



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA

DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI "M. FANNO"

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA

PROVA FINALE

"LA LIQUIDITÀ GLOBALE"

RELATORE:

CH.MO PROF. GIANFRANCO TUSSET

LAUREANDA: DEBORAH BUTTARO

MATRICOLA N. 1091880

ANNO ACCADEMICO 2016 – 2017

Ai miei cari.

Sommario

INTRODUZIONE	4
Capitolo 1: IL FENOMENO DELLA LIQUIDITÀ GLOBALE	6
1.1 <i>Definizione della liquidità globale</i>	6
1.1.1 Fattori strutturali della liquidità globale	6
1.1.2 Perché è importante monitorare la liquidità globale.....	8
1.1.3 La facilità di finanziamento	10
1.2 <i>Indicatori per valutare la liquidità globale</i>	11
1.3 <i>Le riserve bancarie</i>	13
1.3.1 Perché accumulare riserve	16
1.3.2 Interpretazioni sugli aumenti delle riserve	17
1.3.3 L'evoluzione delle riserve	18
1.3.4 I requisiti di riserva.....	19
Capitolo 2: IL CREDITO GLOBALE	21
2.1 <i>Il prestito bancario (2015)</i>	21
2.1.1 La leva finanziaria aziendale	25
2.2 <i>Condizioni attuali</i>	27
2.3 <i>Implicazioni per la politica</i>	28
2.3.1 Comunicazione e cooperazione	29
2.3.2 Sostenibilità a lungo termine	29
2.3.3 Rischi e resilienza	30
2.3.4 Sfide politiche.....	31
Capitolo 3: LIQUIDITÀ E INFLAZIONE	32
3.1 <i>L'inflazione.....</i>	32
3.1.1 Driver dell'inflazione	32
3.2 <i>Cosa misuriamo.....</i>	33
3.2.1 Misurare l'inflazione	34
3.3 <i>Obiettivi di inflazione</i>	36
3.3.1 Implicazioni politiche	37
CONCLUSIONI	38
BIBLIOGRAFIA	40

INTRODUZIONE

Negli ultimi anni si sente molto parlare di liquidità globale con usi e definizioni diverse. Essa è diventata un punto chiave del dibattito politico internazionale a causa delle conseguenze sulla stabilità economica e finanziaria che questa può avere nel mercato globale.

Molto spesso con questo termine ci si riferisce alla disponibilità di fondi per l'acquisto di beni o attività finanziarie in una prospettiva globale; la BIS (Bank for International Settlements) lo utilizza per indicare la facilità di finanziamento nei mercati finanziari globali: in questo senso esso comprende sia la liquidità della raccolta (la facilità di procurarsi fondi mediante il collocamento di nuove obbligazioni presso gli investitori) sia la liquidità di mercato (la facilità di procurarsi fondi mediante la vendita di attività).

In questo elaborato la liquidità globale viene analizzata nel suo significato più ristretto, quale riserva di liquidità delle banche centrali, cui va aggiunta la capacità delle banche e dei mercati dei capitali di finanziare attività reali e finanziarie.

La tesi è formata da tre capitoli.

➤ Nel primo capitolo il fenomeno della liquidità globale viene presentato in termini generali. Ho spiegato quali sono i fattori strutturali associati ad essa; questi fattori guidano la maggior parte delle dinamiche della liquidità globale, quindi ne ho mostrato l'andamento dal 1996 al 2011.

In un secondo momento ho cercato di analizzare i problemi derivanti da una eccessiva o scarsa liquidità globale, che giustificano le ragioni per studiarla e tenerla monitorata.

Successivamente, ho parlato della facilità di finanziamento: le banche centrali e la politica giocano un ruolo fondamentale nel determinare condizioni di finanziamento "facili".

In seguito, ho mostrato l'andamento delle riserve bancarie dal 1990 e, dal 2008, la loro distinzione tra quelle delle economie emergenti e quelle delle economie avanzate; in questo contesto ho anche cercato di spiegare il perché è importante accumulare riserve, nonostante ciò comporti dei costi.

Per concludere il primo capitolo, ho introdotto i requisiti di riserva, utilizzati negli ultimi anni da molte banche centrali per inquadrare il trade-off tra stabilità finanziaria e stabilità dei prezzi.

➤ Nel secondo capitolo ho parlato del credito globale e delle relative implicazioni politiche comportate da questo. Il capitolo è introdotto dai dati sul prestito bancario, che

secondo le ultime statistiche BIS, si è rafforzato come canale di trasmissione della liquidità globale.

Ho proseguito introducendo la leva finanziaria aziendale e ho concluso parlando delle condizioni generali di liquidità, focalizzandomi sulle sfide politiche che queste comportano.

➤ Nel terzo capitolo ho trattato le conseguenze che potrebbe comportare l'inflazione, problema strettamente associato alle variazioni di liquidità globale. Essa potrebbe essere un effetto indesiderabile, ciò ne giustifica l'interesse verso i driver e i fattori che la influenzano. Oltre a questo, mi sono soffermata sui metodi utilizzati dalle banche centrali per misurare tale fenomeno e gli obiettivi di inflazione che spesso le banche centrali si pongono di raggiungere, allo scopo di evitare problemi di natura finanziaria.

Per concludere il capitolo, ho analizzato le implicazioni che l'inflazione può avere sulle decisioni politiche.

Capitolo 1: IL FENOMENO DELLA LIQUIDITÀ GLOBALE

1.1 Definizione della liquidità globale

Nonostante il suo uso diffuso, il concetto di liquidità globale rimane senza una definizione concordata; spesso esso si riferisce alla disponibilità di fondi per l'acquisto di beni o attività finanziarie in una prospettiva globale.

In questa tesi la liquidità globale viene analizzata nel suo significato più ristretto, quale riserva di liquidità delle banche centrali, cui va aggiunta la capacità delle banche e dei mercati dei capitali di finanziare attività reali e finanziarie. È quindi un concetto articolato che cattura una vasta gamma di canali. Esso comprende la capacità delle società di finanziare gli investimenti nonché la capacità degli intermediari che partecipano alla catena di cartolarizzazione di accedere ai fondi necessari per erogare prestiti, acquisire prestiti per trasformarli in titoli e finanziare vari tipi di garanzie (Caruana J., 2014, p. 2).

1.1.1 Fattori strutturali della liquidità globale

I tre fattori che guidano la maggior parte delle dinamiche della liquidità globale sono: un fattore di politica monetaria globale¹, un fattore globale di offerta di credito e un fattore di domanda globale del credito² (Eickmeier S., Gambacorta L. & Hofmann B., 2014, p. 2).

La figura 1 mostra l'evoluzione di questi tre fattori strutturali.

I fattori di domanda e di offerta del credito sono positivamente correlati con la crescita del credito bancario interno.

Un fattore di politica monetaria superiore (inferiore) a zero indica una posizione di politica monetaria stretta (ampia) mentre i fabbisogni di domanda e del credito sopra (sotto) lo zero indicano un'offerta del credito globale ampia (stretta) e forti (deboli) condizioni globali di domanda del credito.

Il fattore di politica monetaria globale (nel grafico in alto a sinistra della figura 1) indica un periodo di elevata incertezza intorno alla posizione della politica monetaria dal 1996 fino alla fine degli anni '90, seguita da un periodo di attenuazione della politica fino al 2000/2001. Tra il 2003 e metà 2011, le condizioni monetarie sono state perlopiù accomodanti, stringendosi solo tra il 2007 e lo scoppio della crisi finanziaria globale alla fine del 2008. Successivamente

¹ Associamo il fattore della politica monetaria con le politiche di tasso di interesse delle banche centrali, poiché le restrizioni sono derivate sulla base di considerazioni sulle conseguenze di una variazione del tasso di interesse.

² Essi includono ogni possibile spostamento della domanda del credito o dell'offerta del credito e influenze di tipo macroeconomiche, come ad esempio gli shock di produttività o gli shock di preferenza.

le banche centrali hanno aggressivamente tagliato i tassi di interesse e il fattore di politica monetaria è rimasto sotto lo zero fino alla fine del periodo considerato (metà 2011), indicando quindi condizioni monetarie globali accomodanti (Eickmeier S., Gambacorta L. & Hofmann B., 2014, p. 13).

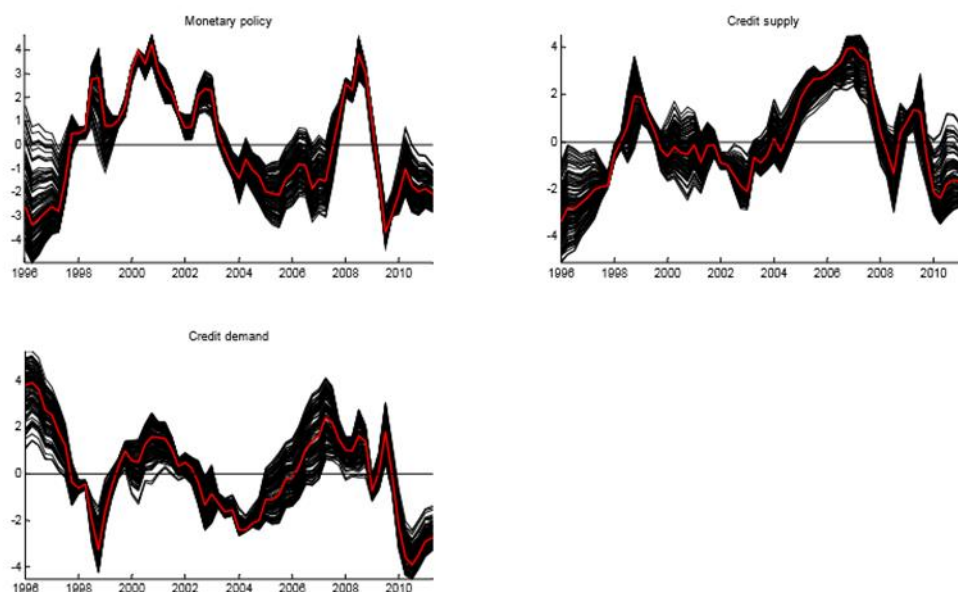
Il fattore globale di approvvigionamento del credito (grafico in alto a destra) mostra un progressivo aumento graduale dall'inizio del campione verso la metà degli anni '90 fino allo scoppio della crisi finanziaria globale. Le condizioni globali di approvvigionamento del credito si sono allentate fino agli inizi del 2000; tra il 2003 e il 2007 il fattore dell'offerta del credito è salito notevolmente, indicando un allentamento insolito delle condizioni di approvvigionamento del credito. Durante il 2007, con l'inizio dell'instabilità finanziaria, il fattore di offerta del credito ha cominciato a diminuire bruscamente. L'intervallo è abbastanza ampio, ciò significa che è stato caratterizzato da molta incertezza.

Il fattore di domanda globale del credito (il grafico a sinistra più basso) indica una forte domanda di credito mondiale all'inizio del periodo di campionamento, che poi ha subito una forte oscillazione durante la crisi asiatica tra il 1997 e il 1998. Tale crisi fu causata da una serie di speculazioni finanziarie che provocarono una forte svalutazione della moneta nazionale e dal pesante indebitamento del settore privato (banche e imprese), che provocò il ritiro improvviso dei capitali da parte degli investitori stranieri e degli istituti di credito.

In un momento successivo alla crisi asiatica, la domanda di credito è aumentata rapidamente, ma si è nuovamente indebolita durante il periodo della bolla delle Dot-Com tra il 1997 e il 2000: i mercati dei paesi più industrializzati videro un forte e rapido aumento del valore delle aziende attive in Internet.

Durante il risanamento, il fattore di domanda di credito è salito solo lentamente, indicando una forte domanda di credito mondiale solo dopo il 2006. A seguito della crisi finanziaria globale, il fattore di domanda di credito è costantemente diminuito, suggerendo che la domanda del credito sia stata molto debole alla fine del periodo di campionamento (Eickmeier S., Gambacorta L. & Hofmann B., 2014, pp. 13-14).

Figura 1: Evoluzione dei tre fattori strutturali di liquidità



Fonte: Eickmeier S., Gambacorta L. & Hofmann B., 2014,

1.1.2 Perché è importante monitorare la liquidità globale

È importante monitorare la liquidità globale perché, a causa del cambiamento delle condizioni globali di liquidità e delle condizioni di finanziamento, gli investitori pubblici e privati cambiano atteggiamento nell'assunzione di rischio degli investimenti e ciò può avere conseguenze sulla stabilità monetaria e finanziaria.

Inoltre, l'accumulo endogeno delle vulnerabilità finanziarie intese come percezioni di instabilità finanziaria ed economica derivanti da shock, bassi livelli di reddito, scelte di indebitamento errate e assenza di misure di prevenzione può richiedere molto tempo; lo stress della liquidità (inteso come l'incapacità di un'istituzione di affrontare una crisi finanziaria derivante dalle vulnerabilità) può emergere molto rapidamente e minacciare la stabilità del sistema economico globale. Queste dinamiche indicano la necessità di monitorare le condizioni globali di liquidità in modo da poter prevedere e prevenire le vulnerabilità finanziarie e di essere pronti a prendere decisioni anche in condizioni di incertezza e in un sistema complesso (Caruana J., 2014).

In secondo luogo, le condizioni globali hanno importanza per la creazione di politiche nazionali e le decisioni politiche interne influenzano le condizioni globali: secondo la BIS i responsabili politici dovrebbero tener conto dell'impatto che le politiche interne hanno sulle condizioni economiche globali.

Nel medio termine i rischi derivano dagli attuali livelli di credito, privati e pubblici, in molte economie. Ad esempio, un effetto collaterale della persistente politica monetaria molto

accomodante è che tende a ritardare gli adeguamenti strutturali permettendo al settore pubblico e privato di posticipare la necessaria riduzione del debito: attualmente, il livello complessivo di credito nelle economie avanzate è molto gravoso e, per poter sostenere la ripresa, dovrebbe diminuire (Caruana J., 2012, p. 7).

Un altro possibile problema in caso la liquidità globale non venga monitorata è riscontrabile guardando le condizioni globali nel 2013: in quegli anni quasi tutti i paesi annunciarono nuovi stimoli monetari che avrebbero portato a raddoppiare la liquidità sul mercato. Questo ebbe un effetto immediato sui mercati finanziari e le borse guadagnarono molto. Ma, dato che la ricchezza è arrivata attraverso il canale finanziario, ad avvantaggiarsene sono stati in pochi e questo causa una crescita della disuguaglianza economica intesa come divario tra ricchi e poveri. Infatti, per regolare la quantità di moneta in circolazione e quindi attuare la politica monetaria, le banche centrali utilizzano operazioni di mercato aperto acquistando o vendendo titoli sul mercato. Acquistando titoli sul mercato le banche centrali aumentano la base monetaria (data dal totale delle banconote e delle monete in circolazione sommate alle riserve e ai depositi detenuti presso un sistema finanziario) ma chi ne guadagna sono i risparmiatori che detengono titoli. I “poveri”, cioè coloro che spendono quasi tutto il loro reddito in consumo di beni di prima necessità, non ne guadagnano e quindi cresce la disuguaglianza economica.

Per di più, come già detto da J. Caruana nel 2012 e confermato da Morya Longo in un articolo pubblicato su “Il Sole 24 ore” del 5 aprile 2013, la sensazione di benessere derivante da più liquidità in circolazione rischia di spostare l’attenzione dalla necessaria risoluzione dei problemi strutturali (come la riduzione del credito).

Infine, liquidità eccessiva, a causa di una politica monetaria troppo accomodante, si lega all’inflazione e ai problemi che da questa derivano, come vedremo nel capitolo 3.

1.1.3 La facilità di finanziamento

Intuitivamente, le azioni delle banche centrali giocano un ruolo chiave nel determinare la facilità di finanziamento: la banca centrale influenza le condizioni di finanziamento determinando i tassi di interesse di riferimento e l'importo dei fondi disponibili.

Ma la liquidità globale riflette la capacità e la propensione dei partecipanti al mercato di fornire finanziamenti o scambiare attività finanziarie nel mercato. A loro volta, la loro capacità e disponibilità sono determinate dalle percezioni del rischio e dalle condizioni finanziarie ed economiche globali (Caruana J., 2013, p. 2).

Quindi, in definitiva, la liquidità globale è creata dalla fiducia nel mercato espressa attraverso l'attività del settore privato (tramite gli investimenti) e la politica gioca un ruolo fondamentale in questo: lo stato potrebbe attuare riforme strutturali che accrescono la fiducia nelle prospettive economiche e incoraggiano gli investitori a sfruttare le condizioni finanziarie accomodanti. In tal modo ne gioverebbero anche gli effetti delle politiche monetarie sul mercato: come sappiamo dalla base della macroeconomia, se la politica monetaria fa variare le aspettative sul futuro gli effetti della politica monetaria sono grandi.

Nel capitolo 2 analizzeremo come la liquidità globale influenza le scelte di tipo macroeconomico della politica.

Le condizioni di finanziamento facili possono manifestarsi in una rapida crescita del credito esteso in base a standard di sottoscrizione deboli. L'eccessiva gestione dei rischi e la rapida crescita del credito possono indebolire il sistema finanziario attraverso una minore qualità del credito, oltre che con un'eccessiva leva finanziaria.

Non esiste una singola variabile che cattura le condizioni globali di liquidità, per una sua corretta analisi bisogna prendere in considerazione e monitorare un'intera gamma di variabili, che includono prezzi, le quantità dei finanziamenti, gli stock e i flussi (sia a livello nazionale sia internazionale) per poter creare degli indicatori che analizzeremo nel paragrafo successivo.

1.2 Indicatori per valutare la liquidità globale

Il credito è uno degli indicatori chiave della liquidità globale perché “le consistenze di credito mostrano in che misura la facilità di finanziamento si sia tradotta in un accumulo di esposizioni. In altre parole, il credito globale al settore privato rispecchia l'esito dell'attività di intermediazione finanziaria nei mercati internazionali. Le variazioni di queste consistenze sono strettamente collegate all'accumulo di vulnerabilità potenzialmente rilevanti per la stabilità finanziaria; i relativi flussi presentano una componente sia nazionale sia internazionale.” (BIS, “Gli indicatori della liquidità globale: aspetti concettuali e interpretativi”).

Tale credito è erogato in buona parte dalle banche, per cui gli indicatori si focalizzano su questa componente. Altri indicatori di prezzo e di quantità possono essere utilizzati per misurare altri aspetti della liquidità globale che rilevano ai fini della stabilità finanziaria: le proxy delle percezioni di rischio e della tolleranza al rischio costituiscono un'importante determinante della leva finanziaria e della disponibilità degli investitori privati a fornire finanziamenti. È inoltre interessante esaminare i termini e le condizioni a cui vengono concessi i finanziamenti, nonché le conseguenze che tali termini e condizioni hanno sui volumi del credito e sui prezzi.

Qualsiasi valutazione delle condizioni globali di liquidità richiede che le misure del credito globale siano messe in prospettiva. Inoltre, il significato di un determinato indicatore cambia in base al momento in cui lo stiamo calcolando, il che implica che sia necessario un approccio flessibile e multiforme nella valutazione delle condizioni globali di liquidità (comitato per il sistema finanziario globale, 2011).

La letteratura recente ha posto in particolare risalto i crediti transfrontalieri (la componente internazionale del credito), che in molte economie rappresentano una quota significativa del credito globale (Borio et al., 2011, Avdjiev et al., 2012) ed è stata un'importante fonte di vulnerabilità del settore bancario nella crisi finanziaria globale (Borio e Drehmann, 2009): le oscillazioni della quantità di credito transfrontaliero detenuta da un'economia amplificano le dinamiche interne e presentano una correlazione elevata con i cicli di boom e burst delle condizioni finanziarie globali (BIS, “Gli indicatori della liquidità globale: aspetti concettuali e interpretativi”). Infatti, all'aumentare del credito rilasciato, cambiano le condizioni di rischio assunte e questo, come abbiamo già detto, può avere effetti sulla stabilità finanziaria.

Di seguito riportiamo gli indicatori di credito, prezzo e quantità pubblicati dalla BIS a febbraio 2017:

- **Credito internazionale delle banche**

I crediti internazionali sono definiti come crediti transfrontalieri delle banche denominati in tutte le valute sommati alle loro richieste locali denominate in valuta estera. I crediti si riferiscono alle attività finanziarie delle banche: prestiti, titoli di debito e titoli azionari, derivati e altri strumenti finanziari. È calcolato sia per tutti i settori sia suddividendolo in credito delle banche e credito delle non banche. Il settore non bancario comprende società non finanziarie, amministrazioni pubbliche, famiglie e istituzioni finanziarie non bancarie. I crediti su tutti i settori includono crediti verso banche, banche e crediti non assegnati per settore.

- **Crediti delle banche nel settore privato non finanziario**

Il settore privato non finanziario è composto da società non finanziarie e famiglie. I crediti comprendono sia quelli nazionali sia i transfrontalieri.

- **Credito totale per valuta di denominazione**

Il credito totale per valuta di denominazione è composto dal credito offerto da tutti i finanziatori: banche e creditori non bancari, provenienti da fonti straniere e nazionali. In particolare, esso è composto da prestiti offerti dalle banche e da acquisti di titoli di debito. Per ogni valuta, il credito totale può essere scomposto in crediti a residenti di paesi per i quali la valuta selezionata è interna (credito a residenti) e credito a residenti di paesi per i quali la valuta selezionata è estera (credito a non residenti). Per esempio, per la serie del dollaro americano, i crediti verso i residenti si riferiscono al credito dollaro americano a residenti negli Stati Uniti e il credito a non residenti si riferisce al credito americano denominato in dollari al resto del mondo.

- **Credito ai residenti, per valuta di denominazione**

Il credito a residenti in una determinata valuta (ad esempio il dollaro) è definito come credito al settore non finanziario della giurisdizione per cui la valuta è la moneta nazionale. Il credito totale verso i residenti è tratto dal flusso di fondi nazionale rettificato per escludere i crediti verso i mutuatari residenti in valute non nazionali (vale a dire i prestiti transfrontalieri e locali e le obbligazioni internazionali in valuta estera).

- **Credito a non residenti, per valuta di denominazione**

I crediti verso i mutuatari al di fuori della competenza di emissione di moneta sono costituiti da due componenti principali: i prestiti bancari internazionali e i titoli di debito internazionali.

- **Tassi di crescita annuali**

I tassi di crescita annuali sono calcolati come media geometrica dei tassi di crescita trimestrali trimestrali e del tasso di cambio.

Secondo J. Caruana (2014) dovremmo anche esaminare i bilanci consolidati globali delle banche e delle società non finanziarie per comprendere le esposizioni e le pressioni che devono affrontare i sistemi finanziari. In un mondo in cui banche e altre società riuniscono filiali in molte giurisdizioni, il sistema bancario di un paese potrebbe essere fortemente influenzato dalle condizioni finanziarie in un altro.

1.3 Le riserve bancarie

Figura 2: Riserve mondiali internazionali in dollari

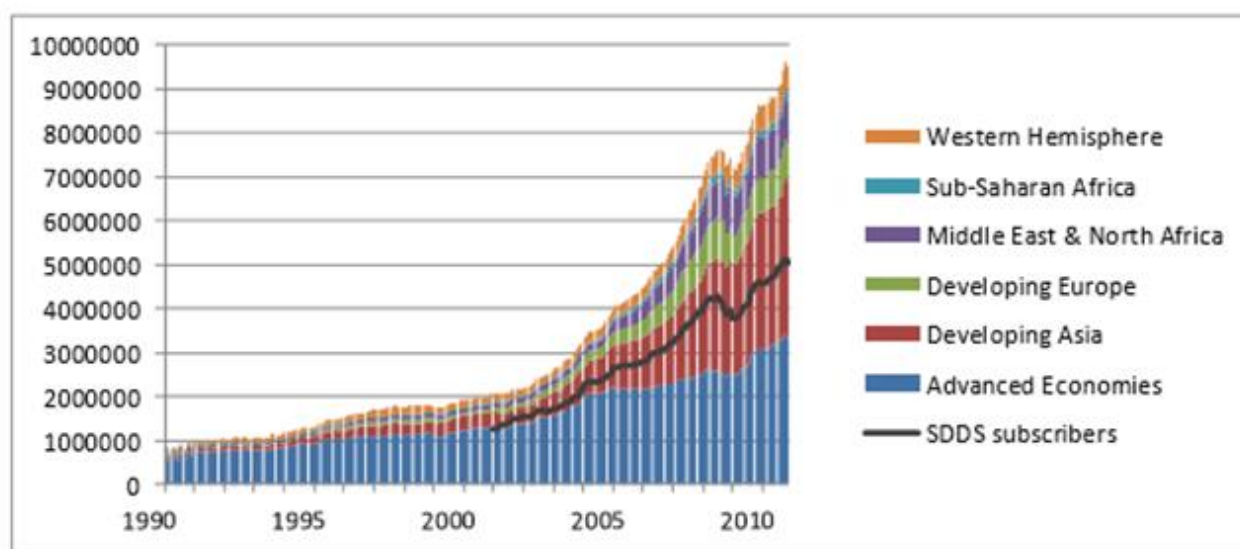


Figura 3: Riserve mondiali ufficiali

Official holdings of reserve assets¹

(In billions of SDRs)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Mar. 2014
All countries							
Total reserves excluding gold							
IMF-related assets							
Reserve positions in the IMF	25.1	38.7	48.8	98.3	103.2	97.5	94.6
SDRs	18.9	200.8	199.6	193.8	191.5	191.0	190.6
Subtotal, IMF-related assets	44.0	239.5	248.5	292.1	294.7	288.5	285.2
Foreign exchange	4,769.2	5,208.1	6,016.0	6,647.4	7,126.2	7,588.3	7,676.3
Total reserves excluding gold	4,813.5	5,447.6	6,264.5	6,939.8	7,421.1	7,877.1	7,961.7
Gold ²							
Quantity (millions of ounces)	856.5	879.6	885.4	897.7	912.1	923.6	922.7
Value at London market price	483.6	610.2	808.0	895.2	987.5	722.4	771.1
Total reserves including gold	5,297.1	6,057.8	7,072.6	7,835.0	8,408.6	8,599.4	8,732.9
Advanced Economies³							
Total reserves excluding gold							
IMF-related assets							
Reserve positions in the IMF	18.1	27.4	34.5	73.9	77.6	73.2	71.0
SDRs	14.2	129.7	129.6	126.4	125.6	125.7	125.1
Subtotal, IMF-related assets	32.3	157.2	164.1	200.4	203.2	198.9	196.1
Foreign exchange	1,620.6	1,776.5	2,012.5	2,217.5	2,406.0	2,478.4	2,508.2
Total reserves excluding gold	1,653.3	1,934.0	2,177.0	2,418.4	2,609.8	2,677.8	2,704.8
Gold ²							
Quantity (millions of ounces)	708.1	704.5	704.3	705.4	706.2	706.7	706.7
Value at London market price	399.8	488.7	642.8	703.5	764.6	552.8	590.6
Total reserves including gold	2,053.1	2,422.7	2,819.7	3,121.9	3,374.4	3,230.6	3,295.4
Emerging market and developing economies³							
Total reserves excluding gold							
IMF-related assets							
Reserve positions in the IMF	7.0	11.2	14.3	24.3	25.6	24.3	23.6
SDRs	4.7	71.1	70.0	67.4	65.9	65.4	65.6
Subtotal, IMF-related assets	11.7	82.3	84.3	91.7	91.5	89.7	89.1
Foreign exchange	3,148.6	3,431.6	4,003.6	4,429.9	4,720.2	5,109.9	5,168.2
Total reserves excluding gold	3,160.3	3,513.6	4,087.6	4,521.3	4,811.3	5,199.2	5,257.0
Gold ²							
Quantity (millions of ounces)	148.4	175.1	181.1	192.3	205.8	216.9	216.0
Value at London market price	83.8	121.5	165.3	191.8	222.9	169.6	180.5
Total reserves including gold	3,244.1	3,635.0	4,252.8	4,713.1	5,034.2	5,368.9	5,437.5

Source: International Monetary Fund, *International Financial Statistics*.

Note: Components may not sum to totals because of rounding.

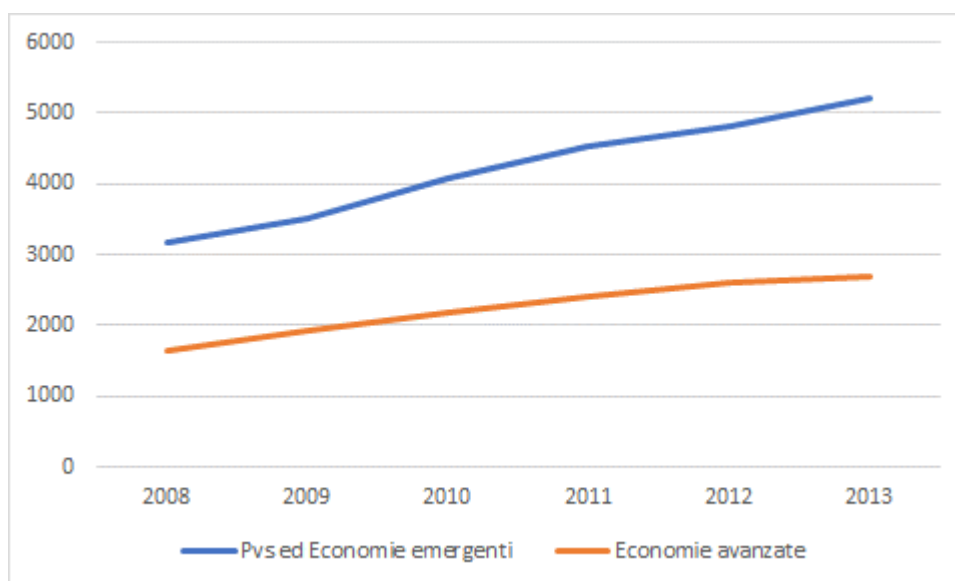
¹End of year figures for all years except 2014. "IMF-related assets" comprise reserve positions in the IMF and SDR holdings of all IMF members. The entries under "Foreign exchange" and "Gold" comprise official holdings of those IMF members for which data are available and certain countries or areas.

²One troy ounce equals 31.103 grams. The market price is the afternoon price fixed in London on the last business day of each period.

³Historical data do not match those in earlier reports due to substantial revisions to foreign exchange reserves over 2005–08 by some advanced as well as emerging market and developing economies, and smaller revisions to group totals for earlier periods.

Fonte: Fondo Monetario Internazionale

Figura 4: distinzione riserve mondiali (ad esclusione dell'oro)³ tra economie avanzate e mercati emergenti e in via di sviluppo



Fonte: elaborazione su dati del Fondo Monetario Internazionale

Le riserve di liquidità delle banche centrali sono definite come l'insieme dei fondi utilizzabili da una banca per la gestione della propria liquidità. Esse comprendono gli assets liquidi di pronto realizzo e il controvalore della capacità di indebitamento presso il sistema. Possiamo distinguere, a seconda del grado di liquidità, tra riserve di prima linea e riserve di seconda linea (Assonebb, 2015).

Le riserve di prima linea (prima riserva) sono costituite da attività che possono essere utilizzate immediatamente, si tratta quindi di attività disponibili e prive di incertezza come denaro contante, crediti a vista presso altre banche e valute estere convertibili.

Tra le riserve di seconda linea (seconda riserva) troviamo attività il cui uso necessita di un certo tempo (comunque molto breve) e la cui trasformazione comporta il sostenimento di un costo. Abbiamo tra le riserve di seconda linea le disponibilità a breve presso altre banche, i titoli a breve facilmente smobilizzabili (ad esempio i BOT) e la capacità di indebitamento dell'intermediario.

Le attività detenute da governi e autorità monetarie a fini di riserva sono denominati in modo intercambiabile "riserve estere", "riserve ufficiali" o "riserve internazionali"; anche le pubblicazioni governative usano spesso etichette diverse per descrivere la stessa categoria di attività.

³ L'oro negli anni risulta avere un andamento molto variabile, è stato dunque escluso per permettere un metodo di valutazione più omogeneo tra le due categorie di paesi analizzati.

Le riserve ufficiali crescono a seguito di:

(1) acquisti di attività di riserva in valuta estera, (2) ricezione di proventi da interessi attivi esistenti, (3) plusvalenze su attivi esistenti e (4) aumenti delle partecipazioni in valuta non monetaria (Dominguez K. M., Hashimoto Y. & Ito T., 2011).

Le riserve internazionali detenute dalle autorità monetarie (tipicamente presso la Banca Centrale, il Tesoro o il Ministero delle Finanze) fanno parte della ricchezza nazionale e sono originariamente importanti per i paesi con tassi di cambio fissi che desideravano evitare costosi adeguamenti agli shock. Per un paese con tassi di cambio fissi, le riserve internazionali sono un buffer necessario per mantenere il regime. Tuttavia, in questa prospettiva delle riserve, se un paese si allontana da un regime di cambio fisso, è meno chiaro quanto una parte della ricchezza nazionale debba essere dedicata alle attività di riserva internazionali. Ma se il tasso di interesse sulle attività di riserva è inferiore al tasso di interesse interno, le riserve di partecipazione comportano costi fiscali (Dominguez K. M., Hashimoto Y. & Ito, T., 2011).

Dai grafici 2, 3 e 4 è interessante notare come le riserve dei paesi in via di sviluppo e delle economie emergenti siano, dal 2008, sempre state costantemente più alte rispetto alle riserve dei paesi avanzati. Come appena accennato e come vedremo tra poco, però, queste informazioni non ci permettono di fare conclusioni sull'ottimalità e l'efficienza di tali riserve, in quanto bisognerebbe valutarne il costo opportunità.

1.3.1 Perché accumulare riserve

I Paesi accumulano riserve a fini precauzionali contro gli shock del conto corrente e del capitale per mantenere stabile e basso il valore internazionale della moneta nazionale e di conseguenza aumentare la crescita delle esportazioni (Dooley M., Folkerts-Landau D. & Garber P., 2003).

Avere molte riserve infatti è particolarmente utile durante una crisi monetaria, in quanto possono essere usate per difendersi dagli attacchi speculativi sulla moneta nazionale.

In assenza di riserve, i deficit di bilancio dei pagamenti dovrebbero essere corretti mediante una riduzione delle spese complessive, imponendo costi di aggiustamento.

La pratica di accumulare un sostanziale stock di riserve internazionali è stata approvata in ritardo da un numero crescente di paesi in via di sviluppo per impedire l'apprezzamento del

tasso di cambio reale a seguito di afflussi di capitali e per l'obiettivo "mercantilistico" di preservare la competitività. Tuttavia questo tipo di autoassicurazione comporta un "costo di trasporto", vale a dire il ritorno che il governo deve pagare oltre il rendimento delle attività estere liquide per finanziare l'acquisto delle riserve (Yeyati E. L., 2008).

Secondo Aizenman, un regime più capitalistico aumenta l'ammontare delle riserve internazionali. Questo, tuttavia, non implica che l'accumulazione delle riserve nei paesi è ottimale o efficiente. Fare conclusioni sull'efficienza richiederebbe un modello dettagliato e molte altre informazioni, tra cui il costo opportunità delle riserve (Aizenman J., 2006).

In una prospettiva costi benefici del detenere riserve vale la pena guardare ai vantaggi che il paese può avere nel mantenerle, compresi quelli nascosti che potrebbero esserci in un paese che detiene riserve: tenere alta la fiducia nelle politiche monetarie e nei tassi di cambio; rafforzare la capacità di intervenire sui mercati dei cambi e ridurre la volatilità; limitare la vulnerabilità esterna in modo da assorbire gli shock durante i periodi di crisi; dare fiducia ai mercati che gli obblighi esterni possono sempre essere soddisfatti.

È vero anche che quando il rating di credito raggiunge un adeguato grado di investimento, l'aggiunta alle riserve non può portare ad un ulteriore miglioramento del rating. È necessario riconoscere che, come nel caso dei costi, anche le difficoltà nel calcolo dei benefici sono evidenti (Dr. YV Reddy, Governor, Reserve Bank of India, 2006).

Il costo di detenzione di riserve internazionali per auto assicurazioni contro liquidità in valuta estera è tipicamente calcolato come spread sovrano sul rendimento privo di rischio sulle riserve versate sul debito emesso per l'acquisto. Comunque, nella misura in cui le riserve riducono la probabilità di un default, riducono lo spread pagato sullo stock del debito sovrano, aggiungendo vantaggi marginali all'accumulo di riserva.

1.3.2 Interpretazioni sugli aumenti delle riserve

Joshua Aizenman riporta le interpretazioni concorrenti per i grandi aumenti delle riserve internazionali dai paesi in via di sviluppo, analizzando gli accumuli di riserva dopo la crisi asiatica degli anni '90.

La gestione delle riserve internazionali è soggetta a gravi limitazioni. Queste includono il rischio morale associato all'assicurazione.

Innanzitutto, c'è il rischio a livello macro: le riserve internazionali possono essere l'obiettivo della spesa opportunistica nei regimi caratterizzati da instabilità politica e limitato

monitoraggio; poi c'è il rischio a livello micro, in cui le riserve internazionali sovvenzionano la presa del rischio.

Ci sono anche i costi fiscali tra cui il costo di opportunità sotto forma di prodotto marginale del capitale pubblico e/o del costo del prestito esterno. Tuttavia questi costi risultano inferiori rispetto ai vantaggi percepiti dalla stabilità monetaria e dal desiderio di accumulare riserve internazionali. Le riserve internazionali più alte / PIL potrebbero anche aumentare la capacità di reagire agli shock, consentendo modelli di gestione migliori e più coerenti con la regolazione ottimale in un'economia aperta agli shock, come previsto dall'ipotesi di reddito permanente (Friedman).

1.3.3 L'evoluzione delle riserve

Fino agli anni '80 quasi tutto l'aumento delle riserve ha avuto luogo nei paesi in via di sviluppo, concentrandosi principalmente in Asia orientale. Successivamente, i cambiamenti sono stati eccezionali: le riserve globali sono aumentate da circa 1 trilione di dollari nel 1990 a oltre 5 trilioni di dollari USA nel 2006. L'enorme accumulo delle riserve internazionali è stato sbilanciato: le riserve / PIL dei paesi in via di sviluppo sono aumentate drasticamente, da circa il 5% al 27%. Al 2007 circa due terzi delle riserve internazionali globali erano detenute dai paesi in via di sviluppo. La maggior parte di tale aumento si è verificato in Asia, dove le riserve / PIL sono aumentate da circa il 5% nel 1980 a circa il 37% nel 2006 (32% in Asia esclusa la Cina). La Cina invece ha aumentato il suo indice riserva / PIL da circa 1% nel 1980 a circa il 41% nel 2006. Un cambiamento notevole è avvenuto negli anni '90, un decennio in cui i tassi di riserva / PIL internazionali si sono spostati verso l'alto; Una tendenza che si è intensificata poco dopo la crisi in Asia orientale del 1997-1998, ma si è ridotta nel 2000. Un altro cambiamento strutturale è avvenuto all'inizio degli anni 2000, principalmente a causa di un aumento senza precedenti nella raccolta di riserve internazionali in Cina, da vicino a zero durante 1998-2000 a più di 300 miliardi di dollari nel 2006 (Aizenman J., 2008).

Aizenman e Lee (2006) sostengono che il massiccio accumulo di riserve da parte della Cina potrebbe essere un ibrido di motivi mercantilistici e di autoassicurazione.

Un'altra possibile spiegazione della crescita delle riserve internazionali cinese dovrebbe riconoscere le sfide che l'amministrazione deve affrontare: gestire un decollo con una grandezza globale senza precedenti, affrontare incertezze sulla sopravvivenza del regime, crescenti disparità di reddito, accumulo di prestiti non performanti e la crescente dipendenza dal commercio internazionale (Aizenman J., 2008).

Nella tabella seguente (Tab. 1) vengono mostrati i dieci paesi con i maggiori fondi di riserva in valuta estera aggiornati ad aprile 2016. Tutte le attività di riserva sono espresse in miliardi di dollari USA. (Fonte: 10 Countries With The Biggest Forex Reserves)

Tab. 1: I 10 paesi con i maggiori fondi di riserva

Rank	Country	Official Reserve Assets (in billions of U.S. dollars)
1	China	\$3,520.4
2	Japan	\$1,321
3	Euro Area	\$819.9
4	Switzerland	\$661.2
5	Saudi Arabia	\$580.7
6	Russian Federation	\$407.3
7	Hong Kong	\$380.2
8	Republic of Korea	\$372.6
9	India	\$366.2
10	Brazil	\$362.2

Fonte: 10 Countries With The Biggest Forex Reserves

1.3.4 I requisiti di riserva

Per alleviare il trade-off tra stabilità finanziaria e stabilità dei prezzi, negli ultimi anni molte banche centrali delle economie emergenti hanno utilizzato requisiti di riserva ovvero fondi che una banca è tenuta a mantenere presso la Banca centrale a fronte dei depositi contratti con la clientela: a seguito della crisi finanziaria mondiale del 2007-2009 il nuovo ambiente ha creato sfide di stabilità finanziaria (come ad esempio una eccessiva volatilità nei tassi di cambio e crescita del credito). In risposta, le banche centrali in molte economie emergenti, a causa delle preoccupazioni di stabilità finanziaria derivanti dall'inflazione, adottarono nuovi strumenti di politica monetaria per affrontare obiettivi multipli. Mantennero dunque i tassi di interesse a bassi livelli al fine di evitare un eccessivo apprezzamento delle valute nazionali e, allo stesso tempo, impegnarsi in una forma di prudenza per contrastare la rapida crescita del credito.

I requisiti di riserva e le altre politiche di liquidità della banca centrale sono i principali fattori di liquidità delle banche, che a loro volta hanno un effetto significativo sul comportamento dei prestiti bancari (Alper K., Binici M., Demiralp S., Kara H. & Özlü P., 2014).

Capitolo 2: IL CREDITO GLOBALE

2.1 Il prestito bancario

Secondo le ultime statistiche della BIS, il prestito bancario si è rafforzato come canale per la liquidità globale; ciò si affianca all'aumento dei volumi dell'emissione di obbligazioni globali.

Verso la fine del 2014, i crediti in dollari USA verso i mutuatari non bancari al di fuori degli Stati Uniti ammontavano a circa 9,2 miliardi di dollari, con un incremento del 9,2% rispetto all'anno precedente. Ciò rappresenta un aumento di oltre il 50% rispetto alla fine del 2009. Il totale comprendeva 4,2 trilioni di titoli di debito e 4,9 trilioni di prestiti bancari (BIS, 2015, p. 1).

Il credito bancario transfrontaliero continua a crescere rapidamente in Asia, anche se i crediti transfrontalieri cinesi sono scesi leggermente nel terzo trimestre del 2014 rispetto al trimestre precedente.

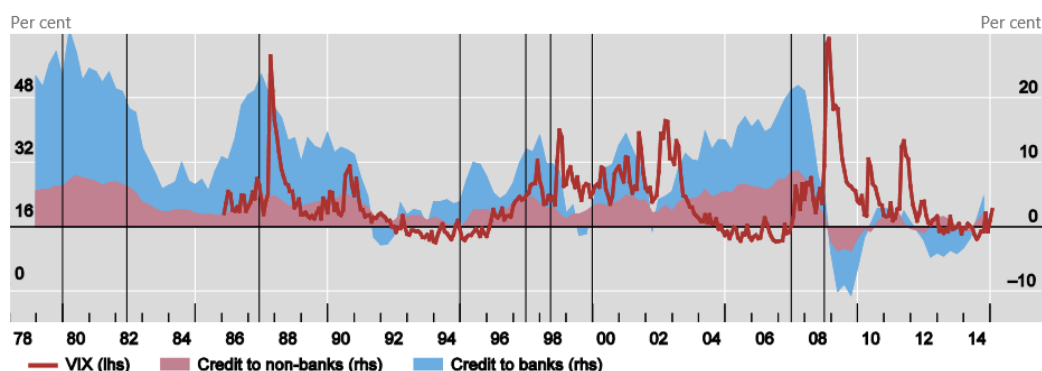
Nello stesso periodo, nell'area euro, un piccolo aumento del credito bancario transfrontaliero ha segnalato il recupero progressivo del sistema bancario europeo a seguito della crisi del debito sovrano del 2011-12.

Quindi, la liquidità globale è rimasta abbondante nel terzo trimestre del 2014; i flussi bancari transfrontalieri hanno continuato a riprendersi: questi sono rimasti abbastanza forti verso le economie asiatiche rispetto agli anni precedenti mentre i flussi verso gli Stati Uniti, l'area euro e le economie dell'America latina sono diventati positivi dopo alcuni trimestri di contrazione. Complessivamente, le richieste del credito bancario internazionali sono aumentate del 4,5% in settembre 2014 rispetto all'anno precedente, segnando il secondo trimestre di crescita (Figura 5). I prestiti bancari in dollari statunitensi emessi nei confronti delle istituzioni non bancarie al di fuori degli Stati Uniti sono cresciuti, per la prima volta dal 2011, più rapidamente dei titoli di debito statunitensi emessi dal settore non finanziario al di fuori degli Stati Uniti (BIS, 2015, p. 2).

La dislocazione del debito in dollari USA è cresciuta rapidamente: alla fine del settembre 2014, i crediti in dollari USA emessi nei confronti dei mutuatari non finanziari al di fuori degli Stati Uniti ammontavano a 7,3 trilioni di dollari, facendo registrare un incremento del 9,3% rispetto all'anno precedente (Figura 6).

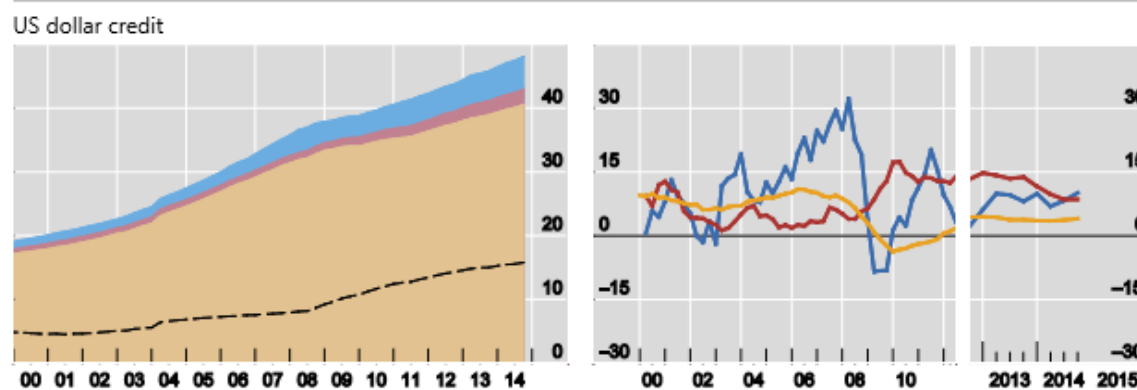
I prestiti in euro verso agenti diversi dagli istituti di credito al di fuori dell'area dell'euro sono aumentati del 4,6% nel 2014, fino ad attestarsi a 1,3 trilioni di euro: questo ha portato ad un secondo trimestre di crescita dopo un anno in cui tali prestiti stavano diminuendo (Figura 7).

Figura 5: Tasso di crescita annuale sui crediti bancari internazionali⁴



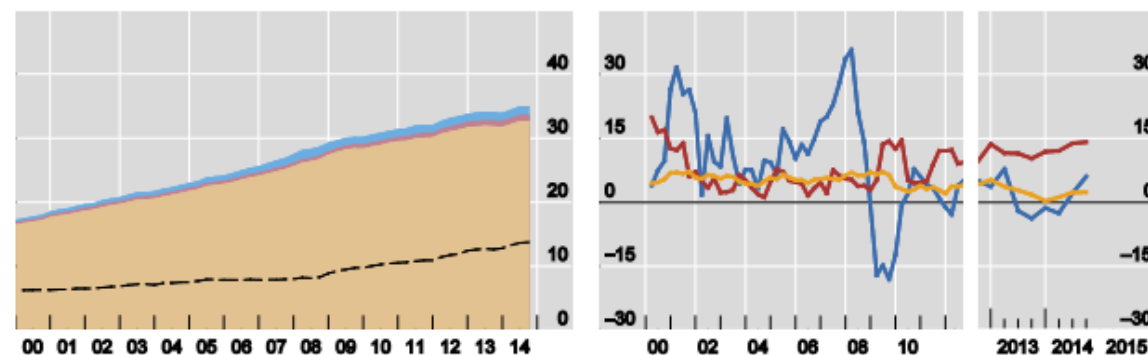
Fonte: BIS, 2015

Figura 6: Credito globale di dollari al settore non finanziario



Fonte: BIS, 2015

Figura 7: Credito globale di euro (in dollari statunitensi) al settore non finanziario



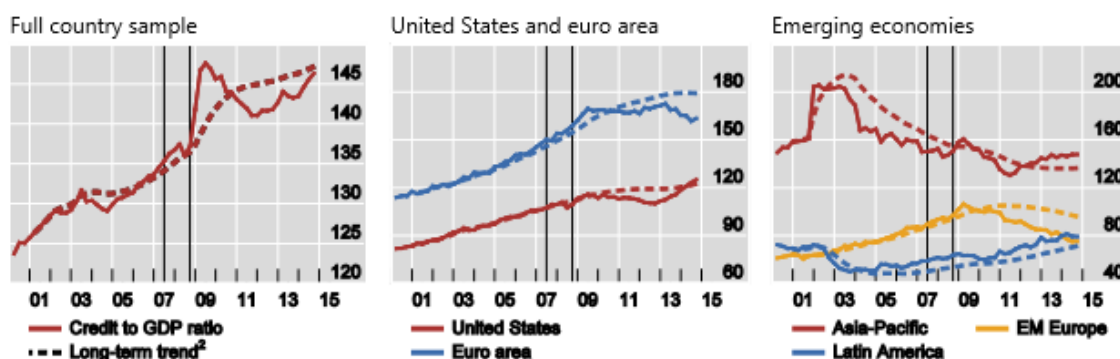
Fonte: BIS, 2015

⁴ Le linee verticali, partendo da sinistra, indicano: il secondo shock del petrolio nel 1979; il default in Messico del 1982; il crollo della borsa di Wall Street del 1987; la svalutazione del peso messicano rispetto al dollaro nel 1994; la crisi finanziaria asiatica del 1997; il default russo e la gestione del capitale a lungo termine (LTCM) nel 1998; la bolla delle Dot-com nel 2000; l'inizio della crisi finanziaria globale nel 2007 e il collasso di Lehman Brothers.

Invece, per quanto riguarda l'America Latina, il credito bancario transfrontaliero è salito del 2,6% rispetto al credito interno, che è aumentato del 12,7%.

Nella regione asiatica il credito bancario transfrontaliero rivolto alle istituzioni non bancarie è aumentato almeno del 21,4%, mentre il credito interno è aumentato del 9,2%. L'Asia ha anche registrato rapporti di credito / PIL più alti e più rapidi, sia in termini assoluti che in relazione all'andamento generale delle altre regioni emergenti negli ultimi anni, come si può constatare dalla figura sottostante.

Figura 8: Rapporto credito / PIL⁵



Fonte: BIS, 2015

Per la Cina, il credito transfrontaliero è aumentato del 36,7%, mentre il credito interno è aumentato del 14,9%. Il credito finanziato da prestiti transfrontalieri alle banche cinesi si è dimostrato in rapida crescita negli ultimi anni (BIS, 2015, p. 2).

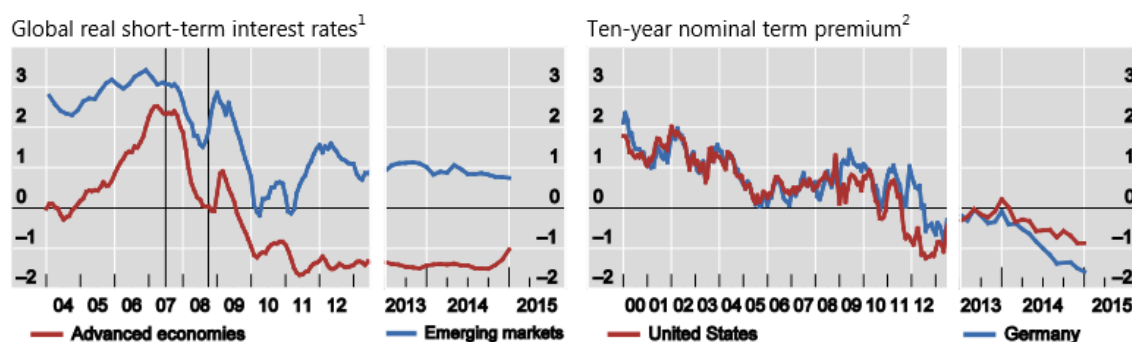
La quota di credito verso gli agenti diversi dagli istituti bancari finanziata da prestiti bancari transfrontalieri è stata elevata anche in Turchia, in gran parte dovuto al finanziamento bancario in dollari e in euro.

Inoltre, la divergenza delle prospettive di crescita e di inflazione tra i singoli paesi dell'Unione Europea potrebbe suggerire che i rendimenti a lungo termine degli Stati Uniti e dell'area dell'euro si muovono in direzioni opposte. Tuttavia, le elevate correlazioni tra i rendimenti a lungo termine a livello globale, includendo i premi a termine, indicano il ruolo delle condizioni globali di liquidità nel guidare gli sviluppi del mercato degli asset, anche in economie con divergenti condizioni macroeconomiche.

I tassi reali e i premi a termine sono ormai negativi in alcune economie avanzate, come negli Stati Uniti e in Germania (Figura 9); questo supporta il rilascio di debiti a lungo termine sia da parte delle economie avanzate sia da quelle emergenti, come si può ricavare dalla figura 10 (BIS, 2015, p. 3).

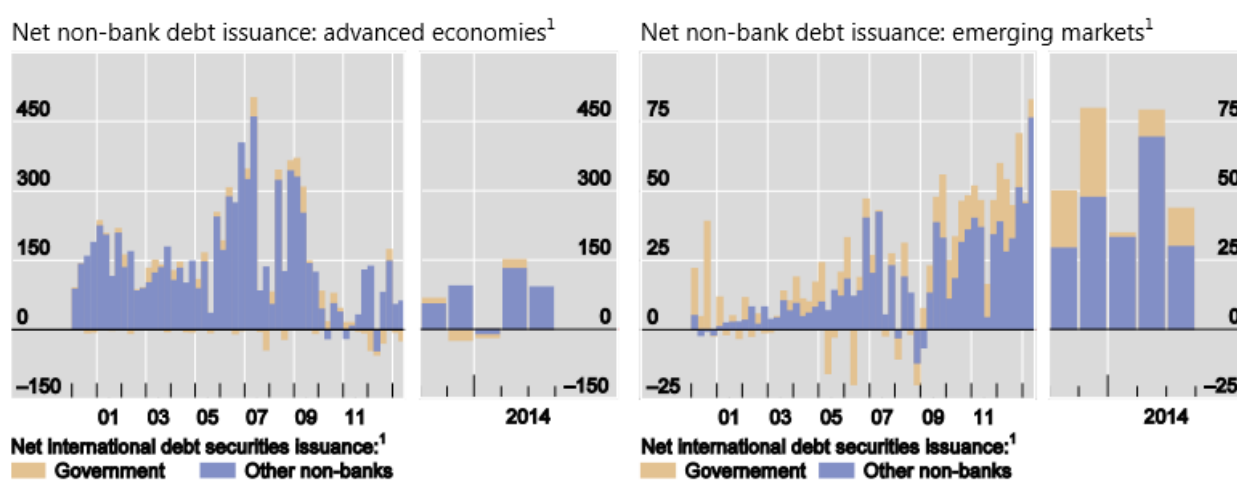
⁵ Le linee verticali indicano rispettivamente il 2007 (l'inizio della crisi finanziaria globale) e il 2008 (il crollo di Lehman Brothers).

Figura 9: Tassi reali e premi a termine⁶



Fonte: BIS, 2015

Figura 10: Emissione del debito nelle economie avanzate ed emergenti



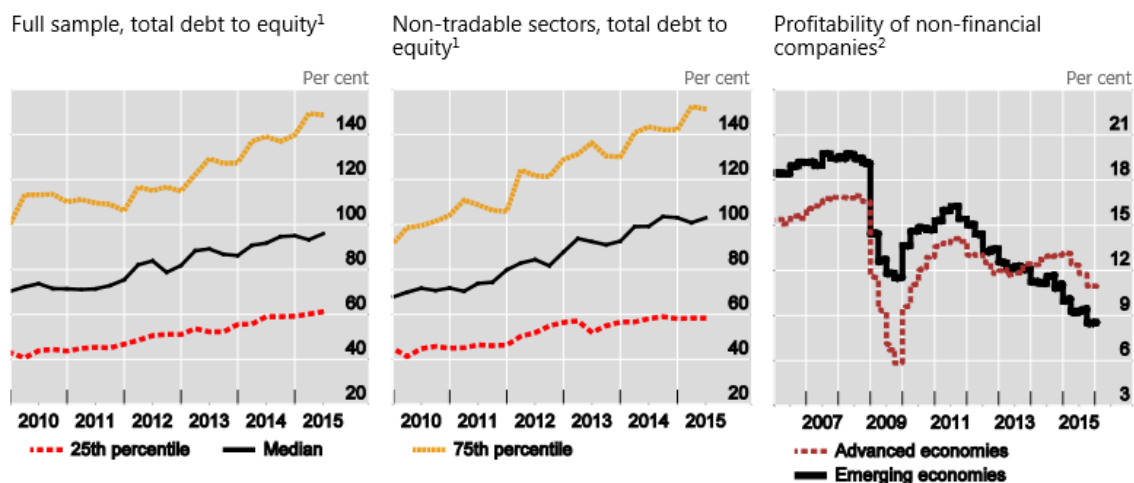
Fonte: BIS, 2015

⁶ I tassi reali globali a breve termine sono basati sulle aspettative medie dell'inflazione di 12 mesi; il premio a termine nominale di dieci anni è la somma del premio reale di rischio e del premio per il rischio di inflazione derivante da modelli di struttura a termine econometrici.

2.1.1 La leva finanziaria aziendale

La leva finanziaria aziendale (in finanza questo termine denota il rapporto tra indebitamento finanziario netto e il patrimonio netto di un'impresa) nelle economie emergenti è cresciuta in generale nei paesi emergenti (Figura 11). Ciò non riflette solo l'aumento del debito dei produttori di materie prime, ma anche quello delle società produttrici di beni non negoziabili: la leva finanziaria in queste società è aumentata ancora di più rispetto alle prime (pannello centrale). Inoltre, l'aumento della leva finanziaria è maggiormente segnalato nel segmento fortemente indebitato, il 75° percentile nel grafico. Questo è presumibilmente il segmento con il rating minore. L'aumento della leva finanziaria sarebbe meno preoccupante se il debito venisse utilizzato per finanziare investimenti produttivi e redditizi. Tuttavia, la redditività delle società non finanziarie dei paesi è diminuita (pannello a destra della figura 11). Tradizionalmente, le imprese dei paesi emergenti sono state più redditizie di quelle delle economie avanzate, ma questo non è più il caso, come vediamo dal grafico: la redditività delle società dei paesi emergenti è diminuita notevolmente negli ultimi anni ed è scesa al di sotto di quella delle economie avanzate (Caruana J., 2016, p. 4).

Figura 11: Indebitamento e redditività delle società non finanziarie nei paesi emergenti



Fonte: Caruana J., 2016

Sappiamo che alcuni debiti possono fornire benefici per la salute aziendale: consente di dilazionare il consumo nel tempo e di compensare gli shock della domanda riducendo i costi derivanti da questi ultimi nel tempo e permettendo alle imprese di investire più velocemente rispetto a quanto consentito dai propri flussi di cassa. Tuttavia, la realtà che è emersa in questi anni è più complessa: nelle economie emergenti non abbiamo visto molti investimenti reali e le attività di presa del rischio si sono concentrate maggiormente sui mercati finanziari. Inoltre,

abbiamo anche appreso che la rapida crescita del credito crea vulnerabilità e può culminare in costosi default e crisi. Dunque gli sviluppi del debito e della redditività dei paesi emergenti non hanno una base solida che consente loro di mantenere il debito sostenibile nel tempo.

Caruana (2016) illustra altre ragioni per essere preoccupati di tali avvenimenti:

- L'indebitamento aggiunge scorta di debito; quando lo stock di debito diventa grande, può mettere in pericolo la crescita. Recenti ricerche hanno anche dimostrato che i boom finanziari vanno di pari passo con la ridotta allocazione delle risorse. Ad esempio, il passaggio dei fattori di produzione (come il lavoro) a settori di crescita che hanno una produttività più bassa riduce la crescita della produttività, sia durante il boom del credito sia dopo.
- Il debito ha un forte legame con l'assunzione di rischi e l'amplificazione delle dinamiche di mercato: durante i tempi del boom del credito, quando i prezzi delle attività aumentano e i mercati finanziari sono stabili, i mutuatari sentono un falso senso di sicurezza. Caruana lo chiama "*l'illusione della sostenibilità*", con il quale anche i grandi livelli di indebitamento sembrano sostenibili quando le condizioni di credito sono favorevoli e i prezzi delle attività aumentano.
- Analogamente ai prezzi delle attività nazionali, il tasso di cambio assume un ruolo di amplificazione finanziaria (oltre al suo solito ruolo nella determinazione del saldo commerciale). Questo è importante perché, il meccanismo attraverso il quale la svalutazione monetaria può portare benefici all'esportazione, può essere compensato o addirittura invertito dagli effetti di valutazione delle scorte del debito che operano attraverso i bilanci (Caruana J., 2016, pp. 4-5).

2.2 Condizioni correnti

Nove anni dopo la grande crisi finanziaria, l'economia globale sta ancora trovando difficoltà nel raggiungere una crescita sostenibile ed equilibrata; il recupero globale continua, anche se lentamente, secondo gli standard storici, in quanto permangono molte incertezze e rischi nel mercato finanziario.

Le economie di mercato emergenti hanno registrato un rallentamento significativo della crescita e come conseguenza i prezzi delle materie prime, dei tassi di cambio e dei prezzi delle attività hanno subito un importante riallineamento. Le imprese delle economie emergenti che hanno preso in prestito dollari sono state particolarmente colpite dal forte apprezzamento del dollaro nell'ultimo anno, in quanto ciò ha ridotto gli investimenti e le loro operazioni contribuendo al rallentamento complessivo. Il rallentamento della Cina associato alla trasformazione della sua economia (diretta ad una crescita più sostenibile attuata attraverso un riequilibrio degli investimenti e della produzione manifatturiera a favore dei consumi e dei servizi) è stato un fattore particolarmente negativo per l'economia globale nel suo complesso: ha indebolito la domanda di materie prime ed ha aggiunto un impulso alla crisi dei mercati delle materie prime, portando ad una depressione delle prospettive per gli esportatori. Nella misura in cui queste trasformazioni, riallineamenti e aggiustamenti delle condizioni globali aiutino a giustificare gli squilibri finanziari e rallentare la crescita complessiva del debito a livello globale, possono essere considerati come uno sviluppo necessario.

Purtroppo, questi processi non sono lineari e pongono importanti sfide che devono essere gestite per evitare grandi difficoltà finanziarie e per ridurre la volatilità della crescita. I cicli di risposte messi in moto dalla riduzione dell'indebitamento e dalle condizioni divergenti dei paesi portano turbolenze nel mercato finanziario. La tentazione potrebbe essere quella di cercare di mantenere il boom finanziario in corso, ma questo dovrebbe essere accompagnato almeno ad una riduzione delle vulnerabilità.

Inoltre, una sostanziale quantità di debito è stata sostenuta in valuta estera. Ciò comporta che il ritiro dell'assunzione di rischi associati al debito è strettamente intrecciato con il tasso di cambio (Caruana J., 2016, pp. 15-16).

2.3 Implicazioni per la politica

Il ruolo dominante delle scelte e delle decisioni delle istituzioni finanziarie e degli altri agenti economici nel determinare la liquidità globale ha importanti implicazioni per la definizione di quadri politici finalizzati a garantire la stabilità finanziaria.

La dimensione internazionale del credito comporta importanti sfide politiche: in particolare, esso può limitare la capacità delle autorità di monitorare o limitare il credito e di isolare la propria economia dagli effetti indesiderati dei bassi tassi di interesse altrove. Un tasso di cambio più forte può ridurre le pressioni inflazionistiche e, nella misura in cui riduce le esportazioni, portare ad una riduzione della domanda finale (Borio C. E., McCauley R. N. & McGuire P., 2011, p. 54).

Innanzitutto, le politiche devono tener conto del ciclo completo di liquidità (inteso come i passaggi di liquidità che avvengono tra le banche centrali, i consumatori e le società) e dei loro rischi, nonché delle carenze di liquidità o interruzioni nella fornitura di liquidità privata. In secondo luogo, i quadri politici devono essere sufficientemente reattivi all'incertezza che comporta l'impatto delle sovratensioni globali di liquidità e sufficientemente flessibili per affrontare carenze improvvise nelle condizioni di liquidità a livello globale. Le risposte alle politiche di aumento della liquidità globale sono strettamente associate all'agenda delle riforme finanziarie necessarie.

Gli strumenti macroprudenziali (che le autorità nazionali competenti possono adottare per prevenire o mitigare i rischi della stabilità del sistema finanziario) possono anche essere utilizzati per affrontare i picchi di liquidità globali. Le impostazioni politiche che contribuiscono ad evitare l'accumulo degli squilibri finanziari nazionali possono contribuire ad evitare precipitazioni indesiderate della liquidità globale. Ad esempio, una maggiore flessibilità del tasso di cambio può essere coerente con gli obiettivi macroeconomici nazionali, aiutando ad attenuare la volatilità della liquidità globale. In particolare, tale flessibilità può ridurre gli incentivi del settore privato a creare fondi di investimento in valuta estera (Domanski D., Fender I. & McGuire P., 2011, p. 69).

In tale contesto si presenta dunque la necessità di avere una combinazione più equilibrata delle politiche: come affermato da Caruana nel 2016 e da Mario Draghi in giugno 2017, la politica monetaria è stata troppo sovraccaricata; ciò significa che essa è stata utilizzata senza prestare troppa attenzione agli ostacoli alla crescita, che includono le perdite di bilancio, l'accumulo di squilibri finanziari e l'inefficiente allocazione delle risorse. Tutti fattori che limitano la crescita della produttività e che devono essere considerati in una prospettiva di più lungo termine.

I responsabili politici dovranno fare affidamento ad un giudizio sano e un eventuale intervento tempestivo rivolto ad attenuare i possibili effetti a catena che possono accompagnare la riduzione dell'indebitamento; per tale motivo la cooperazione tra banche centrali diventerà più importante che mai (Caruana J., 2016, p. 16).

2.3.1 Comunicazione e cooperazione

Spesso le banche centrali attuano politiche monetarie e finanziarie in modo non sincronizzato; è essenziale fare tutto il possibile per gestire le aspettative degli investitori, sia sui loro piani futuri sia sulle incertezze e contingenze che circondano i loro piani. La politica monetaria più rigorosa in alcune economie avanzate sarà una risposta a migliori prospettive di crescita, per cui idealmente l'impatto positivo delle migliori prospettive supererebbe gli effetti negativi dei maggiori oneri finanziari nominali. Le banche centrali dovranno basare le proprie azioni su valutazioni di prospettiva della probabile evoluzione dell'economia e su una buona comprensione degli spillover (la diffusione di situazioni di squilibrio) verso altre economie in diverse fasi del ciclo. Esse inoltre dovranno spiegare il pensiero che motiva le loro azioni (e le loro non azioni), nonché come le loro politiche possono cambiare quando le condizioni globali si evolvono. (Caruana J., 2014, p. 7).

2.3.2 Sostenibilità a lungo termine

Allo stesso tempo il passaggio delle banche centrali ad una politica più rigorosa può produrre un'elevata volatilità nei mercati finanziari. Nell'attuazioni di tali politiche, le banche centrali non dovrebbero essere eccessivamente preoccupate da pressioni deflazionistiche occasionali, spesso derivanti da un cambiamento strutturale sul lato dell'offerta, comprese le conseguenze della globalizzazione e le conseguenze sulla domanda derivanti dal sovrappeso del debito e dalla riparazione incompleta dei bilanci (Caruana J., 2014, p. 7).

Infatti, spesso le modifiche dei tassi di interesse a breve termine (utilizzate dalle banche centrali per l'attuazione della politica monetaria) si trasmettono ai tassi a più lungo termine e ai tassi bancari sui prestiti e sui depositi dei clienti, finendo così con l'influenzare il livello globale dell'attività economica.

Ma la politica monetaria è solo una parte dell'immagine per la regolamentazione del sistema finanziario. Dobbiamo utilizzare le opportunità fornite da una crescita economica più forte per riparare e riformare il sistema finanziario e l'economia reale. I debiti devono essere ripagati o

ristrutturati. I paesi devono perseguire riforme strutturali per aumentare la produttività, aumentare la potenziale crescita e migliorare la capacità dell'amministrazione economica. La politica fiscale dovrebbe garantire la sostenibilità a medio termine al fine di creare spazio per le manovre volte a sostenere la crescita durante le riforme strutturali. (Caruana J., 2014, p. 7).

2.3.3 Rischi e resilienza

Bisogna continuare a monitorare gli eccessi nella leva finanziaria, nella presa di rischio e nella creazione di crediti e intraprendere le azioni appropriate quando questi fattori sono eccessivi, sia a livello nazionale sia a livello globale.

Le politiche nei confronti del capitale e della liquidità, insieme agli altri elementi dell'agenda di regolamentazione, mirano ad aumentare la resilienza delle istituzioni e del sistema finanziario nel suo complesso. Queste misure devono essere attuate integralmente e integrate da misure macroprudenziali, come ad esempio azioni volte a ridurre i rischi eccessivi che possono emergere nel tempo in settori specifici come il settore immobiliare.

I mercati obbligazionari hanno anche assunto un ruolo più importante nel finanziamento interno in molti paesi. La recente rapida crescita dell'emissione di obbligazioni suggerisce che successive crisi potrebbero provenire dai mercati dei capitali piuttosto che dalle banche. Dobbiamo essere attenti agli incentivi che potrebbero contribuire alla perturbazione e all'instabilità dei mercati. Le possibili interazioni di questi incentivi con la politica monetaria meriterebbero grandi attenzioni da parte degli studiosi.

Una sana politica monetaria è fondamentale per la stabilità finanziaria: attraverso il suo tasso di cambio, la banca centrale di un paese influenza il prezzo dell'indebitamento per tutto il sistema finanziario, sia per le entità regolamentate sia per quelle non regolamentate (Caruana J., 2014, pp. 7-8).

2.3.4 Sfide politiche

Ricordando che esistono differenze significative da paese a paese, abbiamo oramai capito che nel complesso gli stock di credito internazionale e nazionale sono molto elevati, il che implica che la riduzione dell'indebitamento nel settore privato non è ancora completo nelle principali economie avanzate maggiormente colpite dalla crisi del 2008. L'aumento dell'indebitamento nelle altre economie avanzate (meno colpite dalla crisi) e nelle economie dei mercati emergenti suggerisce che in alcune regioni ci siano delle vulnerabilità finanziarie; in aggiunta a questo, gli indicatori della liquidità globale indicano un'elevata rischiosità in alcuni mercati. Caruana (2013) dà tre suggerimenti per la politica da adottare:

1. Nella maggior parte delle economie avanzate colpite dalla crisi, le banche, le famiglie e le imprese devono raddoppiare i loro sforzi per continuare a ridurre l'indebitamento e riparare i loro bilanci, mentre i responsabili politici devono raddoppiare i loro sforzi per attuare riforme strutturali. Il progresso con le riparazioni e le riforme permetterebbe un ritorno ad una crescita sostenibile ed equilibrata;
2. In alcune delle economie più avanzate ma meno colpite dalla crisi e in alcune economie emergenti che hanno subito un boom del credito, il ciclo finanziario potrebbe raggiungere stadi critici in ritardo. In questi casi, le autorità dovrebbero aumentare le politiche macroprudenziali adottate fino ad ora ed integrarle con politiche atte ad aumentare la resilienza dei loro sistemi finanziari.
3. Infine, più in generale, i responsabili politici devono rafforzare le politiche prudenziali che anticipano e soddisfano le sfide poste dalla inevitabile e desiderabile normalizzazione dei tassi di interesse globali⁷ e cercare di rendere resilienti le loro imprese e mercati finanziari a fronte di potenziali tensioni (Caruana J., 2013 pp. 1-2, 5-6).

⁷ Come abbiamo visto nel primo paragrafo di questo capitolo, attualmente i tassi di interesse globali sono straordinariamente bassi

Capitolo 3: LIQUIDITÀ E INFLAZIONE

3.1 L'inflazione

Come già accennato, uno dei possibili e articolati problemi legati alla liquidità globale (e di una politica monetaria troppo accomodante) è l'inflazione. Questa potrebbe essere un effetto non desiderabile dell'incremento della liquidità in quanto uno dei rischi ad essa associato è la riduzione del benessere della popolazione. Inoltre, vale la pena misurare l'inflazione poiché fornisce un'indicazione del grado di rallentamento o di sviluppo di breve periodo dell'economia, che influenza e viene influenzato dall'ammontare di liquidità in circolazione. Dedichiamo quindi questo capitolo nel capire quali sono le cause e le conseguenze dell'inflazione, e come misurarla.

3.1.1 Driver dell'inflazione

Secondo Arslan, Jašová e Takáts ("The inflation process", 2016), quando si pensa ai fattori che influenzano l'inflazione, potrebbero essere utili due dimensioni, una temporale, l'altra spaziale:

Consideriamo i fattori a breve termine (che riguardano cioè il ciclo commerciale) e a lungo termine (cioè a bassa frequenza di acquisto) da un lato, e i fattori domestici e globali, dall'altro (Tabella 2).

- Un fattore a breve termine e domestico è la relazione tra disoccupazione e inflazione, come rappresentata dalla curva di Philips (cella in alto a sinistra). Essa afferma che un aumento della disoccupazione risulta correlato a un relativo decremento del saggio dei prezzi. Essa, nella sua forma più parsimoniosa, include le aspettative di inflazione, gli stipendi e l'output gap, cioè differenza tra il prodotto interno lordo effettivo e quello potenziale. Inoltre, le estensioni semplici per le economie poco aperte includono spesso il tasso di cambio o i prezzi all'importazione per tenere conto degli effetti internazionali rilevanti.
- Altri driver domestici potrebbero influenzare l'inflazione anche nel lungo periodo. La struttura dell'età (demografia), dell'istruzione, della partecipazione femminile alla forza lavoro, della quota di lavoro dei redditi e dei cicli di credito sono potenziali driver

dell'inflazione (cella in basso a sinistra). Questi driver sono particolarmente rilevanti e da tenere sotto controllo soprattutto per i paesi emergenti, in quanto qui spesso presentano una crescita più rapida rispetto alle economie avanzate (Faust J. & Leeper E. M., 2015).

Per esempio, se la quota di popolazione anziana aumenta, questo può drasticamente indebolire la prospettiva economica che a sua volta potrebbe esercitare pressioni deflazionistiche; inoltre le aspettative delle persone più anziane di una minore inflazione può portare quest'ultima ad una riduzione in queste società (Bullard J, C Garriga and C J Walker, 2012, pp. 419 e 39).

Tuttavia, sembra che l'inflazione sia sempre più influenzata da fattori globali. Molti autori sostengono infatti che l'inflazione è diventata meno reattiva per i fattori domestici e più suscettibile a quelli globali.

- I prezzi globali degli alimenti e delle materie prime, così come le valute di finanziamento (cella in alto a destra), vengono considerati driver globali nel breve termine dato che rendono l'inflazione volatile nei periodi di crisi finanziaria globale (Arslan Y., Jašová M. & Takáts E., 2016).
- L'aumento della competitività nel mercato del lavoro, lo sviluppo tecnologico e il grado di globalizzazione (cella in basso a destra) vengono considerati fattori globali e di lungo termine che influenzano l'inflazione. Ad esempio, la globalizzazione innesca pressioni competitive che portano i prezzi dei beni a scendere sempre di più.

Tabella 2 – I potenziali driver dell'inflazione

Potential inflation drivers		
	<i>Domestic</i>	<i>Global</i>
<i>Short-term (high-frequency, business cycle horizon)</i>	Phillips curve	Exchange rates, commodity prices (oil and food), invoicing and funding currencies
<i>Long-term (low-frequency)</i>	Demographics, education, (female) labour force participation, labour share of income, credit cycles	Trade, globalisation, technology, (global demographics)

Fonte: Arslan Y., Jašová M. & Takáts E., 2016

3.2 Cosa misuriamo

L'inflazione agisce come un'imposta sull'ammontare del denaro: i tassi di inflazione elevati e volatili influenzano negativamente la domanda di denaro e di conseguenza la liquidità globale. L'inflazione dunque impone un costo sul benessere: essa porta ad una riduzione della domanda dei beni e servizi, valutati dai consumatori.

Inoltre, l'inflazione determina variazioni relative dei prezzi in presenza di prezzi nominali e rigidità salariali che possono comportare costi sociali significativi. L'ammontare di questi costi dipendono, tra l'altro, dalla struttura competitiva dell'economia, dalle interferenze del governo, dalle imperfezioni del mercato e dai fattori finanziari. Di conseguenza, le banche centrali si occupano del livello e della variabilità dell'inflazione (Patel N. & Villar A., 2016, p. 2).

3.2.1 Misurare l'inflazione

Ci sono una serie di questioni concettuali e pratiche che derivano dalla misurazione dell'inflazione. In primo luogo, nessuna misura di inflazione rappresenta un esempio del comportamento di tutta la popolazione. Il consumo differisce tra gli individui e le famiglie, e qualsiasi cambiamento di prezzo che non sia un aumento uniforme di tutti i prezzi dell'economia avrà effetti distributivi. Ciò può compromettere la credibilità dei metodi di misurazione dell'inflazione, in quanto l'esperienza dei singoli gruppi può differire significativamente dall'immagine dipinta dall'indice dei prezzi aggregati.

In secondo luogo, i cambiamenti nei prezzi regolamentati potrebbe non riflettere il vero stato dell'economia, soprattutto nel breve periodo. Da questo problema scaturisce una differenza tra qualsiasi misura legata al benessere (che dovrebbe includere tali cambiamenti di prezzo) e una destinata a catturare le condizioni economiche che possono essere influenzate dalla politica monetaria.

Detto questo, il problema si attenua negli orizzonti più lunghi, perché la maggior parte dei prezzi regolamentati segue gli altri prezzi nel medio e nel lungo periodo (Bank, S. A. R., 2016, pp. 4-5)

Il problema di misurare l'inflazione non cattura molto l'attenzione del pubblico e degli economisti. Allo stesso tempo, esso è un problema altamente tecnico e coinvolge delle scelte che potrebbero avere conseguenze significative sulla liquidità globale e sulle politiche

monetarie da perseguire. Dall'altro canto, è importante misurare l'inflazione in un modo trasparente e credibile.

Se il metodo in cui misuriamo l'inflazione si basa su stime di costo fatte in diversi gruppi della popolazione, tale misura potrebbe variare in base ai fattori del gruppo di riferimento: in base a elementi quali la demografia, il livello del reddito o l'istruzione, la stima per un determinato gruppo potrebbe non essere appropriata per un altro (Patel N. & Villar A., 2016, p. 2).

Un problema correlato alla misura dell'inflazione è che il costo della vita può oscillare a causa di shock transitori che non possono essere affrontati tempestivamente né previsti dalla politica monetaria.

I diversi gruppi della popolazione hanno diversi modelli di consumo e quindi affrontano diversamente gli shock delle variazioni di prezzo. Questo problema tende ad essere particolarmente acuto nei paesi emergenti, dove una parte maggiore del reddito viene spesa sugli oggetti con prezzi volatili (come il cibo).

Molte banche centrali utilizzano perciò diverse misure di inflazione che eliminano alcune delle componenti dei prezzi più volatili o quelli più colpiti da shock transitori (come ad esempio i prezzi per gli alcolici). L'inconveniente è che le nuove misure possono essere meno rappresentative del costo effettivo della vita (Patel N. & Villar A., 2016, p. 3).

Nella pratica, la maggior parte delle banche centrali tende ad utilizzare l'indice dei prezzi al consumo (PCI) come principale indicatore dell'inflazione, anche se spesso considerano anche altre misure di inflazione. Queste possono essere i prezzi alla produzione (PPI), il deflatore per la spesa di consumo o vari tipi di misure fondamentali, costruite utilizzando strumenti statistici o semplicemente escludendo determinati elementi (prezzi) dall'indice.

I vari indici possono inviare segnali molto diversi. Per esempio, paesi come la Cina e la Repubblica Ceca vedono un'ampia divergenza tra il PCI e il PPI. Questo perché nel PCI ci sono anche i servizi, non compresi nel PPI. Quest'ultimo è fortemente inclinato verso beni strumentali, con i beni di consumo che costituiscono meno di un quarto dell'indice. Ciò può rendere il PPI una buona misura dell'andamento nel settore manifatturiero ma non del costo del consumo (Bank, S. A. R., 2016, pp. 4-5).

Secondo uno studio di Patel, N. e Villar, A. (2016), in cui sono state sottoposte 22 banche centrali di paesi emergenti ad un questionario sulla valutazione dell'inflazione, la maggior parte di queste utilizza misure dell'inflazione basate sul PCI (16 delle 22 risposte ricevute); un piccolo numero di banche centrali invece ha risposto che non misura l'inflazione direttamente da un indice di prezzo, ma basa la propria strategia di politica monetaria sul targeting del valore della moneta, sebbene il PCI abbia ancora un ruolo centrale come misura dell'inflazione.

Nessuna delle banche centrali dei paesi emergenti, che hanno partecipato all'indagine, utilizza una misura dell'inflazione basata su un indice diverso dal PCI (ad esempio, i prezzi alla produzione o il deflatore del PIL). Questa prevalente preferenza per il PCI suggerisce che le banche centrali non ne vedono le carenze, come potrebbero essere l'elevata quota dei prezzi regolamentati nei paesi emergenti o gli ostacoli insormontabili per il conseguimento degli obiettivi della politica monetaria.

L'uso diffuso del PCI come indice di prezzo preferito nel targeting dell'inflazione e di altre strategie di politica monetaria nei paesi emergenti sembra riflettere un certo numero di vantaggi percepiti. In primo luogo, il PCI è relativamente facile da capire ed è la migliore misura disponibile del costo della vita percepita dai consumatori. In secondo luogo, è familiare ai grandi segmenti della popolazione, regolarmente riportati nei media, utilizzati come riferimento per la concessione di benefici pubblici o contratti e sono ampiamente seguiti come indicatori della stabilità macroeconomica. Infine, è disponibile ad una frequenza relativamente alta e non è soggetta a molte revisioni, aumentando la sua trasparenza e l'uso nella politica monetaria (Patel N. & Villar A., 2016, p. 4).

3.3 Obiettivi di inflazione

Le banche centrali spesso si pongono un obiettivo di inflazione da raggiungere proprio per evitare problemi di natura finanziaria e sulla liquidità globale che possono insorgere a causa dell'elevata (o troppo bassa) inflazione. Alla luce della crisi del 2007, Michael Woodford (2012) suggerisce che la desiderabilità di un target per l'inflazione dovrebbe essere riconsiderata in quanto la politica monetaria può peggiorare la gravità dei rischi associati alla stabilità finanziaria. Woodford quindi propone un criterio di target dell'inflazione flessibile (che comunque implica un livello dei prezzi a lungo termine invariato) in quanto alcuni criteri aumentano la probabilità di una crisi finanziaria e gli obiettivi di inflazione sono posti per stabilizzare le aspettative di inflazione a medio termine. Un target dell'inflazione flessibile può cercare di bilanciare gli obiettivi della stabilità finanziaria e quelli della stabilità dei prezzi (con le sue preoccupazioni riguardo la stabilità della produzione) attraverso un semplice adattamento del modo in cui le banche centrali pensano al compromesso a breve termine tra i due obiettivi (stabilità dei prezzi e stabilità finanziaria).

Un impegno credibile ad un target di prezzi modificato dovrebbe anche contribuire ad attenuare una paura comune data dalla proposta di utilizzare la politica monetaria in modo da favorire i boom del credito: se quest'ultimo si verifica durante un periodo in cui i tassi di interesse sono mantenuti bassi, una politica più stretta per frenare la crescita

dell'indebitamento nel settore finanziario rischierebbe di ribaltare l'economia in una spirale deflazionistica.

Questo è un rischio che le banche centrali trattano con una grande cautela: una volta stabilite le aspettative deflazionistiche a causa della riduzione dei tassi di interesse nominali, la politica monetaria volta a cambiare la situazione ha meno influenza sull'economia.

Con un impegno ad un obiettivo invariato a lungo termine per quanto riguarda il livello dei prezzi, qualsiasi periodo in cui il livello dei prezzi scende al di sotto del suo obiettivo, dovrebbe immediatamente creare un'attesa di un futuro periodo di inflazione superiore a quella media per tornare al percorso target (Woodford M., 2012). In tal modo gli agenti pubblici e privati si sentiranno più sicuri nell'investire e la liquidità globale ne gioverebbe (come abbiamo già visto nel capitolo 1).

3.3.1 Implicazioni politiche

Come già affermato nel precedente capitolo, la liquidità globale è creata dalla fiducia e la politica gioca quindi un ruolo fondamentale nel determinarla. Anche in questo caso, le aspettative di inflazione potrebbero generare il potenziale per una forte oscillazione dell'inflazione se i price-makers perdono la fiducia nella capacità o nella volontà della banca centrale di offrire stabilità dei prezzi. In una simile situazione, la politica monetaria sarebbe meno efficace per stabilizzare l'economia. Se, ad esempio, le aspettative di inflazione dovessero aumentare, sarebbe necessaria una brusca diminuzione dell'attività economica per contenere l'inflazione (Bank, S. A. R., 2016, p. 8).

CONCLUSIONI

L'elaborato mostra che i tre fattori che guidano la maggior parte delle dinamiche della liquidità globale (i fattori strutturali della liquidità) sono: un fattore di politica monetaria globale, un fattore globale di offerta di credito e un fattore di domanda globale del credito. I fattori di domanda e di offerta del credito sono positivamente correlati con la crescita del credito bancario interno.

Abbiamo visto che è importante monitorare la liquidità globale perché, a causa del cambiamento delle condizioni globali di liquidità e delle condizioni di finanziamento, gli investitori pubblici e privati cambiano atteggiamento nell'assunzione del rischio negli investimenti e ciò può avere conseguenze sulla stabilità monetaria e finanziaria.

Inoltre, abbiamo visto che non esiste una singola variabile che cattura le condizioni globali di liquidità; per una sua corretta analisi bisogna prendere in considerazione e monitorare un'intera gamma di variabili per poter creare degli indicatori:

- Credito internazionale delle banche
- Crediti delle banche nel settore privato non finanziario
- Credito totale per valuta di denominazione
- Credito ai residenti, per valuta di denominazione
- Credito a non residenti, per valuta di denominazione
- Tassi di crescita annuali

In un momento successivo abbiamo definito le riserve di liquidità delle banche centrali come l'insieme dei fondi utilizzabili da una banca per la gestione della propria liquidità. I Paesi accumulano tali riserve per fini precauzionali contro gli shock del conto corrente e del capitale per mantenere stabile e basso il valore internazionale della moneta nazionale e di conseguenza aumentare la crescita delle esportazioni.

Secondo le ultime statistiche della BIS, il prestito bancario si è rafforzato come canale per la liquidità globale. Nel 2014, il credito bancario transfrontaliero continua a crescere rapidamente in Asia mentre nell'area euro, un piccolo aumento del credito bancario transfrontaliero ha segnalato il recupero progressivo del sistema bancario europeo a seguito della crisi del debito sovrano del 2011-12.

La leva finanziaria aziendale nelle economie emergenti è cresciuta in generale nei paesi emergenti ma contestualmente esse hanno registrato un rallentamento significativo della crescita.

Uno dei possibili problemi legati alla liquidità globale è l'inflazione. Tra i driver dell'inflazione abbiamo l'andamento della disoccupazione (come spiegato dalla curva di Philips), i tassi di interesse, i prezzi delle materie prime, la struttura dell'età (demografia), dell'istruzione, della partecipazione femminile alla forza lavoro, della quota di lavoro dei redditi e dei cicli di credito. Altri driver sono l'aumento della competitività nel mercato del lavoro, lo sviluppo tecnologico e il grado di globalizzazione dell'economia.

Per misurare l'inflazione, nella pratica la maggior parte delle banche centrali tende ad utilizzare l'indice dei prezzi al consumo (PCI) come principale indicatore, anche se spesso considerano anche altre misure di inflazione. Queste possono essere i prezzi alla produzione (PPI), il deflatore per la spesa di consumo o vari tipi di misure fondamentali, costruite utilizzando strumenti statistici o semplicemente escludendo determinati elementi (prezzi) dall'indice.

Alla luce della crisi del 2007, Michael Woodford (2012) suggerisce che la desiderabilità di un target per l'inflazione dovrebbe essere riconsiderata in quanto la politica monetaria può portare ad un peggioramento dei rischi associati alla stabilità finanziaria.

Nove anni dopo la grande crisi finanziaria, l'economia globale sta ancora trovando difficoltà nel raggiungere una crescita sostenibile ed equilibrata. Dobbiamo essere consapevoli dei nuovi rischi e allo stesso tempo essere preparati all'adeguamento strutturale. Ciò significa che le banche e le altre istituzioni finanziarie devono prestare attenzione alle vulnerabilità che potrebbero essersi sviluppate mentre la liquidità era abbondante; questo significa anche che devono essere implementate azioni tempestive per costruire resilienza, sia a livello micro sia a livello macroeconomico. Tutti i tipi di politiche (non solo la politica monetaria) dovranno svolgere un ruolo al fine di raggiungere questo scopo.

BIBLIOGRAFIA

10 Countries With The Biggest Forex Reserves |

Investopedia <http://www.investopedia.com/articles/investing/033115/10-countries-biggest-forex-reserves.asp#ixzz4nfIOpcvs>

Aizenman, J. (2006). International reserves management and the current account (No. w12734). National Bureau of Economic Research.

Aizenman, J. (2008). Large hoarding of international reserves and the emerging global economic architecture. *The Manchester School*, 76 (5)

Alper, K., Binici, M., Demiralp, S., Kara, H., & Özlü, P. (2014). Reserve Requirements, Liquidity Risk, and Credit Growth. Koç University-TÜSİAD Economic Research Forum Working Paper Series

Arslan, Y., Jašová, M., & Takáts, E. (2016). The inflation process.

Assonebb, 2015. “Riserva di liquidità delle banche” [online]. Disponibile su: <http://bankpedia.org/index.php/it/assonebb-it>

Avdjiev, S., McCauley, R., and McGuire, P. (2012). Rapid credit growth and international credit: Challenges for Asia. BIS Working Paper, 377.

Bank, S. A. R. (2016). Inflation mechanisms, expectations and monetary policy. BIS Papers chapters, 89

BCE (2006). Bollettino mensile: “La gestione di portafoglio presso la BCE” [online]. Disponibile su: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/reserves/html/index.it.html>

BIS, 2015. “Gli indicatori della liquidità globale: aspetti concettuali e interpretativi” [online]. Disponibile su: http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1503u_it.htm

BIS, (2015). Global liquidity: selected indicators

BIS (2017). BIS global liquidity indicators: methodology

Borio, C. and Drehmann, M. (2009). Assessing the risk of banking crises revisited. BIS Quarterly Review, March: 29-46

Borio, C., McCauley, R., and McGuire, P. (2011). Global credit and domestic credit booms. BIS Quarterly Review, September: 43-57.

Bullard J, C Garriga, and C J Walker (2012) “Demographics, Redistribution, and Optimal Inflation” Federal Reserve Bank of St. Louis Review, November/December, vol. 94, no. 6

Caruana, J. (2012, November). Assessing global liquidity from a financial stability perspective. In speech at the 48th SEACEN Governors' Conference and High-Level Seminar, Ulaanbaatar

Caruana, J. (2013, June). Global liquidity: where do we stand. In speech at the Bank of Korea International Conference

Caruana, J. (2014). Global liquidity: where it stands, and why it matters. IMFS Distinguished Lecture at the Goethe University, Frankfurt, Germany, 5

Caruana, J. (2016). Credit, commodities and currencies. speech at the London School of Economics, 5.

Domanski, D., Fender, I., & McGuire, P. (2011). Assessing global liquidity.

Dominguez, K. M., Hashimoto, Y., & Ito, T. (2011). International reserves and the global financial crisis (No. w17362). National Bureau of Economic Research.

Dooley, M., Folkerts-Landau D., and Garber, P. (2003), “An Essay on the Revived Bretton Woods System”, NBER Working Paper 9971.

Reddy YV, Governor, Reserve Bank of India / Mumbai Sep 20, 2006

Eickmeier, S., Gambacorta, L., & Hofmann, B. (2014). Understanding global liquidity. *European Economic Review*, 68

Faust, J., & Leeper, E. M. (2015, August). The myth of normal: the bumpy story of inflation and monetary policy. In Prepared for the Federal Reserve Bank of Kansas City's Jackson Hole Symposium.

Patel, N., & Villar, A. (2016). Measuring inflation.

Woodford, M. (2012). Inflation targeting and financial stability (No. w17967). National Bureau of Economic Research.

Yeyati, E. L. (2008). The cost of reserves. *Economics Letters*, 100 (1)⁸

⁸ 11052 parole.