

Accumulo di riserve valutarie nei mercati emergenti: implicazioni sul piano interno¹

Questo studio prende in esame alcune implicazioni per l'economia nazionale dei massicci interventi sui mercati valutari messi in atto di recente dai paesi emergenti per contrastare l'apprezzamento della moneta. In concomitanza con tali interventi, negli ultimi cinque anni molte economie hanno adottato una politica monetaria accomodante. Nonostante il prolungato periodo di bassi tassi di interesse che ne è conseguito, vari altri fattori hanno mantenuto l'inflazione sotto controllo, risolvendo in parte uno dei dilemmi di politica monetaria cui le banche centrali sono confrontate. Nondimeno, una fase protratta di ingenti accumuli di riserve può comunque generare altri rischi oltre all'inflazione a breve termine, come un alto costo degli interventi, squilibri monetari, surriscaldamento dei mercati del credito e delle attività, e infine un'elevata liquidità e possibili distorsioni dei sistemi bancari.

Classificazione JEL: E52, E58, F31, F41

L'accumulo di riserve valutarie da parte delle economie di mercato emergenti prosegue da vari anni a ritmi senza precedenti e, stando alle ultime proiezioni dell'FMI, sia quest'anno che il prossimo dovrebbe mantenersi su livelli elevati². Tale politica è generalmente intesa a contrastare o ritardare l'apprezzamento della moneta, ma la sua efficacia e validità nel tempo sono state molto dibattute. Contrariamente a quanto sembra accadere nelle economie maggiori, i cui mercati finanziari sono altamente integrati con i mercati globali dei capitali, vi sono riscontri secondo cui gli interventi di sterilizzazione sarebbero più efficaci nei paesi emergenti per influenzare il tasso di cambio³. Il presente studio monografico, tuttavia, non intende approfondire tanto questo aspetto, quanto i rischi che un prolungato accumulo di riserve pone all'economia interna, e che potrebbero finire con lo scoraggiare ulteriori interventi.

¹ Si ringraziano David Archer, Claudio Borio, Már Gudmundsson, Corrinne Ho, Robert McCauley, Ramón Moreno, Frank Packer, Srichander Ramaswamy, Sweta Saxena e William White per i preziosi suggerimenti, nonché Stephan Arthur, Pablo García-Luna e Marjorie Santos per l'eccellente assistenza statistica. Le opinioni espresse sono quelle degli autori e non rispecchiano necessariamente il punto di vista della BRI.

² Secondo il *World Economic Outlook* dell'FMI, nel 2006 e nel 2007 le riserve dei paesi in via di sviluppo dovrebbero aumentare rispettivamente di ulteriori \$584 e 562 miliardi (FMI, 2006).

³ Cfr. Disyatat e Galati (2005), nonché Mihaljek (2005).

Il finanziamento di un protratto e ingente accumulo di riserve valutarie si ripercuote sui bilanci delle banche centrali, su quelli del sistema bancario e persino sui bilanci del settore privato non bancario. A loro volta, variazioni sostanziali delle poste di bilancio possono produrre effetti macroeconomici significativi, che dipendono dal modo in cui vengono gestite le connesse esposizioni al rischio e finanziati gli interventi. Tali effetti potrebbero ridurre l'efficacia della sterilizzazione, con possibili ricadute inflazionistiche. Fra gli altri problemi potenziali figurano l'alto costo degli interventi, aumenti insostenibili del credito e dei prezzi delle attività e la crescente inefficienza del sistema finanziario⁴. Nei primi anni novanta, ad esempio, le spinte al surriscaldamento e gli elevati costi degli interventi indussero molti paesi latinoamericani ad abbandonare tale politica⁵.

È importante notare che il ciclo economico ha fornito un contributo rilevante ai fini della sostenibilità dei recenti livelli di intervento. Molti dei paesi che negli ultimi anni hanno accumulato riserve si sono trovati in una situazione di notevole capacità eccedente e di bassa inflazione, che ha consentito loro di allentare le condizioni monetarie allorché la valuta era soggetta a pressioni al rialzo. In queste circostanze, l'accumulo di riserve non ha riproposto il dilemma dei precedenti episodi di alta inflazione, quando i responsabili delle politiche avevano dovuto scegliere tra obiettivo di inflazione e obiettivo di cambio.

La prima sezione di questo studio esamina l'entità dell'accumulo di riserve rispetto ad alcuni indicatori standard delle dimensioni dell'economia e del sistema finanziario, mentre la seconda analizza il grado di sterilizzazione degli interventi. Nell'ultima parte ci si pone il quesito se alcuni effetti collaterali indesiderati prodotti da interventi anche pienamente sterilizzati possano presto o tardi indurre un ripensamento delle politiche di accumulo massiccio di riserve.

Rassegna dei recenti episodi di accumulo di riserve

La tabella 1 pone a confronto i recenti episodi di accumulo di riserve nelle principali regioni con due episodi analoghi verificatisi agli inizi e alla metà degli anni novanta. Come ivi illustrato, negli episodi più recenti la crescita si è mantenuta su livelli elevati per un periodo molto più lungo. Tra il 2000 e il 2005 le economie emergenti hanno aumentato le loro riserve di \$250 miliardi l'anno (equivalenti al 3,5% del loro PIL annuo complessivo), un ritmo pari a quasi cinque volte quello osservato nei primi anni novanta. In percentuale del PIL, l'accumulo è stato particolarmente rapido in Cina, Corea, India, Malaysia, Russia e Taiwan (Cina). In America latina e nell'Europa centrale e orientale (ECO) i livelli si sono mantenuti piuttosto modesti; negli ultimi cinque anni solo Argentina, Messico, Repubblica ceca e Venezuela hanno registrato incrementi

Livelli record di intervento nel periodo recente

⁴ Per un'analisi di questi aspetti, cfr. Mohanty e Turner (2005), nonché International Relations Committee Task Force (2006).

⁵ Cfr. Reinhart e Reinhart (1999), nonché Griffith-Jones et al. (2001).

Bilancia dei pagamenti nei mercati emergenti ¹										
	Saldo del conto corrente			Afflussi netti di capitali ²			Riserve			
							Variazioni			Stock
	1990-93	1995-96	2000-05	1990-93	1995-96	2000-05	1990-93	1995-96	2000-05	Luglio 2006 ⁷
Asia	6	-64	899	160	230	211	119	110	1 178	2 025
Cina	20	9	347	35	79	291	4	53	664	941
Corea	-14	-32	82	20	41	51	5	8	136	225
India	-17	-12	-5	20	16	95	7	0	99	156
Taiwan, Cina	39	16	117	-29	-21	30	10	-4	147	260
Altri paesi ³	-22	-45	358	114	115	-239	93	53	132	442
America latina ⁴	-85	-68	-26	138	105	106	71	49	83	244
Europa centrale ⁵	-2	-11	-102	6	34	134	16	21	39	99
Russia	1	18	290	9	-26	-31	10	7	167	243
Medio Oriente ⁶	-90	6	383	111	9	-302	-3	8	50	89
Totale	-170	-119	1 445	423	351	117	214	195	1 517	2 701

¹ Somma cumulata per i periodi indicati, in miliardi di dollari USA. Gli aggregati rappresentano la somma delle economie. ² Conto finanziario, esclusi i finanziamenti eccezionali. ³ Filippine, Hong Kong SAR, Indonesia, Malaysia, Singapore e Thailandia. ⁴ Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Messico, Perù e Venezuela. ⁵ Polonia, Repubblica ceca e Ungheria. ⁶ Arabia Saudita, Kuwait, Libia, Oman e Qatar. ⁷ Ovvero ultimo dato disponibile.

Fonti: FMI, *Balance of Payments Statistics*; FMI, *World Economic Outlook*; Datastream. Tabella 1

delle riserve in percentuale del PIL. Molti paesi esportatori di petrolio in Medio Oriente hanno anch'essi accresciuto notevolmente gli averi di riserva.

Le pressioni al rialzo sui tassi di cambio, che i recenti interventi hanno cercato di contrastare, rispecchiavano perlopiù ampi avanzi correnti. Negli episodi precedenti, invece, esse derivavano soprattutto da cospicui afflussi netti di capitali privati. Vi sono tuttavia alcune importanti eccezioni. In Cina, Corea e Taiwan (Cina) le recenti spinte all'apprezzamento sono state determinate in pari misura dalle eccedenze di parte corrente e dagli afflussi di capitali. In India questi ultimi hanno continuato a superare il disavanzo del conto corrente. Una situazione analoga è stata osservata in gran parte dell'America latina e dell'ECO, con la rilevante eccezione della Russia, dove il saldo positivo della bilancia corrente è stato favorito dai più alti corsi petroliferi.

Se gli afflussi di capitali, specie per investimenti di portafoglio, sono spesso considerati temporanei (giustificando forse gli interventi), gli avanzi correnti tendono a persistere e hanno effetti duraturi sul tasso di cambio. Inoltre, investitori e operatori nei mercati valutari sono inclini ad associare un persistente surplus di parte corrente con un apprezzamento del tasso di cambio di equilibrio di lungo periodo. Contrastare questa tendenza potrebbe alimentare ulteriormente gli afflussi di capitali, perpetuando così un circolo vizioso di spinte crescenti all'apprezzamento e ripetuti interventi.

In che misura gli interventi sono stati sterilizzati?

Un rapido accumulo di riserve si ripercuote significativamente sui bilanci delle banche centrali. La tabella 2 presenta una versione schematica del bilancio di un'autorità monetaria. All'attivo figurano le attività sull'estero e sull'interno, mentre il passivo è composto da circolante e riserve bancarie (che formano le passività monetarie), titoli di propria emissione e altre poste (passività non monetarie) e patrimonio. Nel passivo il circolante è determinato in larga misura dalla domanda di disponibilità liquide da parte del pubblico, e il patrimonio rappresenta i conferimenti del governo (più il saldo del conto economico); le rimanenti passività rientrano sotto il controllo della banca centrale.

Un'iniezione di capitale intesa a finanziare l'accumulo di riserve non determina di per sé un'espansione della base monetaria, sempreché a tale scopo il governo non attinga ai depositi o non utilizzi lo scoperto di conto corrente presso la banca centrale. Senza un aumento di capitale, e a parità di altre condizioni (ad esempio, la domanda di contante), l'accumulo di riserve deve essere finanziato in qualche altro modo. Una semplice misura di questo fabbisogno di finanziamento è rappresentata dall'eccesso di riserve valutarie rispetto al circolante. In molti paesi in via di sviluppo tale differenza, o *gap*, è stata esigua o negativa fino agli ultimi anni novanta, nel senso che le attività di riserva in valuta erano grosso modo equivalenti al circolante. Negli ultimi cinque anni, viceversa, essa si è sensibilmente accresciuta in percentuale del PIL in numerose economie emergenti, specie dell'Asia (grafico 1). In molti paesi il *gap* risulta consistente anche rispetto allo stock di titoli del debito pubblico.

In caso di intervento, la banca centrale può finanziare tale *gap* emettendo passività monetarie sull'interno (generalmente riserve monetarie di banche commerciali). Se si acconsentisse a che queste maggiori riserve monetarie esercitassero pressioni al ribasso sul tasso di interesse a breve (intervento non sterilizzato), il credito bancario tenderebbe a espandersi e le spinte inflazionistiche finirebbero con l'accentuarsi. Le banche centrali che hanno un obiettivo di tasso a breve (di norma il tasso ufficiale) tenteranno di controbilanciare gli aumenti delle riserve bancarie agendo su altre voci di

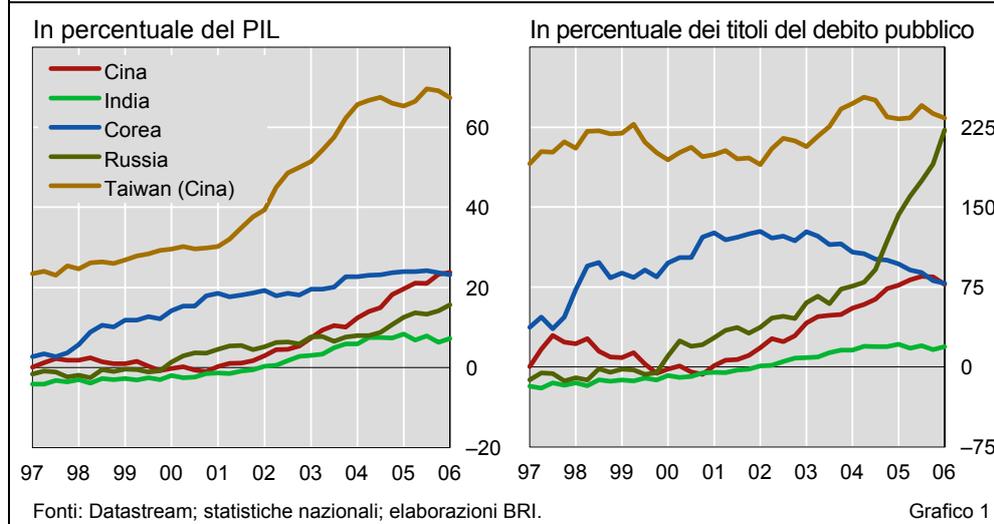
Gli interventi influiscono pesantemente sui bilanci delle banche centrali

Impatto sulla politica monetaria

Stato patrimoniale di una banca centrale	
Attivo	Passivo
Attività nette sull'estero Attività nette sull'interno	Passività monetarie <ul style="list-style-type: none"> • Circolante • Riserve bancarie Passività non monetarie <ul style="list-style-type: none"> • Titoli di propria emissione • Altre passività Patrimonio

Tabella 2

Riserve valutarie al netto del circolante



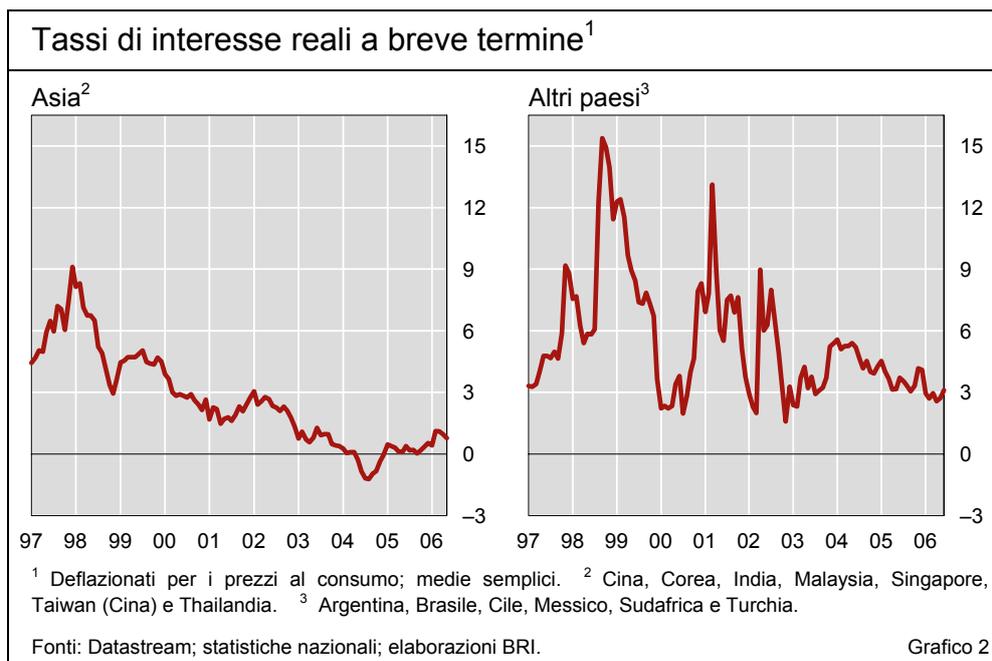
bilancio (ad esempio, vendendo attività sull'interno oppure emettendo titoli propri) rientranti sotto il loro controllo (intervento sterilizzato).

Quali sono state le implicazioni monetarie degli interventi degli ultimi anni? Un'analisi delle variazioni quantitative delle poste di bilancio riportate nella tabella 2 indica che tra gennaio 2000 e maggio 2006 le variazioni del credito netto sull'interno e delle passività non monetarie hanno compensato l'85-95% di quelle delle attività nette sull'estero di Corea, India, Malaysia, Singapore e Taiwan (Cina), e oltre il 70 e 60% di Cina e Russia rispettivamente⁶. Per gran parte del periodo in cui hanno accumulato riserve, le banche centrali hanno anche tentato di allentare deliberatamente la politica monetaria in un contesto di bassa inflazione e di alti livelli di capacità inutilizzata. Come mostra il grafico 2, negli ultimi anni i tassi di interesse reali a breve sono scesi più rapidamente in Asia che altrove. La stessa situazione continua a caratterizzare altri paesi che accumulano ingenti quantitativi di riserve (ad esempio, la Russia). In altre parole, molte banche centrali potrebbero avere utilizzato l'accumulo di riserve in modo opportunistico per espandere la base monetaria e sostenere così la scelta di un orientamento più accomodante⁷. Il contesto di bassa inflazione ha facilitato loro il compito di conciliare l'obiettivo di cambio con quello di inflazione.

Allentamento
monetario in un
contesto di bassa
inflazione

⁶ Stime ottenute con la seguente equazione: $\Delta DC_t = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta NFA_t + \alpha_2 \Delta DC_{t-1} + \varepsilon_t$, dove DC è il credito netto sull'interno nel bilancio della banca centrale, corretto per i titoli propri e le altre passività non monetarie della banca, mentre NFA sono le attività nette sull'estero. Il modello è stato stimato utilizzando dati destagionalizzati relativi al periodo gennaio 2000-maggio 2006.

⁷ È il caso della banca centrale cinese, che è ricorsa a operazioni flessibili di mercato aperto per sterilizzare in vario grado i propri interventi sui mercati valutari. Nella prima metà del 2005, con un'inflazione ancora bassa, essa ha effettuato un'iniezione di base monetaria per 1 trilione di renminbi mediante acquisti di valuta estera e assorbito 761 miliardi di renminbi con operazioni di mercato aperto, determinando un'espansione netta della base monetaria. A partire dal secondo semestre, tuttavia, la banca centrale ha intensificato gli interventi sterilizzati al fine di inasprire le condizioni monetarie in presenza di crescenti pressioni al surriscaldamento (cfr. People's Bank of China, 2005).



Di conseguenza, si pone l'importante quesito se nelle economie emergenti l'inflazione resterà bassa. In Cina è stata volatile ma, dopo aver raggiunto un picco del 5% a metà 2004, ha piegato verso il basso. Anche in India l'inflazione generale ha registrato ampie oscillazioni, dall'8% di metà 2004 al 3% di metà 2005. In Arabia Saudita, Malaysia, Taiwan (Cina) e Thailandia essa è aumentata negli ultimi due anni, rimanendo peraltro entro i limiti degli obiettivi fissati dalle banche centrali. In Argentina, Russia e Venezuela l'accumulo di riserve si è invece accompagnato a un tasso di inflazione alquanto elevato (10-13% negli ultimi due anni).

Anche se l'inflazione è rimasta bassa ...

La bassa inflazione osservata finora potrebbe essere in parte strutturale, conseguenza di forze quali la maggiore integrazione internazionale dei mercati dei prodotti e dei fattori o le riforme strutturali che hanno rafforzato la concorrenza nei settori *non-tradable*⁸. Il timore è che tali forze strutturali possano indebolirsi o essere sopraffatte dalle spinte inflazionistiche originate da condizioni monetarie espansive. La crescita dal 2002 ha ridotto il margine di capacità inutilizzata nell'economia globale e i prezzi delle materie prime hanno segnato forti rincari un po' ovunque. In tali circostanze, le banche centrali potrebbero vedersi costrette a innalzare i tassi e a lasciare che le rispettive monete si apprezzino più rapidamente che in passato.

... le pressioni sembrano essersi intensificate

Sfide poste dagli interventi sterilizzati

La completa sterilizzazione dell'accumulo di riserve può porre alcuni problemi. Anche quando sono interamente sterilizzati, gli interventi possono infatti avere effetti indesiderati che rischiano di limitarne l'utilità come strumento di politica monetaria. In questa sezione ne vengono esaminati quattro.

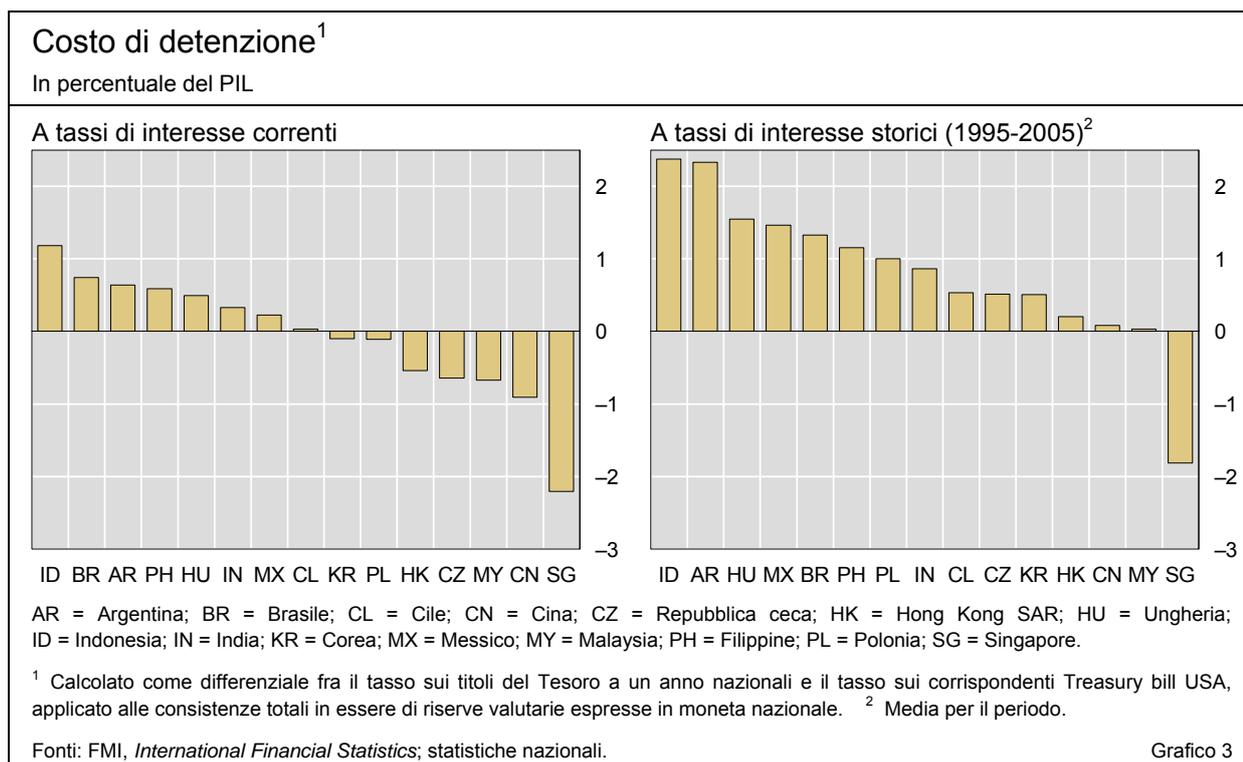
⁸ A proposito di questo dibattito, cfr. Borio e Filardo (2006), FMI (2006) e Yellen (2006).

1) Costi fiscali degli interventi

In passato vi era la convinzione che, nei paesi con tassi di interesse interni decisamente al disopra di quelli internazionali, gli interventi delle banche centrali comportassero un ingente costo di detenzione (*carrying cost*), e spesso era proprio la crescita di quest'ultimo a determinare un'inversione di rotta. Si ritiene che, nella fase di forti afflussi di capitali nei primi anni novanta, in vari paesi latinoamericani il costo degli interventi su base annua sia aumentato in misura compresa fra lo 0,25 e lo 0,5% del PIL (Khan e Reinhart, 1994). Indebolendo le posizioni di bilancio, ciò ha fatto anche dubitare della credibilità delle politiche antinflazionistiche delle banche centrali (Calvo, 1991)⁹.

Il grafico 3 riporta alcune stime approssimative del costo di detenzione in percentuale del PIL, basate sui differenziali di interesse a un anno tra le obbligazioni in moneta locale e i titoli del Tesoro USA a fine giugno 2006¹⁰. Come evidenzia il riquadro di sinistra, a tassi di interesse correnti tali costi risultano negativi in diversi paesi. In Cina, ad esempio, nel giugno 2006 il tasso a un anno era meno della metà di quello sul Treasury USA equivalente. La banca centrale cinese beneficiava pertanto di un *carry* positivo.

Il costo di detenzione resta basso ma potrebbe salire ...



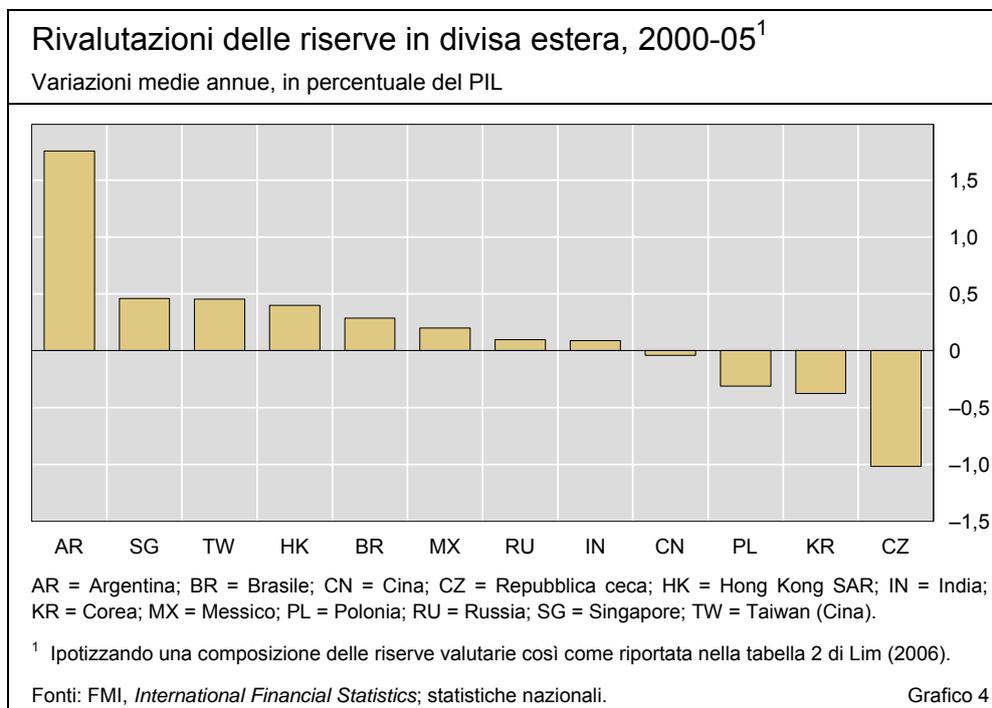
⁹ In mercati sottili e imperfetti accade spesso che gli interventi sterilizzati sospingano verso l'alto i tassi di interesse dei titoli impiegati a fini di sterilizzazione (cfr. Frankel, 1993 e Turner, 1991). In un recente discorso il Vice Governatore della Reserve Bank of India ha affermato che le operazioni di sterilizzazione su vasta scala innalzano i tassi di interesse interni, sfociando nella "trappola di ulteriori aumenti dei flussi di capitali" (cfr. Mohan, 2006).

¹⁰ Si tratta di un'approssimazione. In pratica, il costo di detenzione dipende dalla differenza tra il rendimento medio delle passività della banca centrale e quello delle sue attività in valuta estera.

Ciò nondimeno, i costi di detenzione sono per loro natura ciclici e in questo momento i tassi di interesse sono insolitamente bassi. Una stima del grado di sensibilità di tali costi a un futuro aumento dei tassi nei paesi che accumulano riserve è fornita dal riquadro di destra del grafico 3: se i tassi di interesse tornassero sui livelli medi degli ultimi 10 anni, i costi di detenzione crescerebbero in misura significativa, pur restando comunque bassi nelle economie con cospicui stock di riserve (in particolare la Cina)¹¹. A ciò si aggiunga che questi calcoli ipotetici dei costi non tengono conto delle plusvalenze o minusvalenze derivanti dalle oscillazioni dei corsi obbligazionari. Grazie al costante calo dei rendimenti a lungo termine sui mercati internazionali dal 2001, le banche centrali con attività sull'estero a lungo termine e passività sull'interno a breve hanno beneficiato di guadagni in conto capitale. Anche in questo caso, tuttavia, sembra più probabile un'inversione dell'attuale tendenza che non una sua prosecuzione.

Un ulteriore timore connesso con la detenzione di un cospicuo portafoglio di attività in valuta estera è che esso esponga la banca centrale a perdite di cambio in caso di apprezzamento della moneta nazionale. Il grafico 4 riporta come riferimento le stime delle rivalutazioni di cambio annue in percentuale del PIL fra il 2000 e il 2005, ottenute applicando le variazioni effettive dei cambi alla composizione stimata per valuta delle riserve. In assenza di dati relativi ai singoli paesi, la quota di ciascuna divisa è stata stimata utilizzando le medie regionali pubblicate dall'FMI a partire dal 2000 (cfr. Lim, 2006). Secondo

... e vi è il rischio di perdite di cambio



¹¹ Di recente vari autori hanno segnalato costi di intervento maggiori in base a stime alternative del costo-opportunità. Rodrik (2006) dimostra ad esempio l'esistenza di un "costo sociale" connesso con l'accumulo di riserve, nella misura in cui il settore privato mutua fondi a tassi superiori a quelli ottenuti dalla banca centrale sulle proprie attività in valuta. Anche Summers (2006) cita costi maggiori per effetto dei mancati rendimenti da opere infrastrutturali.

queste statistiche, tra la fine del 2000 e il terzo trimestre 2005 la quota del dollaro sul totale delle riserve dei cosiddetti paesi dell'area del dollaro (Asia ed emisfero occidentale) è scesa dal 78 al 75%, mentre quella dell'euro è salita dal 14 al 18%. Nelle economie non appartenenti a tale area (Europa), l'incidenza del dollaro è calata dal 35 al 32%, mentre quella dell'euro è cresciuta dal 50 al 57%¹².

Dal grafico 4 si evince che i paesi le cui monete si sono notevolmente apprezzate in rapporto alle rispettive valute di riferimento principali (dal punto di vista del loro paniere di investimento) hanno subito ingenti perdite da rivalutazione. Per contro, e nonostante le consistenti riserve, finora tali perdite sarebbero state modeste in Asia, ma solo perché la gran parte delle monete del continente non si è apprezzata significativamente sul dollaro.

Si può discutere sulla misura in cui la sostenibilità delle politiche di intervento possa dipendere dalle perdite da rivalutazione. Queste comportano probabilmente conseguenze economiche dirette limitate e non riducono la capacità delle banche centrali di intervenire (ossia, di vendere moneta locale per limitarne l'ulteriore apprezzamento), né il potere di acquisto di beni esteri delle riserve in valuta estera. Inoltre, nella misura in cui il settore privato e il governo sono debitori netti in valuta, l'apprezzamento della moneta nazionale alleggerisce l'onere debitorio netto. Tuttavia, le perdite da rivalutazione potrebbero assumere rilevanza ove minassero la credibilità o l'indipendenza della banca centrale.

2) *Squilibri monetari futuri*

L'efficacia degli interventi sterilizzati per la gestione della liquidità eccedente nel lungo periodo dipende dagli strumenti impiegati per la sterilizzazione e dal settore verso cui questi strumenti confluiscono in ultima istanza. Di norma, un massiccio accumulo di riserve aumenta la sottostante posizione di liquidità del sistema bancario. Ciò può essere in parte neutralizzato vendendo alle banche titoli di Stato a lunga scadenza. Se tali titoli vengono poi ceduti a soggetti non bancari, si può ritenere che la sterilizzazione sia ragionevolmente completa: le famiglie o le imprese non bancarie riducono le loro disponibilità di attività monetarie e accrescono quelle di attività non monetarie, come i titoli pubblici.

Negli ultimi cinque anni gli interventi sterilizzati si sono accompagnati a un'intensa attività di emissione da parte delle banche centrali e dello Stato. In Cina, Corea e Taiwan (Cina) lo stock di strumenti in essere emessi dalle banche centrali ha registrato una rapida crescita, e a fine giugno 2006 era rispettivamente pari al 15, 20 e 30% del PIL. A fini di sterilizzazione la maggioranza dei paesi utilizza quasi sempre titoli a breve termine. Gran parte delle emissioni della People's Bank of China e della Reserve Bank of India (perlopiù titoli di Stato nell'ambito del programma di stabilizzazione monetaria) ha scadenze inferiori all'anno. In Corea alla fine del 2004 oltre l'80% dello stock di obbligazioni di stabilizzazione monetaria aveva una *duration* pari o inferiore a tre anni. La scadenza degli altri strumenti fruttiferi – quali swap

I titoli di debito sono spesso emessi a breve scadenza

¹² Cfr. anche Wooldridge (2006) in questo numero della *Rassegna trimestrale BRI*.

valutari e depositi remunerati – è di norma molto inferiore, da pochi giorni a pochi mesi¹³.

Sono le banche, e non il settore privato non bancario, ad aver costituito la principale controparte nell'espansione delle emissioni di banche centrali e governi. Per esempio, in Cina le banche detenevano a fine 2005 oltre l'80% dei titoli emessi dalla banca centrale e in India il 65% circa del debito pubblico interno a fine 2004. Nella misura in cui le banche che detengono tali attività liquide reputano di essere in una posizione migliore per espandere il credito, l'effetto frenante degli interventi sterilizzati sulla crescita monetaria potrebbe rivelarsi temporaneo¹⁴. Un ulteriore problema risiede nel fatto che un ampio stock di titoli e di altre passività non monetarie fruttifere destinati alla sterilizzazione accresce gli interessi passivi a carico delle banche centrali, sollecitando l'ulteriore emissione di titoli¹⁵.

Ampi volumi di passività a breve potrebbero inoltre esporre le banche centrali a oscillazioni future dei tassi di interesse, analogamente a quanto avviene per i governi confrontati a un ingente rischio di rifinanziamento del debito (ad esempio, il rischio di un'insufficiente sottoscrizione in asta a meno di un sostanziale ribasso del prezzo dei titoli). Tra i principali fattori che hanno contribuito a un ordinato assorbimento dei titoli utilizzati a fini di sterilizzazione negli ultimi anni figura la robusta domanda di attività prive di rischio da parte delle banche. Se questa tendenza dovesse invertirsi, sostenere gli interventi sterilizzati mediante massicce emissioni di strumenti debitori potrebbe divenire più difficile e oneroso. Ad esempio, lo scorso anno la Bank of Korea (2005) ha espresso la propria preoccupazione per l'aumento dei costi per interessi indotto dal crescente ricorso ai titoli di stabilizzazione monetaria.

3) *Squilibri del settore finanziario*

Gli interventi tesi a evitare un apprezzamento del cambio possono acuire gli squilibri macroeconomici e finanziari. Ciò può realizzarsi attraverso vari canali. Come si è detto, un'espansione del credito bancario risultante da un'inefficace o parziale sterilizzazione potrebbe causare una situazione di sovrainvestimento in settori quali quello immobiliare. Tali effetti potrebbero inoltre inserirsi in un contesto di inflazione persistentemente bassa e di tassi di interesse contenuti (cfr. White, 2006). Un ulteriore canale risiede nelle aspettative di un futuro apprezzamento della moneta, che potrebbero richiamare ingenti afflussi di capitali nel breve periodo, spingendo verso l'alto i corsi azionari. Questo effetto

... e detenuti dalle banche, con bilanci liquidi

Esposizioni al tasso di interesse

Interventi prolungati potrebbero stimolare il credito bancario ...

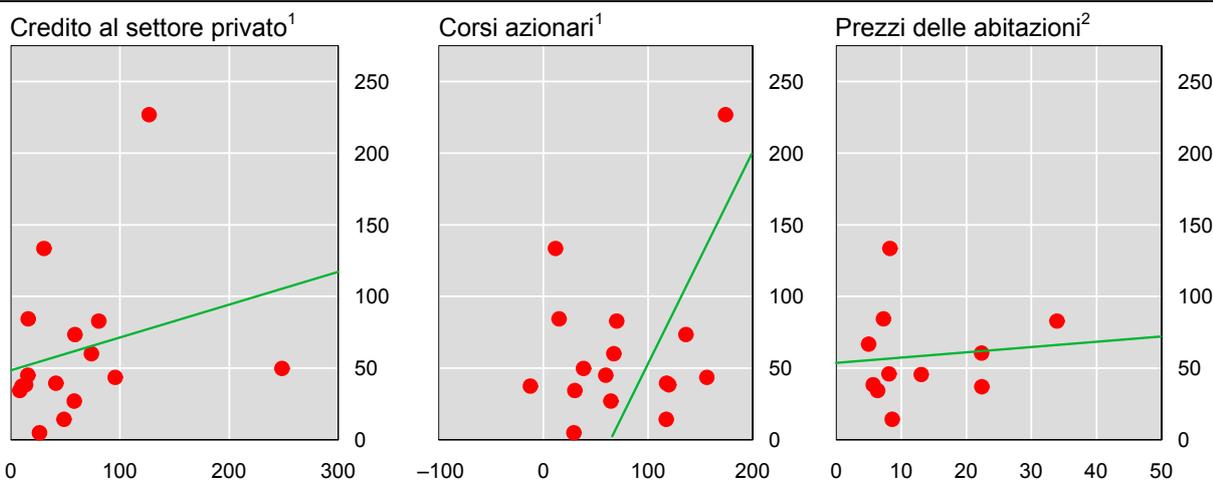
¹³ Per una trattazione dei vari tipi di strumenti del mercato monetario impiegati dalle banche centrali dei paesi emergenti per assorbire la liquidità in eccesso e dell'impatto di tali strumenti sulle condizioni monetarie, cfr. Ho e McCauley (2006).

¹⁴ Kumhof (2004) propone un modello formale per esaminare l'efficacia della sterilizzazione mediante obbligazioni a breve scadenza. Secondo l'autore, un aumento dei titoli a breve con caratteristiche monetarie determina effettivamente un incremento della domanda aggregata.

¹⁵ Emissioni cospicue di titoli da parte delle banche centrali causano inoltre una frammentazione del mercato laddove coesistono con titoli pubblici similari, provocando ricadute negative sulla liquidità e sugli scambi nei mercati obbligazionari interni (cfr. McCauley, 2003).

Accumulo di riserve valutarie e condizioni finanziarie

Variazioni, in percentuale, tra la fine del 2003 e l'ultimo dato disponibile



¹ Arabia Saudita, Argentina, Brasile, Cina, Corea, Hong Kong SAR, India, Malaysia, Messico, Polonia, Repubblica ceca, Russia, Singapore, Thailandia, Ungheria e Venezuela. ² Arabia Saudita, Argentina, Brasile, Cina, Corea, India, Malaysia, Messico, Polonia, Repubblica ceca, Russia, Singapore, Ungheria e Venezuela.

Fonti: FMI, *International Financial Statistics*; Datastream; statistiche nazionali.

Grafico 5

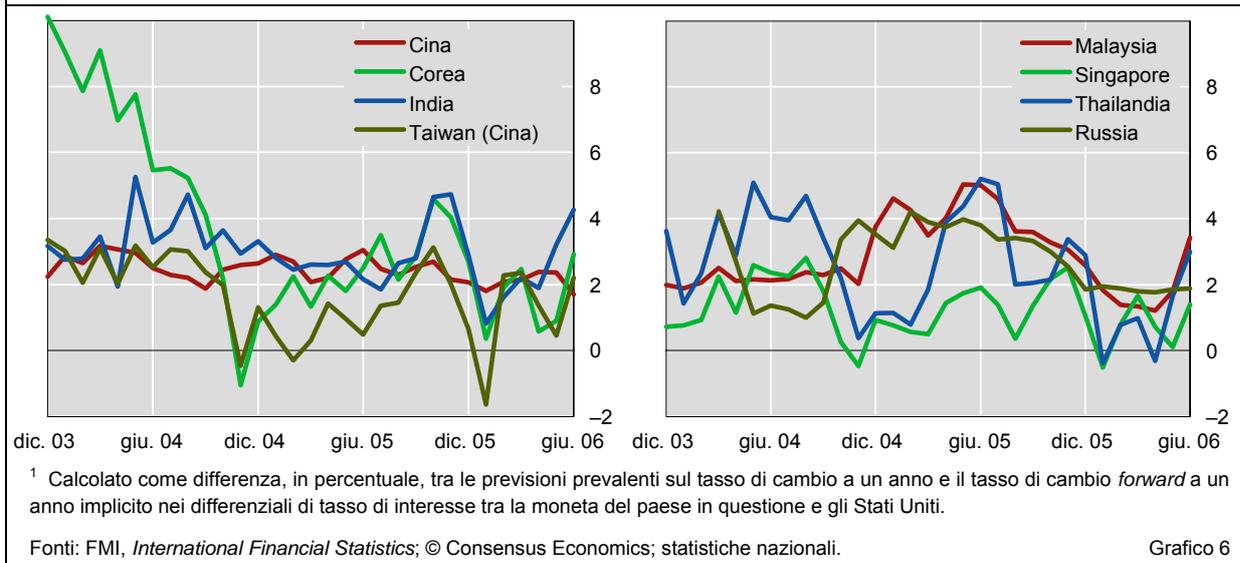
potrebbe essere accentuato dalla percezione di speculazioni unidirezionali sulla divisa, determinando una maggiore sostituzione valutaria e operazioni scoperte di indebitamento in valuta.

... finendo col surriscaldare i mercati del credito e delle attività

È difficile determinare la rilevanza di ciascuno di questi canali, poiché sul credito bancario e sugli afflussi di capitali possono influire numerosi fattori. Ciò nonostante, in molti paesi l'accumulo di riserve si è associato a un rilassamento delle condizioni finanziarie (grafico 5). Il credito bancario al settore privato è aumentato notevolmente in varie economie che sono andate accumulando ingenti riserve. A tale espansione si sono accompagnati aumenti particolarmente cospicui del credito nel settore degli immobili residenziali. L'esposizione del sistema bancario a questo settore (in percentuale degli impieghi totali) è cresciuta rapidamente in India, passando dai livelli estremamente bassi del 1999 al 10% nel 2004. Analoghi incrementi si sono registrati in Corea (dal 10 al 33%) e Thailandia (dal 7 al 10%). Un altro indicatore delle più favorevoli condizioni di finanziamento è stata la concomitanza del forte accumulo di riserve con rapidi rialzi delle quotazioni azionarie.

Non esistono semplici indicatori che mostrino la misura in cui i tassi di cambio possono essersi disallineati o le attese degli investitori sui movimenti futuri dei cambi aver risentito del prolungato periodo di interventi sterilizzati. Nondimeno, in molti paesi con avanzi correnti ampi e persistenti i tassi di cambio reali non sono aumentati in misura significativa. In alcuni casi i tassi di cambio effettivi reali si situano al disotto dei loro livelli di inizio decennio, quando le eccedenze del conto corrente erano esigue. Ad esempio, a giugno 2006 i tassi di cambio effettivi reali di Cina, Malaysia, Singapore e Taiwan (Cina) erano inferiori del 5-10% alla base media del periodo 2000-02 e quelli dell'India erano rimasti sostanzialmente invariati. In Arabia Saudita il tasso di

Rendimento delle disponibilità in moneta nazionale implicito nelle previsioni prevalenti¹



cambio reale si è deprezzato di oltre il 20%. Per contro, nello stesso periodo Corea e Russia hanno registrato in termini reali apprezzamenti di oltre il 20 e 45% rispettivamente.

Il grafico 6 illustra la differenza, in percentuale, tra le previsioni di cambio prevalenti a un anno e il tasso di cambio a termine implicito nei differenziali di interesse con il dollaro USA per otto paesi che hanno effettuato massicci interventi negli ultimi anni. Valori positivi indicano che le previsioni prevalenti segnalano sovrarendimenti sulle disponibilità in valuta nazionale. Fatte salve poche eccezioni, le previsioni hanno favorito esposizioni lunghe non coperte in moneta locale, in linea con l'opinione secondo cui molti operatori avrebbero ritenuto sottovalutate le divise dei paesi impegnati in interventi di sterilizzazione.

4) Implicazioni per l'intermediazione finanziaria

Le difficoltà incontrate nella sterilizzazione di interventi su vasta scala possono condurre all'impiego di strumenti diversi da quelli di mercato per assorbire l'eccesso di liquidità, con possibili implicazioni negative per il sistema finanziario. Nei primi anni novanta, ad esempio, molte economie dell'Asia orientale trasferirono dal sistema bancario alla banca centrale buona parte dei depositi delle istituzioni finanziarie pubbliche, spesso a tassi di interesse inferiori a quelli di mercato. La Malaysia aumentò notevolmente gli obblighi di riserva, mentre l'Indonesia introdusse sia un'imposta del 15% sugli interessi corrisposti dalle banche sia misure dirette di controllo del credito. Gli svantaggi di tali strumenti sono noti: gli obblighi di riserva di fatto tassano il sistema bancario, incoraggiando la disintermediazione finanziaria, mentre i controlli diretti sul credito compromettono l'efficienza dell'allocazione delle risorse.

Nell'attuale fase di accumulo di riserve l'uso di strumenti diversi da quelli di mercato è stato finora contenuto. La Cina ha innalzato gli obblighi di riserva di 1,5 punti percentuali tra settembre 2003 e aprile 2004, e di un ulteriore punto nel luglio 2006. Tali provvedimenti sono stati integrati da restrizioni dirette

Gli interventi potrebbero ridurre l'efficienza dell'intermediazione finanziaria ...

... attraverso un maggiore ricorso a strumenti diversi da quelli di mercato ...

... e modificando il comportamento delle banche

dell'attività creditizia delle banche agli inizi del 2004, e ancora di recente, per tenere sotto controllo la rapida espansione del credito¹⁶. L'India ha utilizzato la riserva obbligatoria in maniera selettiva (nel settembre e nell'ottobre 2004) per controllare la crescita monetaria. Se molti paesi hanno fatto un minore ricorso agli strumenti diversi da quelli di mercato è stato grazie al recente sviluppo del mercato obbligazionario interno, che ha facilitato gli interventi di sterilizzazione.

L'accumulo di riserve può influire sull'efficienza dell'intermediazione finanziaria anche per il tramite di altri canali, la cui rilevanza nella fase attuale è tuttavia di incerta valutazione. Non è da escludere, ad esempio, che interventi prolungati modifichino il comportamento delle banche, poiché i facili guadagni rivenienti dalla detenzione di ingenti quantitativi di titoli di Stato potrebbero indebolire le spinte verso una maggiore efficienza del settore bancario¹⁷. Emissioni su vasta scala di titoli a fini di sterilizzazione potrebbero inoltre ostacolare lo sviluppo di un mercato per le obbligazioni private, dato che l'abbondante offerta di titoli privi di rischio di governi e banche centrali "spazzerebbe" le emissioni del settore privato. Per contro, nei paesi in cui lo stock di debito pubblico iniziale è relativamente basso, l'emissione di strumenti a fini di sterilizzazione potrebbe di fatto contribuire allo sviluppo del mercato obbligazionario interno.

Conclusioni

La portata e la persistenza della recente fase di accumulo di riserve valutarie non hanno precedenti. Desta sorpresa il fatto che essa sia proseguita per diversi anni senza apparenti ricadute di rilievo sull'inflazione. Tuttavia, qualora i rischi inflazionistici dovessero aumentare, il dilemma per la politica economica potrebbe manifestarsi con maggiore evidenza. Anni e anni di interventi hanno influito pesantemente sui bilanci; il credito aggregato ha già iniziato a espandersi rapidamente in alcuni paesi e gli squilibri del settore finanziario si vanno gradualmente ampliando. Interventi prolungati mettono inoltre a rischio l'efficienza dell'intermediazione finanziaria.

Riferimenti bibliografici

Bank of Korea (2005): *Monetary policy report*, settembre.

Borio, C. e A. Filardo (2006): "Globalisation and inflation: new cross-country evidence on the global development of domestic inflation", *BIS Working Papers*, di prossima pubblicazione.

Calvo, G.A. (1991): "The perils of sterilisation", *IMF Staff Papers*, 38(4), pagg. 921-926.

¹⁶ Goldstein e Lardy (2006) sostengono che in Cina la sottovalutazione del cambio induce la banca centrale a ricorrere spesso a misure di controllo quantitativo del credito. Ciò non solo rallenta lo sviluppo di una cultura creditizia, ma riduce anche la redditività del sistema bancario.

¹⁷ In India gli ingenti quantitativi di titoli di Stato nei bilanci delle banche rappresentano un serio problema, poiché espongono queste ultime al rischio di tasso di interesse (cfr. Reddy, 2005).

Disyatat, P. e G. Galati (2005): "The effectiveness of foreign exchange intervention in emerging market economies", *BIS Papers*, n. 24, maggio, pagg. 97-113.

Fondo monetario internazionale (2006): *World Economic Outlook*, aprile.

Frankel, J.A. (1993): "Sterilisation of monetary flows: difficult (Calvo) or easy (Reisen)", *Working Paper*, n. c93-024, University of California, Berkeley.

Goldstein, M. e N. Lardy (2006): "China's exchange rate dilemma", *American Economic Review Papers and Proceedings*, vol. 96, n. 2, pagg. 422-426.

Griffith-Jones, S., M.F. Montes e A. Nasution (2001): "Managing capital surges in emerging economies", in S. Griffith-Jones, M. F. Montes e A. Nasution (ed.), *Short-term capital flows and economic crises*, Oxford University Press, pagg. 263-290.

Ho, C. e R.N. McCauley (2006): "*Resisting appreciation and accumulating reserves in Asia: examining the domestic financial consequences*", Banca dei Regolamenti Internazionali, mimeo.

International Relations Committee Task Force (2006): "The accumulation of foreign reserves", *Occasional Paper Series*, n. 43, Banca centrale europea, febbraio.

Khan, M.S. e C.M. Reinhart (1994): "Macroeconomic management in maturing economies: the response to capital inflows", *IMF Issues Paper*, Washington D.C., marzo.

Kumhof, M. (2004): "Sterilisation of short-term capital inflows – through lower interest rates?", *Journal of International Money and Finance*, vol. 23, pagg. 1209-1221.

Lim, E.-G. (2006): "The euro's challenge to the dollar: different views from economists and evidence from COFER (Currency Composition of Foreign Exchange Reserves) and other data", *IMF Working Paper*, WP/06/153.

McCauley, R.N. (2003): "Unificazione dei mercati delle obbligazioni sovrane nell'Est asiatico", *Rassegna trimestrale BRI*, dicembre, pagg. 93-103.

Mihaljek, D. (2005): "Survey of central bank views on effectiveness of intervention", *BIS Papers*, n. 24, maggio, pagg. 82-96.

Mohan, R. (2006): *Coping with liquidity management in India: a practitioner's view*, intervento all'8^a Annual Conference on Money and Finance in the Indian Economy presso l'Indira Gandhi Institute of Development Research (IGIDR), 27 marzo, Mumbai, <http://rbidocs.rbi.org.in/rdocs/Speeches/PDFs/69613.pdf>.

Mohanty, M.S. e P. Turner (2005): "Intervention: what are the domestic consequences?", *BIS Papers*, n. 24, maggio, pagg. 56-81.

People's Bank of China (2005): *China's monetary policy report* (secondo e quarto trimestre).

Reddy, Y.V. (2005): *Implications of global financial imbalances for the emerging market economies*, osservazioni esposte in occasione

della tavola rotonda presso il simposio internazionale organizzato dalla Banque de France il 4 novembre, Reserve Bank of India, Mumbai, <http://rbidocs.rbi.org.in/rdocs/Speeches/PDFs/67075.pdf>.

Reinhart, C.M. e V. Reinhart (1999): "Some lessons for policy makers who deal with the mixed blessing of capital inflows", in M. Kahler (ed.), *Capital flows and financial crises*, pagg. 93-127.

Rodrik, D. (2006): "The social cost of foreign exchange reserves", *NBER Working Paper*, n. 11952, gennaio.

Summers, L.H. (2006): "Reflections on global account imbalances and emerging markets reserve accumulation", *L.K. Jha Memorial Lecture*, Reserve Bank of India, Mumbai, 24 marzo, www.rbidocs.rbi.org.in/rdocs/publications.

Turner, P. (1991): "Capital flows in the 1980s: a survey of major trends", *BIS Economic Papers*, n. 30, aprile.

White, W.R. (2006): "Is price stability enough?", *BIS Working Papers*, n. 205, aprile.

Wooldridge, P.D. (2006): "Come cambia la composizione delle riserve ufficiali", *Rassegna trimestrale BRI*, settembre.

Yellen, J.L. (2006): "Monetary policy in a global environment", discorso tenuto alla conferenza *The euro and the dollar in a globalized economy*, UC Santa Cruz, California, 27 maggio, www.frbsf.org/news/speeches/2006/0527.html.