

V. I mercati dei cambi

Aspetti salienti

Per gran parte del 2006 e nei primi quattro mesi del 2007 il dollaro USA si è gradualmente deprezzato su base nominale ponderata per l'interscambio, mentre l'euro si è apprezzato. Lo yen ha accusato un indebolimento ancora maggiore di quello del dollaro. Molte altre valute europee – fra cui la corona ceca, la corona svedese e la sterlina – si sono parimenti rafforzate sia in termini ponderati per l'interscambio sia rispetto all'euro nel 2006, ma in seguito sono lievemente arretrate. La principale eccezione è costituita dal franco svizzero, che per l'intero periodo in esame ha subito un generale deprezzamento. Alcune divise della regione asiatica, e più in particolare il baht thailandese, si sono apprezzate in termini effettivi. Nella seconda metà del 2006 il rafforzamento del renminbi si è fatto più pronunciato rispetto al dollaro USA, mentre è risultato notevolmente più modesto in termini ponderati per l'interscambio.

I mercati valutari sono stati nell'insieme contraddistinti da volumi elevati di scambi e livelli storicamente bassi della volatilità, la quale si è tuttavia accresciuta in due episodi. Nel primo, relativo al periodo maggio-giugno 2006, le conseguenze più significative sono state generalmente avvertite dalle divise delle economie emergenti (quali il real brasiliano) e da quelle di paesi con tassi di interesse elevati e ampi disavanzi di parte corrente (ad esempio i dollari australiano e neozelandese). Nel secondo episodio la volatilità è aumentata per un gran numero di monete a partire dalla fine di febbraio 2007, per poi tornare a ridursi da metà marzo.

Tre fattori principali hanno influito sugli andamenti dei cambi nel periodo in rassegna. In primo luogo, i differenziali di tasso di interesse che, riflettendo le prospettive macroeconomiche e le loro implicazioni per la politica monetaria, hanno continuato a incidere sui movimenti di una serie di coppie valutarie. Sullo sfondo della bassa volatilità dei cambi, il continuo aumento delle operazioni di *carry trade* ha costituito un importante meccanismo di azione dei differenziali di interesse. In secondo luogo, in linea con una tendenza in atto dalla fine degli anni novanta, l'accumulo di riserve valutarie ufficiali si è sensibilmente intensificato nel 2006, limitando gli effetti delle pressioni al rialzo sulle valute della regione asiatica e di vari paesi esportatori di petrolio. In alcuni casi – e in particolare in Cina, Corea, Malaysia e Thailandia – sono state anche introdotte delle modifiche ai controlli sui capitali al fine di attenuare le spinte verso l'alto. In terzo luogo, il contesto entro il quale si sono determinati i cambi ha continuato a contraddistinguersi per la presenza di squilibri internazionali. Gli ampi disavanzi fiscali o correnti possono avere inciso sulla misura in cui talune valute hanno reagito agli episodi di accresciuta volatilità sui mercati finanziari. Nello stesso tempo, rispetto al passato, gli operatori

avrebbero attribuito minor peso al disavanzo corrente statunitense quale determinante degli andamenti del dollaro.

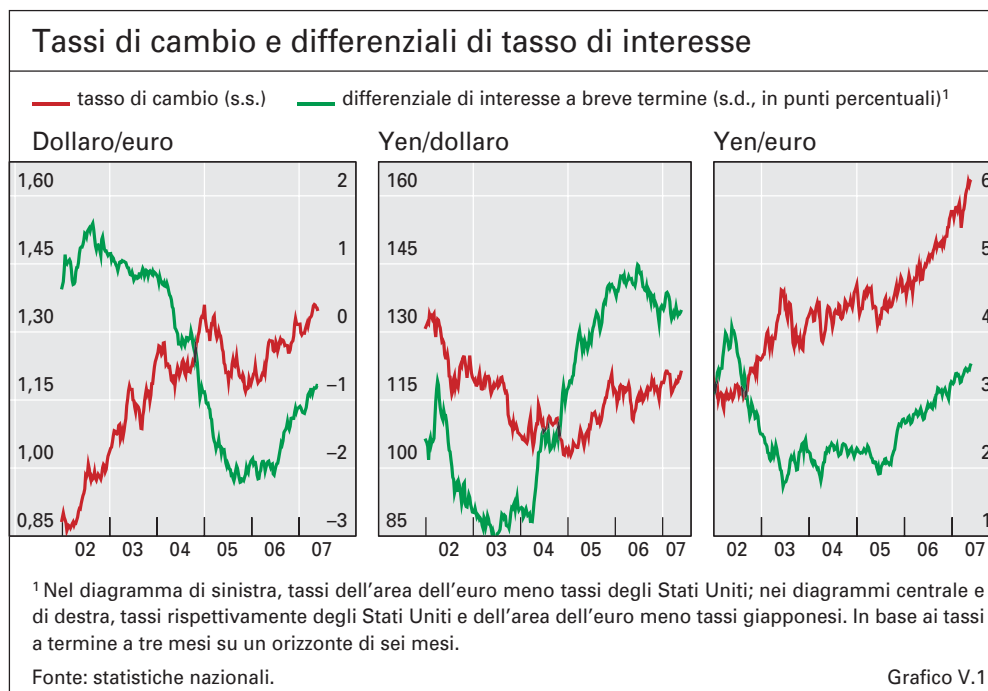
L'ultima sezione di questo capitolo approfondisce alcune tendenze in materia di gestione delle riserve che possono incidere in misura significativa sui mercati finanziari, compresi quelli dei cambi. La sezione prende in esame vari fattori all'origine di tali tendenze, tra cui: l'ampio accumulo di riserve da parte di alcuni paesi; i progressi delle tecnologie finanziarie e lo sviluppo dei mercati dei capitali; i mutamenti del contesto di *governance* esterna entro il quale operano le banche. Segue una discussione di alcune delle sfide poste da questi cambiamenti.

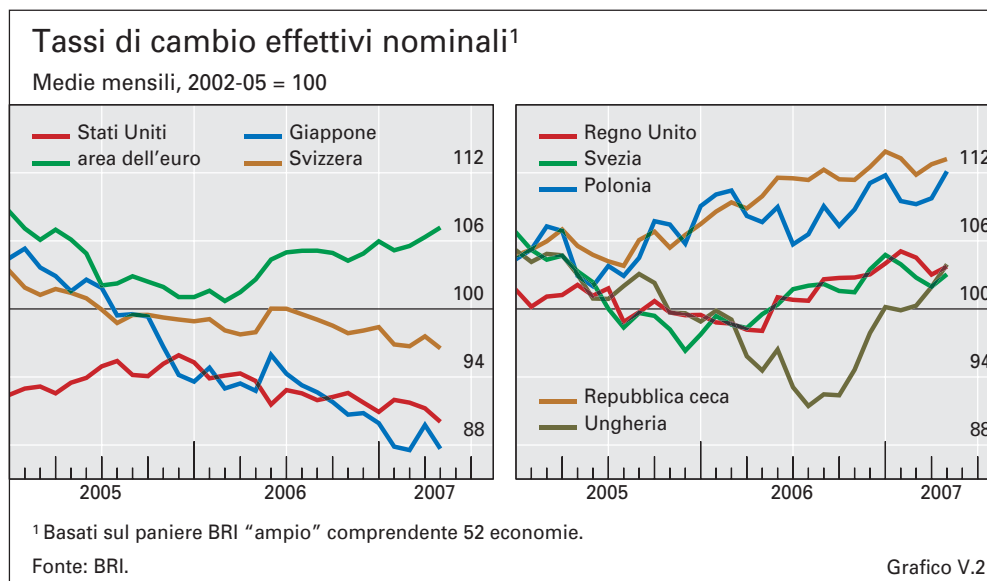
Andamenti dei mercati valutari

Nel 2006 e nei primi quattro mesi del 2007 gran parte delle divise ha seguito tendenze generalmente ininterrotte. Per alcune valute esistono tuttavia riscontri di una chiara discontinuità agli inizi del 2007.

Nel periodo in esame il dollaro USA ha registrato un generale deprezzamento, scendendo di quasi il 6% in termini effettivi nominali. Rispetto all'euro si è indebolito di circa il 15%, perdendo gran parte del terreno guadagnato nel 2005 (grafico V.1). Nel 2006 la moneta USA si è deprezzata anche nei confronti di diverse altre valute europee (soprattutto della sterlina), nonché del dollaro australiano e delle divise di una serie di economie asiatiche emergenti. Per contro, dopo un brusco deprezzamento in maggio, nel resto dell'anno il dollaro è aumentato rispetto allo yen. In generale, agli inizi del 2007 sembra essersi verificato un cambiamento nell'evoluzione dei cambi della moneta statunitense: in alcuni casi la tendenza precedente è parsa invertirsi, mentre in altri il dollaro si sarebbe pressoché stabilizzato.

Generale deprezzamento del dollaro



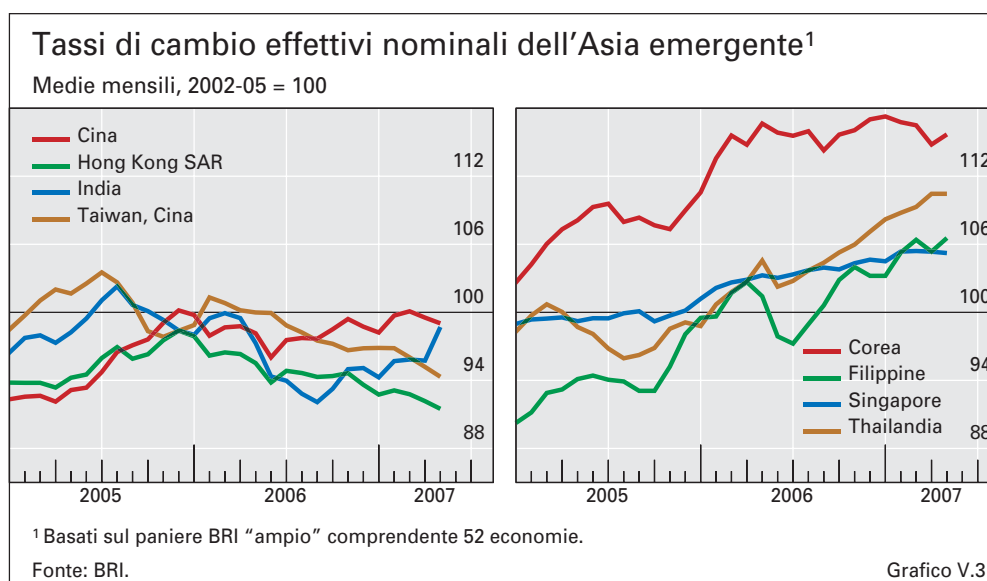


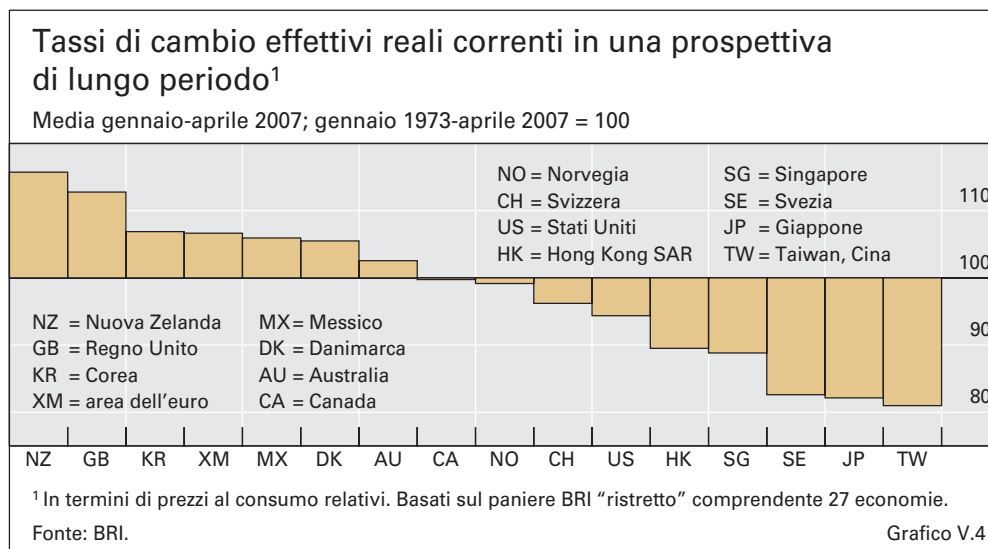
Apprezzamento di gran parte delle divise europee

Nel corso del 2006 le valute europee si sono generalmente apprezzate in termini effettivi nominali. L'euro ha guadagnato quasi il 5%; la corona ceca, la corona svedese e la sterlina hanno registrato anch'esse un sensibile rafforzamento (grafico V.2). Inoltre, nella seconda metà dell'anno è intervenuto un apprezzamento del fiorino ungherese e dello zloty polacco. Agli inizi del 2007, tuttavia, si sono verificate alcune inversioni di rotta. Il franco svizzero ha costituito un'eccezione di rilievo: nella prima metà del 2006 è rimasto relativamente stabile in termini effettivi nominali, mentre nel resto del periodo in esame ha subito un deprezzamento.

Tendenze difformi delle valute asiatiche

Le valute della regione asiatica hanno seguito andamenti diversi, tendendo a evidenziare rispetto agli anni precedenti una minore sincronia sia nel cambio con il dollaro sia in termini effettivi. Lo yen si è indebolito in termini effettivi nominali nel 2006 e nei primi mesi del 2007, così come anche il dollaro di Hong Kong e il nuovo dollaro di Taiwan, benché la moneta giapponese si sia lievemente rafforzata nel maggio 2006 e nel marzo 2007. Per contro, il peso





filippino e il baht thailandese hanno registrato un apprezzamento significativo (grafico V.3). Il won coreano, che pure nel 2006 si è rafforzato meno di altre valute asiatiche, è rimasto su livelli elevati dopo l'incremento del 15% in termini effettivi nominali messo a segno nell'anno e mezzo precedente. Nei primi quattro mesi del 2007, tuttavia, la moneta coreana ha perso poco più dell'1%. Tra la prima metà del 2006 e il periodo fine giugno 2006-fine febbraio 2007 il renminbi ha visto pressoché raddoppiare (a quasi il 5% su base annualizzata) il proprio ritmo di apprezzamento sul dollaro USA, mentre ha registrato un rafforzamento più modesto in termini ponderati per l'interscambio. A marzo e aprile 2007 la moneta cinese si è mantenuta sostanzialmente stabile su quella statunitense, ma ha perso oltre l'1% in termini effettivi.

I livelli dei cambi in una prospettiva di più lungo periodo

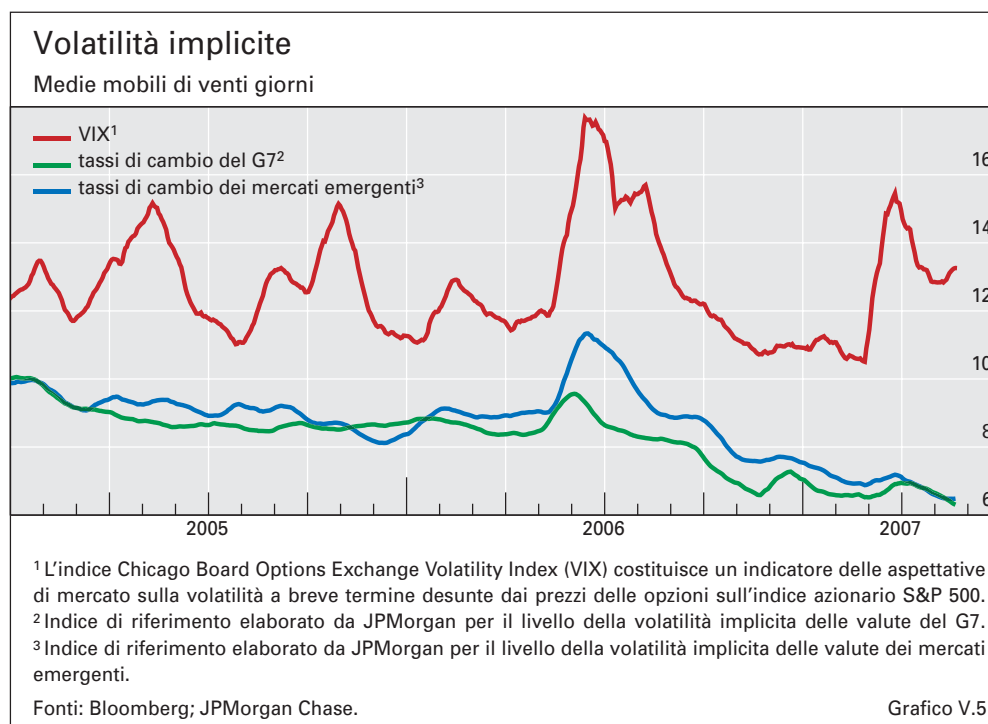
Un modo per valutare i livelli dei cambi in una prospettiva a più lungo termine consiste nel raffrontare i tassi di cambio effettivi reali con le loro medie di lungo periodo. Durante l'anno in esame la posizione di gran parte delle valute rispetto a questo valore di riferimento non è variata sostanzialmente. Nell'arco dei primi quattro mesi del 2007 i tassi di cambio effettivi reali del dollaro USA e dell'euro non si sono scostati di più del 7% dalle rispettive medie di lungo periodo (grafico V.4). Alcune valute asiatiche, e in particolare il nuovo dollaro di Taiwan e lo yen, si sono collocate su livelli inferiori di oltre il 10% alla loro media. Lo stesso vale per la corona svedese. All'estremo opposto, il dollaro neozelandese e la sterlina sono risultati notevolmente superiori.

Alcune monete si discostano notevolmente dalle medie di lungo periodo

Le condizioni nei mercati valutari

I mercati valutari sono stati contraddistinti nell'insieme da volumi elevati di scambi e da una volatilità storicamente bassa, in linea con la tendenza sostanzialmente calante di quest'ultima su tutti i mercati finanziari (grafico V.5; si veda anche il Capitolo VI). Si sono verificati due episodi di rialzo della volatilità dei cambi, che hanno inoltre coinciso con un più generalizzato aumento della volatilità nei mercati finanziari. In entrambi gli episodi, tuttavia, gli incrementi sono stati modesti e circoscritti.

Volumi elevati e bassa volatilità



Due episodi di maggiore volatilità

Nel primo episodio, verificatosi nel periodo maggio-giugno 2006, la volatilità sia implicita sia effettiva è temporaneamente salita sui mercati yen/dollaro e yen/euro. Essa ha subito un rialzo particolarmente pronunciato nel caso di alcune valute dei paesi emergenti (quali il real brasiliano e il rand sudafricano) e inferiore in quello delle monete di paesi con tassi di interesse elevati e ampi disavanzi correnti (come i dollari australiano e neozelandese). Le tendenze all'apprezzamento in atto hanno subito una temporanea battuta d'arresto. Il secondo episodio si è prodotto a cavallo tra febbraio e marzo 2007. La volatilità di diverse coppie valutarie è aumentata, in concomitanza con il nuovo forte rialzo della volatilità osservato più in generale sui mercati finanziari, e l'attività in cambi si è intensificata.

Determinanti dei cambi

Nell'ultimo anno circa gli andamenti dei cambi sono stati determinati da tre fattori principali: le prospettive macroeconomiche e le relative implicazioni per la politica monetaria e i differenziali di tasso di interesse; le politiche di cambio e gli interventi connessi, soprattutto nei paesi asiatici emergenti; gli squilibri esterni a livello mondiale. Sulla dinamica di alcune valute hanno inoltre influito i movimenti dei prezzi delle materie prime.

I differenziali di tasso di interesse e il ruolo dei carry trade

I differenziali di interesse sono un importante fattore alla base dei movimenti valutari

Come negli anni precedenti, il variare dei differenziali di tasso di interesse effettivi e attesi – che riflette la valutazione degli operatori circa le condizioni macroeconomiche e le implicazioni delle stesse per la politica monetaria – sembra avere influito in misura notevole sui movimenti valutari. Un esempio importante è costituito dall'evoluzione del cambio dollaro/euro. A giudicare

dai tassi a termine impliciti, desunti dai contratti *forward*, gli operatori si attendevano che la BCE continuasse a normalizzare i tassi per l'intero periodo in esame e ritenevano che la Federal Reserve fosse invece prossima al punto di svolta superiore del suo ciclo di inasprimento (grafico V.1). Ciò è in linea con l'apprezzamento tendenziale dell'euro rispetto al dollaro nel 2006 e nei primi mesi del 2007.

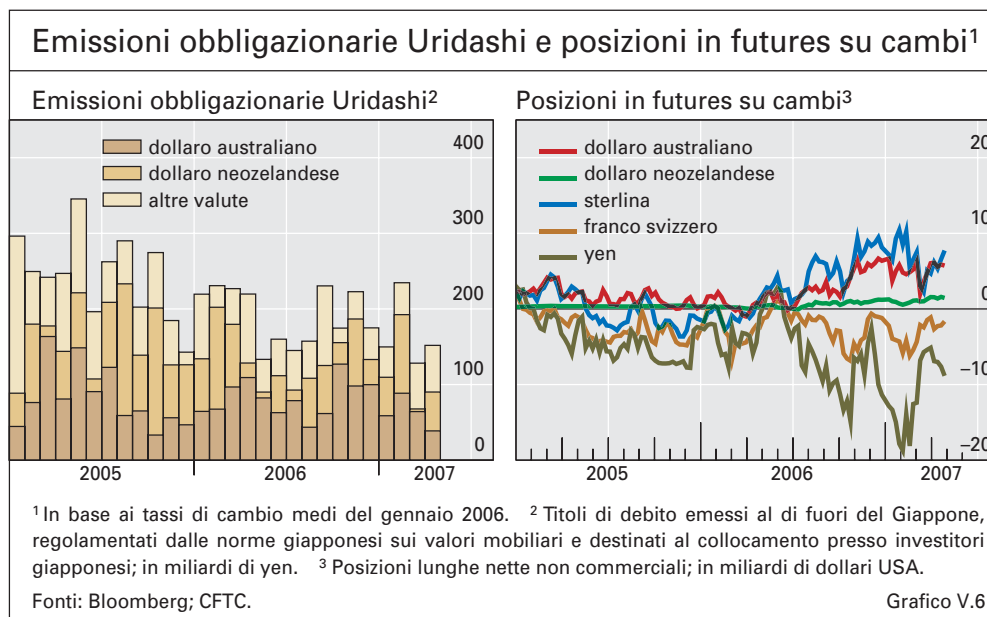
Inoltre, la bassa volatilità e gli ampi differenziali di interesse hanno favorito ingenti flussi incrociati di valute sotto forma di *carry trade*, un termine generalmente riferito alle attività speculative di operatori finanziari quali gli *hedge fund* (o fondi speculativi) e i *commodity trading adviser*. Tali operazioni comportano l'assunzione contemporanea di posizioni corte nella valuta di finanziamento e lunghe in quella di investimento, di norma attraverso il mercato dei derivati. Esse sono remunerative fintantoché i guadagni connessi ai differenziali di interesse non sono controbilanciati dalle variazioni di cambio e, di conseguenza, sono sensibili all'aumento della volatilità del cambio o alle variazioni improvvise delle aspettative sui tassi. Chi investe in questi strumenti ha spesso un elevato grado di leva e può essere costretto a liquidare molto rapidamente le proprie posizioni al variare delle condizioni di mercato. Ciò può esercitare un impatto potenzialmente forte sui cambi, soprattutto nei mercati minori. L'improvviso crollo del dollaro rispetto allo yen nell'ottobre 1998 sta nondimeno a indicare che persino segmenti di mercato importanti possono risentire del repentino smobilizzo dei *carry trade*.

Ruolo significativo dei *carry trade*

Per valutare il ruolo dei *carry trade* risulta utile distinguerli da altri due tipi di flussi incrociati di monete con i quali presentano alcune analogie. Uno di questi è generato dagli investitori al dettaglio di un determinato paese che acquistano attività a più alto rendimento denominate in una divisa estera. Particolare attenzione ha richiamato ad esempio l'acquisto di obbligazioni in valuta da parte dei piccoli investitori giapponesi, presumibilmente favorito dalla crescente tolleranza al rischio che ha accompagnato l'accelerazione del prodotto nazionale. Questi soggetti detengono la maggior parte della loro ricchezza in yen e sono quindi meno sensibili al rischio di un repentino aumento di valore della divisa nipponica rispetto agli investitori con un alto grado di leva, che si indebitano nella moneta. È pertanto meno probabile che essi liquidino i loro investimenti in valuta durante gli episodi di volatilità del cambio. Di fatto, secondo fonti di mercato, gli investitori al dettaglio giapponesi avrebbero approfittato dell'apprezzamento dello yen connesso al più recente rialzo della volatilità per accrescere la loro esposizione in attività estere ben remunerate. Tuttavia, anche un ridimensionamento di questa esposizione potrebbe avere effetti significativi sui cambi se avvenisse su scala sufficientemente ampia.

Anche l'attività degli investitori al dettaglio ha un influsso rilevante

Da indicazioni indirette risulta che nel periodo in esame gli acquisti di attività denominate in divise estere da parte degli investitori al dettaglio sono stati ingenti. Le statistiche relative alle obbligazioni in valuta acquistate da soggetti privati giapponesi segnalano per il 2006 costanti deflussi dallo yen verso divise ad alto rendimento, in particolare i dollari australiano e neozelandese (grafico V.6). Talune analisi di mercato fanno riferimento a stime ufficiali (ma informali) relative al Giappone, secondo le quali l'esposizione



degli investitori al dettaglio nipponici in titoli esteri potrebbe ammontare a circa \$150 miliardi.

Un secondo tipo di flusso valutario incrociato che presenta analogie con i *carry trade* si produce quando i residenti di un paese con tassi di interesse elevati mutuano fondi in valute a basso rendimento per acquistare attività nazionali. Durante il periodo in esame gli analisti di mercato hanno rivolto l'attenzione al fatto che nell'Europa centrale e orientale le famiglie hanno finanziato i propri mutui indebitandosi in euro e franchi svizzeri. Se sufficientemente ampia, la conseguente esposizione valutaria può rendere vulnerabile la moneta nazionale, come ha evidenziato la crisi asiatica del 1997-98. I riscontri disponibili indicano tuttavia che tali investimenti non sono stati così cospicui e che, a differenza delle strategie di *carry trade* a elevato grado di leva, non rischiano di essere liquidati rapidamente. In aggiunta, gran parte del credito nell'Europa centrale e orientale è comunque erogata da banche dell'Europa occidentale con esposizioni diversificate.

Nel periodo in esame studi di mercato hanno indicato lo yen e il franco svizzero come principali valute di finanziamento dei *carry trade* e i dollari australiano e canadese, la sterlina e alcune valute dei paesi emergenti (tra cui il real brasiliano, il fiorino ungherese e il rand sudafricano) quali principali divise di investimento. I *carry trade* hanno presumibilmente favorito l'apprezzamento di queste ultime. Per converso, nel periodo maggio-giugno 2006 e nel febbraio 2007 la liquidazione di tali strategie può avere concorso a indebolire le valute di investimento e a rafforzare quelle di finanziamento (tabella V.1). Poiché il rialzo della volatilità è stato piuttosto modesto ed effimero, anche questo effetto è stato ridotto e temporaneo e non si è esteso ad altri mercati valutari.

Le misure volte a cogliere i risultati *ex ante* o *ex post* dei *carry trade* evidenziano che, per gran parte del 2006 e nei primi mesi del 2007, queste strategie sono state generalmente remunerative su una base corretta per il rischio. Dal rapporto *carry-rischio*, una misura del differenziale di tasso di

Per alcune valute i *carry trade* sono importanti ...

... e remunerativi

Differenziali di tasso di interesse, squilibri esterni e volatilità del cambio						
	Differenziale di tasso di interesse ¹	Conto corrente ²	Tasso di cambio ^{3,4}		Volatilità implicita ^{4,5}	
	2006	2006	Episodio 1 ⁶	Episodio 2 ⁷	Episodio 1 ⁶	Episodio 2 ⁷
Brasile	9,8	1,3	-8,7	-1,7	7,2	4,3
Nuova Zelanda	2,7	-8,8	-1,7	-2,4	-0,1	1,9
Sudafrica	2,5	-6,4	-10,9	-4,1	10,5	2,5
Messico	2,4	-0,2	-4,1	-2,1	4,5	0,6
Ungheria	2,1	-6,9	-2,8	0,0	0,8	0,4
Australia	1,1	-5,4	-2,3	-0,7	0,2	1,1
Cile	0,1	3,8	-4,8	0,4	4,3	0,7
Regno Unito	-0,0	-2,9	0,7	-2,0	0,4	0,3
Corea	-0,4	0,7	-2,2	-1,4	-0,7	0,6
Polonia	-0,7	-2,1	-4,2	0,1	1,7	-0,0
Canada	-0,8	1,7	1,3	-0,6	1,0	0,0
Norvegia	-1,7	16,7	-0,2	-0,6	-0,0	0,2
Area dell'euro	-1,8	-0,3	-0,0	0,4	-0,1	0,5
Svezia	-2,6	7,4	0,8	-1,5	0,0	0,6
Taiwan, Cina	-3,1	7,1	-2,6	0,2	-0,1	0,7
Svizzera	-3,4	18,5	0,8	1,7	0,0	1,2
Giappone	-4,5	3,9	-0,9	4,8	-0,7	2,4
<i>Per memoria: VIX</i>	9,1	11,7

¹ Tasso a tre mesi rispetto al tasso USA. ² Saldo in percentuale del PIL. ³ Variazioni, in percentuale. Un aumento indica un apprezzamento sul dollaro. ⁴ Fra il livello medio nel mese che ha preceduto l'inizio dell'episodio di volatilità e il livello corrispondente al picco di volatilità VIX. ⁵ Differenza in punti percentuali. Volatilità implicita a un mese rispetto al dollaro USA. ⁶ Cominciato il 17 maggio 2006, con un picco il 13 giugno 2006. ⁷ Cominciato il 27 febbraio 2007, con un picco il 5 marzo 2007.

Fonti: FMI; Bloomberg; Datastream; JPMorgan Chase; statistiche nazionali. Tabella V.1

interesse aggiustato per il rischio atteso implicito nelle opzioni valutarie, si evince ad esempio che i *carry trade* finanziati in yen sono stati particolarmente appetibili nel 2006, grazie ai sostenuti differenziali di interesse e alla bassa volatilità del cambio (grafico V.7). La loro redditività è tuttavia scesa nel periodo maggio-giugno 2006 e nel febbraio 2007, di riflesso all'aumento della rischiosità presunta di tali operazioni durante le fasi di maggiore volatilità sui mercati finanziari.

È notoriamente difficile stimare l'entità dei *carry trade* e determinarne l'impatto sui cambi. In assenza di dati pubblicamente disponibili sulle posizioni nei mercati valutari, si ricorre di norma a misure indirette alternative, quali: le statistiche concernenti le posizioni aperte degli speculatori in futures su valute; diverse variabili che rilevano l'attività sui mercati valutari; le analisi di stile dei rendimenti degli *hedge fund*; le statistiche bancarie internazionali della BRI. Nell'insieme, se raffrontate con i parametri di redditività dei *carry trade*, tutte le fonti suddette indicano che queste strategie possono avere influito in misura significativa sugli andamenti dei cambi durante il periodo in esame.

Un indicatore ampiamente utilizzato è ricavato dalle statistiche concernenti le posizioni aperte in futures su valute scambiati presso il Chicago

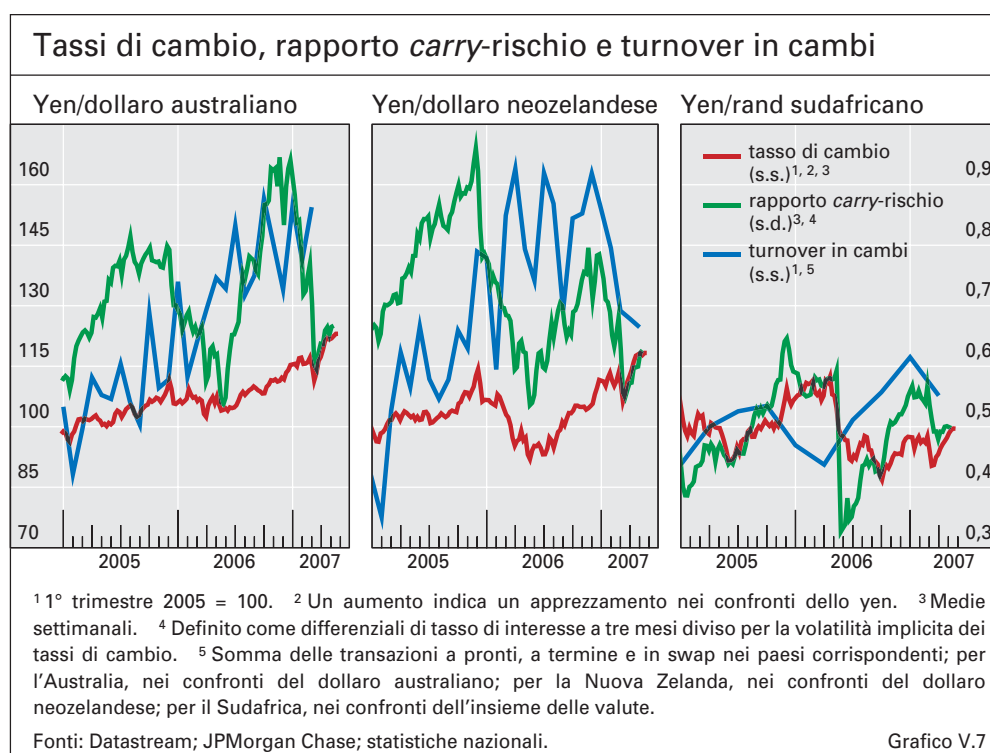
Approcci alternativi alla misurazione dei *carry trade*:

posizioni aperte
sul mercato
dei futures ...

Mercantile Exchange. Tali statistiche distinguono tra operatori commerciali e non commerciali (speculativi), oltre che tra posizioni corte e lunghe. I dati sulle posizioni in essere nette degli operatori non commerciali – soprattutto corte in yen e lunghe in sterline e dollari australiani – sono in linea con una forte espansione dei volumi di *carry trade* nel 2005 e 2006 e con un calo degli stessi alla fine di febbraio 2007, in concomitanza con un aumento della volatilità sui mercati valutari (grafico V.6). Esistono invece minori riscontri di una crescita delle posizioni corte nette in franchi svizzeri assunte da operatori speculativi nel corso del 2006. Nel contempo, una serie di motivi induce a valutare con cautela le suddette conclusioni. Anzitutto, l'Indagine triennale delle banche centrali sui mercati dei cambi e dei derivati realizzata dalla BRI indica che solo una piccola porzione dei contratti valutari passa attraverso i mercati dei futures. Inoltre, la suddivisione delle operazioni in commerciali e non commerciali è piuttosto arbitraria. Infine, alcune delle operazioni classificate come speculative potrebbero non essere riconducibili a *carry trade*.

... attività sui
mercati valutari ...

I dati sul volume di scambi nei mercati valutari corroborano le conclusioni tratte dall'analisi dei mercati dei futures. La forte crescita delle operazioni concernenti i dollari australiano e neozelandese, oltre che una serie di valute delle economie emergenti, è in linea con l'espansione dei *carry trade* aventi tali divise come moneta di investimento nel corso del 2006 (grafico V.7). Gli alti livelli toccati dagli scambi aggregati dopo una forte flessione del rapporto *carry*-rischio sembrano riflettere la liquidazione dei *carry trade* a seguito di un aumento della volatilità sui mercati valutari. Al tempo stesso, questi dati sugli scambi possono fornire un'indicazione solo indiretta in quanto non individuano la natura delle operazioni o delle controparti interessate. Anche le indagini semestrali sui mercati dei derivati fuori borsa,



che presentano limiti analoghi, offrono alcuni elementi a riprova della crescente attività in varie monete di investimento utilizzate nei *carry trade*, nonché in valute di finanziamento quali lo yen e il franco svizzero.

Un approccio alternativo alla valutazione del ruolo dei *carry trade*, fondato sull'analisi di stile dei rendimenti di un'ampia gamma di *hedge fund*, conferma anch'esso la generale importanza di tali strategie per varie divise. Nell'analisi di stile si effettua una regressione dei rendimenti di un insieme di fondi speculativi sulle misure dei guadagni di specifiche strategie di *carry trade*, tenendo conto dell'andamento degli indici ampi di mercato. L'applicazione di questa tecnica ai dati di alcune centinaia di *hedge fund* relativi agli ultimi due anni consente di meglio valutare se i rendimenti siano stati influenzati dai suddetti guadagni. I risultati indicano che le strategie aventi per oggetto valute quali il dollaro australiano o il real brasiliano svolgono un ruolo statisticamente significativo, seppur modesto, nello spiegare l'andamento delle diverse tipologie di *hedge fund*. Benché quest'analisi di stile possa essere utile a evidenziare la significatività delle strategie di *carry trade* per i fondi speculativi nel medio periodo, risulta difficile ricavarne con una certa precisione il comportamento di tali investimenti negli episodi di rialzo della volatilità.

... analisi di stile degli *hedge fund* ...

Le statistiche BRI sull'attività bancaria internazionale offrono un'immagine più differenziata dell'importanza dei *carry trade*. Esse possono rivelarsi di ausilio nella misura in cui tali strategie vengono realizzate, almeno in parte, mediante operazioni di prestito in senso proprio. Una variazione dei crediti ai residenti dei centri finanziari rispetto ad altre sedi potrebbe essere ritenuta indicativa di una modifica nell'attività di *carry trade*, poiché molti *hedge fund* o unità di negoziazione degli intermediari finanziari sono insediati in tali centri. I dati evidenziano in effetti una riduzione dello stock di attività in essere denominate in yen nel 2006, comprendente un calo dei crediti verso residenti del Regno Unito e dei centri offshore. Ciò sembra in linea con una minore attività in *carry trade* aventi lo yen come moneta di finanziamento. I crediti in franchi svizzeri sono invece aumentati nella prima metà del 2006, a indicare il ruolo crescente del franco come moneta di finanziamento, benché le attività verso prenditori nel Regno Unito e nei centri finanziari offshore siano rimaste relativamente modeste. Anche questi risultati vanno interpretati con cautela, poiché l'andamento dei crediti bancari globali dipende da vari altri fattori oltre che dai *carry trade*.

... e statistiche bancarie della BRI

Le politiche di cambio

Nel 2006, come negli anni precedenti, il considerevole accumulo di riserve ufficiali sta a indicare che gli interventi hanno costituito una determinante di rilievo degli andamenti dei cambi. Le disponibilità in valuta detenute dalle autorità monetarie sono aumentate di circa \$850 miliardi, il doppio rispetto al 2005 (tabella V.2). L'accumulo riflette principalmente – anche se non esclusivamente – gli interventi effettuati sui mercati valutari in risposta alle pressioni al rialzo sui cambi dovute agli ingenti afflussi verso i mercati finanziari nazionali, cui si sono spesso accompagnati ampi avanzi di parte corrente. Ad accrescere le riserve in termini di dollari USA hanno probabilmente contribuito

Incremento significativo delle riserve valutarie ufficiali

anche gli effetti di valutazione risultanti dalle sensibili variazioni di cambio, nonché i flussi di reddito.

L'aumento ha riguardato non soltanto le riserve valutarie ufficiali iscritte nei bilanci delle banche centrali, ma anche – e in misura significativa – quelle gestite dai *sovereign wealth fund* (fondi di ricchezza sovrana). In alcuni casi questi fondi sono stati istituiti per neutralizzare gli effetti della volatilità dei prezzi delle materie prime sull'economia nazionale e sono quindi aumentati in presenza di livelli elevati e crescenti di tali prezzi. Ne è un esempio il fondo pensione governativo della Norvegia, uno dei più trasparenti di questa categoria, che dal 2002 si è triplicato per effetto del rincaro del petrolio. Altri rappresentano una destinazione alternativa per gli avanzi correnti delle

Variazioni annue delle riserve valutarie ufficiali							
In miliardi di dollari USA							
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	<i>Per memoria: consistenze (dic. 2006)</i>
	A tassi di cambio correnti						
Totale	113,2	358,7	616,8	723,2	426,1	859,8	5 034,2
Paesi industriali	6,3	116,1	215,5	197,3	-23,3	99,9	1 394,9
Stati Uniti	-2,3	4,8	5,9	3,0	-4,9	3,1	40,9
Area dell'euro	-10,8	8,0	-27,6	-7,0	-14,0	16,9	184,0
Giappone	40,5	63,7	201,3	171,5	4,5	46,1	874,9
Asia	76,2	174,0	263,8	363,8	250,0	396,3	2 217,5
Cina	46,6	74,2	116,8	206,7	208,9	247,5	1 066,3
Corea	6,6	18,3	33,7	43,7	11,8	28,4	238,4
Filippine	0,4	-0,2	0,3	-0,5	2,8	4,1	19,9
Hong Kong SAR	3,6	0,7	6,5	5,2	0,7	8,9	133,2
India	8,0	21,7	30,6	27,5	5,9	39,2	170,2
Indonesia	-1,2	3,7	4,0	-0,0	-1,9	7,9	40,7
Malaysia	1,2	3,8	10,4	22,1	4,5	12,4	81,7
Singapore	-4,8	6,5	13,6	16,5	3,8	20,5	135,8
Taiwan, Cina	15,5	39,4	45,0	35,1	11,6	12,9	266,1
Thailandia	0,4	5,7	2,9	7,5	2,0	14,6	65,1
America latina ¹	-0,3	4,2	30,6	21,1	25,4	53,7	271,0
Argentina	-9,9	-4,1	2,7	4,9	4,7	7,7	30,4
Brasile	3,2	1,7	11,7	3,6	0,8	32,0	85,6
Cile	-0,6	0,8	0,4	0,3	1,2	2,5	19,2
Messico	9,2	5,5	7,8	5,0	10,2	2,4	75,4
Venezuela	-3,8	-0,8	7,5	2,3	5,6	5,5	28,9
ECO ²	4,0	24,2	21,1	21,4	15,3	26,0	181,3
Medio Oriente ³	1,9	0,7	5,7	12,8	17,0	26,2	101,4
Russia	8,3	11,5	29,1	47,6	54,9	119,6	295,3
<i>Per memoria: esportatori netti di petrolio⁴</i>	17,6	27,7	67,0	100,0	114,8	219,0	706,5

¹ Paesi elencati più Colombia e Perù. ² Europa centrale e orientale: Bulgaria, Croazia, Estonia, Lettonia, Lituania, Polonia, Repubblica ceca, Romania, Slovacchia, Slovenia e Ungheria. ³ Arabia Saudita, Kuwait, Libia e Qatar. Per l'Arabia Saudita, esclusi gli investimenti in titoli esteri. ⁴ Algeria, Angola, Kazakistan, Messico, Nigeria, Norvegia, Russia, Venezuela e Medio Oriente. Per la Nigeria, dati del 2006 fino a novembre.

Fonti: FMI; Datastream; statistiche nazionali.

Tabella V.2

economie con regimi di cambio amministrato. Il persistente accumulo di riserve e il recente annuncio dell'utilizzo di una parte delle disponibilità ufficiali cinesi per la costituzione di un fondo separato orientato all'investimento stanno a indicare che la quota di riserve gestita dai fondi di ricchezza sovrana crescerà ulteriormente.

La Cina ha continuato a evidenziare in termini assoluti il maggiore accumulo di riserve valutarie, nonostante il passaggio a un regime di cambio più flessibile nel 2005. Al secondo posto si è collocata la Russia, con un incremento doppio rispetto al 2005. Anche il Brasile e l'India hanno registrato aumenti significativi, soprattutto a seguito degli interventi sui mercati dei cambi.

Gli interventi valutari non sono stati sufficienti a controbilanciare le pressioni al rialzo sui cambi in varie economie asiatiche. Di conseguenza, alcune divise si sono comunque apprezzate in misura significativa (grafico V.3). Diversi paesi – tra cui Cina, Corea, Filippine, India e Malaysia – hanno affiancato agli interventi misure di liberalizzazione dei deflussi di capitali. Ad esempio, la Corea ha allentato le restrizioni agli investimenti all'estero e fornito incentivi a quelli in attività immobiliari e titoli esteri. Per quanto concerne la Cina, i deflussi di capitali sono stati inoltre incoraggiati innalzando i limiti agli acquisti di valuta da parte di imprese e soggetti privati, consentendo alle banche e alle compagnie assicurative di investire in attività estere a reddito fisso e offrendo ai gestori abilitati la possibilità di accumulare fondi in valuta ed effettuare investimenti all'estero. Per raggiungere il medesimo obiettivo la banca centrale thailandese ha invece accresciuto i controlli sui flussi di capitali in entrata, dopo una serie di altri provvedimenti intesi a contenere l'apprezzamento del baht (Capitolo III).

Oltre al rapido accumulo delle riserve, sono stati oggetto di attenzione anche il variare della composizione per valute e il suo impatto potenziale sui cambi. Vi sono tuttavia ben pochi riscontri di un influsso di questo fattore. Nel corso del 2006 sono state annunciate varie modifiche effettive o potenziali alla composizione per valute delle riserve, perlopiù nel senso di una riduzione del peso relativo del dollaro USA a vantaggio dell'euro e della sterlina. Nella misura in cui gli annunci hanno effettivamente influito sui cambi, l'impatto è stato di breve durata, probabilmente a causa dell'entità in genere ridotta delle variazioni intervenute nella composizione delle riserve. Ciò trova conforto nelle statistiche aggregate dell'FMI che, benché parziali, mostrano come tra il 2005 e il 2006 la quota di riserve ufficiali denominata in dollari USA e in euro sia rimasta più o meno costante (rispettivamente a due terzi e a un quarto del totale). L'unica variazione tendenziale di qualche rilievo ha riguardato l'aumento percentuale della sterlina a scapito dello yen. Occorre tuttavia rilevare che la composizione per valute delle riserve non è disponibile per tutti i paesi, e in particolare per la Cina, e che questo limita l'utilità delle suddette statistiche. Inoltre, i dati non includono i fondi di ricchezza sovrana, e le informazioni sul mix valutario delle loro attività sono scarse.

Gli squilibri internazionali

Gli squilibri internazionali di parte corrente si sono lievemente stabilizzati nel 2006, ma non sono emersi forti segnali di una loro sostanziale inversione nel

Anche le modifiche ai controlli dei capitali influiscono sui cambi

Le variazioni della composizione per valute delle riserve non hanno effetti sostanziali

Gli squilibri globali si stabilizzano

prossimo futuro (Capitolo II). In percentuale del PIL, il disavanzo corrente degli Stati Uniti è aumentato ancora nel 2006, ma nei primi mesi del 2007 ha registrato una lieve riduzione. Nell'insieme, l'avanzo corrente della regione asiatica è cresciuto leggermente rispetto al PIL, mentre quello dei paesi esportatori netti di petrolio si è stabilizzato al calare dei corsi petroliferi nella seconda metà del 2006. Il peggioramento più pronunciato dei saldi correnti si è avuto nell'Europa centrale e orientale.

Nessun impatto di rilievo sui cambi delle tre valute principali ...

Gli squilibri esterni non paiono aver esercitato un effetto immediato sui cambi delle tre valute principali. Se nel caso degli Stati Uniti è possibile sostenere che l'andamento flettente del dollaro rispecchia la preoccupazione di fondo degli operatori per l'ampio disavanzo corrente del paese, il deprezzamento sostanziale dello yen non è in linea con la posizione corrente del Giappone. Ciò fa ritenere che, come affermato in precedenza, nel periodo in esame i differenziali di interesse abbiano avuto maggior peso delle considerazioni a più lungo termine.

... ma qualche effetto sulle divise meno scambiate

Gli ampi disavanzi correnti sembrano invece aver reso le valute di alcune economie minori più vulnerabili all'aumento dell'avversione al rischio, soprattutto durante l'episodio di volatilità nel periodo maggio-giugno 2006. Allo stesso tempo, esiste una forte correlazione negativa tra i saldi correnti in percentuale del PIL e il livello dei tassi di interesse di un determinato paese (tabella V.1). In particolare, varie economie le cui monete sono utilizzate come valuta di investimento per i *carry trade* registrano anche ampi disavanzi correnti. Una regressione della volatilità del cambio su entrambi i fattori negli ultimi sei anni rivela che il ruolo dei tassi di interesse è stato superiore. Questo potrebbe indicare che nel periodo in esame la vulnerabilità a un'inversione dei flussi speculativi ha costituito un elemento più rilevante degli squilibri strutturali.

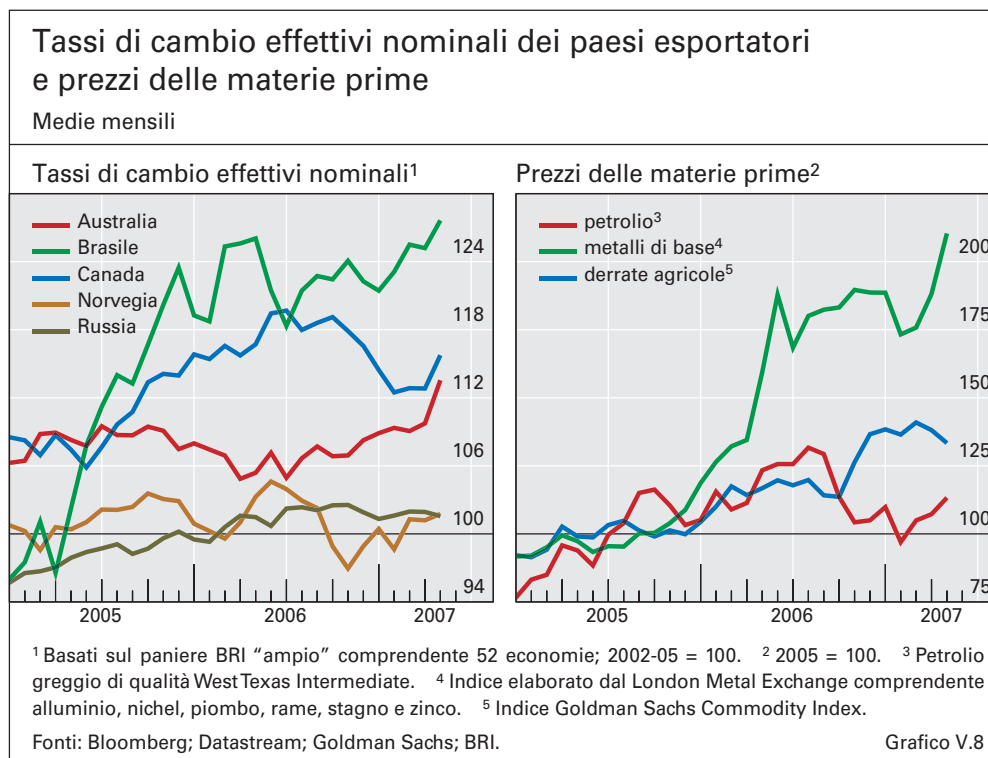
L'esperienza recente potrebbe non fornire utili indicazioni per gli andamenti futuri

Resta da vedere se l'esperienza recente sia significativa per capire quel che potrà accadere ai tassi di cambio qualora persistano gli squilibri esterni. La volatilità sui mercati finanziari è stata estremamente bassa secondo i parametri storici: anche durante gli episodi di rialzo, i picchi raggiunti sono stati modesti. Si può quindi ritenere che un suo incremento più significativo possa determinare variazioni maggiori nel valore esterno delle monete dei paesi con ampi disavanzi correnti.

I prezzi delle materie prime

I movimenti valutari nei paesi produttori di materie prime seguono andamenti diversi

Durante il periodo in esame i tassi di cambio dei paesi esportatori di materie prime hanno riflesso quasi sempre gli andamenti dei corsi dei prodotti di base esportati, i quali sono risultati meno sincroni che negli ultimi anni. Le monete dei paesi esportatori di energia come il Canada e la Norvegia hanno seguito da vicino gli andamenti delle quotazioni petrolifere, apprezzandosi nella prima metà del 2006 e deprezzandosi nella seconda (grafico V.8). Entrambe sono tornate a rafforzarsi nei primi quattro mesi del 2007, seguendo il nuovo rincaro del petrolio. In altri paesi esportatori di materie prime il cambio si è deprezzato dopo il calo delle quotazioni delle materie non petrolifere durante la fase di turbolenza del maggio 2006. Ciò nonostante, le economie diversificate dal punto di vista delle materie esportate (come ad esempio l'Australia e il Brasile)



si sono riprese alquanto rapidamente. Inoltre, le rispettive valute si sono mantenute attorno a livelli storicamente elevati: le tensioni dal lato dell'offerta e il vigore della domanda hanno infatti congiuntamente determinato una risalita dei prezzi delle principali materie prime, che in alcuni casi hanno raggiunto nuovi massimi. Il rublo russo ha beneficiato nella prima metà del 2006 del vigore dei corsi petroliferi, e nella seconda metà dell'anno del fatto che la Russia è un esportatore diversificato di materie prime.

L'accumulo di riserve e la loro gestione

L'entità e il grado di concentrazione delle riserve valutarie ufficiali dopo anni di costante espansione, soprattutto nel periodo successivo alla crisi asiatica, hanno rinnovato l'interesse per le scelte relative alla loro gestione e per l'impatto che tali scelte potrebbero avere sui mercati finanziari. Ad esempio, è in corso un acceso dibattito sul ruolo svolto dagli acquisti ufficiali di titoli di debito denominati in dollari nel contenere i rendimenti dei titoli di Stato USA (Capitolo VI). In prospettiva, è lecito interrogarsi anche sulle possibili implicazioni per il mercato derivanti da ulteriori modifiche significative nella composizione per strumento delle riserve, ad esempio nel quadro delle iniziative volte ad accrescerne i rendimenti.

Le modalità di gestione delle riserve valutarie ufficiali sono cambiate notevolmente negli ultimi dieci anni circa, di riflesso al mutamento sia del contesto economico, sia più in generale del quadro istituzionale. Tale mutamento ha influito sui modelli di un'ampia gamma di banche centrali (le istituzioni principalmente preposte alla gestione delle riserve), e non soltanto di quelle che amministrano i più ingenti portafogli di riserve ufficiali. Mentre

Le modalità di gestione delle riserve possono influire sui mercati finanziari ...

... e sono cambiate notevolmente negli ultimi anni

alcuni di questi cambiamenti hanno attirato l'attenzione, altri hanno suscitato un interesse minore.

Con queste premesse, la presente sezione documenta alcune delle principali modifiche riguardanti le modalità di gestione delle riserve ufficiali, ne considera le determinanti di maggiore rilievo e analizza talune sfide future, in particolare quelle che potrebbero influire in misura più significativa sui mercati finanziari. Ai fini della trattazione, i motivi dell'accumulo di riserve nette sono dati per acquisiti, in quanto inerenti a scelte più generali di politica economica.

Principali tendenze nella gestione delle riserve valutarie

Tre tendenze principali:

Nell'esaminare l'evolversi delle modalità di gestione delle riserve occorre prestare un'attenzione particolare ad almeno tre tendenze che – analogamente a quanto è avvenuto nel caso della politica monetaria e di vigilanza – riguardano gli obiettivi, gli strumenti e la responsabilità verso il pubblico delle banche centrali. Tali tendenze hanno prodotto effetti piuttosto generalizzati, ancorché evidentemente diversi per intensità e profilo temporale da un paese all'altro. Esse consistono in: una maggiore attenzione ai rendimenti; l'adozione di un approccio più strutturato, favorito dal rafforzamento della *governance* interna e della gestione del rischio; una migliore pubblicità delle informazioni.

maggiore attenzione ai rendimenti ...

La maggiore importanza attribuita ai risultati reddituali costituisce probabilmente la tendenza più visibile, manifestatasi in vari modi. Uno di questi è la creazione dei già citati fondi di ricchezza sovrana, con il mandato più esplicito di ottimizzare i rendimenti. Varie banche centrali hanno suddiviso le riserve esistenti in portafogli separati (ad esempio un portafoglio di liquidità e uno di investimento) oppure le hanno affidate a soggetti esterni per consentirne una gestione mirata. Più in generale, la gamma di strumenti di investimento è stata estesa ad attività – quali i cosiddetti “prodotti su spread” – che offrono un migliore rendimento rispetto a prodotti più tradizionali grazie alle loro caratteristiche di liquidità o all'inferiore qualità creditizia.

... migliore strutturazione del processo decisionale e della gestione del rischio ...

L'approccio più strutturato alla gestione delle riserve ha assunto tre forme altamente complementari che riguardano l'articolazione verticale e la separazione orizzontale dei processi gestionali, nonché le connesse funzioni preposte al controllo del rischio.

Una prima forma è quella dell'adozione di un assetto più articolato in senso verticale, per garantire un'appropriata composizione del portafoglio e la sua realizzazione efficace. A livello strategico gli sforzi si sono concentrati in particolare sulla determinazione del rapporto rischio-rendimento più adeguato per il portafoglio (“allocazione strategica degli investimenti”), all'interno della cornice più ampia delle scelte concernenti il rapporto rischio-rendimento ritenuto accettabile per l'istituzione alla luce delle altre funzioni da essa svolte (si veda oltre). In gran parte delle banche centrali la definizione di questa scelta strategica rientra ora fra le responsabilità formali della dirigenza. Essa viene poi articolata attraverso la scelta del portafoglio di riferimento e la definizione dei margini tollerati di scostamento dal *benchmark*. In molte banche centrali è stato introdotto uno stadio di allocazione tattica degli investimenti, in posizione intermedia tra l'allocazione strategica e l'attività effettiva di

posizionamento dei gestori del portafoglio, con il fine di accentrare le decisioni intese a trarre vantaggio dagli andamenti del mercato sul più breve periodo.

La seconda modalità di strutturazione della gestione delle riserve è stata l'introduzione di un maggior grado di separatezza orizzontale nell'organizzazione delle attività, con l'obiettivo di rafforzare l'integrità del processo gestionale, non da ultimo limitando i potenziali conflitti di interesse interni. Più nello specifico, le diverse attività – quali la gestione degli attivi, la misurazione dei risultati, la conformità con le direttive di investimento e le funzioni di regolamento – sono in generale divenute più segmentate in termini sia funzionali sia gerarchici.

La terza modalità si è concretizzata nel rafforzamento dei processi di gestione del rischio, ritenuto un passo necessario verso l'estensione dell'universo investibile e l'attuazione di un approccio di investimento più disciplinato. Per quanto concerne i rischi finanziari, un accresciuto ricorso agli strumenti di misurazione e controllo è stato di ausilio nel costruire il portafoglio di riferimento, misurare e valutare i risultati, contenere i rischi di esecuzione e garantire l'osservanza delle disposizioni. È inoltre emersa una tendenza verso un maggiore accentramento della gestione del rischio operativo, innalzando al tempo stesso il grado di preminenza di questa funzione all'interno della struttura e assegnandone la responsabilità a livelli dirigenziali più alti.

La maggiore pubblicità delle informazioni ha riguardato diversi aspetti delle attività di gestione delle riserve. Un numero crescente di banche centrali diffonde oggi più informazioni sul quadro istituzionale, sugli strumenti inclusi nell'universo investibile e sui risultati reddituali. Alcune comunicano parimenti la composizione valutaria delle loro disponibilità, sebbene, con la principale eccezione della banca centrale russa, non si tratti generalmente delle istituzioni che detengono una quota rilevante delle riserve mondiali.

... e una maggiore pubblicità delle informazioni

Principali fattori alla base delle tendenze

Le suddette tendenze nella gestione delle riserve valutarie sono state favorite da vari sviluppi fondamentali nel quadro economico e istituzionale. I più importanti fra questi sono: il forte accumulo di riserve da parte di alcuni paesi; i progressi delle tecnologie finanziarie e la crescita dei mercati dei capitali; i cambiamenti dell'assetto di *governance* esterna entro il quale operano le banche centrali.

Tre determinanti principali:

Il forte accumulo di riserve valutarie osservato in vari paesi negli ultimi anni ha naturalmente spostato l'accento verso strategie più orientate ai rendimenti, accrescendo nel contempo la complessità dei processi necessari a gestire una quota sempre più cospicua delle risorse nazionali. Benché sia piuttosto difficile misurare con una certa precisione l'"adeguatezza" delle riserve, in alcuni paesi lo stock esistente sembra ben superiore a quello ritenuto consono in base alle sole considerazioni di liquidità (tabella V.3). Ciò vale in particolare per le economie nelle quali la determinante principale dell'accumulo di riserve non è più costituita dallo sforzo deliberato di creare un volano di sicurezza, bensì rappresenta un effetto collaterale dell'azione volta a contrastare l'apprezzamento della moneta nazionale.

il forte accumulo di riserve valutarie ...

Riserve valutarie e indicatori della loro adeguatezza								
	Ammontari in essere ¹		Riserve/importazioni ²		Riserve/moneta ampia ³		Riserve/debito a breve ⁴	
	2000	2006	2000	2006	2000	2006	2000	2006
Cina	166	1 066	9	16	10	24	8	13
Giappone	347	875	11	18	6	15	2	2
Taiwan, Cina	107	266	9	16	19	34	8	8
Russia	24	295	6	20	44	77	2	5
Corea	96	238	7	9	29	38	2	2
Altri paesi dell'Asia ⁵	325	647	6	7	27	30	2	2
America latina ⁶	136	271	5	7	23	25	1	2
Medio Oriente ⁷	75	178	9	8	25	30	2	2
Europa centrale e orientale ⁸	69	181	5	4	39	36	2	1
Paesi industriali ⁹	344	334	1	1	3	2	0	0

¹ In miliardi di dollari USA. ² Mesi di importazioni. ³ In percentuale. ⁴ Rapporto percentuale. Debito estero a breve termine definito come attività internazionali consolidate di tutte le banche dichiaranti alla BRI nei confronti dei paesi esterni all'area dichiarante con scadenza fino a un anno, più totale dei titoli di debito internazionali in essere con scadenza fino a un anno; sulla base delle consistenze a fine anno. Per l'Arabia Saudita e la Libia, esclusi i titoli internazionali. ⁵ Filippine, Hong Kong SAR, India, Indonesia, Malaysia, Singapore e Thailandia. ⁶ Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Messico, Perù e Venezuela. ⁷ Arabia Saudita, Egitto, Emirati Arabi Uniti, Giordania, Kuwait, Libano, Libia, Oman e Qatar. ⁸ Bulgaria, Croazia, Estonia, Lettonia, Lituania, Polonia, Repubblica ceca, Romania, Slovacchia, Slovenia e Ungheria. ⁹ Area dell'euro, Canada, Regno Unito, Stati Uniti e Svizzera.

Fonti: FMI; Datastream; BRI. Tabella V.3

... i progressi delle tecnologie finanziarie e la crescita dei mercati dei capitali ...

Altri importanti fattori di carattere più generale sono stati i progressi delle tecnologie finanziarie e lo sviluppo dei mercati dei capitali. Così come nel settore privato, i progressi tecnologici hanno fornito anche alle banche centrali gli strumenti necessari per un approccio più strutturato alla misurazione e alla gestione del rischio e hanno forse altresì contribuito a ridurre il fabbisogno di liquidità pura. Lo sviluppo dei mercati finanziari ha ampliato il ventaglio degli strumenti che offrono un livello di liquidità accettabile e al tempo stesso rendimenti più interessanti, come le varie tipologie di titoli assistiti da ipoteche. Esso ha parimenti migliorato la capacità delle banche centrali di ottenere fondi a breve contro la costituzione di garanzie. Gli istituti di emissione hanno inoltre iniziato a fare crescente uso di prodotti derivati nell'attuazione delle loro scelte di investimento. In prospettiva, i mercati di tali prodotti potrebbero anche favorire ulteriori ampliamenti dell'universo investibile. A titolo di esempio, lo sviluppo dei mercati per i *credit default swap* potrebbe permettere alle banche centrali di gestire meglio i rischi legati all'ingresso nel segmento delle obbligazioni societarie.

... e le modifiche all'assetto della *governance* esterna

Infine, le modifiche all'assetto di *governance* esterna hanno avuto effetti variegati e di ampia portata, il che contribuisce a spiegare la dimensione internazionale delle tendenze osservate. In particolare, l'orientamento mondiale verso una maggiore indipendenza delle banche centrali ha accresciuto l'enfasi posta sulla responsabilità di queste istituzioni per il loro operato e sulla trasparenza. Questo è stato uno dei fattori alla base della maggiore pubblicità delle informazioni relative alla gestione delle riserve e del rafforzamento dei processi di *governance* interna. In alcuni paesi ha inoltre intensificato le sollecitazioni a incrementare la redditività delle riserve. Nel contempo, è

cresciuta l'attenzione portata agli aspetti di reputazione e credibilità ai fini dell'efficacia delle politiche. Le banche centrali sono pertanto diventate ancora più sensibili alla necessità di disporre di processi di investimento adeguati, in termini sia di efficacia sia di sicurezza delle operazioni, e di gestire i potenziali conflitti di interesse. Il ruolo di istanza regolamentare e normativa per il settore privato svolto da molte di queste istituzioni, e la conseguente esigenza di avere un comportamento esemplare, non hanno fatto che accrescere ulteriormente i suddetti incentivi.

Sfide per il futuro

Le principali tendenze in materia di gestione delle riserve appena descritte hanno posto le banche centrali di fronte a sfide significative. Se alcune di queste hanno implicazioni generalmente circoscritte ad aspetti organizzativi interni e alla gestione dell'istituzione, altre possono influire in modo più immediato sui mercati finanziari e sui cambi. Per illustrare questo secondo punto, vale la pena approfondire tre questioni: la scelta del "numerario" per il portafoglio; la definizione di un adeguato *trade-off* tra rischio e rendimento delle riserve; il grado opportuno di comunicazione al pubblico. Per nessuno di questi ambiti esistono soluzioni valide in assoluto o risposte comunque "corrette". Occorre piuttosto individuare un delicato equilibrio tra considerazioni contrastanti. Ciò nondimeno, il modo in cui tali questioni sono risolte può avere implicazioni potenzialmente significative.

A livello strategico, la scelta della moneta o del paniere di monete da utilizzare come numerario, su cui si basano le decisioni allocative di portafoglio e che può anche differire dall'unità di conto ufficiale, influisce in misura particolare sulla composizione per valute delle riserve. Se – come spesso avviene nelle decisioni concernenti l'allocazione strategica delle attività – si ipotizzano rendimenti attesi omogenei per le diverse monete nel lungo periodo, la scelta del numerario incide sulla composizione per valute del portafoglio di riferimento soprattutto attraverso il suo impatto sulla variabilità misurata dei rendimenti. In particolare, la struttura valutaria risulterà fortemente sbilanciata verso divise con una maggiore covarianza rispetto a quella assunta come numerario. Nel periodo recente, l'adozione di un approccio maggiormente strutturato e formale alla gestione delle riserve e la disponibilità di strumenti finanziari più sofisticati hanno sottolineato l'importanza di questa scelta.

In linea di principio la determinazione del numerario presuppone un'attenta analisi degli utilizzi previsti delle riserve e, più in generale, del contesto istituzionale che aiuta a definire il grado di tolleranza al rischio. In passato, quando le riserve erano detenute soprattutto a fini di intervento, la scelta più logica per il numerario (in gran parte implicito) era quella della valuta più liquida utilizzata negli interventi, segnatamente il dollaro USA. Analogamente, essendo le transazioni in conto capitale meno importanti di oggi, una naturale alternativa era data dalla moneta in cui erano denominate le importazioni. In seguito, allorché si è passati a considerare le riserve soprattutto come una forma di copertura per le passività esterne, la composizione per valute di queste ultime potrebbe avere assunto maggiore rilevanza.

Il modo in cui vengono affrontate le sfide può influire sui mercati finanziari

Come scegliere la valuta da usare quale numerario?

In questa scelta conta l'utilizzo previsto delle riserve

La moneta nazionale esercita un'attrattiva crescente

Più di recente, due tendenze paiono indicare che la moneta nazionale sta esercitando un'attrattiva sempre maggiore quale numerario. In primo luogo, soprattutto nei paesi in cui le riserve sono superiori al fabbisogno di liquidità e la motivazione di investimento risulta predominante, la moneta nazionale potrebbe essere considerata un miglior metro di giudizio dell'effettiva massimizzazione della ricchezza in portafoglio. In secondo luogo, le banche centrali potrebbero essere diventate più sensibili alle perdite nella misura in cui ritengono che possano influire negativamente sulla loro reputazione e indipendenza operativa (si veda oltre), non da ultimo erodendo la loro base patrimoniale. In tal caso, ciò tenderebbe ad accrescere il peso del regime di cambio nell'allocatione del portafoglio su differenti valute, orientandola verso la moneta – o il paniere di monete – rispetto a cui la divisa nazionale è maggiormente stabile.

Come definire un adeguato *trade-off* tra rischio e rendimento?

La definizione di un adeguato *trade-off* tra rischio e rendimento per il detentore delle riserve è particolarmente impegnativa. Il compito diventa ancora più arduo quando la funzione di gestione delle riserve non è considerata isolatamente, bensì come parte dell'insieme di funzioni svolte dalle banche centrali. Il modo in cui viene risolto questo problema influisce sull'ampiezza dell'universo investibile e sul grado e sulla natura della gestione attiva.

La risposta dipende dal costo-opportunità ...

Se la maggiore importanza assunta dall'ottica dell'investimento nella gestione delle riserve ha naturalmente favorito un approccio più orientato ai risultati, non esistono criteri ovvi per stabilire il giusto equilibrio tra rischio e rendimento. Ciò è dovuto in parte alle difficoltà di stima dell'effettivo costo-opportunità dei fondi. Ad esempio, in un certo senso tutte le riserve sono "mutuate" – in moneta nazionale oppure in valuta – e quindi è facile misurare il costo di finanziamento diretto. Una valutazione del vero costo-opportunità per l'economia non può tuttavia esulare da considerazioni di equilibrio generale, che tengano conto della configurazione controfattuale dei tassi di cambio e di interesse in assenza di un accumulo di riserve. Evidentemente, questo dipende a sua volta dai possibili utilizzi alternativi delle riserve (ad esempio investimenti in infrastrutture o riduzioni delle imposte).

... dalle possibili conseguenze in termini di reputazione ...

Un ulteriore elemento di complicazione è rappresentato dal fatto che la gestione delle riserve interagisce con altre funzioni. In particolare, l'acuita sensibilità al rischio di reputazione rende le banche centrali di norma molto attente ai rischi di credito e operativi connessi all'attività di investimento, presumibilmente in misura ben superiore a quella giustificata dal loro impatto diretto sui rendimenti del portafoglio. Inoltre, al crescere delle riserve in rapporto al totale di bilancio della banca centrale, i timori di possibili perdite possono paradossalmente aumentare. Ciò ridurrebbe la tolleranza al rischio, data l'eventualità di un impatto fortemente negativo sul patrimonio dell'istituzione. Il desiderio di evitare tali esiti può incidere anche sulla "localizzazione" della gestione delle riserve all'interno del settore pubblico. Tali considerazioni costituiscono ad esempio uno dei motivi per i quali, in alcune economie che si riteneva detenessero riserve superiori al fabbisogno di liquidità, sono stati istituiti fondi di investimento speciali i cui attivi non figurano nel bilancio della banca centrale. Nel contempo, l'esperienza della Norvegia sta a indicare che alcuni dei vincoli sulle preferenze di rischio dipendono in larga misura

dal contesto istituzionale specifico in cui opera la banca centrale. Nel caso norvegese, quest'ultima gestisce di fatto le proprie riserve e il fondo pensione governativo in modo sostanzialmente analogo.

Più in generale, ci si può chiedere fino a che punto sia di per sé opportuno promuovere un maggiore orientamento ai risultati. In un mercato sempre più globale, tale orientamento subisce le limitazioni derivanti dalle responsabilità comuni delle autorità nei confronti di beni pubblici, quali un mercato ben funzionante e un contesto finanziario stabile. Per esempio, se a livello individuale è più che normale che gli operatori privati cerchino di massimizzare il rendimento, oppure, in periodi di turbolenza, riducano l'esposizione verso il mercato, a livello aggregato un tale comportamento, se spinto all'eccesso, può accrescere l'instabilità finanziaria.

... e da altri obiettivi sul piano delle politiche

Nonostante la tendenza verso una maggiore trasparenza, la questione del grado appropriato di informativa al pubblico relativamente alle riserve ufficiali resta assai controversa. In passato, gran parte delle discussioni sulla trasparenza riguardava il livello complessivo delle riserve e gli interventi che lo modificavano, non la struttura valutaria. Con l'aumentare delle riserve, l'attenzione si è tuttavia spostata verso quest'ultimo aspetto e verso le possibili conseguenze che una sua variazione potrebbe comportare per i mercati finanziari, informazioni che le banche centrali sono tradizionalmente meno inclini a fornire.

Qual è il livello ottimale di trasparenza?

Prescindendo dall'assetto della *governance* esterna, anche a rischio di un'eccessiva semplificazione, si ritiene che il livello ottimale di trasparenza comporti il raggiungimento di un equilibrio tra i guadagni di efficienza ottenibili da un aumento dell'informazione ai mercati finanziari e la perdita di margine di manovra tattico per il gestore delle riserve. Le divergenze di opinione derivano pertanto dalle differenti percezioni riguardo al funzionamento dei mercati e dalla misura in cui la comunicazione limita di fatto le autorità nel perseguimento dei loro obiettivi.

Esistono trade-off ...

Tra gli elementi che potrebbero rendere i gestori meno inclini alla comunicazione figurano l'entità delle riserve e la natura del regime di cambio. Se ad esempio le riserve valutarie sono molto ampie (tabella V.3), l'ipotesi che la banca centrale sia un operatore influente sui mercati valutari e nei prodotti in cui investe diventa meno sostenibile. Considerazioni tattiche potrebbero svolgere un ruolo ancora maggiore se le informazioni sul variare della composizione valutaria delle riserve fossero ritenute foriere di modifiche nel contesto di un regime di cambio amministrato. Tali informazioni potrebbero anche fornire ragguagli sulle attività di intervento poiché consentirebbero di individuare in maniera *ex post* le variazioni del livello di riserve dovute a effetti di valutazione. Più in generale, le modifiche alla struttura valutaria delle riserve costituiscono tecnicamente degli interventi sterilizzati da parte delle autorità le cui valute sono scambiate, e le opinioni quanto all'impatto di tali operazioni sui tassi di cambio divergono considerevolmente.

... sui quali influiscono fattori come l'entità delle riserve