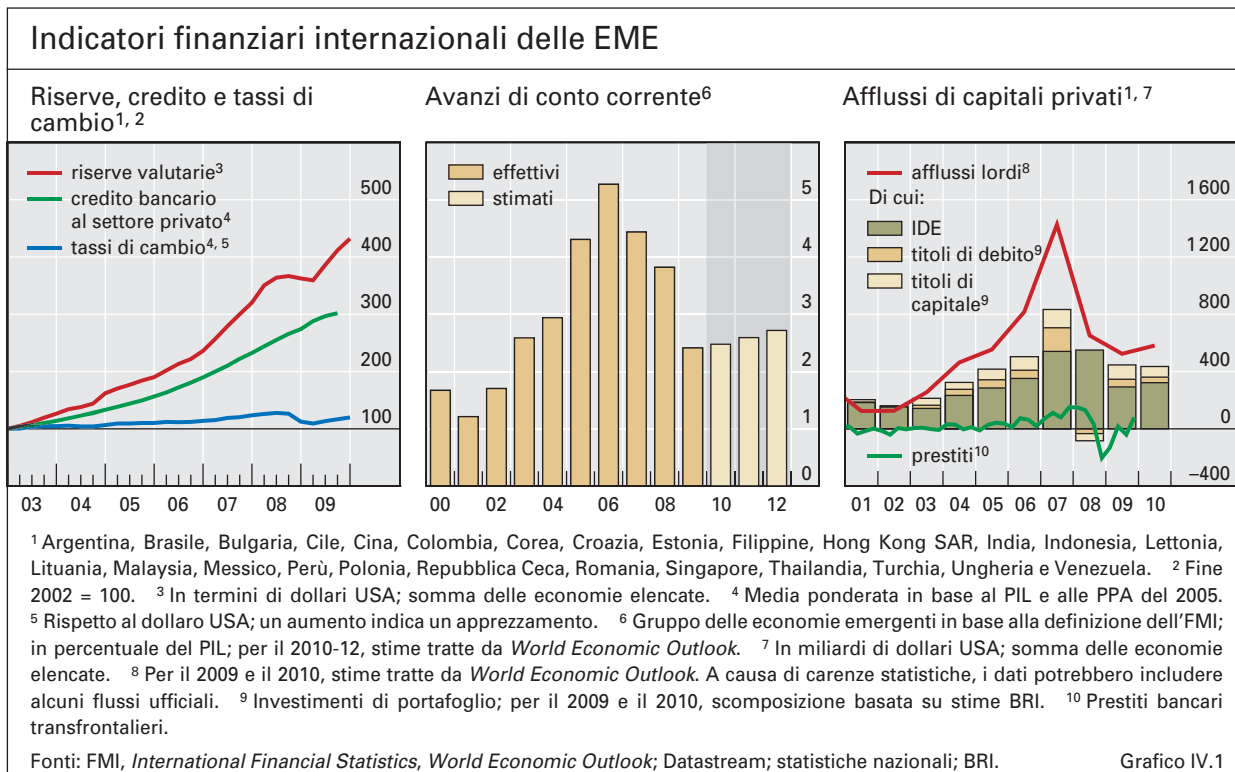


IV. Le sfide per le economie emergenti all'indomani della crisi

Nelle economie di mercato emergenti (EME) la domanda è in forte recupero. L'inflazione generale è aumentata nella maggioranza delle EME dell'Asia, in parte dell'America latina (fra cui Argentina, Brasile e Messico) e in Turchia, mentre quella di fondo è salita notevolmente in India. La crescita dei settori industriali ad alta intensità di risorse, in particolare in Cina e India, ha fatto aumentare i prezzi delle materie prime. In diversi paesi il credito bancario al settore privato è in rapida espansione e si accompagna talvolta a forti rincari delle abitazioni.

Malgrado questi sviluppi, le condizioni monetarie restano accomodanti in molte EME, soprattutto in Asia. Il nuovo ricorso a interventi su larga scala per contrastare l'apprezzamento del cambio ha dato origine a un rapido accumulo di riserve (grafico IV.1, diagramma di sinistra). In tali circostanze occorre che alcune banche centrali inaspriscano la politica monetaria, specie laddove le spinte inflazionistiche si stanno intensificando. Dato il livello ancora basso dei tassi di interesse nelle economie avanzate, una restrizione monetaria nelle EME alimenterebbe nel breve periodo gli afflussi di capitali. Contrastare l'apprezzamento del cambio originato da tali afflussi determinerebbe tuttavia una più veloce crescita del credito e un maggior rischio di iperreazione dei prezzi delle attività.



Non desta quindi sorpresa il rinnovato interesse delle EME verso i controlli discrezionali sui movimenti di capitali per fronteggiare il forte aumento degli afflussi. Molte forme di controllo possono tuttavia offrire un rimedio solo temporaneo. Inoltre – nella misura in cui sono efficaci – i controlli riducono la concorrenza nel sistema finanziario, hanno effetti distorsivi sull’allocazione del capitale e inibiscono la crescita economica. Le misure macroprudenziali, per contro, possono ridurre la vulnerabilità del sistema finanziario ai movimenti di capitali volatili e mitigare alcuni seri dilemmi di politica economica.

Di fronte a queste problematiche potrebbero non esservi valide alternative all’innalzamento dei tassi di interesse, a una maggiore flessibilità dei cambi e a un ridotto ricorso agli interventi valutari. Un tale approccio è altresì essenziale al fine di realizzare un ordinato aggiustamento macroeconomico nel medio periodo e in definitiva una crescita globale equilibrata.

Al tempo stesso, è necessario che le EME e le economie avanzate continuino a operare congiuntamente nel rafforzare l’ordinamento monetario internazionale affinché nell’eventualità di una crisi sia disponibile un’offerta sufficiente di una valuta internazionale, che nel futuro prossimo resterà quasi sicuramente il dollaro USA.

Squilibri esterni e flussi di capitali: un ritorno a tendenze malsane?

Gli squilibri di conto corrente delle EME sono destinati ad ampliarsi. Il rapporto tra avanzo corrente aggregato e PIL complessivo di tali economie, in netto calo tra il 2006 e il 2009, dovrebbe aumentare nel periodo 2010-12 (grafico IV.1, diagramma centrale). In effetti, a causa dell’intrinseca sensibilità ciclica dei flussi commerciali, della vigorosa domanda proveniente dalla Cina e dell’aumento dei prezzi delle materie prime, le esportazioni di molte EME sono fortemente cresciute agli inizi di quest’anno.

Nello stesso tempo, alle EME hanno continuato ad affluire capitali. Gli investimenti diretti esteri, che si erano mantenuti su livelli relativamente elevati durante la crisi, continuano a essere la componente principale degli afflussi. Gli altri capitali privati sono in ripresa da metà 2009, grazie ai crescenti afflussi per investimenti in titoli azionari (grafico IV.1, diagramma di destra). Anche gli strumenti di debito hanno recuperato terreno, sebbene a un ritmo più modesto. Solo i flussi bancari internazionali sono rimasti deboli nel 2009, pur registrando una moderata espansione nel quarto trimestre.

Diversi fattori interni ed esterni lasciano prevedere un aumento ulteriore degli afflussi in futuro. In primo luogo, ci si attende un ampliamento dei differenziali di tasso di interesse nominale a breve termine in favore delle EME che guidano la ripresa mondiale, nella misura in cui la normalizzazione dei rispettivi tassi ufficiali sarà più rapida di quella delle economie avanzate (grafico IV.2, diagramma di sinistra).

In secondo luogo, le aspettative di apprezzamento della moneta nazionale richiameranno ulteriori flussi di capitali. Come già prima della crisi, è quindi probabile che le monete di diverse EME siano utilizzate come valuta di investimento nelle operazioni di *carry trade* e che si trovino di conseguenza esposte a una maggiore volatilità del cambio.

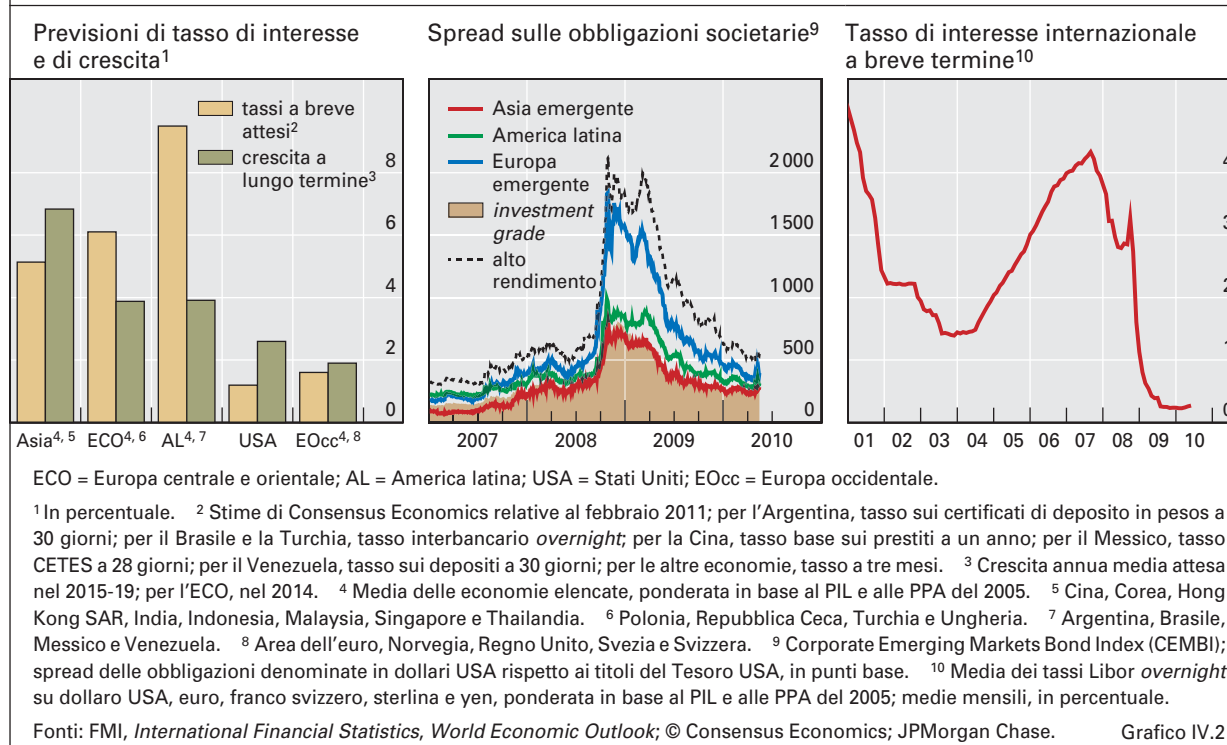
Persistono gli squilibri di conto corrente

I flussi di capitali tornano a dirigersi verso le EME ...

... per effetto dei differenziali di interesse ...

... delle aspettative sull’evoluzione dei cambi ...

Fattori all'origine dei flussi di capitali verso le EME



... delle prospettive di crescita robusta ...

In terzo luogo, si prevede che nei prossimi dieci anni le EME crescano molto più velocemente delle economie avanzate (grafico IV.2, diagramma di sinistra), una prospettiva favorevole agli afflussi di capitali.

... e delle condizioni di finanziamento esterno favorevoli

Infine, la più robusta ripresa delle EME ha concorso non soltanto a far salire i tassi reali di rendimento ma anche a diffondere tra gli investitori la percezione di un rischio decrescente. Ciò si è riflesso nei minori differenziali obbligazionari (grafico IV.2, diagramma centrale) e nell'innalzamento del merito di credito di diverse economie (tra cui Brasile, Corea, Filippine, Indonesia, Perù e Turchia) nel periodo 2009-10. Queste condizioni di finanziamento più favorevoli hanno ridestato l'interesse degli investitori internazionali verso vari tipi di attività delle EME. Le emissioni obbligazionarie di queste ultime sui mercati internazionali e locali hanno segnato una robusta ripresa, di pari passo con il notevole restringimento degli spread dei *credit default swap* (CDS) per i prenditori dei mercati emergenti rispetto ai massimi registrati verso la fine del 2008. Di fatto, a fini di determinazione del prezzo le obbligazioni societarie delle EME sono trattate sempre più spesso come titoli *investment grade* piuttosto che ad alto rendimento (grafico IV.2, diagramma centrale). Finora, tuttavia, la domanda di attività delle EME ha favorito principalmente i mutuatari con rating più elevato, specie quelli dei paesi asiatici e latinoamericani in cui i conti pubblici e i bilanci societari sono rimasti solidi.

In aggiunta, il basso livello dei tassi ufficiali (grafico IV.2, diagramma di destra) e la forte espansione dei bilanci delle banche centrali nelle principali economie avanzate pongono le premesse per una significativa ripresa dei flussi bancari e di portafoglio. Gli investitori internazionali detengono tuttora un ampio volume di attività altamente liquide (come quote di fondi comuni

del mercato monetario) che, quando le condizioni lo giustificano, possono essere prontamente convogliate verso strumenti delle EME più remunerativi e meno liquidi. Inoltre, le banche internazionali, nell'adeguarsi al nuovo contesto bancario postcrisi, stanno rafforzando i propri bilanci e potenziando il finanziamento locale (Capitolo VI).

L'integrazione finanziaria internazionale apporta benefici significativi: gli afflussi di capitali stimolano lo sviluppo del settore finanziario e costituiscono spesso un ingrediente essenziale della crescita economica a medio termine. Ciò nonostante, alcune forme di afflussi possono essere destabilizzanti. I timori principali riguardano gli investimenti di portafoglio (specie in strumenti di debito) e i prestiti bancari transfrontalieri, nei quali i gestori di fondi e gli investitori ad alto grado di leva rivestono un ruolo particolarmente rilevante. Tali timori sottolineano l'importanza di monitorare non soltanto la tipologia dei flussi, ma anche gli investitori finali.

Opzioni sul piano delle politiche

La prospettiva di forti afflussi di capitali pone le autorità delle EME di fronte a varie sfide immediate. Una maggiore flessibilità del cambio offre numerosi vantaggi. Può scoraggiare l'accumulo di esposizioni imprudenti in valuta nel settore privato e rivelarsi particolarmente utile per disincentivare gli afflussi di capitali a breve associati ai *carry trade*. Ciò nonostante, essa implica che il tasso di cambio possa salire temporaneamente a livelli insostenibili prima di ridiscendere. Tali dinamiche destano tuttavia maggiore preoccupazione nelle economie con mercati interni dei capitali di scarso spessore o mercati valutari soggetti a reazioni eccessive in entrambe le direzioni, in quanto i loro sistemi finanziari sarebbero sopraffatti dall'entità degli afflussi. Inoltre, la crescita delle EME nel decennio scorso è stata trainata dalle industrie di esportazione, e molti temono che un apprezzamento della valuta possa minare la loro competitività, imponendo alle EME adeguamenti strutturali potenzialmente onerosi. Nondimeno, l'apprezzamento del cambio costituisce di norma un importante meccanismo di riorientamento della domanda verso le fonti interne.

Una risposta al pericolo di apprezzamento posto dagli afflussi di capitali è stata quella di mantenere i tassi di interesse ufficiali su livelli contenuti anche in presenza di un'intensificarsi delle spinte inflazionistiche. Tassi ufficiali ridotti permettono di contenere le pressioni sul cambio, favorendo al tempo stesso gli investimenti e la domanda interna più in generale. Tuttavia, mantenere i tassi di interesse troppo bassi troppo a lungo accresce i rischi di surriscaldamento dell'economia, inflazione, eccessiva espansione del credito e iperreaazione dei prezzi delle attività.

Un'altra possibilità per gestire le pressioni sul cambio in presenza di crescenti afflussi di capitali consiste negli interventi valutari, combinati a un rialzo del tasso ufficiale volto a mitigarne le conseguenze per l'inflazione, l'espansione del credito e i prezzi delle attività. Da solo, infatti, l'intervento nel mercato dei cambi, con il conseguente accumulo di riserve, determina distorsioni connesse con la forte crescita dei bilanci bancari e l'intensificarsi delle spinte inflazionistiche. Analogamente, frenando la domanda interna attraverso un aumento dei tassi ufficiali e consentendo un apprezzamento del

L'apprezzamento del cambio favorisce la correzione ma non è esente da rischi

Anche il mantenimento dei tassi ufficiali su livelli più bassi comporta rischi

cambio solo modesto o graduale si rischia di favorire in definitiva i *carry trade* e di indurre afflussi ancora maggiori che, a loro volta, non farebbero che accentuare le pressioni sul cambio. Inoltre, gli interventi massicci rendono più difficile l'adozione di un orientamento monetario adeguatamente restrittivo e potrebbero acuire i rischi per la stabilità finanziaria.

Potrebbero rendersi necessarie altre opzioni

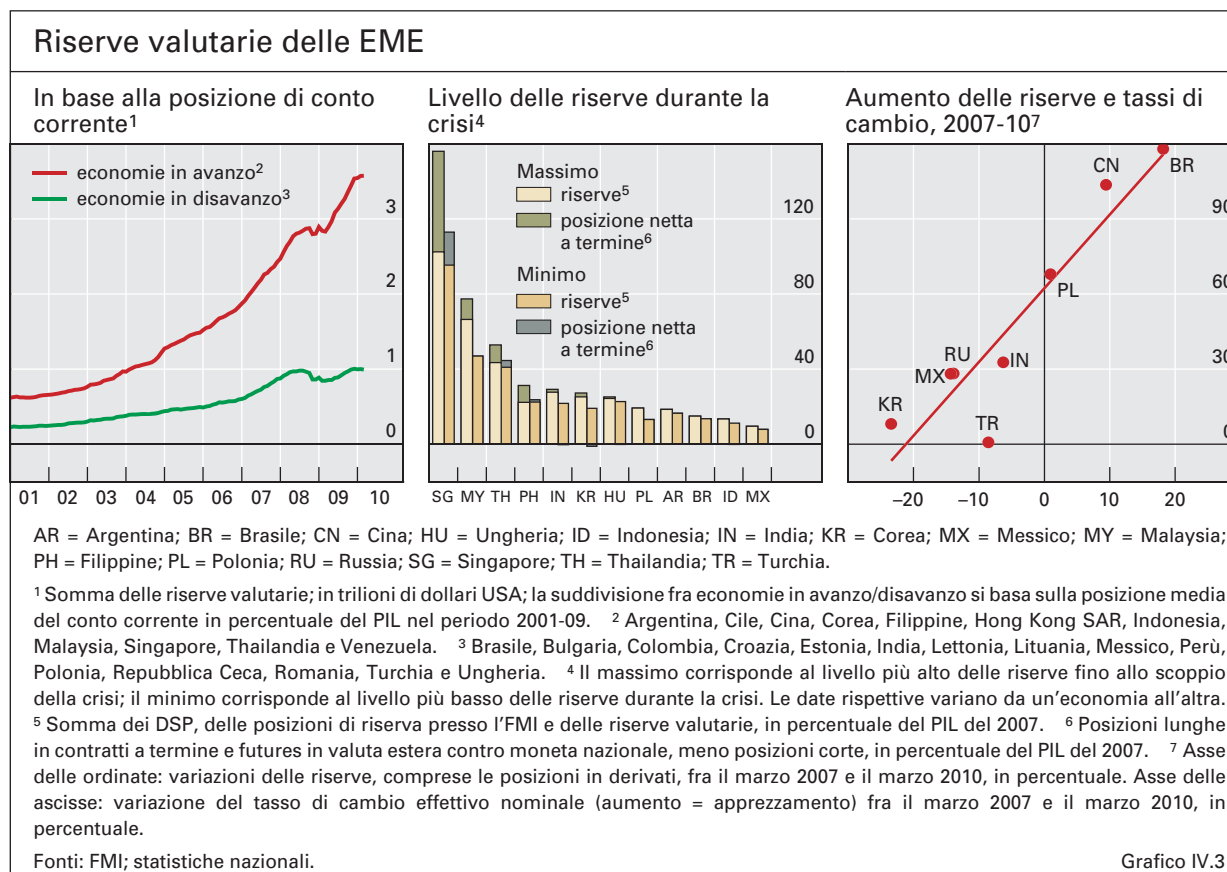
In tali circostanze, i responsabili delle politiche hanno considerato opzioni diverse dal tasso di interesse, sia per moderare l'entità dei flussi di capitali sia per migliorare la tenuta dell'economia e del sistema finanziario di fronte alla volatilità di tali flussi. Nelle pagine che seguono vengono esaminati i pro e i contro di un protratto intervento nei mercati valutari. Sono inoltre analizzati i controlli sui movimenti di capitali e i provvedimenti regolamentari tesi a contenere i rischi finanziari derivanti dal forte aumento degli afflussi.

Gli interventi sui mercati valutari: parte del problema o della soluzione?

Gli interventi fanno parte dello strumentario delle EME

Le variazioni nel volume delle riserve ufficiali prima, durante e dopo la crisi mostrano che gli interventi sui mercati dei cambi costituiscono uno strumento importante per le banche centrali delle EME. Ciò nonostante, l'intervento protratto su vasta scala può rivelarsi non solo costoso, ma anche rischioso.

Prima della crisi le autorità delle EME avevano accumulato ampie riserve in valuta (grafico IV.3, diagramma di sinistra). In alcune di queste economie (ad esempio in Corea) l'accumulo di uno stock di riserve ritenuto adeguato dagli



operatori di mercato era un obiettivo di *policy* a sé stante. Un altro fattore importante era il giudizio delle agenzie di rating, che considerano l'entità delle riserve tra gli elementi di valutazione del merito creditizio di un paese. In altre EME, specie quelle con ampi avanzi correnti, la crescita delle disponibilità ufficiali costituiva invece un effetto collaterale delle politiche di cambio.

Durante la crisi l'ampio volume di riserve si è rivelato utile. Nella fase iniziale esso ha contribuito a rassicurare gli investitori esteri che le EME disponevano di una qualche forma di protezione contro gli shock esterni. In seguito, a partire da metà 2008, le banche centrali hanno attinto alle riserve non solo per sostenere il cambio in presenza di forti deflussi di portafoglio (come in Corea e Messico), ma anche per fronteggiare la carenza di liquidità in dollari delle società finanziarie nazionali (come in Brasile e Corea; grafico IV.3, diagramma centrale). L'utilizzo delle riserve per fornire fondi in valuta alle banche nazionali ha rafforzato la convinzione, già diffusa prima della crisi, che fosse auspicabile detenere ampie disponibilità ufficiali. Alla fine è stato tuttavia necessario integrare le riserve mediante linee di swap in valuta, in particolare con la Federal Reserve. La scarsità di finanziamenti a breve in dollari ha altresì indotto a considerare un rafforzamento dei dispositivi istituzionali.

Le riserve si sono rivelate utili durante la crisi

Un'ulteriore caratteristica degli interventi durante la crisi è stato il ricorso a swap e contratti a termine in cambi. Filippine, Malaysia e Singapore, ad esempio, hanno utilizzato le posizioni a termine come prima linea di difesa per proteggere le riserve ufficiali e limitare l'impatto sulla liquidità interna (grafico IV.3, diagramma centrale). Ciò ha offerto alle autorità uno strumento per fornire liquidità in valuta al settore privato e soprattutto alle banche. Il ricorso delle EME ai prodotti derivati come strumento di gestione delle riserve è andato crescendo dalla metà degli anni novanta. All'indomani della crisi "tequila", il Messico aveva impiegato le opzioni per graduare il successivo aggiustamento del cambio. Negli ultimi anni sono gli swap e i contratti a termine a essersi imposti quali principali derivati utilizzati dalle banche centrali.

Anche l'utilizzo delle posizioni in derivati è stato efficace

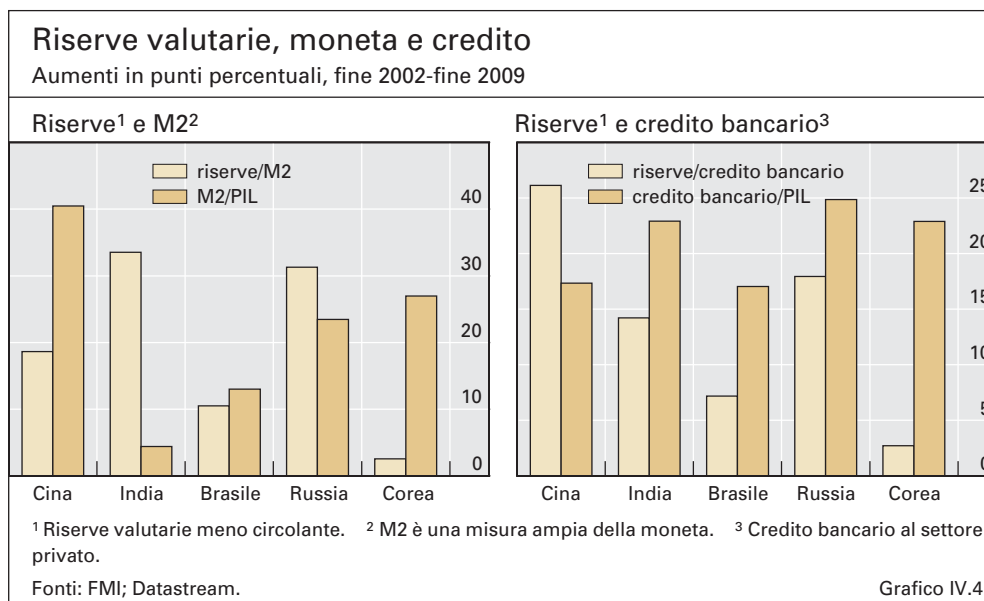
Nella fase di ripresa successiva alla crisi le banche centrali di molte EME hanno ripreso a contrastare l'apprezzamento del cambio e ad accumulare riserve su vasta scala. Alcuni paesi (ad esempio la Cina) avevano continuato ad acquisire riserve nell'arco dell'intera crisi, mentre altri che avevano subito drastici cali delle riserve ufficiali le hanno ricostituite. Ad esempio, le disponibilità ufficiali della Corea, scese di \$64 miliardi durante la crisi, sono tornate sui livelli precedenti. Questi esempi sono in linea con la più generale correlazione positiva tra l'accumulo di riserve e le pressioni sul cambio nelle EME (grafico IV.3, diagramma di destra).

Riprendono gli interventi e l'accumulo di riserve

Interventi prolungati e massicci hanno importanti ripercussioni sulle economie e sui sistemi finanziari delle EME. In primo luogo, l'accumulo di riserve che si traduce in condizioni monetarie espansive e in una crescita rapida del credito può intensificare le spinte inflazionistiche o generare rischi per il sistema finanziario¹. Negli ultimi anni le disponibilità ufficiali sono salite a livelli che appaiono ormai elevati rispetto alle dimensioni del sistema finanziario interno (grafico IV.4).

Gli interventi possono portare a condizioni monetarie e finanziarie accomodanti

¹ Cfr. ad esempio J. Amato, A. Filardo, G. Galati, G. von Peter e F. Zhu, "Research on exchange rates and monetary policy: an overview", *BIS Working Papers*, n. 178, giugno 2005.



Una prolungata sterilizzazione degli interventi può essere onerosa e mettere a rischio la stabilità finanziaria

In secondo luogo, anche se la sterilizzazione neutralizza gli effetti inflazionistici indesiderati dell'accumulo di riserve, interventi e sterilizzazione comportano quasi sempre un costo. Tipicamente la sterilizzazione implica per la banca centrale lo scambio di attività interne ad alto rendimento contro riserve a basso rendimento². Essa determina inoltre un'espansione dei bilanci del sistema bancario e accentua la fragilità del sistema finanziario in almeno due modi fondamentali³. Anzitutto, lo scambio di attività in valuta del settore privato contro attività in moneta nazionale del settore pubblico trasferisce di fatto dal primo al secondo settore il rischio di cambio derivante dai flussi di capitale. Inoltre, qualora dovesse allungarsi in misura significativa la scadenza dei titoli emessi dalla banca centrale, come è avvenuto agli inizi di questo decennio, le banche del settore privato (che nelle EME tipicamente detengono tali titoli) si troverebbero esposte a un maggior rischio di tasso di interesse.

Gli effetti collaterali indesiderati di una piena sterilizzazione di interventi su vasta scala hanno indotto a impiegare strumenti non di mercato, quali gli obblighi di riserva. In effetti, le banche centrali di alcuni paesi (fra cui Argentina, Cina, Corea, Croazia, India, Polonia e Romania) hanno fatto ampio ricorso alla riserva obbligatoria per neutralizzare l'impatto sulla liquidità del settore bancario. Rispetto all'emissione di titoli propri, questa soluzione è relativamente poco costosa per le banche centrali poiché le riserve obbligatorie sono di norma remunerate a tassi inferiori a quelli di mercato. Vi sono tuttavia svantaggi di ordine pratico. In particolare, nelle economie con sistemi finanziari più sviluppati, un coefficiente di riserva elevato sposta con il tempo l'intermediazione dal sistema bancario regolamentato verso istituzioni assoggettate

² A seconda dell'ordinamento istituzionale che regola i rapporti fra banca centrale e governo, il costo può essere tale da mettere in discussione l'indipendenza finanziaria della banca centrale. Per una stima dei costi in Corea e India nella prima parte di questo decennio, cfr. H. Genberg, R. McCauley, Y. C. Park e A. Persaud, "Official reserves and currency management in Asia: myth, reality and the future", *Geneva Reports on the World Economy*, n. 7, settembre 2005.

³ Cfr. M. S. Mohanty e P. Turner, "Accumulo di riserve valutarie nei mercati emergenti: implicazioni sul piano interno", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre 2006.

a minori vincoli normativi. Inoltre, un aumento del coefficiente può essere efficace nel contenere la crescita del credito in una fase di forte espansione indotta dagli afflussi di capitali, mentre un suo abbassamento può risultare meno utile rispetto alla riduzione del tasso di interesse sui titoli della banca centrale come strumento per stimolare l'offerta di credito. In aggiunta, diversamente dalla sterilizzazione realizzata con strumenti di tasso di interesse, variazioni frequenti dell'obbligo di riserva possono complicare indebitamente la gestione della liquidità presso le banche.

In sintesi, un intervento valutario protratto e su vasta scala genera significative vulnerabilità nel sistema finanziario e acuisce i dilemmi che si pongono ai responsabili delle politiche. Questi svantaggi intrinseci concorrono a spiegare il rinnovato interesse per strumenti amministrativi quali i controlli sui capitali e le misure prudenziali in alternativa agli interventi.

Quale ruolo per i controlli sui capitali e le politiche prudenziali?

Le problematiche connesse alla gestione dei flussi di capitali sono attualmente oggetto di crescente attenzione⁴. Sebbene in passato siano stati impiegati controlli di vario tipo, l'esperienza storica indica che essi difficilmente riescono a isolare le economie destinarie da un forte aumento degli afflussi. Tuttavia, in alcuni casi i controlli sono serviti temporaneamente a mantenere i tassi di interesse locali su livelli superiori a quelli dei mercati internazionali. Anche le misure prudenziali appaiono potenzialmente utili al fine di migliorare la capacità del sistema finanziario interno di assorbire i flussi finanziari internazionali e sopportare la volatilità del tasso di cambio.

La gestione dei flussi di capitali

La diffusa riduzione dei vincoli legali ai movimenti internazionali di capitali negli ultimi venticinque anni ha favorito un parallelo aumento della globalizzazione finanziaria. Esso ha arrecato numerosi vantaggi, ma ha generato altresì rischi che vanno gestiti. L'approccio ai controlli sui capitali varia da una regione emergente all'altra. Dai primi anni novanta i paesi dell'Europa centrale e orientale (ECO) hanno smantellato progressivamente i controlli nel quadro dell'integrazione con l'Unione europea; durante lo stesso periodo le EME dell'Asia meridionale e orientale li hanno in parte intensificati; le EME dell'America latina si collocano invece in una posizione intermedia, avendo leggermente ridotto l'incidenza dei vincoli espliciti.

L'attrattiva dei controlli sui movimenti di capitale si spiega in vari modi. Uno di questi è che tali controlli accrescono l'efficacia della politica monetaria interna, erigendo una barriera fra il mercato finanziario nazionale e quello estero. Un'altra ragione è che nella misura in cui riducono il volume degli afflussi, i controlli moderano le spinte al rialzo sulla moneta (anche se a costo di distorcere l'allocazione internazionale dei capitali).

Alcuni dei benefici attesi dai controlli sui movimenti di capitale ...

Studi empirici indicano tuttavia che i controlli sui movimenti di capitale sono soggetti a limiti. Essi non paiono avere un impatto durevole sull'entità dei flussi, ma possono modificarne la composizione (per esempio a scapito dei

... non si sono materializzati

⁴ Cfr. Comitato sul sistema finanziario globale, "Capital flows and emerging market economies", *CGFS Papers*, n. 33, gennaio 2009.

flussi a breve) in modi che riducono la volatilità del cambio. Inoltre, vi sono scarse prove che rendano l'economia meno vulnerabile a crisi o abbassino il costo reale di queste ultime⁵. Infine, creano distorsioni microeconomiche.

Le giurisdizioni con sistemi finanziari ancora in fase di sviluppo riconoscono ora che un eventuale allentamento dei controlli sui flussi internazionali di capitali dovrebbe essere attentamente graduato nel tempo. Nondimeno, man mano che tali economie si sviluppano e che i loro mercati finanziari diventano più sofisticati, l'efficacia e la ragion d'essere dei controlli tendono a ridursi. Un approccio più promettente e durevole nell'affrontare gli afflussi volatili di fondi nelle EME consisterebbe nel rafforzare la capacità del sistema finanziario e dell'economia di farvi fronte. Gli strumenti prudenziali, al centro dell'attenzione quale mezzo per contenere i rischi finanziari sistemici (Capitolo VII), potrebbero rivelarsi preziosi in questo senso.

Da tempo le EME ricorrono agli strumenti prudenziali per accrescere la resilienza del settore finanziario. Di recente, le loro autorità hanno ricalibrato molti di tali strumenti al fine di controllare gli afflussi di capitali. Ad esempio, nell'ottobre 2009 le autorità di Hong Kong SAR – dove i massicci afflussi avevano fatto lievitare i prezzi immobiliari – hanno abbassato il massimale applicato al rapporto fra prestito e valore dell'immobile su certi tipi di mutui ipotecari con lo scopo di attenuare i rischi connessi con l'ascesa dei prezzi. Provvedimenti simili sono stati adottati in Corea. Sono stati inoltre introdotti limiti all'indebitamento in rapporto al reddito (per esempio in Corea) per contenere l'esuberante espansione del credito. Le banche centrali di diversi paesi dell'ECO (in particolare Bulgaria, Croazia, Estonia e Polonia) hanno adottato misure analoghe durante il boom creditizio antecedente la crisi per limitare i disallineamenti valutari e contenere l'eccessiva creazione di credito derivante dagli afflussi di capitali.

Tra gli altri provvedimenti presi dalle EME al fine di assicurare la capacità di tenuta del sistema finanziario figurano misure volte a rafforzare il quadro regolamentare per quanto concerne i disallineamenti di scadenza nei bilanci degli intermediari finanziari, incoraggiare lo sviluppo di mercati obbligazionari in moneta locale e di strumenti per la copertura del rischio di cambio, limitare l'indebitamento estero a breve, promuovere il miglioramento di strutture e modalità di gestione dei rischi nel settore privato e intensificare la vigilanza sulle esposizioni in valuta.

Il futuro del dollaro USA come valuta internazionale

Sebbene a breve termine gli afflussi di capitali costituiscano la preoccupazione prevalente, le autorità delle EME stanno altresì considerando eventuali riforme del sistema monetario internazionale che potrebbero essere importanti sul più lungo periodo. Un aspetto di particolare rilievo è la posizione di predominio del dollaro USA come valuta internazionale. Il ruolo della valuta statunitense

⁵ Cfr. R. Glick, X. Guo e M. Hutchison, "Currency crises, capital-account liberalization, and selection bias", *Review of Economics and Statistics*, vol. 88, n. 4, novembre 2006, pagg. 698-714 e R. Cardarelli, S. Elekdag e M. Kose, "Capital inflows: macroeconomic implications and policy responses", *IMF Working Papers*, n. WP/09/40, marzo 2009.

Gli strumenti
macroprudenziali ...

... possono
accrescere la
resilienza del
sistema finanziario

Richieste di riforma
del sistema
monetario
internazionale

nel sistema monetario internazionale, in particolare come moneta di denominazione di gran parte dei contratti derivati, è stato menzionato tra i fattori di diffusione internazionale degli shock finanziari e macroeconomici durante la recente crisi. È tuttavia importante notare che la crisi si è propagata dagli Stati Uniti, dove ha avuto origine, alle economie avanzate dell'Europa non a causa del dollaro, ma principalmente poiché le banche europee avevano pesanti esposizioni verso titoli tossici statunitensi e dipendevano dai finanziamenti all'ingrosso a breve in dollari USA. La crisi si è poi estesa ad Asia, America latina ed Europa emergente attraverso i legami commerciali. Alcuni sistemi bancari nelle EME hanno effettivamente accusato una carenza di fondi a breve in dollari che ha esacerbato la crisi, ma il problema è stato fronteggiato in taluni casi dalla Federal Reserve con linee di swap bilaterali.

Il dollaro USA è la valuta internazionale predominante

La preoccupazione principale delle autorità monetarie nei periodi di crisi è quella di assicurare la disponibilità di fondi sufficienti nella valuta internazionale, qualunque essa sia. Attualmente questo ruolo è svolto dal dollaro e, in misura assai minore, dall'euro e dal franco svizzero (cfr. il riquadro). L'emergere di una o più monete internazionali dominanti (effettive o virtuali) supplementari non modificherebbe la natura del problema.

L'accesso a una moneta internazionale è necessario nei periodi di crisi

Per le EME tale problema può essere serio. La capacità di una banca centrale di fornire liquidità in una divisa estera è limitata, poiché limitate sono le sue disponibilità in quella moneta. Inoltre, non ci si può attendere che l'emittente di una valuta internazionale offra una garanzia incondizionata di liquidità. Il ricorso a una divisa internazionale quale il diritto speciale di prelievo, basato su un paniere di monete nazionali, non risolverebbe il problema di fondo. Rischia anzi di complicarlo ulteriormente, in quanto i paesi delle monete che compongono il paniere tenderebbero a considerare l'emissione incondizionata dell'unità composita alla stessa stregua dell'emissione incondizionata della propria moneta.

L'emittente di una divisa internazionale potrebbe tuttavia non fornire liquidità sufficiente

Prosegue pertanto la ricerca di una migliore rete di sicurezza finanziaria a livello mondiale e sono al vaglio diverse proposte. Ciò è particolarmente importante, data l'assenza di accordi formali di swap valutari su vasta scala tra le banche centrali delle EME e quelle delle maggiori economie. Un possibile approccio consisterebbe nel modificare la Flexible Credit Line istituita dall'FMI, al fine di renderne più prevedibile l'accesso ed estenderne la durata. Un'alternativa sarebbe l'istituzione di un meccanismo di assicurazione della liquidità in valuta, che abbinerebbe il pagamento di premi a linee di credito preconcordate messe a disposizione dalle principali banche centrali. Infine, un'altra possibilità risiede in soluzioni regionali, quali la Chiang Mai Initiative Multilateralisation e, nei periodi di tensione, gli swap bilaterali di valute non di riserva. Tutti questi meccanismi meritano un ulteriore approfondimento. Vanno risolte importanti questioni quali il modo di affrontare il rischio di *moral hazard* che possono creare e la fattibilità di un accordo su una rete di sicurezza finanziaria mondiale sufficiente a sopportare una situazione di grave crisi in cui occorrerebbe affrontare anche molti altri aspetti.

Le EME sono alla ricerca di alternative

Il ruolo internazionale del dollaro: insegnamenti tratti dalla crisi

Verso la fine del 2008 le turbolenze nei mercati monetari mondiali hanno messo alla prova il ruolo di predominio del dollaro USA nelle negoziazioni a termine di due valute ai margini dell'area dell'euro, il fiorino ungherese e lo zloty polacco. Tale esperimento naturale sulla resilienza della moneta statunitense si è concluso con un rapido ritorno di questo segmento del mercato valutario mondiale al suo profilo precedente. L'episodio mostra che la posizione dominante del dollaro quale mezzo di scambio internazionale è più forte di quanto generalmente ritenuto.

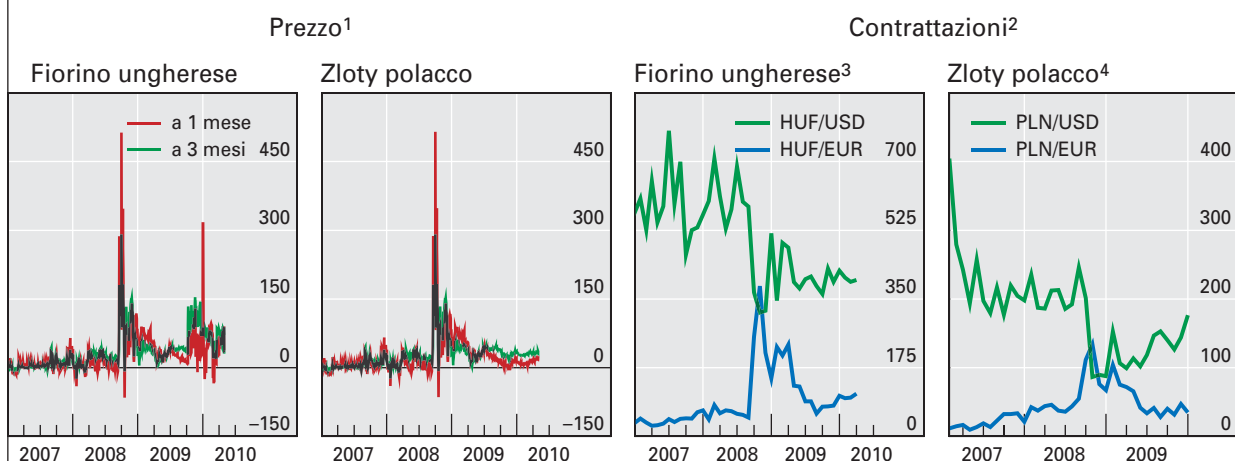
Il contesto di fondo

Durante la crisi finanziaria mondiale le tensioni sui mercati della provvista in dollari si sono propagate rapidamente e con forza agli altri mercati monetari, in parte a causa del ruolo preponderante della moneta statunitense nel mercato degli swap in valuta, dove i fondi in una divisa sono temporaneamente scambiati con fondi in un'altra divisa. Nell'aprile 2007 in questo mercato predominava la coppia dollaro/euro, cui era riconducibile il 28% di tutte le operazioni. Gli scambi di altre valute contro il dollaro costituivano il 64% e quelli con l'euro appena il 6% del totale. Le negoziazioni di swap in dollari erano dieci volte superiori alle altre persino nei mercati valutari dell'Europa centrale, dove invece gli scambi a pronti della moneta nazionale hanno come contropartita principale l'euro. In sintesi, il dollaro sopravanzava di gran lunga le altre divise come mezzo di scambio nel mercato degli swap.

La moneta statunitense non risulta altrettanto dominante in altri impieghi internazionali. Nel mercato obbligazionario internazionale si attesta su livelli di importanza più simili a quelli dell'euro come riserva di valore: le statistiche della BRI e della BCE collocavano il dollaro al 45% e l'euro al 32% a fine 2008. Una spiegazione di questo contrasto è fornita dall'inerzia del mezzo di scambio, poiché la liquidità si concentra in determinati cambi bilaterali. Infatti, solo dopo molto tempo che il livello delle divise dell'Europa centrale risultava più stabile nei confronti dell'euro che nei confronti del dollaro si è iniziato a scambiare tali divise principalmente contro la moneta unica europea nel mercato valutario a pronti.

Oltre alla semplice inerzia, anche le esternalità di rete guidano la scelta del mezzo di scambio. In particolare, se il dollaro è più prontamente scambiabile con altre valute estere, allora vi è convenienza a scambiare la moneta nazionale contro dollari. In base a questa logica, il predominio degli swap nella moneta USA può riaffermarsi anche dopo una grave turbativa che induca gli operatori a sostituire temporaneamente il dollaro con l'euro, mentre l'inerzia da sola può spiegare la persistenza degli swap in dollari, ma non una rinnovata preferenza per gli stessi.

Prezzo e contrattazioni degli swap di dollari ed euro contro fiorini e zloty



¹ Differenza fra i premi di rendimento rispetto al Libor del dollaro USA e dell'euro impliciti negli swap valutari contro le valute indicate; in punti base. ² Turnover degli swap valutari contro dollari USA ed euro. ³ Turnover medio giornaliero delle transazioni in swap segnalate dagli istituti di credito residenti sul mercato valutario ungherese; in miliardi di fiorini ungheresi. ⁴ Turnover mensile totale sul mercato valutario polacco, in miliardi di zloty.

Fonti: Magyar Nemzeti Bank; Narodowy Bank Polski; Reuters.

Grafico IV.A

L'esperimento naturale

Nell'aprile 2007 solo alcune valute, tra cui il fiorino ungherese e lo zloty polacco, potevano vantare un mercato ben sviluppato degli swap sia in dollari sia in euro. Grazie ai dati mensili raccolti dalle banche centrali di Polonia e Ungheria, è possibile far luce sulle dinamiche del mercato nel periodo successivo al tracollo di Lehman Brothers nel settembre 2008. Come già rilevato, prima della crisi la valuta di elezione per gli swap su entrambi i mercati era il dollaro. Allorché la carenza di questa moneta si è acuita nel settembre e ottobre 2008, i tassi di interesse sul dollaro impliciti nei contratti di swap sono saliti al di sopra dei corrispondenti tassi sull'euro. Gli operatori in cambi di Polonia e Ungheria hanno quindi privilegiato l'euro a scapito del dollaro come contropartita per i contratti di swap nella propria moneta. Quando le massicce operazioni di swap condotte dalla Federal Reserve hanno fornito finanziamenti in dollari alle banche europee, il premio sulla divisa statunitense si è ridotto e a distanza di un anno gli operatori sono tornati a scambiare la moneta nazionale prevalentemente contro dollari (grafico IV.A).

La struttura del mercato del franco svizzero potrebbe fornire la chiave per spiegare il ritorno al dollaro dei mercati degli swap polacco e ungherese. Poiché buona parte dei crediti erogati in Polonia e Ungheria è denominata in franchi svizzeri, le banche locali devono in ultima istanza trasformare in questa valuta – e non in euro o in dollari – la liquidità in moneta locale. Ad aprile 2007 il valore delle operazioni a pronti aventi per oggetto la coppia franco/euro (\$33 miliardi) si avvicinava a quello delle operazioni sulla coppia franco/dollaro (\$49 miliardi). Nel mercato degli swap il valore degli scambi di franchi contro euro era invece di gran lunga inferiore (\$15 miliardi, contro \$81 miliardi per la coppia franco/dollaro). Se in circostanze normali il franco svizzero può essere convertito più facilmente in dollari che in euro, è comprensibile che all'indomani della crisi gli operatori polacchi e ungheresi siano tornati a scambiare la moneta locale contro dollari.

Nel contesto delle discussioni sul futuro del dollaro come riserva di valore, il suo ritorno al vertice nel mercato degli swap di Polonia e Ungheria ne illustra la resilienza come mezzo di scambio. Tale resilienza è dovuta a fattori che trascendono la semplice inerzia e che affondano le loro radici nei complessi collegamenti tra le banche operanti sui mercati internazionali, l'attività di credito transfrontaliera e la gestione multivalutaria della liquidità. Queste osservazioni pratiche sull'attuale funzionamento dei mercati dovrebbero essere tenute in debita considerazione nel dibattito sulle modifiche del sistema monetario internazionale.

Sintesi

Sebbene la loro situazione economica sia notevolmente migliorata, le EME sono tuttora alle prese con importanti dilemmi sul piano delle politiche. Il recupero della crescita e degli afflussi di capitali pone nuovamente le autorità di fronte alle stesse, familiari pressioni (inflazione, rapida espansione del credito, apprezzamento della moneta ed esuberanza dei prezzi delle attività) che avevano dovuto affrontare prima della crisi. Qualora gli afflussi di capitali dovessero accelerare, potrebbero continuare ad accumularsi squilibri macroeconomici. Il tentativo di contenere gli afflussi ripristinando interventi massicci sui mercati valutari comporta rischi per il sistema finanziario. In alternativa, le misure macroprudenziali possono concorrere a limitare le esposizioni in termini di valuta o di scadenza derivanti dagli afflussi per investimenti in titoli di debito, nonché arginare le conseguenze avverse dell'espansione creditizia. Tuttavia, esse non suppliscono a un inasprimento monetario e a una maggiore flessibilità del cambio come strumenti per promuovere un ordinato e duraturo aggiustamento interno ed esterno. Al tempo stesso si rendono necessari ulteriori sforzi per accrescere la resilienza del sistema monetario internazionale.