Usa, può influire sul processo, ma essa non ha compiti statutari che riguardino l'economia internazionale (vigila sulla solvibilità e sostenibilità del sistema all'interno, sull'inflazione, sull'attività economica). Non esiste una banca delle banche centrali che in periodi di espansione monetaria e reale contragga l'offerta di moneta (internazionale) e in periodi di contrazione la espanda. Nessuna autorità sovranazionale può decidere questo.

In tal modo il sistema è esposto a elementi di casualità. Il deficit Usa, che rifornisce il sistema, è più alto o più basso per ragioni casuali (dipendenti da vari sviluppi interni dell'economia statunitense e dell'economia mondiale). L'offerta di moneta mondiale varia, quindi, in modo altrettanto casuale.

Il regime di abbondante liquidità, bassi tassi di interesse e alti e crescenti deficit di conto corrente che si è instaurato in Usa a partire dalla prima metà degli anni novanta è stato un periodo di abbondante liquidità anche per l'economia mondiale.

2.2. Il secondo punto di osservazione è la natura di  $b_n$ , privata o pubblica. Quando i dollari (a) non rimangono in mano dei privati che li detengono in prima istanza, ma vengono da questi convertiti in valuta nazionale, possono trovare qualcuno che fa l'operazione opposta convertendo valuta nazionale in dollari e diventando l'agente  $b_n$  nel processo della freccia (b)<sup>9</sup>. Tuttavia, i dollari internazionali che non rimangono nel settore privato finiscono come possesso delle Banche centrali (che intervengono sul mercato dei cambi) e ritornano come riserve (in dollari) che queste ultime collocano nel mercato finanziario Usa e, più limitatamente, sul mercato dell'eurodollaro. Se i cambi sono fissi, o se, più in generale, le autorità hanno una politica per il cambio, questa parte di attività in dollari è un puro derivato delle scelte dei privati, che decidono o meno di cederli (a meno che – come nel sistema del secondo dopoguerra per alcuni decenni e come in alcuni paesi emergenti oggi, Cina in primo luogo – la cessione della disponibilità privata di valuta internazionale non sia pressoché obbligatoria). Le banche centrali sono comunque acquirenti residuali al prezzo (tasso di cambio) da loro stesse stabilito (o determinato). Può avvenire il processo opposto in cui siano venditori residuali. Per quanto

<sup>8</sup> Questo ruolo delle aspettative non è catturato dalle relazioni lineari di domanda di moneta e titoli, come quelle poste a base della IS-LM, che postulano che i tassi siano alti o bassi in sé.

<sup>9</sup> Ovviamente lo scambio avviene a un prezzo di mercato, il tasso di cambio, che si muove nel processo. Del tasso di cambio ripareremo più avanti.



non sempre tenute in forma liquida (ma comunque in forma prevalentemente liquidabile con facilità) le riserve possono essere considerate una sorta di moneta internazionale in mano pubblica<sup>10</sup>.

Il problema è nuovamente che anche questa parte di offerta di moneta internazionale non è regolata discrezionalmente. Essa si espande di più o di meno (o si contrae) in relazione ai fattori citati prima, ma anche alle propensioni e alle scelte dei privati (sulle quali molto avranno a che vedere i differenziali di interesse e le prospettive di variazione del valore del dollaro). Il processo è affidato al mercato.

2.3. Nei tre decenni successivi al secondo dopoguerra il desiderio di accumulare riserve in dollari è stato alto per le banche centrali (dei paesi industrializzati). Difficilmente si può affermare che esse abbiano subito un'involontaria accumulazione di dollari, tranne i periodi di vera e propria fuga dal dollaro (1971-73, che portò al crollo di Bretton Woods e 1979-80, che portò al successivo cambio di regime monetario). Dal 1990, con l'estendersi dei flussi della freccia (a), parti cospicue della freccia (b) di ritorno sono state pubbliche, soprattutto dopo che questi flussi hanno teso a salire rapidamente successivamente al 1997, propiziati, oltre che da tassi di interesse bassi negli Stati Uniti, dall'espansione produttiva in quel paese, che ha fatto salire il deficit di conto corrente dall'1,7% del Pil di quell'anno al 5% del 2008 con un massimo del 6,0% del Pil nel 2006. La figura A2 dà una rappresentazione dell'evoluzione del conto corrente. In questo caso, le banche centrali dei paesi riceventi (specie dell'Est asiatico) si sono trovate nell'alternativa di assorbire i dollari (intervenendo nel mercato dei cambi) o di non farlo e di vedere il tasso di cambio apprezzarsi rapidamente. In altre parole, esse sono state prese tra l'incudine e il martello di mettere a repentaglio il loro modello di crescita basato sulle esportazioni o mantenere il cambio, accumulando riserve. Per quanto queste ultime proteggano contro future difficoltà della crescita e agiscano da cuscinetto contro futuri vincoli di pagamenti esterni in cui può imbattersi una politica economica espansiva, non sono sempre una benedizione. Esse hanno l'inconveniente di indurre il paese sia ad accumulare potenziale inflazionistico, sia a trasferire all'estero, con sfavorevoli ragioni di scambio, una parte della produzione di beni e servizi attraverso il surplus di conto corrente. In più, espongono al rischio di deprezzamento del valore delle attività accumulate in dollari, se questa valuta perde valore. Avendo scelto di accumulare riserve (si veda la tab. A3), i paesi riceventi non avevano altra scelta alla scala di valori con cui i dollari fluivano verso il mercato dei cambi nazionali che mantenere l'impiego in dollari, cioè dirigerli nell'unico mercato capace di assorbire impieghi su quella scala. Se avessero scelto un'altra valuta, avrebbero, inoltre, provocato una caduta del tasso di cambio del dollaro (che comunque non hanno potuto evitare), che avrebbe svalutato i precedenti impieghi.

Vi è un limite all'accumulazione di riserve? Sì, ed è insito nella capacità di sterilizzazione. A fronte dell'assorbimento di dollari da parte della banca centrale, vi è creazione di moneta nazionale che entra nella circolazione interna e rischia di far perdere alle auto-

<sup>10</sup> Solo nell'ultimo periodo si è diffusa la tendenza di affidare porzioni delle riserve a qualche fondo pubblico, appositamente creato nel paese detentore («fondo sovrano»), il quale si comporta nei mercati internazionali come un fondo di *private equity*, acquisendo partecipazioni di minoranza in imprese.



rità il controllo della situazione monetaria e quello sull'inflazione. Le autorità sterilizzano allora la creazione monetaria (questo non è il caso del Giappone che ha recentemente usato la creazione monetaria connessa all'accumulo di riserve per stimolare l'economia). In Germania nel 1973 (e in altri paesi oggetto in quella fase di ingenti afflussi di capitale in fuga dal dollaro), la sterilizzazione si rivelò molto difficile. Furono poste alle banche riserve pari al 100% sui depositi esteri, ma queste funzionano con scarsa efficacia quando i movimenti di capitale scavalcano il canale bancario e si dirigono direttamente verso titoli del mercato obbligazionario e azionario; lo *swap* (accordo di scambio) che la banca centrale attuò con le banche private per ritirare marchi in cambio di dollari (salvo inversione dello scambio a scadenza prestabilita) si rivelò un boomerang perché alimentava il mercato dell'eurodollaro, fornendogli munizioni per finanziare la speculazione contro il marco; il ricorso a operazioni di mercato aperto (per il ritiro della moneta interna creata attraverso la conversione dei dollari che affluivano sul mercato dei cambi) teneva alti i tassi di interesse e aumentava la fiducia nella conduzione dell'economia, col risultato di aumentare l'attrazione per il marco. Il risultato finale fu che la banca centrale dovette sospendere l'intervento sul mercato dei cambi per riguadagnare il controllo monetario interno, con l'ovvia conseguenza della rivalutazione del marco e del passaggio dai cambi fissi alla fluttuazione, che diventò fluttuazione generalizzata di tutte le valute e pose fine al sistema di Bretton Woods. Al contrario della Germania<sup>11</sup>, l'Idra a sette teste della sterilizzazione non produce in Cina un analogo limite all'intervento sul mercato dei cambi, pur non rappresentando un drago del tutto domo. Il sistema bancario e finanziario di quel paese è meno sviluppato. Alle banche viene continuamente alzato il coefficiente di riserva obbligatoria, senza che ciò provochi travasi verso altri strumenti finanziari; ai risparmiatori vengono offerti titoli in yuan ad alti saggi di interesse. Ciononostante, la circolazione monetaria è in continuo incremento (si veda la fig. A3); i tassi di interesse sono più alti che negli Usa, aggiungendo per via finanziaria dollari in entrata a quelli acquisiti attraverso il conto corrente e gli investimenti diretti, scoraggiando al contempo i deflussi privati<sup>12</sup>. Tuttavia, finché la Cina sarà in grado di controllare la situazione monetaria all'interno ed evitare l'inflazione sarà anche in grado di accumulare riserve su larga scala.

2.4. C'è un circolo che si autoalimenta nel continuo afflusso di riserve accumulate dalle banche centrali attraverso la freccia (b) e nella parallela forte espansione della freccia (a) (si noti l'accrescersi progressivo della dimensione dei fenomeni nella fig. A1). L'afflusso mantiene bassi i tassi di interesse Usa sui mercati obbligazionari e monetari (su cui si esercita la domanda prevalente delle banche centrali), contribuendo così a stimolare i movimenti di capitale statunitense fuori dal paese e alimentando il deficit di

<sup>11</sup> Sono, per certi versi, esempi dello stesso tipo i paesi emergenti con cambio fisso, oggetto di forti afflussi di capitale nella prima parte degli anni novanta, che, tuttavia, non si peritarono della perdita del controllo monetario interno, subendo successive crisi di bilancia dei pagamenti. Ne parleremo succintamente più avanti.

<sup>12</sup> Per quanto il mercato valutario sia controllato, le banche cinesi tengono attività estere e la bilancia dei pagamenti denuncia movimenti non registrati di capitale in uscita. Entrambi i flussi si sono progressivamente ridotti. L'abbandono della politica di cambio rigidamente ancorato al dollaro – tenuta tra il 1994 e il 2005 per consentire moderate variazioni (rivalutazioni) della parità dello yuan col dollaro –, ha prodotto effetti opposti a quello di moderare l'entrata di dollari, in quanto ha aumentato l'attrazione per lo yuan, perché una volta che alla valuta è stato consentito di muoversi (non è stato mai chiarito se ciò avviene attraverso l'ancoraggio a un paniere di valute e come), è facile per gli operatori intuire che il movimento futuro, se avrà luogo, sarà solo verso la rivalutazione.





conto corrente (tramite lo stimolo che i bassi tassi di interesse e l'abbondanza di credito danno all'attività economica interna)<sup>13</sup>. Ma non è solo il *benign neglect* degli Usa a rendere arbitrarie la persistenza e l'entità di questo circolo. La Federal Reserve risponde ora, in epoca di globalizzazione, tanto alla situazione interna quanto a quella internazionale. La libertà di movimento consentita in questo periodo dall'assenza di aspettative inflazionistiche rende possibili politiche di bassi tassi di interesse (o la neutralità della banca centrale rispetto all'abbondanza di liquidità); queste hanno però l'effetto di accrescere la circolazione di dollari e la creazione di una rete di debiti e crediti internazionali (oltre che di crediti e debiti interni). Quando queste politiche vengono anche timidamente revocate, e le autorità Usa tentano di alzare i tassi – come a metà e alla fine degli anni novanta –, quella rete di crediti e debiti internazionali, che era lievitata a seguito dell'eccesso di liquidità e del basso costo del credito internazionale, rischia di non essere convalidata e di generare crisi finanziarie dal lato valutario. Da un punto di vista internazionale quei timidi tentativi di alzare i tassi negli anni novanta non hanno fatto altro che intensificare la freccia (b)<sup>14</sup>, attraverso rientri di capitale che sottraevano dollari ai paesi più esposti (con deflussi in eccesso alle riserve possedute) provocando le crisi delle bilance dei pagamenti degli anni novanta (Messico nel 1994, Thailandia, Corea, Indonesia, Taiwan e Hong Kong nel 1997, Russia e Brasile nel 1998, Argentina nel 1999, oltre a paesi minori), e costringendo le autorità monetarie Usa a far marcia indietro – abbandonando i tentativi di contenere l'espansione monetaria e di alzare i tassi – per evitare che il sistema internazionale collassasse dietro il default dei debitori.

L'esperienza di quelle crisi valutarie ha successivamente contribuito al desiderio delle autorità dei paesi emergenti di accumulare riserve (quando i paesi succitati, in anni più vicini, sono stati di nuovo oggetto di movimenti di capitale in entrata), e questa inclinazione all'accumulo di riserve ha fornito il cuscinetto per l'intensificarsi dell'entità della freccia (a).

L'inversione della politica dei saggi di interesse ha sollecitazioni ancora maggiori se l'innalzamento dei tassi produce recessione interna per via finanziaria (2001 e 2008). Il regime di bassi tassi di interesse rischia, in un modo o in un altro, di diventare endemico<sup>15</sup>.

### 3. Endogeneità ed esogeneità della moneta internazionale.

3.1. Il tema del paragrafo precedente ci porta alla quarta prospettiva, cioè all'analisi del rapporto tra freccia (a) e freccia (b). Esse sono simultanee, ma quale delle due traina l'altra? Per molto tempo, la quantità di dollari rimasti nel sistema privato è stata modesta. Per molto tempo, inoltre, la bilancia in conto corrente degli Usa è stata in attivo ed

<sup>13</sup> È questo uno dei punti che intrecciano la crisi dei *subprime* (che deriva dalla cattiva qualità del credito e dall'abbandono di pratiche prudenziali da parte degli operatori finanziari) con le vicende del sistema monetario internazionale, che direttamente non è la causa della crisi finanziaria in corso, ma solo lo sfondo favorevole su cui quest'ultima si è sviluppata.

<sup>14</sup> Intesa come lorda, riferita, cioè a residenti e non residenti.

<sup>15</sup> La difficoltà per la politica monetaria Usa di uscire da un regime di accomodamento si è ripetuta nel 2004-2007, quando i tassi di interesse a breve furono alzati progressivamente (senza riuscire, tuttavia, a trasmettere l'innalzamento a quelli a lungo). Qui le conseguenze laterali sono venute attraverso lo scoppio della bolla immobiliare e le insolvenze sui mutui, all'origine dell'attuale crisi finanziaria. Di nuovo, il livello dei tassi di interesse è stato ridotto e la pratica monetaria si è fatta espansiva.



erano quindi i movimenti di capitale in uscita a creare i dollari nella circolazione internazionale. Questa «offerta» di dollari incontrava una «domanda» di dollari delle banche centrali desiderose di accrescere le riserve e accumularle come garanzia e assicurazione contro la possibilità di incontrare un vincolo esterno alla politica economica nei periodi di deficit. Anche i privati, dove era loro concesso, erano desiderosi di tenere dollari nei loro portafogli. Non è detto che ex ante i dollari offerti (freccia (a)) siano sempre corrispondenti a quelli domandati (freccia (b)): infatti, ex ante possono risultare in eccesso o in difetto. In cambi fissi, ciò si riverbera sulle riserve in dollari (accumulo o decumulo indesiderato); in cambi fluttuanti sul valore del cambio. Tuttavia, ex post, dollari «offeriti» (o «generati») e assorbiti (o «domandati») si equivalgono sempre.

3.2. L'immissione di dollari nel sistema internazionale è esogena o endogena? O, in altre parole, il deficit del paese chiave (offerta di dollari) è un fatto esogeno o un fatto endogeno (alla domanda di valuta internazionale)?

Qui incontriamo una questione che ne richiama una simile, relativa all'offerta di moneta in una economia nazionale: sappiamo che le reazioni del mercato sono in grado di contrastare la discrezionalità di azione della banca centrale e costringere quest'ultima a non lasciar divergere di molto e per molto tempo l'offerta dalla domanda. A volte l'offerta di moneta è governata dal mercato. Avviene qualcosa di simile a livello internazionale?

Se il deficit di conto corrente o le uscite di capitale dagli Usa sono la conseguenza della politica economica o monetaria discrezionale di quel paese, allora l'offerta di moneta (e di attività) internazionali in dollari che si crea è dovuta a fattori esogeni; l'offerta è, cioè, indipendente dalla domanda (che deve volontariamente o involontariamente assorbirla) e consegue agli sviluppi autonomi dell'economia statunitense. In questo caso, le vicende monetarie internazionali possono essere analizzate correttamente, dal punto di vista dell'offerta di moneta internazionale, con il fuoco sugli Usa, invece che sul Resto del Mondo. La liquidità internazionale sarà o troppo abbondante o troppo limitata per ragioni di offerta. Periodi di fuga dal dollaro, *in primis*, sono periodi di offerta abbondante, superiore ex-ante alla domanda.

3.3. La formazione di attività internazionali in dollari può essere guardata anche dal punto di vista della domanda, cioè del Resto del Mondo. Il sistema tende cioè anche a procurarsi da solo i dollari di cui ha bisogno.

Finora ci siamo riferiti a una freccia (a), come la parte autonoma, da cui consegue la freccia (b), come parte indotta. In realtà, possono esservi fasi in cui la domanda determina l'offerta e il sistema internazionale è in grado di risolvere le esigenze di liquidità o di espansione della parte in dollari dei portafogli con comportamenti che attirano dollari fuori dagli Usa – dalla freccia (b) può conseguire la (a).

Supponiamo che le autorità del Resto del Mondo desiderino più dollari di quelli che hanno, mentre in realtà ne perdano perché la bilancia dei pagamenti Usa sulle transazioni ufficiali<sup>16</sup> è attiva (come è successo occasionalmente nell'era di Bretton Woods): possono alzare i tassi d'interesse rispetto a quelli statunitensi per attrarre capitali o possono

<sup>16</sup> È detta «bilancia sulle transazioni ufficiali» quella che seleziona la variazione della posizione delle autorità (come compendio del saldo di tutte le transazioni private).



correggere i deficit di conto corrente appena si presentino per ricostituire le riserve (svalutando rispetto al dollaro o comprimendo l'attività economica), mirando cioè a mantenere sempre una situazione attiva dei pagamenti ufficiali. Tutto ciò è una forma di domanda di dollari (ufficiali) che provoca un'offerta di dollari: alti tassi di interesse fuori dagli Usa stimolano le uscite di capitali da quel paese; l'attivo di conto corrente perseguito da ciascun paese provoca un passivo negli Usa; le manovre volte a svalutare il tasso di cambio provocano una rivalutazione indiretta del dollaro. In tal modo, la bilancia di pagamenti statunitense diventa quasi un riflesso passivo dei comportamenti altrui.

Nei primi decenni del dopoguerra, molti fenomeni di domanda hanno avuto un ruolo importante; fra questi, i più alti saggi di interesse nel Resto del Mondo sono tra le cause che hanno dato origine a un mercato bancario in dollari fuori dagli Stati Uniti, il mercato dell'eurodollaro. Esso è fuori dal nostro quadro di analisi, ma è uno sviluppo che ha dato un contributo definitivo a rendere l'offerta di moneta internazionale molto elastica alla domanda<sup>17</sup>.

In cambi fissi, molti dei fenomeni di endogeneità si determinano attraverso il comportamento delle banche centrali o delle autorità del Resto del Mondo (anche perché i privati non residenti che desiderano più dollari di quelli che posseggono premono sulle riserve in dollari delle banche centrali). In cambi fluttuanti, invece, il tasso di cambio fa da tramite tra domanda e offerta. La forte pressione ex ante della domanda – freccia (b) – provoca rivalutazione del dollaro. Sia il deficit di conto corrente che si genera in conseguenza, sia la pressione al ribasso che gli acquisti di titoli in dollari provocano sui tassi di interesse statunitensi sono il modo attraverso il quale la domanda di dollari genera l'offerta corrispondente.

3.4. L'accento sull'endogeneità del conto corrente è coerente con l'impostazione analitica dominante nella teoria di determinazione del tasso di cambio. Questa tende a vedere il/i tasso/i di cambio come una variabile che si determina all'interno di equilibri di portafoglio (stock) su scala mondiale, in cui domanda e offerta di titoli nelle varie valute si pareggiano e le preferenze specifiche degli operatori finanziari (e quindi la domanda di attività in valuta) risente del peso dei mercati specifici nel mercato mondiale, nonché delle aspettative sui tassi di cambio e di interesse futuri, elementi tutti di una valutazione di rischio-rendimento. Il tasso di cambio è, in sostanza, una variabile finanziaria e riflette quelle valutazioni finanziarie (di stock) da cui scaturiscono la domanda e l'offerta primaria di valuta estera, indipendentemente dalla componente commerciale sottostante il cui saldo non rappresenta che una componente (finanziaria) derivata dal valore che il cambio assume. In un certo senso, il comportamento del cambio segnala solo la scarsità o abbondanza di una valuta rispetto al portafoglio desiderato<sup>18</sup>. Anche

<sup>17</sup> Esso ha il potere di creare dollari indipendentemente dal deficit nelle voci passive della bilancia privata dei pagamenti degli Usa, e soprattutto, di mobilitarli. Può creare riserve in dollari indipendentemente dalle voci passive della bilancia delle transazioni ufficiali.

<sup>18</sup> In altre parole, i flussi di domanda e offerta che si registrano sui mercati dei cambi stabiliscono prezzi che tengono in equilibrio nei portafogli internazionali lo stock esistente di titoli denominati nelle varie valute. Se quei prezzi non fossero di equilibrio, domanda e offerta (flusso) varierebbero fino a stabilire i prezzi di equilibrio (di stock). In linea teorica se tutte le valutazioni, preferenze e informazioni degli operatori fossero identiche, non ci sarebbe neppure bisogno di scambi per stabilire il valore delle variabili finanziarie che tengono in equilibrio gli stock, perché il valore di equilibrio si stabilirebbe istantaneamente e nessuna transazione potrebbe avvenire fuori da quel valore.



l'andamento del conto corrente è pertanto un fenomeno finanziario determinato endogeneamente, in quanto riflette quella parte di offerta di valuta che accomoda la domanda attraverso variazioni di quantità dell'offerta (più che attraverso il prezzo), ma non ha da essa autonomia. Un modo di esprimere ciò è dire che è il conto capitale a determinare il conto corrente<sup>19</sup>.

Questa visione ha forti elementi di verità e ha dalla sua il fatto che le transazioni che si realizzano quotidianamente sul mercato dei cambi delle principali valute (e attraverso le quali si determinano i prezzi relativi, cioè i cambi) avvengono indicativamente per il 95% per motivi finanziari e per il 5% per motivi commerciali. Tuttavia, si deve stare molto attenti a non tagliare la questione con l'accetta.

Anche se la fissazione del tasso di cambio ha una sua autonomia dalle ragioni commerciali, il ruolo del conto corrente non è insignificante. È vero che le scelte finanziarie di un portafoglio mondiale sono determinate da considerazioni relative al rendimento e al rischio delle attività nelle varie valute, che possono determinare valori lontani da quelli che porterebbero in equilibrio il conto corrente, ma un elemento di valutazione e di formazione delle aspettative per gli operatori può essere alla lunga proprio il conto corrente. In altre parole, un conto corrente negativo – freccia (a) – può anche apparire per via della richiesta finanziaria di dollari nei portafogli internazionali – freccia (b). Ma una richiesta persistente ed elevata di conversione verso il dollaro – dovuta a motivi di attrazione per quella valuta – porta a una rivalutazione, che, quanto più è pronunciata tanto più espande il passivo del conto corrente al punto che alla fine sarà lo stesso conto corrente a guidare gli orientamenti (finanziari) degli operatori, quando, proiettato nel lungo periodo, possa apparire non sostenibile<sup>20</sup>. Il dollaro ha subito cicli di ascesa e discesa (fig. A2) che possono essere interpretati in questa chiave, ma che possono essere inquadrati meglio se integrati dalle considerazioni che completano il quadro da qui in poi.

3.5. L'ottica della domanda potenziale di dollari riconducibile a valutazioni di portafoglio può essere illuminanti per capire alcune problematiche e potenziali sviluppi posti dal deficit ricorrente degli Usa e dalla scala che da ultimo ha assunto fino alla crisi dei *subprime* (e che può tornare ad assumere superata la crisi).

Per orientarci, poniamo, in prima approssimazione, che i movimenti di capitale dagli Usa verso il Resto del Mondo siano indipendenti dalla freccia (b) e rimangano grosso modo costanti rispetto al Pil o al risparmio generato nel paese, o comunque determinabili ex ante (finora l'acquisizione di attività all'estero dei residenti è stata pari grosso modo al 35% del risparmio del paese): sarà allora l'entità degli investimenti in dollari attuati in Usa da non residenti – freccia (b) –, ipotizzabile sulla base di considerazioni di portafoglio, a decidere della finanziabilità della restante parte della freccia (a), cioè del conto corrente negativo.

<sup>19</sup> L'insieme delle teorie dei tassi di cambio che abbracciano l'ottica del portafoglio (stock) va sotto il nome di Asset Market Approach. Esso postula che il tasso di cambio si determini nell'equilibrio degli stock desiderati e offerti di titoli nelle varie valute, dando rilevanza relativa o nulla al conto corrente. Nel primo caso (importanza relativa), esso è considerato come un elemento che fa variare la ricchezza netta (che è una variabile che influenza dinamicamente la domanda finanziaria); nel secondo (importanza nulla), come un nuovo flusso di offerta di titoli, irrilevante rispetto agli stock.

<sup>20</sup> Il conto corrente degli Usa è solo una parte della freccia (a), ma è quella che rimane come debito netto degli Usa, perché la parte complementare si compensa con un equivalente debito lordo degli Usa nella freccia (b).



Negli anni precedenti la crisi, quando il deficit corrente degli Usa viaggiava attorno al 5% del Pil, l'entità della freccia (b) sembrava riflettere approssimativamente quanto ci si sarebbe aspettato congetturalmente sulla base di un portafoglio globale che avesse pesato gli Stati Uniti con l'importanza relativa dei mercati finanziari di quel paese rispetto ai mercati finanziari mondiali, in particolare con l'importanza relativa della capitalizzazione del mercato azionario e obbligazionario statunitense rispetto alla capitalizzazione mondiale degli stessi mercati. E, anche, che avesse distribuito gli investimenti diretti o l'attività bancaria verso gli Usa in relazione all'importanza del reddito di quel paese rispetto al reddito mondiale. La figura A4, dà un'idea sintetica della corrispondenza tra portafoglio teorico ed effettivo in dollari del Resto del Mondo. Sulla base di queste considerazioni, molti economisti concludono che il deficit di conto corrente degli Usa, nelle dimensioni raggiunte prima della crisi, sia in teoria finanziabile senza particolari stress sul tasso di cambio o sui tassi di interesse, in quanto corrisponde alla domanda di dollari presumibile sulla base di considerazioni di portafoglio mondiale (stock e flusso). Negli anni antecedenti la crisi gli Usa hanno attirato una percentuale crescente sia del risparmio mondiale lordo complessivamente investito all'estero dai paesi del Resto del Mondo (fino a circa 1/3), sia del loro risparmio totale (fino circa il 16,5%). Sono cifre (tratte dalla stessa fonte della fig. A4) comparabili al contributo che gli Usa hanno dato alla crescita del reddito mondiale e al loro peso nella ricchezza mondiale. In un certo senso, in questa visione l'ampliarsi progressivo del deficit di conto corrente Usa è la conseguenza della globalizzazione e della progressiva liberalizzazione dei mercati finanziari, che ha dato agio ai portafogli di differenziarsi in un contesto di crescita del reddito e del risparmio mondiale e di espansione della ricchezza finanziaria. Pur rimanendo elevato, l'*home bias* (cioè la tendenza degli operatori nazionali a tenere una quota sproporzionata della propria ricchezza nel paese di origine) si è di fatto progressivamente affievolito. La crescita complessiva del risparmio (interno) mondiale è evidenziata nella figura A5 fino al 2006 (e dopo quella data ha accelerato). La quota del risparmio del Resto del Mondo investito all'estero è salita fino a superare il 50% (senza che gli Usa ne abbiano catturato una quota sproporzionata, come detto il 30% di esso). L'*home bias* potrebbe ulteriormente ridursi, lasciando intendere che vi sia ulteriore spazio per l'aggiustamento dei portafogli verso il dollaro.

Tuttavia, tutto ciò è sostenibile e proiettabile nel futuro nella misura in cui i trend della globalizzazione continuino con le stesse caratteristiche del primo scorcio del 2000 (o ne accentuino alcune favorevoli alla domanda di dollari, quali potrebbero essere sia un'ulteriore apertura dei mercati finanziari nei paesi dove vi siano controlli di capitale in uscita, sia, come detto, una ulteriore riduzione della preferenza verso il mercato interno, *home bias*).

3.6. Va però messo in conto che può anche non essere così. L'impiego all'esterno del risparmio del Resto del Mondo potrebbe aver raggiunto il massimo. Se la percentuale impiegata all'estero di tale risparmio dovesse abbassarsi (ad esempio portandosi al livello di quello degli Usa, cioè non al 50%, ma al 30%) o se la quota di investimento all'estero dei residenti statunitensi dovesse alzarsi (ad esempio, attestandosi al livello del Resto del Mondo) la finanziabilità senza stress di un conto corrente negativo pari al 5%



del Pil implicherebbe la cattura di risparmio mondiale vicina al 50% del totale investito all'estero dal Resto del Mondo, sempre che questo rimanga intorno al 50%. Se non fosse così, il deficit sostenibile non sarebbe del 5%, ma proporzionalmente minore. Va notato anche che negli ultimi cinque-sei anni (prima della svolta della crisi)<sup>21</sup> i titoli statunitensi in dollari sono passati, in termini di flussi, da un sovrappeso a un sottopeso del nuovo investimento del Resto del Mondo (rispetto a quanto avrebbe implicato virtualmente un portafoglio neutrale) e il dollaro si è progressivamente deprezzato. Altra osservazione: i flussi privati sono diminuiti a vantaggio di quelli pubblici; questa variazione è stata determinata non solo da considerazioni finanziarie, ma anche dal timore che un impiego diverso (anche al margine) potesse provocare una caduta del dollaro e perdite in conto capitale sulle riserve accumulate. Inoltre, la maturità del debito statunitense si è ridotta sostanzialmente (per la diminuzione relativa degli impieghi a lunga scadenza). Vi è da aggiungere infine che un deficit di conto corrente pari al 5% del Pil porta il debito statunitense a stabilizzarsi (sotto ipotesi ragionevoli di crescita reale e dei prezzi) intorno a un formidabile 120% del Pil.

3.7. Nonostante l'avvento dei mercati in dollari fuori dagli Usa, che hanno operato una qualche limitata dissociazione tra eventi finanziari Usa ed espansione dei «dollari internazionali», rimane vero che il sistema monetario internazionale basato su valute nazionali incorpora un certo grado di contraddittorietà nel suo funzionamento; infatti, per rifornirsi, ha bisogno del deficit di conto corrente del paese più importante (o comunque di uscita di capitali da questo paese). Ed è in grado di generarli entrambi da solo. Ma alla lunga, sia i debiti privati di quel paese – soprattutto a breve scadenza – che possono essere ritirati e convertiti in altre valute, sia i debiti ufficiali (le riserve in dollari che sono – appunto – debiti ufficiali degli Usa) finiscono per indebolire la fiducia nella stabilità della valuta chiave. Ciò è noto come dilemma di Triffin: «Nella misura in cui il sistema internazionale opera con una valuta nazionale, mina la stabilità di quella valuta, perché non possono che accumularsi averi di non residenti e riserve denominate in essa, che sono debiti del paese che la emette».

Il punto cruciale è quindi la sostenibilità del continuo indebitamento del paese che emette valuta chiave. Finché non sorgono dubbi di sostenibilità, il paese può essere oggetto di afflussi di capitale da non residenti, la freccia (b) muovere la freccia (a) e il dollaro apprezzarsi<sup>22</sup>. Con un ammontare di titoli esterni in dollari vicino a punti che il mercato giudica critici (o con flussi che il mercato giudica non sostenibili) diventa sempre più difficile un assorbimento dei dollari addizionali in uscita dagli Usa (o creati nel processo) con soli aggiustamenti di quantità nei portafogli internazionali, a parità di valore del dollaro. La freccia (b), riferita (netta) ai non residenti, si indebolisce ex ante, mentre il volgere contro quella valuta della composizione dei portafogli rafforza ex ante la freccia (a), riferita (netta) ai residenti.

<sup>21</sup> Rimandiamo a più avanti l'accenno al tipo di svolta.

<sup>22</sup> Ovviamente tali flussi non sono solo generati dall'assenza di valutazioni pessimistiche verso il valore futuro del dollaro (che appare come condizione necessaria più che sufficiente), ma dalla capacità degli Usa di generare reddito, dalle buone occasioni di investimento, dalla solidità e profondità dei mercati, dagli andamenti borsistici, ecc.

#### 4. *La stabilità del dollaro.*

4.1. Questo ci porta al quinto angolo visuale di analisi del rapporto tra le frecce (a) e (b): la stabilità della detenzione di dollari (cioè dei flussi della freccia (b), che dipendono dalla stabilità degli stock).

Tale punto è esattamente opposto a quello appena esaminato. Il fatto che il peso dell'economia statunitense nei mercati finanziari faccia presupporre che dai portafogli internazionali non possa scaturire una rilevante domanda di attività in dollari non garantisce che non si verifichi un loro improvviso aggiustamento che porti a un movimento di capitali fuori dal dollaro, fino addirittura a ciò che nella letteratura si chiama *stop flows*.

La possibilità di una fuga dal dollaro non è quindi mai da escludere se vengono meno i motivi dell'attrazione, se la politica economica Usa non è oculata, se i trend del presente non sono proiettabili nel lungo periodo e se gli umori del mercato cambiano. È difficile dire a che punto possa esservi saturazione nei portafogli o cosa faccia mutare umori e valutazioni. Le crisi valutarie avvengono improvvisamente, spesso senza preavviso. *L'ipotetico azzeramento ex ante della freccia (b) non azzerava la freccia (a) e quindi è la freccia (b) che deve ricomporsi.* Il che può avvenire in un vortice di scambi. Alla fine occorre che il dollaro trovi l'operatore  $b_n$  che lo tenga stabilmente e per scelta (e sono importanti anche le condizioni in cui ciò avviene).

Fermo restando che ogni deflusso di capitale dagli Usa deve necessariamente essere controbilanciato da un identico afflusso di capitale, i dollari possono raggiungere operatori nelle cui mani «scottano» e che operano per liberarsene:  $b_n$  può trovarsi alla fine di una catena di passaggi. Quando i non residenti cercano di modificare i propri portafogli riducendo le loro attività in dollari, nessuno dei «dollari internazionali» esistenti può essere distrutto<sup>23</sup>. Le attività in dollari possono cambiare forma man mano che i dollari liquidi passano da un non residente a un altro, ma finiscono in ogni caso in qualche portafoglio di non residenti. Se il conto corrente è negativo (e certamente non può correggersi all'istante anche se il tasso di cambio scende), nuovi flussi si aggiungono a quelli determinati dall'aggiustamento dei portafogli: dollari esterni addizionali vengono creati e devono in ogni momento trovare un detentore. Quando anche i residenti statunitensi sono impegnati in attività di diversificazione dei loro portafogli e compiono una sostituzione di titoli emessi come debito interno con titoli emessi come debito esterno provocano un'ulteriore addizione allo stock di titoli lordi internazionali in dollari. Sia che i dollari addizionali ricevuti dai non residenti siano detenuti stabilmente oppure no, in ogni caso devono essere assorbiti nei portafogli dei non residenti mentre questi ultimi stanno cercando (senza successo) di liberarsi dei vecchi. Inoltre, nell'attività bancaria in dollari può determinarsi un eccesso di liquidità e affermarsi un mercato dei prenditori, che favorisce una speculazione avversa al dollaro (attraverso debiti contratti in dollari per essere tradotti in attività denominate in altre valute o in materie prime). Queste ultime diventano in tali frangenti beni rifugio contro l'incertezza valutaria: la conseguenza è che il loro prezzo si impenna, soprattutto se il punto di partenza della crisi valutaria è

<sup>23</sup> Supponiamo che non avvengano liquidazioni nette di titoli in valuta estera posseduti in precedenza da residenti statunitensi, che altrimenti assorbirebbero l'uscita del dollaro.

una crescita mondiale elevata, inizialmente propiziata dall'abbondanza di dollari<sup>24</sup>. La parte più rilevante dell'aggiustamento cade sul tasso di cambio. Nel mercato dei cambi, il valore del dollaro tende a cadere allo scopo di stabilizzare la detenzione e trovare compratori nei mercati finanziari e valutari. Ma è probabile che il valore del dollaro debba cadere molto oltre il valore di lungo periodo, tanto da implicare futuri guadagni in conto capitale dal lato valutario, per ripristinare una freccia (b) stabile. Al contempo è probabile che i tassi di interesse salgano, sia a compensazione del rischio, sia per stabilizzare gli stock. Nel frattempo, si possono mettere in moto una serie di reazioni casuali, che passano per le risposte di politica economica e per i mutamenti dei flussi nel settore reale (viene anticipata una drastica correzione della bilancia in conto corrente Usa), e che mutano sostanzialmente la situazione.

Beninteso, i valori di equilibrio di cambio e tassi di interesse che ripristinano una stabile freccia (b) possono anche trovarsi istantaneamente dopo una crisi. Ma questo non esclude che il panico possa protrarsi a lungo ed essere molto costoso da eliminare.

In sé il paese non troverà mai difficoltà di finanziamento (la sua crisi finanziaria non è uguale a quella del Brasile, dell'Argentina o della Thailandia, che devono fare i conti con debiti contratti in valuta diversa da quella che loro emettono e quindi con le riserve di cui dispongono), ma le circostanze in cui avviene il finanziamento (automatico) sono importanti per l'economia mondiale.

4.2. La caduta repentina, nel caso in cui l'aggiustamento dei valori del cambio e dei tassi di interesse avvenga tutto e subito, è quella che con maggiore rapidità consente le correzioni, accorciando il tragitto che porta a un nuovo livello di conto corrente e di indebitamento giudicato sostenibile<sup>25</sup> da un mercato scosso dall'esperienza di una crisi valutaria. È un intervento chirurgico piuttosto che una cura a effetto progressivo, ma dopo l'intervento il dollaro ridiventa attraente (prospettiva di minore deficit di conto corrente, alti tassi di interesse, ecc.) e tutto si ripropone come in precedenza, pur dovendo il mercato assorbire le perdite in conto capitale sui titoli in dollari precedentemente accumulati. La crisi valutaria, però, è più ipotesi virtuale che esperienza effettiva. Né l'ipotesi ha probabilità elevatissima.

Come si vede dalla figura A2, finora le correzioni del valore del dollaro sono avvenute in modo strisciante e graduale su un arco di anni. Un po' perché le considerazioni di portafoglio svolte nel paragrafo precedente continuano a valere anche se si diffonde una sfiducia nella tenuta del valore del dollaro (che verrà eventualmente sottopesato nei portafogli). Un po' perché, sempre per le considerazioni svolte nel paragrafo precedente, i giudizi degli operatori non sono mai unanimi. Può avere un ruolo anche il fatto che l'assorbimento dei dollari, quando questi divengono «eccessivi» (vale a dire, allorché il giudizio del mercato volge contro la valuta chiave), passa soprattutto attraverso le banche centrali (quando agiscono come compratori residuali nel mercato dei cambi). A maggior ragione, le banche centrali agirebbero controcorrente di fronte alla rottura del

<sup>24</sup> Tutti i paesi sono in grado di rifornirsi sul mercato dei capitali e di finanziare in deficit la loro attività economica. La sincronia di questa libertà di politica economica sincronizza anche il ciclo produttivo mondiale ascendente.

<sup>25</sup> Quale che sia il giudizio di sostenibilità che assume il mercato: un deficit di conto corrente più basso, un deficit che stabilizzi il rapporto debito esterno-Pil; un conto commerciale in pareggio; un conto commerciale attivo che consenta di pagare gli interessi sul debito accumulato e lasci il conto corrente pari a zero, o altro.





mercato. Ciononostante, l'economia internazionale è sempre a rischio di una modificazione ampia del valore della valuta più importante. Se le autorità emittenti mantengono libertà di politica economica il rischio si fa più forte.

Tuttavia non è chiaro perché l'esistenza di un consenso che il futuro valore del dollaro non possa che essere inferiore a quello presente non dia luogo a cadute repentine che consumino tutta la caduta potenziale, ma avvenga con correzioni progressive. Il fatto che i grandi investitori – siano essi fondi pensioni giapponesi, banche centrali asiatiche o gestori di grandi patrimoni e fondi comuni nel Resto del Mondo – mantengano i loro averi pur sapendo che sono destinati a subire perdite in conto capitale a causa della variazione del cambio lascia ipotizzare che siano impossibilitati a proteggersi per la dimensione stessa dei patrimoni, che non avrebbero alternative plausibili. Se esistono mercati *future* in cui sia possibile proteggersi, il problema si sposta verso chi offre protezione in ultima istanza, e comunque la protezione comporta costi commisurati alle aspettative per chi la compra.

Va notato, tuttavia, che le fasi di aggiustamento verso il basso del valore del dollaro, come i periodi 1985-1990 e 2003-2008, sono state accompagnate da flussi della freccia (b), che sono andati espandendosi progressivamente, toccando cifre record. Il che fa supporre o che i privati non abbiano piena cognizione dei valori di lungo periodo, o che ritengano di volta in volta che la discesa abbia toccato il fondo, oppure che si sentano pienamente protetti da tassi di interesse più alti sui titoli di debito statunitensi rispetto a quelli del Resto del Mondo. Ma quest'ultima spiegazione non è soddisfacente, perché, dopo il 2002 e fino alla crisi dei *subprime*, il differenziale dei tassi di interesse a lungo termine degli Usa verso i paesi asiatici non è stato elevato e congruo con le aspettative di svalutazione espresse dal *consensus* degli economisti, ed è stato negativo nei confronti dell'euro<sup>26</sup>. Dopo la crisi è stato negativo verso tutte le piazze. L'argomento che riporta alle azioni equilibratrici delle banche centrali non è decisivo, perché la freccia (b) è stata alimentata anche dai privati (come si vede dalla fig. A6), per quanto con quote via via decrescenti (che celano cifre assolute che si sono mantenute elevate). Tutto ciò è spiegato dagli economisti con la *miopia* degli investitori. Sta di fatto che tra il 2002 e il 2008 l'ampliarsi del deficit di conto corrente è avvenuto senza aumentare di molto l'indebitamento netto esterno (stock) degli Usa, rimasto al 20% del Pil, per effetto della valutazione dei debiti e crediti del paese.

Alla luce di ciò, sono forse più vicini alla realtà quegli esercizi macroeconomici relativi all'aggiustamento internazionale delle bilance dei pagamenti che presuppongono che i movimenti di capitale in entrata continuino senza rottura durante tutto il percorso intermedio di aggiustamento dell'economia statunitense verso le posizioni macroeconomiche sostenibili, consentendo una discesa graduale del dollaro, accompagnata probabilmente da una riduzione della crescita reale di lungo periodo<sup>27</sup>. Una riduzione graduale del deficit di conto corrente implica in ogni caso la prosecuzione di flussi di capitali

<sup>26</sup> Una certa convergenza di analisi si è manifestata verso valori medi del dollaro del 30% inferiori a quelli del *peak* del 2002 per riportare in pareggio il conto corrente; il che avrebbe corrisposto a una svalutazione del 3% all'anno per 15 anni. I differenziali dei tassi di interesse non hanno mai espresso queste aspettative.

<sup>27</sup> Ovviamente, un percorso del genere è più lungo, ma meno traumatico e foriero di instabilità, di uno che avvenga con la rottura improvvisa dei cambi, conseguente a qualche momento di *stop flow*.



(netti) in entrata durante l'aggiustamento: un deficit che scenda al 2,5% del Pil (da un valore tendenziale del 5%) richiederebbe nella transizione l'accumulazione di ulteriori debiti, che porterebbero il totale del debito estero degli Usa a stabilizzarsi intorno al 60% del Pil (il che presuppone che gli investitori internazionali non abbiano problemi con un debito estero degli Usa di quella dimensione).

4.3. La crisi finanziaria iniziata nell'autunno del 2007 rimette in discussione tutti gli esercizi su quale entità di aggiustamento del dollaro e del conto corrente statunitense il mercato possa chiedere nel lungo periodo e su quale ne sia il percorso. Sebbene la crisi abbia avuto come sottofondo gli squilibri internazionali, centrati sul ruolo del dollaro e sull'andamento dell'economia Usa, ha insistito poco, come detto, nelle problematiche trattate finora; non è stata una crisi valutaria, ma è interpretabile con altre chiavi<sup>28</sup>. La crisi ha interrotto la svalutazione del dollaro e dà conforto alla tesi della continuità dei flussi fino alla sostenibilità. In un certo senso, essa ha determinato la ripresa di una forza trainante della freccia (b) pur in presenza di una espansione monetaria e di un drastico abbassamento dei tassi di interesse negli Usa, che ha determinato un differenziale negativo verso quasi tutte le aree del mondo. Questo non ha frenato un *flight to quality* in un momento di incertezza generale sulla tenuta del sistema finanziario. Il premio per il rischio, che si riflette sui tassi di interesse sui titoli in dollari, è diventato negativo<sup>29</sup>. Il dollaro è rimbalzato sorprendentemente dai minimi che aveva raggiunto, sostenuto da un ritiro dei capitali investiti all'estero da parte dei residenti, da un minor deflusso finanziario di capitali dagli Usa e da una qualche attenuazione del deficit di conto corrente (la freccia (a), interpretata come netta, si è indebolita). La freccia (b) ha di nuovo trainato la (a), nel senso che banche non statunitensi, operanti in dollari, sono rimaste a corto di dollari per finanziare i ritiri e, non potendo ricorrere al prestito privato di dollari, hanno evitato guai maggiori allorché le loro banche centrali sono state poste in condizione di rifornirle di dollari attraverso il prestito illimitato concesso loro dalla Fed. L'insieme ha riprodotto una situazione molto simile a quella del 1997-99, quando i paesi emergenti con minori riserve, che erano ricorsi a entrate di capitale per finanziare la crescita, sono entrati in difficoltà per il ritiro dei crediti, subendo una crisi finanziaria e valutaria che riproduce i caratteri di quelle degli anni novanta.

### 5. Un sistema in parte multilaterale.

Sebbene abbiamo prevalentemente identificato i meccanismi del sistema monetario internazionale con il ruolo del dollaro, anche altre valute hanno finito per svolgere una funzione internazionale. Per effetto dell'instabilità del dollaro (specie negli anni settanta e ottanta) e del già possente accumulo di riserve in dollari, nonché per il surplus ricorrente di conto corrente di paesi che gestiscono per questa ragione valute «forti», il siste-

<sup>28</sup> Certo, l'abbondanza di liquidità negli Usa e il regime di bassi tassi di interesse ha inciso, ma la crisi si è sviluppata all'interno della finanza statunitense e del valore finanziario dei titoli privati, e ha poco a che fare con qualche rottura avvenuta nel rapporto tra le frecce (a) e (b).

<sup>29</sup> Vale a dire che, a parità di scadenza e maturità, gli investitori considerano equivalenti a quelli Usa (in dollari) solo titoli che corrispondano a tassi di interesse superiori.



ma ha finito per usare anche altre valute in funzione monetaria (sempre nazionali, ma in funzione internazionale). Paesi importanti emettono debiti internazionali nella propria valuta, che funge da riserva di valore e mezzo di scambio. Un debitore internazionale sceglie prima la valuta in cui emettere un debito e poi la piazza finanziaria in cui raccogliere (spesso raccoglie su più mercati). I portafogli internazionali vengono diversificati dai privati (in misura minore dalle banche centrali) in varie valute, in relazione a quello che può essere guadagnato in conto capitale (per rivalutazioni e svalutazioni) o in rendimenti correnti (saggi di interesse). Quando i privati o le banche centrali differenziano le disponibilità nei mercati, anche altre valute assumono il ruolo di riserva di valore, mezzo di scambio e unità di conto per gli investitori internazionali. Così anche l'euro, come lo yen, il franco svizzero, la sterlina e altre valute minori hanno raggiunto la funzione di moneta internazionale ed esiste quindi oggi uno stock di attività internazionali denominate in queste valute. Si tratta di attività liquide o a lunga scadenza in relazione alle preferenze private e si traducono da liquide in lunga scadenza e viceversa in relazione, di nuovo, alle preferenze private. Gli stessi stock si accrescono o decrescono in relazione ai movimenti di capitale nonché ai deficit e surplus di conto corrente finanziati nella valuta specifica. Le valute competono quindi nella funzione di valuta internazionale e quella più suscettibile di accrescere i rendimenti dei portafogli (combinando tassi di interesse e aspettative di rivalutazione) ha prospettive di espandere il suo ruolo.

Ma è difficile che ci sia una vera e propria sfida al dollaro, sia perché la dimensione delle altre economie non è quella degli Usa, sia perché i loro mercati finanziari non hanno la stessa profondità, duttilità e possibilità di differenziazione. Inoltre, i mercati delle materie prime funzionano prevalentemente in dollari. Infine, per quanto i paesi dell'euro nel loro complesso abbiano un Pil equivalente a quello degli Usa, i loro mercati finanziari non sono unificati, e non hanno uno Stato dietro la valuta, il che rende gli operatori diffidenti. Fornire moneta internazionale implica anche gestire un deficit di conto corrente e avere istituzioni finanziarie capaci di finanza globale. L'Europa dell'euro è sostanzialmente in pareggio di conto corrente e applica politiche di tassi di interesse relativamente elevati, per cui la sua specifica freccia (a), sarà, nel bene o nel male, sempre debole.

Pur in questa pluralità di situazioni, il dollaro continua (dopo un periodo di declino negli anni settanta e a cavallo degli anni ottanta e novanta) a mantenere il ruolo chiave. Il cuore del sistema rimane a Washington, dove ha sede la Federal Reserve e il sistema monetario internazionale lo si può capire solo partendo da lì.

### *Riferimenti bibliografici*

Un primo approfondimento può trovarsi negli articoli da cui sono tratte le tabelle, per gli argomenti in relazione ai quali le stesse sono citate.

Per le *fonti statistiche* dirette, oltre a quelle citate della Federal Reserve Bank of New York e della Bri, si può far riferimento all'U.S. Bureau of Economic Analysis, in special modo al Survey of Current Business, oltre che al Fondo Monetario Internazionale, in particolare alla Balance of Payments Statistics.



*La sostenibilità degli squilibri esterni degli Stati Uniti* è stata discussa copiosamente, sebbene prima della crisi finanziaria. Per un inquadramento concettuale, si può leggere:

Bernanke, B. 2005

*The global savings glut and the U.S. current account deficit*, Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond, Virginia (disponibile al sito della Federal Reserve Bank).

Bertaut, C., Kamin, S., Thomas, C. 2008

*How long can the unsustainable U.S. current account deficit be sustained?*, Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers, 935, luglio.

Cooper, R. 2007

*Living with global imbalances: A contrarian view*, Brookings papers on economic activity, 2.

Elwell, C. K. 2008

*Dollar Crisis: Prospect and Implications*, Crs Report for Congress, RL 34311.

Labonte, M. 2005

*Is the U.S. Trade Deficit Caused by a Global Saving Glut?*, Crs Report for Congress, RL 33140.

McKinnon, R. 2001

*The international dollar standard and sustainability of the U.S. current account deficit*, Brookings paper on economic activity, 1.

Poole, W. 2005

*How Dangerous Is the U.S. Current Account Deficit?*, disponibile al sito della Federal Reserve Bank of St Louis, News & Events, Speeches.

*Per i possibili sentieri di aggiustamento:*

Fmi 2005

*Globalization and External imbalances*, World Economic Outlook, cap. III, aprile.

Cavallo, M. - Tile, C. 2006

*Current Account Adjustment with High Financial Integration: A Scenario Analysis*, in «Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Review», gennaio.

Obstfeld, M. - Rogoff, K. 2005

*Global current account imbalances and exchange rate adjustments*, Brookings Papers on Economic Activity, 1, pp. 67-123.

*Sulla miopia degli investitori:*

Baldwin, R. 2007

*Is the United States headed for double bubble trouble?*, VoxEu.or, 2 ottobre.

Krugman, P. 2007

*Will There Be a Dollar Crisis?*, in «Economic Policy», 51, luglio.



*Sulla sensibilità del commercio statunitense al tasso di cambio del dollaro:*

Mann, C. L. 2002

*Perspectives on the U.S. current account deficit and sustainability*, in «Journal of economic perspectives», 3.

Goldberg, L. - Dillon, W. 2007

*Why a Dollar Depreciation May Not Close the U.S. Trade Deficit*, in «Current Issues in Economics and Finance», giugno.

*Sull'accumulo di riserve in dollari:*

Aizenman, J. - Jaewoo, L. 2007

*International Reserves: Precautionary versus Mercantilist Views, Theory and Evidence*, in «Open Economies Review», 18, 2.

Dooley, M., Folkerts-Landau, D., Garber, P. 2003

*A essay on the revived Bretton Woods system*, Nber, Working Paper, 9971, settembre.

Dooley, M., Folkerts-Landau, D., Garber, P. [2006] 2007

*Direct Investment, Rising Real Wages, and the Absorption of Excess Labor in the Periphery*, in *G-7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, a cura di R. H. Clarida, University of Chicago Press, Chicago.

*Sul rapporto Cina-Usa:*

Guonan, M. - Haiwen, Z. 2009

*China's evolving external wealth and rising creditor position*, Banca dei regolamenti internazionali, Working Paper, 286, luglio.

McKinnon, R., Lee, B., Wang, Y. D. 2009

*The Global Credit Crisis and China's Exchange Rate*, Stanford Center for International Development, Working Paper, 391, giugno.

*Per uno sguardo retrospettivo:*

Eichengreen, B. 2007

*Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods*, Mit Press, Boston.

*Per le radici culturali della crisi:*

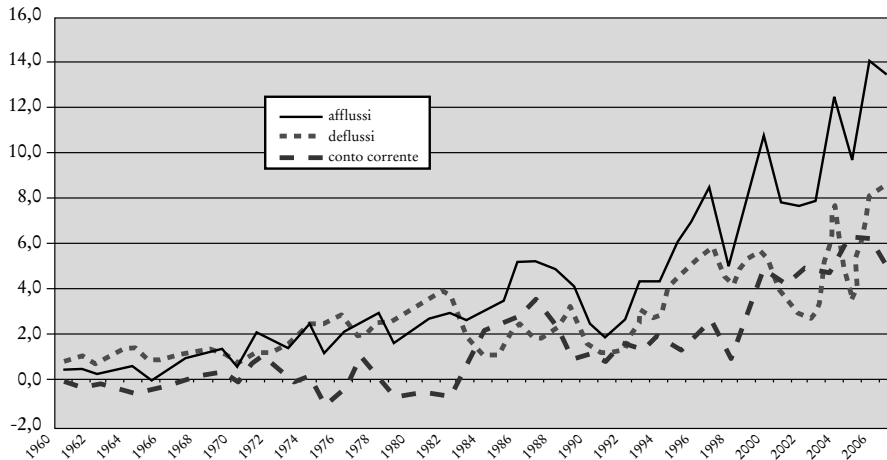
Roncaglia, R. 2010

*Economisti che sbagliano*, Laterza, Bari.



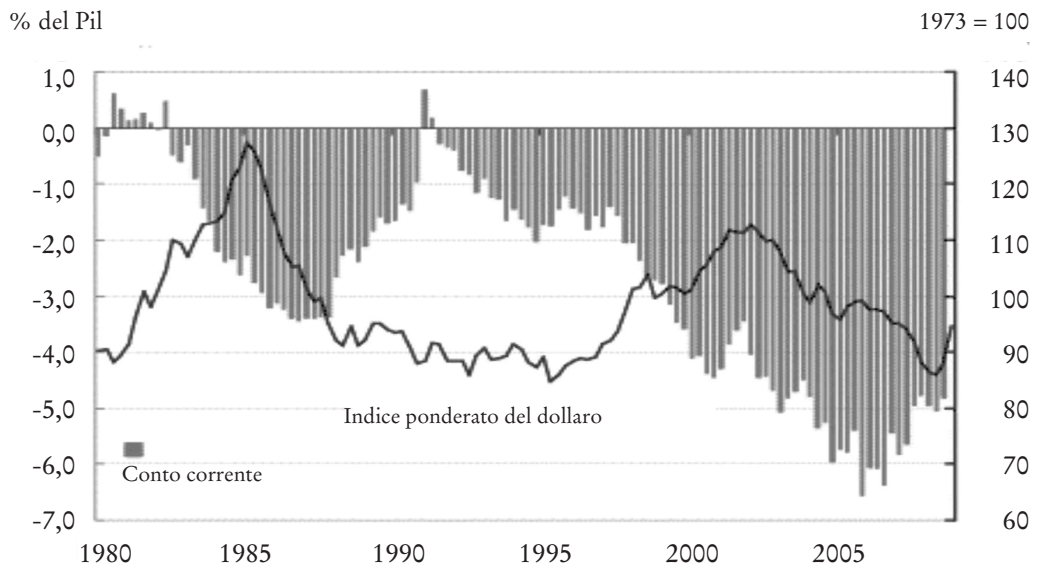


Figura A1. Uscite e entrate di capitale negli Usa



Fonte: J. Tatom, *Imbalances in China and U.S. Capital Flows*, 2008, Mpra Paper No. 11706, Novembre 2008.

Figura A2. Conto corrente degli Usa e (andamento del dollaro).

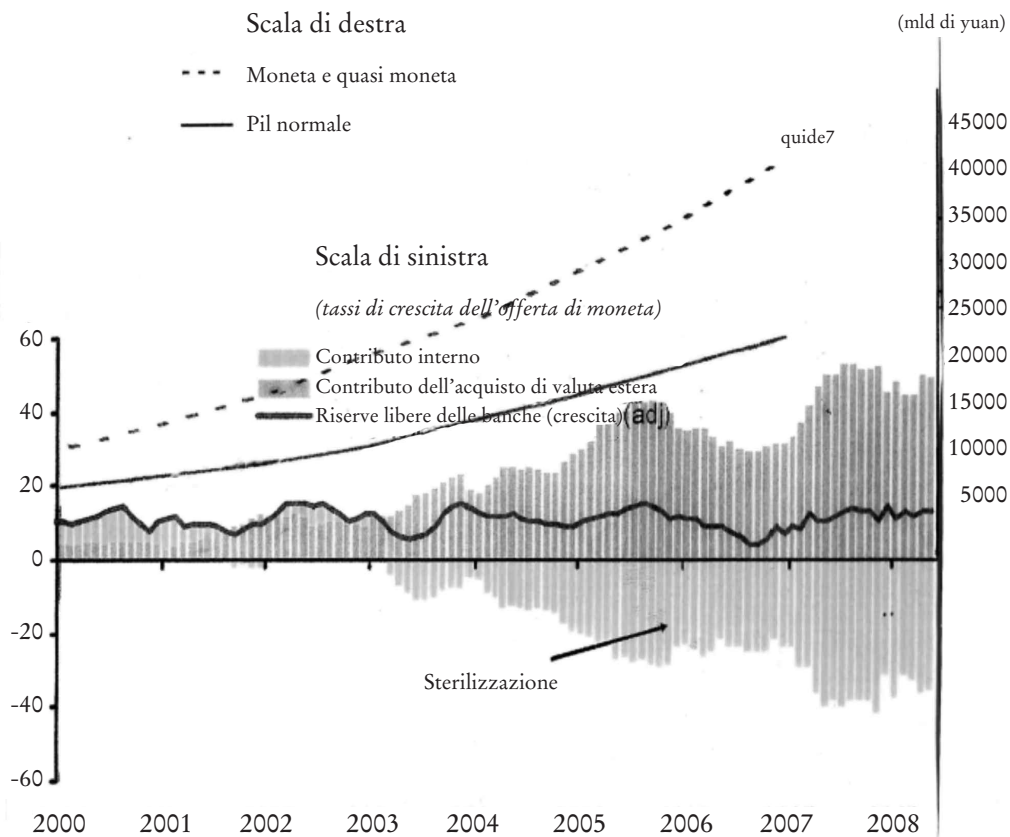


Fonte: Bureau of Economic Analysis, Board of Governors of the Federal Reserve System, vari anni.





Figura A3. Espansione monetaria in Cina e intervento sul mercato dei cambi.

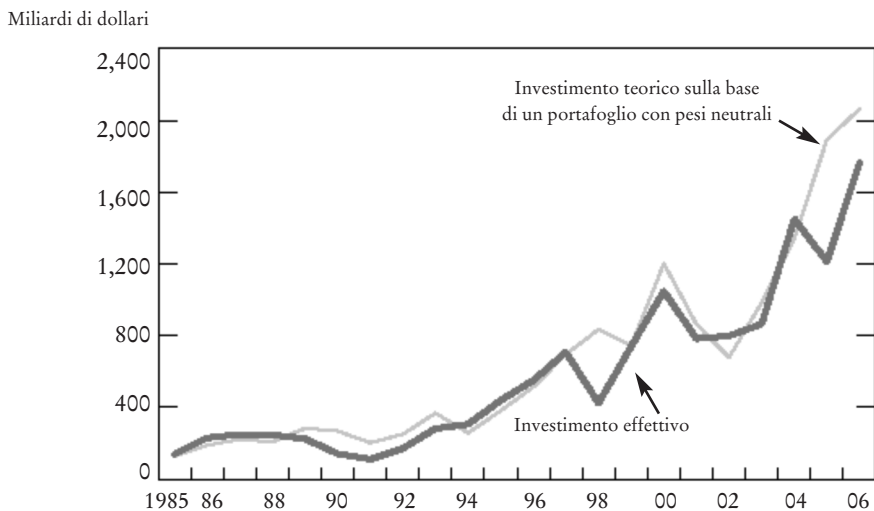


Fonte: R. Mckinnon e G. Schnabl, *The Case for Stabilizing China's Exchange Rate: Setting the Stage for Fiscal Expansion*, in «China & World Economy», gennaio-febbraio 2009.



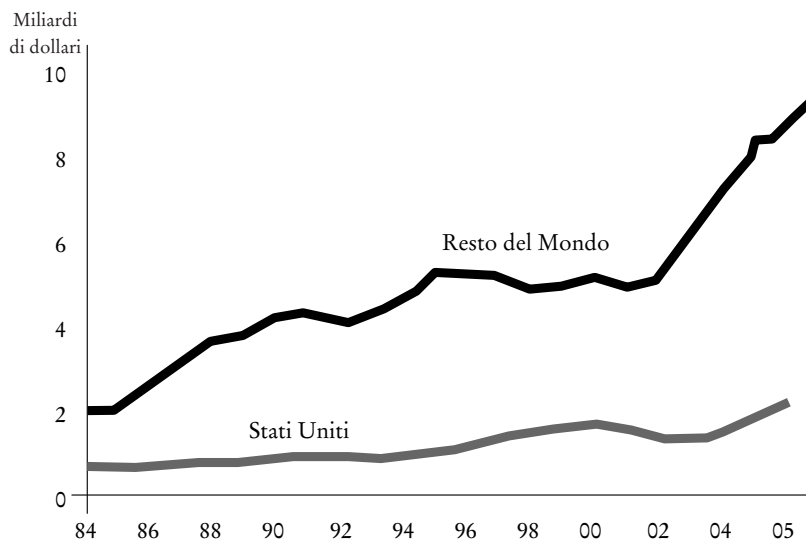


Figura A4. Investimento finanziario dei non residenti in Usa.



Fonte: M. Higgins - T. Klitgaard, 2007, *Financial Globalization and the U.S. Current Account Deficit*, in «Current Issues in Economics and Finance», Federal Reserve Bank of New York, dicembre.

Figura A5. Risparmio lordo mondiale.



Fonte: Fmi, World Economic Outlook, 2006, 2007.



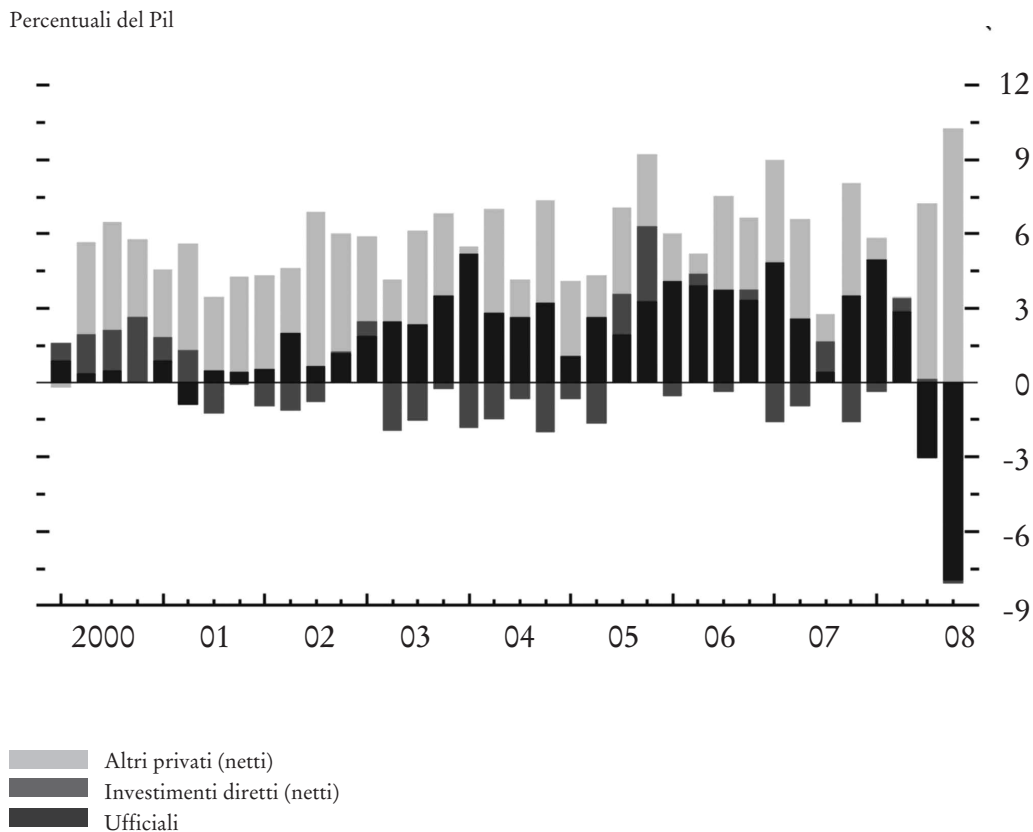





---

 Figura A6. Flussi privati e pubblici (netti) verso gli Usa.
 

---



Fonte: Fmi, *Policies to end the crisis while paving the way to sustained recovery*, 2008.



Tabella A1. Titoli finanziari posseduti negli Usa da non residenti.  
Miliardi di dollari, giugno di ogni anno.

Tipo di titoli	2000	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Titoli a lungo termine	3,558	3,926	4,503	5,431	6,262	7,162	9,136	9,463
Azioni <sup>1</sup>	1,709	1,395	1,564	1,930	2,144	2,430	3,130	2,969
obbligazioni	1,849	2,531	2,939	3,501	4,118	4,773	6,007	6,494
U.S. Treasury	884	908	1,116	1,426	1,599	1,727	1,965	2,211
U.S. agency	261	492	586	619	791	984	1,304	1,464
imprese	703	1,130	1,236	1,455	1,729	2,021	2,738	2,820
Titoli a breve termine	n.a.	412	475	588	602	615	635	858
U.S. Treasury	n.d.	232	269	317	284	253	229	379
U.S. agency	n.d.	88	97	124	150	147	109	174
imprese	n.d.	92	110	147	168	215	297	306
Titoli a lungo e a breve termine	n.a.	4,338	4,979	6,019	6,864	7,778	9,772	10,322
Depositi e altri prestiti verso banche e altre istituzioni finanziarie	1,182	1,610	1,881	2,222	2,541	3,191	3,827	3,749

Fonte: Department of the Treasury, Federal Reserve Bank of New York and Board of Governors of the Federal Reserve System, *Report on Foreign Portfolio Holdings of U.S. Securities*, aprile, 2009.

Tabella A2. Maturità delle obbligazioni statunitensi detenute da non residenti,  
giugno 2008. Percentuali.

Anni rimanenti alla scadenza	Debito totale	U.S. Treasury	Agenzie U.S.	Imprese
1 o meno	10,3	15,7	7,1	7,8
1-2	13,6	22,4	11,4	7,9
2-3	8,4	8,7	8,0	8,4
3-4	7,2	8,5	2,7	8,4
4-5	8,7	11,1	5,1	8,7
5-6	5,0	5,5	2,3	6,1
6-7	4,4	5,5	1,6	5,1
7-8	4,1	5,3	2,3	4,1
8-9	4,4	5,0	3,4	4,4
9-10	4,0	5,1	2,7	3,9
10-15	3,9	2,4	3,2	5,4
15-20	2,7	2,4	1,0	3,8
20-25	2,3	1,3	2,5	2,9
25-30	17,4	1,1	46,0	15,4
Più di 30	3,6	0,0	0,7	7,8
Totale	100,0	100,0	100,0	100,0

Fonte: Federal Reserve Bank of New York and Board of Governors of the Federal Reserve System, *Report on Foreign Portfolio Holdings of U.S. Securities*, Department of the Treasury, aprile, 2009.



Tabella A3. Variazione delle riserve ufficiali. Miliardi di dollari.

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Per memoria: consistenze (dic. 2007)
	a tassi di cambio correnti						
Totale	358,6	617,1	723,1	426,2	862,0	1.356,0	6,392,8
Paesi industriali avanzati	117,4	216,2	196,0	-23,1	-102,1	97,5	1.501,2
Area dell'euro	8,0	-27,6	-7,0	-14,0	16,9	19,4	203,6
Giappone	63,7	201,3	171,5	4,5	46,1	73,4	948,4
Asia	173,9	264,1	363,7	250,2	396,0	694,9	2.912,6
Cina	74,2	116,8	206,7	206,9	247,5	461,9	1.526,3
Corea	18,3	33,7	43,7	11,8	28,4	23,4	261,8
Hong Kong SAR	0,7	6,5	5,2	0,7	8,9	19,5	152,6
India	21,7	30,6	27,5	5,9	39,2	96,4	266,6
Malaysia	3,8	10,4	22,1	4,5	12,3	16,9	100,6
Singapore	6,4	13,9	16,4	3,9	20,1	26,7	162,5
Taiwan, Cina	39,4	45,0	35,1	11,6	12,9	4,2	270,3
Thailandia	5,7	2,9	7,5	2,0	14,6	20,0	86,1
America latina <sup>1</sup>	4,2	30,6	21,1	25,4	53,7	126,7	397,2
Brasile	1,6	11,7	3,6	0,8	31,9	94,3	179,4
Messico	5,5	7,8	5,0	10,2	2,4	10,9	86,3
Venezuela	-0,8	7,5	2,3	5,6	5,5	-5,2	23,7
ECO <sup>2</sup>	24,2	21,1	21,4	15,3	26,0	42,2	223,6
Medio Oriente <sup>3</sup>	0,7	5,7	12,8	17,0	26,2	34,5	136,9
Russia	11,5	29,1	47,6	54,9	119,6	168,7	464,0
Per memoria: espostatori netti di petrolio <sup>4</sup>	27,7	67,0	100,0	11,8	216,2	255,2	958,8

<sup>1</sup> Paesi elencati più Colombia e Perù. <sup>2</sup> Europa centrale: Bulgaria, Croazia, Estonia, Lettonia, Lituania, Polonia, Repubblica Ceca, Romania, Slovacchia, Slovenia e Ungheria. <sup>3</sup> Arabia Saudita, Kuwait, Libia e Qatar. Per l'Arabia Saudita, al netto degli investimenti in titoli esteri. <sup>4</sup> Algeria, Angola, Kazakistan, Messico, Nigeria, Norvegia, Russia, Venezuela e Medio Oriente.

Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali, *Relazione Annuale*, 2008.

