



**UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA**  
**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE E AZIENDALI**  
**"MARCO FANNO"**

**CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA INTERNAZIONALE**  
*L-33 Classe delle lauree in SCIENZE ECONOMICHE*

Tesi di laurea

**LA POLITICA MONETARIA DI UN PAESE EMERGENTE:**  
**LA FEDERAZIONE RUSSA**  
***THE MONETARY POLICY OF AN EMERGING COUNTRY:***  
***THE RUSSIAN FEDERATION***

Relatore:  
Prof. TUSSET GIANFRANCO

Laureanda:  
SARESIN CHIARA

Anno Accademico 2015-2016







## INDICE:

<b>1. Introduzione.....</b>	<b>p. 1</b>
<b>2. La Banca Centrale della Federazione Russa.....</b>	<b>p. 5</b>
<i>2.1 Le funzioni della Banca di Russia.....</i>	<i>p. 7</i>
<b>3. La politica monetaria russa nel 2013.....</b>	<b>p. 8</b>
<i>3.1 Il mercato monetario.....</i>	<i>p. 8</i>
<i>3.2 I processi di inflazione.....</i>	<i>p. 12</i>
<i>3.3 Le misure fondamentali in materia della         politica monetaria e FX.....</i>	<i>p. 15</i>
<i>3.4 La bilancia dei pagamenti e il tasso di         cambio del rublo.....</i>	<i>p. 20</i>
<b>4. Conclusioni.....</b>	<b>p. 25</b>
<b>5. Bibliografia.....</b>	<b>p. 27</b>



# 1. INTRODUZIONE

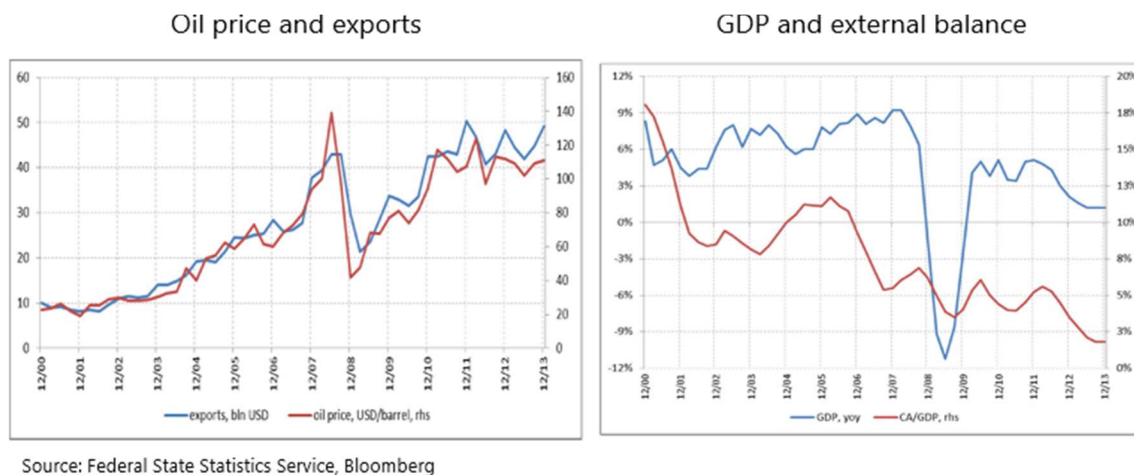
L'aumento dei flussi commerciali e finanziari tra i diversi paesi del mondo ha determinato sia vantaggi che svantaggi per le economie emergenti. Infatti questo aumento ha offerto vaste opportunità di beneficiare dalla crescita economica mondiale e dalle ingenti risorse finanziarie accumulate dai paesi sviluppati, tuttavia ha fatto sì anche che le economie emergenti diventassero più vulnerabili agli shock nei mercati finanziari globali.

La gran parte delle economie emergenti sono, in relazione ai volumi nel mercato finanziario, piuttosto piccole e in fase di cambiamenti strutturali; inoltre esse non sono in grado di gestire, attraverso gli strumenti a disposizione di una Banca Centrale, le fluttuazioni che si verificano nel mercato finanziario poiché alcuni strumenti politici potrebbero non essere disponibili mentre altri potrebbero non essere così efficienti a causa delle condizioni specifiche delle economie locali o dei mercati finanziari. La politica monetaria, in queste situazioni, diventa dipendente dal percorso e dagli sviluppi economici passati.

L'inizio degli anni 2000 è stato un periodo prospero per la maggior parte delle economie emergenti: infatti, gli investitori globali hanno tratto soddisfazione dall'acquisto di attività di questi paesi, dove la crescita economica è stata più elevata rispetto alla media mondiale (6,7% rispetto al 4,2% per l'economia mondiale).

La crescita non era limitata ai mercati delle materie prime; la propensione al rischio era elevata in ogni segmento del sistema finanziario mondiale, gli indici di leva erano in crescita così come i prezzi delle attività rischiose e i flussi di capitale verso i paesi emergenti. Questa situazione è stata causata, in parte, dalla politica monetaria delle principali Banche Centrali del mondo; la Fed e la BCE stavano conducendo politiche monetarie espansive, il tasso di interesse reale negli Stati Uniti era negativo durante il periodo tra il 2002 e il 2005, raggiungendo il -2%, mentre nella zona Euro il tasso di interesse reale era sceso di poco sotto lo zero.

La Russia è stato uno dei principali paesi che ha beneficiato di questo background globale favorevole. Essa è riuscita a triplicare il volume delle sue esportazioni poiché queste ultime sono costituite per il 50% dal petrolio il cui prezzo è stato in crescita del 350% tra il 2001 e il 2007. Nel 2005-2006, poi, la bilancia delle partite correnti ha superato il 10% del PIL; e dal 2007 il PIL era in crescita del 9% anno su anno. Durante il periodo pre-crisi la domanda per la valuta locale è stata di molto superiore all'offerta inoltre la rapida crescita dei prezzi delle materie prime e l'aumento del surplus del commercio estero ha causato un significativo apprezzamento del rublo.

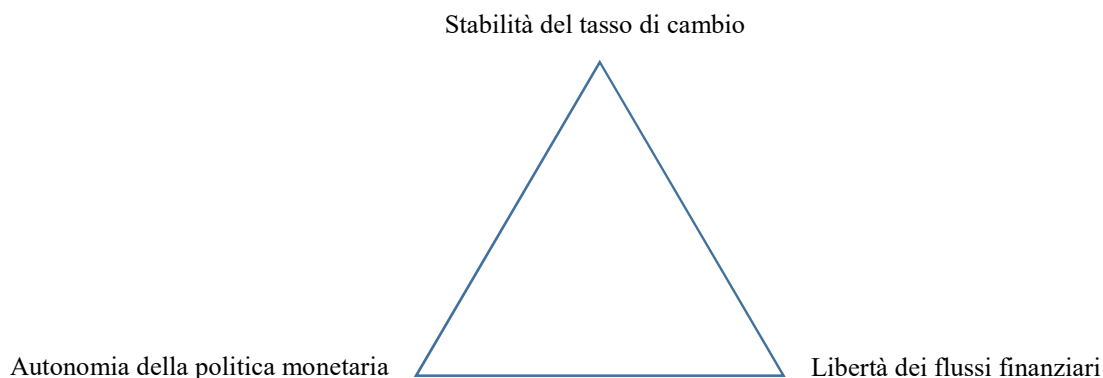


*Fig.1. Esportazioni e prezzo del petrolio; Pil e bilancia dei pagamenti (fonte: Servizio Federale di Statistica dello Stato)*

In una condizione in cui il tasso di cambio è determinato soltanto dagli operatori di mercato (senza quindi l'intervento della Banca Centrale), l'apprezzamento del rublo ha portato alla minaccia della cosiddetta "malattia olandese". Quest'ultima consiste nel mettere in relazione lo sfruttamento delle risorse naturali al declino del settore manifatturiero; in Russia, l'aumento del prezzo del petrolio ha provocato un surplus della bilancia commerciale e quindi, senza l'intervento della Banca Centrale, un apprezzamento del tasso di cambio tale da rendere gli altri settori dell'economia non competitivi ( $q=EP^*/P$ ), con implicazioni non positive per l'economia nel suo complesso. Essendo state le esportazioni e importazioni russe elevate rispetto al PIL e il prestito estero una fonte importante di finanziamento per gli investimenti, la Banca Centrale non ha potuto ignorare le dinamiche del tasso di cambio, dunque essa ha avuto come obiettivo principale quello di stabilizzare il tasso di cambio come previsto dalla "Legge della Banca Centrale della Federazione Russa". La Banca Centrale ha cercato di contrastare la minaccia della "malattia olandese" e, data l'assenza di controlli sui capitali, l'unico strumento utilizzabile per combattere l'eccessivo apprezzamento del rublo è stato l'intervento sul mercato valutario (forex). Quest'ultimo è stato considerevole, infatti per stabilizzare il tasso di cambio, ad esempio, sono stati ceduti rubli in cambio di dollari facendo così aumentare le riserve di dollari da 40 miliardi nel 2001 ad oltre 400 miliardi nel 2007. Gli acquisti in valuta sul mercato domestico ha iniettato enormi quantità di liquidità nel settore finanziario che la Banca Centrale non è stata in grado di sterilizzare attraverso operazioni di assorbimento della liquidità.



Questa situazione rappresenta un esempio del trilemma monetario: di tre possibili opzioni politiche – liberi flussi di capitale, controllo del tasso di cambio e politica monetaria indipendente – la Banca Centrale è in grado di ottenere solo due di queste contemporaneamente.



*Fig.2. Il trilemma monetario*

Nel caso della Russia, gli interventi per conseguire la stabilità del tasso di cambio (interventi FX) hanno superato qualsiasi altro strumento della Banca Centrale la quale doveva controllare l'offerta di moneta ed il livello del tasso di interesse. Quindi, la Banca ha potuto utilizzare in modo limitato il tasso di interesse della politica monetaria per influenzare la situazione dei mercati finanziari locali. Il volume della liquidità e il prezzo della moneta sono stati determinati in modo particolare da fattori esterni rispetto alle operazioni della Banca; essa ha cercato di stabilizzare il tasso di cambio senza considerare gli effetti che questi interventi di stabilizzazione avrebbero avuto sulla base monetaria e sul tasso di interesse. Si tratta, dunque, di una politica monetaria della Banca Centrale volta a conseguire l'equilibrio esterno (equilibrio della bilancia commerciale) a discapito di quello interno (piena occupazione e stabilità dei prezzi).

Mentre la Banca Centrale affrontava la stabilità del tasso di cambio nominale, la rapida crescita dell'offerta di moneta ha portato a tassi di inflazione più elevati; la persistente crescita dei prezzi in Russia rispetto ai suoi principali partner commerciali ha determinato l'apprezzamento del rublo in termini reali ( $q$ ), facendo così diminuire la competitività dei produttori locali. Successivamente la Banca Centrale ha cercato di passare da un tasso di cambio che mira ad un controllo dell'inflazione (in modo tale da attirare i capitali dall'estero) ad un tasso di cambio che mira ad essere più flessibile; l'obiettivo di transitare verso un tasso di cambio fluttuante è stato però ritardato dalla crisi finanziaria mondiale del 2008, in quanto si sono dovute adottare misure di emergenza per la crisi stessa. Durante il periodo post-crisi le condizioni esterne della Russia erano cambiate notevolmente: il prezzo del petrolio si era stabilizzato fino ad arrivare

circa allo stesso livello del secondo trimestre del 2011, il rublo si era apprezzato di molto in termini reali causando una crescita più elevata delle importazioni rispetto alle esportazioni, gli interventi sul mercato valutario non erano più la fonte primaria della crescita della moneta.

In seguito quindi sono stati introdotti cambiamenti riguardanti gli strumenti della politica monetaria: innanzitutto sono state intraprese modifiche al meccanismo di intervento sul mercato dei cambi per consentire una maggiore flessibilità del tasso di cambio del rublo e per ridurre gli interventi volti a limitare l'eccessiva volatilità del tasso di cambio (le bande fisse per il valore del rublo erano state abbandonate a favore di una banda fluttuante); in secondo luogo, gli strumenti della politica dei tassi di interesse sono stati modificati in modo rilevante. Durante il periodo pre-crisi le banche commerciali utilizzavano le linee di liquidità della Banca Centrale di Russia solo per periodi brevi e quando vi erano deficit di liquidità; per aumentare il volume delle operazioni di gestione delle attività i tassi sugli strumenti della Banca Centrale sono stati portati più vicini ai tassi di mercato, riducendo così il gap tra i tassi sulle operazioni di assorbimento e di immissione della liquidità. Nel 2011 l'eccedenza di liquidità era scomparsa, le banche commerciali hanno iniziato ad utilizzare le linee di liquidità della Banca di Russia su base regolare, inoltre i tassi delle operazioni di immissione e assorbimento della liquidità hanno avuto un effetto diretto sulle condizioni di mercato, rendendo così la politica dei tassi di interesse molto più efficace.

A partire dal settembre del 2013 si sono notati i più recenti cambiamenti degli strumenti di politica monetaria della Banca; infatti è stato introdotto il key rate, il tasso di interesse settimanale sulle operazioni di mercato aperto di immissione e assorbimento della liquidità della Banca.

In conclusione la Banca di Russia ha modificato in modo notevole il suo mix di strumenti politici a causa delle condizioni macroeconomiche e finanziarie durante e dopo la crisi finanziaria globale. Dunque da una politica che all'inizio era orientata alla stabilità del tasso di cambio (dove l'offerta di moneta e i tassi di interesse erano stati per lo più al di fuori del controllo della Banca Centrale) si transita ad una politica dove l'aggregato monetario non è più legato agli interventi del mercato valutario da parte della Banca Centrale. Essa, oggi, ha un controllo maggiore dell'offerta di moneta e dei tassi di interesse anche se mantiene la capacità di ridurre le fluttuazioni del tasso di cambio attraverso un meccanismo di intervento sul mercato dei cambi più flessibile.

## **2. LA BANCA CENTRALE DELLA FEDERAZIONE RUSSA**

La Banca Centrale della Federazione Russa (Banca di Russia) è stata fondata il 13 luglio del 1990, sulla base della Banca di Stato dell'URSS. Il 2 dicembre 1990, il Soviet Supremo della Repubblica Socialista Federativa Sovietica Russa (RSFSR) ha approvato la legge sulla Banca Centrale, tale legge dichiara la Banca di Russia una persona giuridica e la banca principale della RSFSR. La legge, inoltre, specifica le funzioni della banca relativamente all'organizzazione della circolazione della moneta, alla regolazione monetaria, all'attività economica estera e alla regolamentazione delle attività delle società per azioni e delle banche cooperative.

Nel giugno 1991, lo Statuto della Banca Centrale è stato approvato; nel novembre dello stesso anno, quando la Comunità degli Stati Indipendenti è stata fondata e le strutture dell'Unione sono state sciolte, il Soviet Supremo ha dichiarato che la Banca Centrale è l'unico organo di Stato per la regolazione monetaria e di cambio nella RSFSR. Quindi le funzioni della Banca di Stato dell'URSS di emissione di moneta e di regolazione del tasso di cambio del rublo sono state trasferite alla Banca Centrale della Federazione Russa. Quest'ultima è stata incaricata di assumere prima del 1° gennaio 1992 il pieno controllo delle attività, delle strutture tecniche e di altre risorse della Banca di Stato dell'URSS oltre a tutte le sue istituzioni, imprese e organizzazioni. Dunque nel dicembre 1991, la Banca di Stato dell'URSS è stata sciolta e tutte le sue attività, passività e proprietà della RSFSR sono state trasferite alla Banca Centrale, che alcuni mesi dopo è stata ribattezzata "Banca Centrale della Federazione Russa" (Banca di Russia). Essa svolge le funzioni che sono state stabilite secondo la Costituzione della Federazione Russa (articolo 75) e la legge "Sulla Banca Centrale della Federazione Russa (Banca di Russia)" (articolo 22), indipendentemente dalle strutture di governo federali, regionali e locali.

Nel 1991-1992, attraverso la commercializzazione delle filiali delle banche specializzate, è stata creata nella Federazione Russa una vasta rete di banche commerciali sotto la guida della Banca di Russia. Quest'ultima poi ha cominciato a comprare e vendere valuta estera nel mercato valutario, oltre che a stabilire e pubblicare i tassi di cambio ufficiali delle valute estere nei confronti del rublo.

Nel 1992-1995, per mantenere la stabilità del sistema bancario, la Banca di Russia ha istituito un sistema di controllo e di ispezione delle banche commerciali e uno per la regolazione e il controllo dei cambi. La politica monetaria della Banca di Russia è stata progettata per mantenere la stabilità finanziaria e per creare condizioni favorevoli ad una crescita economica sostenibile. Per questo motivo la Banca di Russia ha reagito alle variazioni della domanda reale di moneta e ha adottato misure per stimolare una dinamica economica positiva; inoltre ha

tagliato i tassi di interesse, ha smorzato le aspettative inflazionistiche e rallentato il tasso di inflazione.

Gli sforzi compiuti dalla Banca di Russia per quanto riguarda il sistema di pagamento sono stati progettati per aumentare la sua affidabilità ed efficienza per la stabilità economica e finanziaria; per questo per rendere il sistema di pagamento russo più trasparente, la Banca Centrale ha introdotto delle relazioni relative ai pagamenti effettuati tramite gli istituti di credito e le sue filiali regionali, le quali hanno preso in considerazione l'esperienza internazionale (in modo particolare la metodologia e la pratica della sorveglianza sui sistemi di pagamento). Nel 2003, la Banca di Russia ha lanciato un progetto volto a migliorare la vigilanza bancaria e il reporting prudenziale con l'introduzione di principi contabili internazionali. Nel mese di aprile del 2005, il governo russo e la Banca di Russia hanno adottato una strategia per lo sviluppo del settore bancario per il periodo fino al 2008, ovvero un documento che ha fissato come obiettivo principale dello sviluppo del settore bancario a medio termine (2005-2008) la valorizzazione della stabilità del settore bancario e la sua efficienza.

Gli obiettivi principali dello sviluppo del settore bancario sono stati i seguenti:

- Aumentare la protezione degli interessi dei depositanti e di altri creditori delle banche;
- Rendere gli istituti di credito più competitivi in Russia;
- Prevenire l'uso degli istituti di credito a pratiche commerciali disoneste e attività illecite, in particolare il finanziamento del terrorismo e il riciclaggio di denaro;
- Promuovere lo sviluppo del contesto competitivo e garantire la trasparenza degli istituti di credito;
- Costruire la fiducia degli investitori, creditori e dei depositanti nel settore bancario.

Mentre la riforma del settore bancario ha contribuito a realizzare il programma di sviluppo economico e sociale a medio termine (2005-2008), nella fase successiva (2009-2015), il governo russo e la Banca di Russia ha attribuito la priorità al posizionamento efficace del settore bancario russo sui mercati finanziari internazionali.

## 2.1 Le funzioni della Banca di Russia

La Banca di Russia svolge le sue funzioni nel rispetto della Costituzione della Federazione Russa, della legge federale “Sulla Banca Centrale della Federazione Russa” e di altre leggi federali. Secondo l'articolo 75 della Costituzione della Federazione Russa, la funzione principale della Banca Centrale è quella di proteggere il rublo e di garantirne la stabilità; inoltre la legge sottolinea che la Banca di Russia è l'unica emittente di moneta.

Ai sensi dell'articolo 4 della legge federale “Sulla Banca Centrale della Federazione Russa”, la Banca Centrale svolge le seguenti funzioni principali:

- In collaborazione con il governo federale essa elabora e attua una politica monetaria unica di Stato oltre che ad una politica per lo sviluppo del mercato finanziario del quale cerca di garantirne la stabilità;
- È l'unica emittente di denaro contante e organizzatrice della circolazione del contante stesso;
- È il creditore di ultima istanza e organizza il sistema degli istituti di credito da rifinanziare;
- Gestisce in modo efficiente le riserve internazionali;
- Organizza ed esercita la regolamentazione dei cambi e di controllo dei cambi ai sensi della normativa federale;
- Imposta e pubblica cambi ufficiali delle valute estere nei confronti del rublo;
- Organizza e prende parte alla compilazione della bilancia dei pagamenti;
- Imposta le regole e vigila il sistema di pagamento nazionale;
- Prende le decisioni in merito alla registrazione statale degli istituti di credito, concede loro licenze bancarie oltre che a sospenderle e revocarle;
- Vigila le attività degli istituti di credito e dei gruppi bancari;
- Conduce autonomamente o su istruzioni del governo russo tutti i tipi di operazioni bancarie e altre operazioni necessarie per lo svolgimento delle funzioni di Banca di Russia;
- Imposta la procedura per l'effettuazione di transazioni con organizzazioni internazionali, Stati esteri, persone giuridiche e privati;
- Esercita il controllo sulle conformità ai requisiti della legislazione federale e sulla lotta contro l'uso illegale di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato.

### **3. LA POLITICA MONETARIA RUSSA NEL 2013**

Nel 2013 la Russia si è trovata in una situazione in cui: l'inflazione ha superato il range di riferimento raggiungendo il 6,5%, dove l'intervallo obiettivo era stabilito al 5-6% in conformità con le linee guida per la politica monetaria della Banca di Russia per il 2013-2015; tra gennaio e dicembre 2013 l'offerta di moneta M2, in media, è cresciuta del 15,3%; le riserve internazionali sono state ridotte del 5% durante l'anno. Durante tutto l'anno la Banca di Russia ha cercato di migliorare la sua politica monetaria nei limiti del contesto della transizione verso il controllo dell'inflazione. In particolare, la Banca di Russia ha introdotto il concetto di tasso di interesse chiave (key interest rate) che riflette il corso della politica monetaria e, in tal modo, ha completato la formazione di un corridoio dei tassi di interesse. Essa ha continuato poi ad aumentare la flessibilità del regime del tasso di cambio, aumentando la sensibilità dei confini della banda operativa al numero di interventi FX effettuati dalla Banca di Russia.

#### **3.1. Il mercato monetario**

Sulla base dei risultati del 2013 l'ammontare delle attività di riserva internazionale è diminuito di 28 miliardi di dollari, ovvero del 5% (Fig. 3). Questo ammontare di riserve è stato più che sufficiente per garantire la stabilità della bilancia dei pagamenti della Russia, coprendo 13 mesi<sup>1</sup> di importazioni di beni e servizi nella Federazione Russa. Si deve notare che nel 2012 le riserve internazionali erano aumentate del 7,8% raggiungendo, nel gennaio 2013, 537,6 miliardi di dollari; queste garantivano la stabilità della bilancia dei pagamenti coprendo 14,5 mesi di importazioni.

In modo specifico, nel 2013, il volume di riserve in valuta estera è diminuito del 3,5% rispetto all'inizio dell'anno a causa dell'attuazione di interventi FX, da parte del regolatore, volti ad appianare la volatilità del tasso di cambio del rublo durante i periodi del suo veloce indebolimento (al contrario, nel 2012, le riserve valutarie estere crescevano del 7,2% a causa delle transazioni svolte dal Ministero delle Finanze di Russia, transazioni pronti contro termine con non residenti e currency swap); mentre le riserve monetarie d'oro sono diminuite di 11 miliardi di dollari (-21,6%) rispetto all'inizio dell'anno a causa della loro rivalutazione negativa. Di conseguenza, a partire dal 1° gennaio 2014, nel totale di attività di riserva la quota di valuta

---

<sup>1</sup> Calcolati sulla base del costo medio mensile di beni e servizi importati per il periodo da ottobre 2012 a settembre 2013

estera è stata del 92,2% (90,5% nel 2012), e la quota della componente oro del 7,8% (9,5% nel 2012).

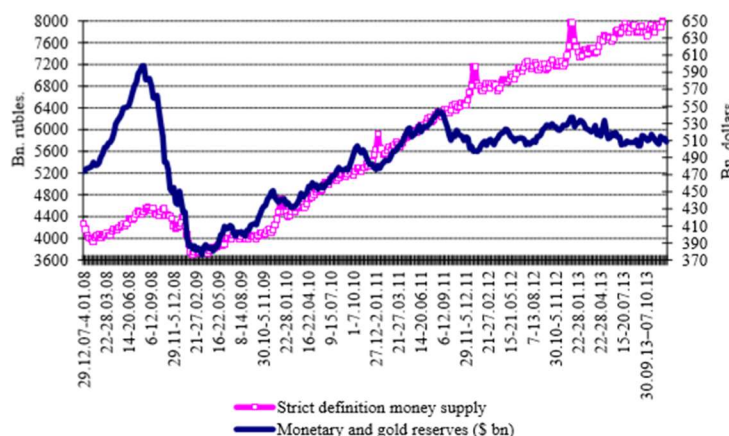


Fig. 3. Base monetaria e riserve internazionali nel periodo 2008-2013 (fonte: Banca di Russia)

Nello stesso periodo la base monetaria nella sua definizione più ampia è aumentata del 6,6%. Le principali cause che hanno contribuito alla riduzione della stessa sono state le transazioni della Banca di Russia per la vendita di valuta estera sul mercato domestico e l'accumulo di liquidità del governo allargato nei conti della Banca di Russia; allo stesso tempo, però, le cause chiave della crescita della base monetaria sono state le transazioni per la fornitura di fondi alle banche commerciali da parte della Banca di Russia. Si deve notare che nel 2012 la base monetaria era aumentata del 14% a 9,853 miliardi di rubli ma l'accumulo di fondi del governo allargato nei conti della Banca di Russia è stato il fattore principale a limitare questa crescita. Nonostante gli annunci della Banca di Russia rispetto alla transizione ad un regime di controllo dell'inflazione e all'adozione di misure volte ad aumentare la flessibilità del regime di cambio, essa stessa, nel 2013, ha aumentato la sua presenza nel mercato FX, eseguendo transazioni rilevanti per le operazioni di vendita di valuta estera. Si può osservare che dal 2010 le vendite nette di valuta estera erano diminuite (nel 2010 - \$ 34,1 miliardi, nel 2011 - \$ 12,4 miliardi, nel 2012 - \$ 7,6 miliardi) tuttavia nel 2013 esse sono aumentate ammontando a 27 miliardi di dollari. Le misure della Banca di Russia non sono dovute solamente alla necessità di appianare la volatilità del tasso di cambio del rublo, ma sono dovute anche all'intenzione della Banca di Russia stessa di rallentare il tasso di indebolimento del rublo nelle condizioni di diminuzione del saldo del conto corrente e di deflusso di capitali dalla nazione. Dal 2011 si è osservata la tendenza verso una notevole crescita nella fornitura di liquidità agli istituti di credito da parte della Banca di Russia; si riscontra che nel 2013 il debito ha superato i picchi del periodo di crisi, con un incremento del 65% e ha raggiunto 4,4 trilioni di rubli dal

gennaio 2014. La principale fonte di attrazione della liquidità da parte degli istituti di credito sono le aste di pronti contro termine, il debito medio sulle quali era di 1,95 trilioni di rubli nel 2013. Infatti la fornitura di liquidità agli istituti di credito da parte della Banca di Russia è stata effettuata principalmente utilizzando operazioni pronti contro termine a breve termine, sulle quali i tassi di interesse medi ponderati sono stati del 5,5-5,6% da gennaio a dicembre 2013. Dal momento che alcuni istituti di credito non avevano a sufficienza garanzie accettate come collaterali sulle operazioni pronti contro termine e a causa della insufficiente redistribuzione attiva di liquidità nel mercato interbancario, sono state utilizzate per la parte delle transazioni del rublo le operazioni di "currency swap", con un tasso del 6,5%.

La seconda metà del 2013 è stata caratterizzata da un aumento del debito del settore bancario con prestiti della Banca di Russia assicurati da garanzie e attività non di mercato. Questo è stato in parte dovuto all'introduzione da parte della Banca di Russia di un nuovo strumento di fornitura di liquidità bancaria, un'asta di credito di tre mesi garantita da attività non di mercato (cambiali, crediti finanziari), con un tasso di interesse variabile. Nell'ambito della prima di queste aste che si è tenuta il 15 ottobre 2013, il regolatore forniva 500 miliardi di rubli al 5,76% annuo. Il costo minimo del credito è legato al key rate (tasso chiave) di una settimana di pronti contro termine, che era del 5,5% nel momento in cui si è effettuata la prima asta, più 0,25 punti percentuali. Il vantaggio di un'asta di tre mesi su un'asta simile di un anno, introdotta dal regolatore a giugno 2013, è la maggiore disponibilità di collaterali di durata richiesta per gli istituti di credito e un aumento nella base collaterale delle banche mediante la riduzione del termine per l'erogazione dei fondi. Si constata che prima che il regolatore introducesse questo strumento, le banche avevano mostrato scarso interesse negli strumenti di rifinanziamento garantiti da attività non di mercato a causa dell'elevato livello del tasso fisso (7,5%). Nonostante le condizioni di erogazione del prestito a un tasso variabile, che è abbastanza favorevole, soltanto le grandi banche con una base collaterale notevolmente maggiore sono state in grado di partecipare a queste aste.

Il tasso di interesse sui prestiti interbancari<sup>2</sup> è aumentato del 18,5% (da una media del 5,4% nel mese di gennaio 2013 al 6,4% a dicembre 2013). Questo tasso è stato nella parte superiore del corridoio dei tassi di interesse della Banca di Russia, arrivando di tanto in tanto molto vicino al suo limite superiore. In generale, la media annua MIACR (Monthly Average Actual Rates on Moscow Banks' credit) sui prestiti interbancari overnight in rubli è aumentata del 10%; dal 5,5% nel 2012 al 6,1% nel 2013.

---

<sup>2</sup> Tasso di interesse interbancario è un MIACR (Monthly Average Actual Rates on Moscow Banks' credit) medio mensile sui prestiti interbancari overnight in rubli.



Si osserva che, dato che le cause chiave della crescita della base monetaria sono state le operazioni della Banca di Russia, le decisioni di quest'ultima hanno determinato le dinamiche dei tassi di interesse. Inoltre, la revoca delle licenze di alcune banche russe è diventato un ulteriore fattore per l'aumento del tasso di interesse sul mercato interbancario nel IV trimestre del 2013; si nota infatti che dal 1° gennaio 2014, la quota del 70% sul totale indebitamento degli istituti di credito nei confronti della Banca di Russia è stata causata dai 5 maggiori operatori di mercato (secondo i dati a partire dal 1° gennaio 2013 una quota del 70% del debito delle banche nei confronti del regolatore per l'importo totale di 2,7 trilioni di rubli è stato dovuto, invece, da 13 banche).

Si osserva che prospetticamente l'estensione di strumenti di fornitura di liquidità a lungo termine (aste pronti contro termine di tre mesi o di un anno garantite da attività non di mercato) consentirà alle banche di rilasciare garanzie di mercato e creare le condizioni per una crescita ulteriore nei volumi e nella disponibilità di prestiti interbancari.

La diminuzione, però, dei saldi dei conti corrispondenti nella Banca di Russia nelle condizioni di una crescita dei tassi di interesse sui prestiti interbancari suggerisce un deficit<sup>3</sup> strutturale di liquidità nel settore bancario. In media, nel periodo di gennaio-novembre 2013 l'offerta di moneta M2 è aumentata del 15,3% su base annua. Nel 2010 il tasso medio di crescita dell'offerta di moneta è stato del 32,5%, nel 2011 del 24,3% e nel 2012 del 19,4%. In generale, si può notare che la tendenza alla graduale diminuzione dei tassi di crescita dell'offerta di moneta (rispetto al corrispondente periodo dell'anno precedente), che era stata osservata a partire dal 2011, è stata invertita nella prima metà del 2013, con il tasso di crescita mensile M2 stabilizzato al livello del 15,4-16,7% (su base annua) nella seconda parte dell'anno. Dunque l'aumento del tasso di crescita dell'offerta di moneta M2 è stato moderato rispetto ai periodi precedenti e, di per sé, l'inflazione non ha creato alcun presupposto per un disturbo della stabilità dei prezzi a causa dei fattori monetari. Considerando che la base monetaria è aumentata del 6,6% e l'offerta di moneta è cresciuta del 14,6%, il tasso di crescita del moltiplicatore monetario è stato del 7,5%. Da gennaio a dicembre 2013 il moltiplicatore monetario medio (ovvero il rapporto tra M2 e la base monetaria) è stato di 3,2, mostrando un lieve incremento rispetto al 2012 (3,0 nel 2012, in media). Questo valore del moltiplicatore monetario è tipico delle economie emergenti mentre nei paesi sviluppati l'intervallo è solitamente da 5 a 8.

Il livello di monetizzazione dell'economia russa (ovvero M2 in rapporto al PIL) per il periodo dal 1999 al 2012 è aumentato di 2,5 volte al 51,5% nel 2012. Per fare un confronto, in

---

<sup>3</sup> Secondo la definizione della Banca di Russia, un disavanzo strutturale di liquidità significa una condizione del settore bancario caratterizzata dall'esistenza di una necessità stabile per gli istituti di credito di ottenere liquidità mediante operazioni con la Banca di Russia (da "Linee guida per la politica monetaria di Stato per il 2014 e per il 2015-2016").

Bielorussia M2 in rapporto al PIL per lo stesso periodo è aumentato di 1,8 volte al 30,5 %, in Kazakistan di 2,6 volte al 34,7% e in Ucraina di 3,3 volte al 54,9%. Un tasso di crescita di monetizzazione relativamente più basso del PIL nel periodo dal 1999 al 2012 era tipico della maggior parte dei paesi dell'Europa centrale ed orientale, per esempio, in Polonia M2 in rapporto al PIL è aumentata di 1,4 volte al 57,9% nel 2012, in Francia di 1,5 volte al 158% nel 2012, in Germania questo indicatore è rimasto relativamente stabile, avendo raggiunto il 173% nel 2012. Si osserva che il livello relativamente basso di monetizzazione dell'economia russa è dovuto al basso livello di sviluppo del sistema finanziario nella Federazione Russa.

Se si analizzano le componenti dell'offerta di moneta, si può notare che il risparmio individuale nel 2013 ha mostrato un aumento medio del 18,3% su base annua (19,9% nel 2012) e i depositi da parte di organizzazioni finanziarie e non hanno mostrato un aumento medio del 12% (18,3% nel 2012); inoltre l'offerta di moneta M0 ha dimostrato una crescita media del 8,2% (su base annua) nel 2013 (12,7% nel 2012) e la sua quota in M2 era, in media, il 22,6% (24% nel 2012). Così, nel 2013 la quota di liquidità dell'offerta di moneta ha continuato a diminuire, il che riflette un graduale sviluppo del sistema finanziario della Federazione Russa, tuttavia, questa proporzione è ancora molto elevata rispetto ai paesi sviluppati, dove, di regola, si tratta del 10%.

### **3.2. I processi di inflazione**

Nel 2013 l'inflazione è stata al di sopra del range di riferimento (5-6%) stabilito dalle linee guida per la politica monetaria della Banca di Russia per il 2013-2015, e ha raggiunto il 6,5% sulla base dei risultati dell'anno (6,6% nel 2012) arrivando quasi al suo limite superiore nel mese di settembre. L'inflazione ha superato il limite superiore del range di riferimento principalmente per fattori di natura non monetaria, in particolare, c'è stato un aumento più veloce rispetto al 2012 nei prezzi dei prodotti alimentari nazionali; infatti si deve ricordare che il tasso medio di crescita dell'offerta di moneta M2 su base annua per i 12 mesi del 2013 ha rallentato, ammontando al 15,3% su base annua.

L'aumento dei prezzi al consumo è stato costretto anche dalla indicizzazione delle tariffe per i servizi forniti da monopoli naturali e dall'aumento delle accise su alcune merci; inoltre, tenendo conto della quota considerevole di merci importate nel consumo degli agenti economici nella Federazione Russa, l'indebolimento del rublo ha contribuito ad un'inflazione accelerata. Si osserva però che l'effetto del trasferimento delle fluttuazioni del tasso di cambio sui prezzi dell'economia russa è incompleta ( $\uparrow P_{IM} = \uparrow E \downarrow P_{IM}^*$ ). In media, l'effetto di un mese di trasferimento del tasso di cambio sull'indice dei prezzi al consumo (CPI) è stato del 5%, con la maggior parte delle regolazioni dei livelli di prezzo per le fluttuazioni del tasso di cambio del rublo che si sono verificate dai 6 a 12 mesi seguenti.

Nel frattempo, bisogna aggiungere che, quando la Banca di Russia ha stabilito l'obiettivo di inflazione per il 2013, avrebbe dovuto prendere in considerazione più accurata la possibile influenza dei fattori accidentali (come l'influenza del raccolto 2012 sulla conservazione dei foraggi da utilizzare nel 2013; l'analisi della struttura di mercato di diversi prodotti alimentari e non alimentari; la considerazione dell'effetto del trasferimento del deprezzamento della moneta nazionale sui prezzi dei beni; l'introduzione di nuove restrizioni commerciali, etc.) e la possibilità di valutare possibili deviazioni dell'inflazione dal range di riferimento. Quindi, l'inflazione al di sopra del range di riferimento è un fallimento inequivocabile della politica della Banca di Russia.

Si consideri il processo dell'inflazione del 2013 in modo più dettagliato.

Come indicato nella tabella 1, il tasso di crescita dei prezzi dei beni di consumo nel periodo da gennaio a dicembre 2013 è stato leggermente inferiore a quello del 2012. Ciò che ha contribuito notevolmente all'aumento dei prezzi dei prodotti alimentari è stata la crescita dei prezzi dei seguenti prodotti: uova (+ 28,8%), burro (+ 18,6%), bevande alcoliche (+ 14,6%), latte e prodotti lattiero-caseari (+ 13,1%) e frutta e verdura (+ 9,3%). L'aumento dei prezzi del burro e latticini, nonché quello delle uova, è stato provocato dal deficit delle materie prime a causa della limitata disponibilità di foraggio, causata dal cattivo raccolto nel 2012. L'aumento dei prezzi di frutta e verdura che è iniziato nel mese di ottobre 2013 è stato associato con i raccolti più poveri a causa della forte pioggia nella parte centrale della Russia.

Inoltre si osserva che le restrizioni all'importazione di alcune merci verso la Russia dalla Bielorussia, dai paesi Baltici e dall'Ucraina hanno contribuito anch'esse all'aumento dei prezzi dei prodotti alimentari.

Il tasso di crescita dei prezzi dei prodotti non alimentari (+ 4,5%) è rallentato nel 2013 rispetto al 2012. In questo gruppo di prodotti è stata osservata la crescita più veloce per i prodotti del tabacco a causa dell'aumento delle accise. Inoltre, l'aumento delle accise e dei costi del carburante all'ingrosso nella seconda metà di questo periodo, per la chiusura di numerose raffinerie di petrolio, ha provocato l'accelerazione dei tassi di crescita dei prezzi della benzina. I prezzi dei servizi a pagamento sono aumentati dell'8% rispetto al 2012; questo è stato soprattutto dovuto all'indicizzazione dei prezzi regolamentati e alle tariffe per i servizi di organizzazioni che offrono attività infrastrutturale.

Dunque si deve notare una lieve accelerazione dei tassi di crescita dei prezzi per la maggior parte dei gruppi di servizi.

Allo stesso tempo, il rinvio dell'indicizzazione da gennaio a luglio sembra essere ragionevole perché quando un nuovo raccolto va al mercato dopo l'indicizzazione delle tariffe, esso

provoca una diminuzione dei prezzi dei prodotti alimentari e in parte smorza l'effetto di indicizzazione delle tariffe.

	<i>2011</i>	<i>2012</i>	<i>2013</i>	<i>2011-2013</i>
<b>Indice dei prezzi al consumo</b>	<b>6,1</b>	<b>6,6</b>	<b>6,5</b>	<b>20,5</b>
<b>Prodotti alimentari</b>	<b>3,9</b>	<b>7,5</b>	<b>7,3</b>	<b>19,8</b>
Grano e legumi	-0,8	-0,7	3,2	-11,7
Burro	6,6	3	18,6	30,2
Olio vegetale	4,6	3,4	-3	4,9
Pasta	3,4	7,6	4,7	16,5
Latte e prodotti caseari	6,3	4,4	13,1	25,5
Uova	6,2	5,1	28,8	43,8
Pane	8,9	12	8	31,7
Carne	9,2	8,3	-3	14,7
Pesce	10,3	1,9	7,6	20,9
Frutta e verdura	-24,7	11	9,3	-8,6
Bevande alcoliche	8,4	12,1	14,6	39,3
<b>Prodotti non alimentari</b>	<b>6,7</b>	<b>5,2</b>	<b>4,5</b>	<b>17,3</b>
Materie di costruzione	7,9	5,1	2,5	16,2
Petrolio	14,9	6,8	5,7	29,7
Prodotti di tabacco	21,1	22,6	29,3	92
<b>Servizi</b>	<b>8,7</b>	<b>7,3</b>	<b>8</b>	<b>26</b>
Servizi di alloggio	11,7	9,4	9,8	34,2
Servizi di educazione infanzia	11,3	6,4	9,9	30,1
Servizi ricreativi e sanitari	9	5,9	5,7	22
Servizi di trasporto passeggeri	9,1	6,9	8,9	27
Servizi di organizzazione della cultura	11,3	8,8	10,5	33,8

*Tabella 1. Tassi annuali di crescita dei prezzi per alcuni tipi di beni e servizi di consumo nel periodo 2011-2013 in percentuale (fonte: Banca di Russia)*

Per terminare questa sezione sui processi dell'inflazione si mettono a confronto i tassi di crescita dei prezzi dei beni di consumo in Russia e negli altri paesi della CSI (Comunità degli Stati Indipendenti). Per il periodo da gennaio a novembre 2013 la Russia è stata al secondo posto, tra i paesi della CSI, dopo la Bielorussia, per i tassi di crescita dei prezzi al consumo; mentre l'Ucraina ha visto un livello di inflazione pari a zero sulla base dei risultati di 11 mesi.

L'inflazione in Russia da gennaio a novembre 2013 è aumentata di 2,5-8,5 volte rispetto al valore per i paesi sviluppati. Così, l'inflazione nella Federazione Russa continua a rimanere relativamente alta, sia in confronto con i paesi sviluppati che con le economie emergenti.

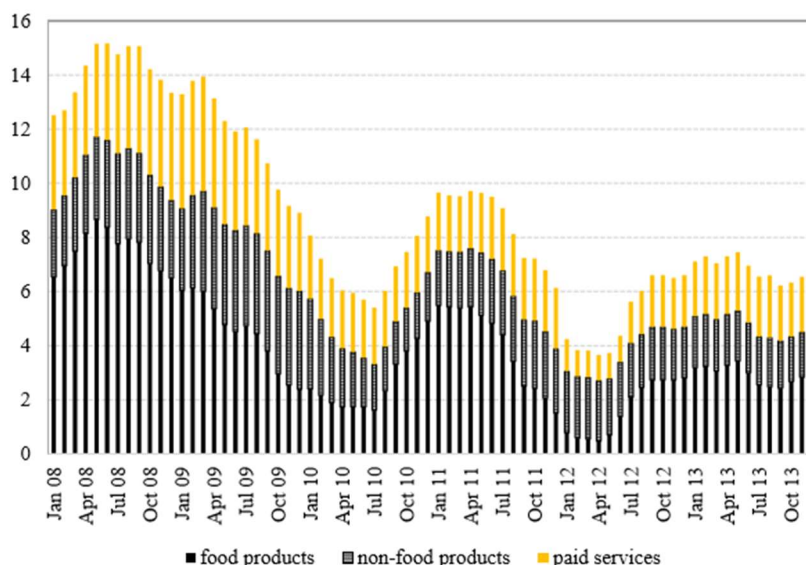


Fig. 4. Struttura dell'inflazione nel periodo 2008-2013 (fonte: Gaidar Institute)

### **3.3. Le misure fondamentali in materia della politica monetaria e FX**

Nel 2013 sotto la condizione di una transizione graduale verso il controllo dell'inflazione, la Banca di Russia ha preso una serie di importanti decisioni in materia di miglioramento del sistema dei suoi strumenti sui tassi di interesse e di aumento della flessibilità del suo regime di cambio.

#### ***Le decisioni in materia di politica monetaria***

La decisione più importante da parte della Banca di Russia nel 2013 è stata l'introduzione di un tasso di interesse chiave (key interest rate) dall'unificazione dei tassi di interesse sulle operazioni di fornitura e assorbimento della liquidità attraverso un'asta per il periodo di una settimana (5,50% annuo a partire da settembre); allo stesso tempo però, la Banca di Russia ha completato anche la formazione del corridoio del tasso di interesse.

I tassi di interesse sulle operazioni continue della Banca di Russia di assorbimento e fornitura di liquidità per un giorno hanno costituito, rispettivamente, i più bassi (4,5% annuo a partire dal settembre 2013) e più alti (6,5% annuo a partire dal settembre 2013) limiti del corridoio dei tassi di interesse in modo simmetrico rispetto al tasso di interesse di riferimento (chiave). La scelta di un tasso di interesse chiave sembra ragionevole perché la principale fonte di attrazione della liquidità per gli istituti di credito da parte della Banca di Russia sono le aste per il periodo

di una settimana (valore medio per il periodo gennaio-dicembre 2013 di 1,6 trilioni di rubli), con l'indebitamento sulle aste overnight (valore medio per il periodo gennaio-dicembre 2013 di 0,2 trilioni di rubli) e sulle aste a lungo termine (3-12 mesi) nettamente inferiore a quello sulle aste settimanali; dunque il regolatore intende utilizzare il tasso di interesse chiave (key interest rate) come il principale indicatore di direzione della politica monetaria.

Dal 1° gennaio 2016 il tasso di rifinanziamento è regolato al livello del tasso di interesse chiave, questo consente un aumento della trasparenza della politica monetaria non solo per gli operatori economici all'interno del paese, ma anche all'estero, facendo aumentare così la fiducia degli investitori nei segnali da parte della Banca di Russia. Nelle condizioni di regime del controllo dell'inflazione, lo strumento principale della politica monetaria è stato il tasso di interesse che colpisce il volume dei prestiti, l'offerta di moneta e altri indicatori macroeconomici. Qualsiasi variazione del tasso chiave è servita agli operatori economici come un segnale potenziale di ammorbidimento o indurimento della politica monetaria che ha colpito direttamente le loro aspettative.

Il 12 luglio 2013 la Banca di Russia ha annunciato l'introduzione di un nuovo strumento di rifinanziamento del sistema bancario ovvero le aste per l'erogazione di prestiti assicurate da garanzie o da attività non di mercato per un periodo di 12 mesi. L'introduzione di questo nuovo strumento mirava, non alla crescita del volume di rifinanziamento, ma alla sua redistribuzione a favore degli strumenti con termini più lunghi. Il tasso d'interesse minimo, in base al nuovo strumento di rifinanziamento, è stato del 5,75% annuo, che è di 0,25 punti percentuali superiore a quello sulle aste pronti contro termine dirette per un periodo di un giorno. Sulla base dei risultati della prima asta, che si è tenuta alla fine di luglio 2013, il volume dei fondi prestati è stato di 306,8 miliardi di rubli con una distribuzione massima di 500 miliardi di rubli. I prestiti a un anno al tasso d'interesse minimo del 5,75% sono stati emessi per i 31 mutuatari che hanno partecipato all'asta. Il basso livello di interesse per questo nuovo strumento della Banca di Russia può essere spiegato da motivi tecnici, dal momento che non tutte le banche disposte a partecipare all'asta hanno ricevuto l'approvazione del regolatore. Un'altra, e forse, la più importante ragione per la bassa domanda per l'asta, è che la maggior parte delle banche non avevano garanzie del termine richiesto (12 mesi) e gli alti costi alternativi della riduzione del valore delle garanzie. C'è stato un così basso livello di interesse per questo strumento che si sottolinea che la seconda di queste aste, con un limite di 500 miliardi di rubli prevista per gennaio 2014, non ha avuto luogo a causa di un numero insufficiente di richieste.

Il 13 settembre la Banca di Russia ha annunciato una riduzione dei tassi di interesse sui prestiti overnight (prestiti che venivano garantiti da attività non di mercato o da garanzie per la durata di un giorno) al 6,50% annuo, e l'aumento del tasso di interesse massimo al 5,50% annuo sulle

operazioni di deposito su una base d'asta per il periodo di una settimana. I tassi di interesse sulle restanti operazioni della Banca di Russia e i tassi di rifinanziamento sono rimasti invariati.

In secondo luogo, si osserva che il mercato dei prestiti interbancari, nella Federazione Russa, è fortemente concentrato: infatti a partire da gennaio 2014, i dieci più grandi operatori di mercato hanno rappresentato per il 71% il debito degli istituti di credito, venti banche commerciali l'83% e cinquanta banche il 96%, e l'importo totale del debito è stato 2,6 trilioni di rubli. Questo significa che la maggior parte delle piccole banche hanno un accesso molto limitato al mercato dei prestiti interbancari; un miglioramento al sistema degli strumenti di rifinanziamento della Banca di Russia è una condizione necessaria ma non sufficiente per lo sviluppo ulteriore del mercato dei prestiti interbancari. Per questo fine devono essere prese misure per ridurre la concentrazione del mercato dei prestiti interbancari.

Comunque, nel medio termine, un incremento nella fornitura di liquidità da parte del regolatore potrebbe incentivare gli istituti di credito ad effettuare una gestione efficace delle attività della liquidità, che, alla fine, creerà le condizioni per una riduzione della volatilità dei tassi di interesse nel mercato interbancario. Quindi, le questioni relative all'aumentare la profondità del settore finanziario e allo sviluppo del contesto istituzionale rimangono rilevanti per l'economia russa.

Nel mese di ottobre il sistema degli strumenti di politica monetaria è stato completato da aste per la fornitura di prestiti garantite da attività non di mercato per un periodo di 3 mesi con un tasso di interesse variabile; i risultati di questa asta, che si è tenuta ad ottobre, hanno mostrato un'elevata domanda per questo strumento della Banca di Russia (la domanda è stata di 563 miliardi di rubli con un limite di 500 miliardi di rubli). I vantaggi di pronti contro termine a tre mesi garantiti da attività non di mercato sono dovuti a un tasso variabile inferiore rispetto alle aste a tasso fisso e alle aste a un anno con tasso variabile garantite da attività non di mercato. La partecipazione ad un'asta a tre mesi, in contrapposizione con un'asta equivalente ad un anno, ha consentito alle banche di aumentare il valore delle loro garanzie a disposizione e di facilitare la fornitura di garanzie del termine richiesto. Al fine di mitigare la carenza di liquidità per gli istituti di credito individuali, la Banca di Russia ha continuato ad effettuare transazioni basate sulle aste utilizzando non solo i titoli, ma anche altri tipi di attività, tra cui quelle non di mercato. Tuttavia, nelle condizioni di una graduale riduzione nella capacità di fornire liquidità alle banche, liquidità che è stata assicurata da garanzie di qualità adeguata, la Banca di Russia ha pianificato un uso attivo di acquisto e vendita di attività (titoli, oro, valuta estera) come un ulteriore strumento di regolazione della liquidità. Una maggiore diversità dei meccanismi per la fornitura di liquidità può facilitare la stabilizzazione della situazione della liquidità nel settore bancario.

Tra le innovazioni che sono state adottate dalla Banca di Russia, in occasione della riunione del Consiglio di Amministrazione a settembre del 2013, si nota la creazione di un livello di inflazione programmato come un punto (non un intervallo di range) che consente potenzialmente alla Banca di Russia di trasferire un segnale forte, per quanto riguarda le sue priorità di obiettivo, agli agenti economici.

Le linee guida per la politica monetaria del 2014-2016 specificano che il cambiamento dell'obiettivo dei prezzi al consumo sarà del 5% nel 2014, 4,5% nel 2015 e del 4% nel 2016; inoltre nel caso di fattori imprevisti, i limiti di tolleranza dell'inflazione verso l'alto e verso il basso dal valore obiettivo sono stati stabiliti al livello di 1,5 punti percentuali. Tuttavia tenendo conto delle tendenze nell'economia russa, il range di inflazione del 3,5-6,5% copre quasi tutti gli scenari possibili. In altre parole, in assenza di shock globali, l'inflazione rimarrà all'interno di questo range con quasi qualsiasi corso della politica monetaria della Banca di Russia.

In generale, questa ultima modifica del sistema di strumenti di politica monetaria faciliterà il miglioramento del funzionamento del mercato non monetario, aumenterà il controllo sui tassi di interesse, e la mitigazione dei rischi di inflazione.

Il corridoio dei tassi di interesse creato, che, in prospettiva, può migliorare la prevedibilità dei tassi di interesse sul mercato monetario contribuirà alla lavorabilità del canale di interesse. L'uso di valori per l'inflazione obiettivo con intervalli più ristretti di oscillazione e la spiegazione agli agenti economici delle peculiarità dell'applicazione degli strumenti della politica monetaria nel medio termine, faranno aumentare la fiducia degli agenti economici stessi e stabilizzerà le aspettative legate ai tassi di interesse sul mercato monetario, che, a sua volta, migliorerà il funzionamento di tutto il meccanismo di trasmissione della politica monetaria.

### ***Le decisioni in materia di politica FX***

Nel 2013 la Banca di Russia ha proposto di migliorare il meccanismo della politica dei tassi di cambio. Tutte le decisioni prese nel campo della politica FX hanno avuto lo scopo di aumentare la flessibilità del regime del tasso di cambio. Nel quadro di attuazione della politica del tasso di cambio, la Banca di Russia ha usato, come punto di riferimento operativo, il costo del rublo del paniere di doppia valuta composto da 45 centesimi di euro e 55 centesimi di dollaro. L'intervallo di valori del costo del rublo del paniere di doppia valuta accettabile per la Banca di Russia è stato stabilito come una banda operativa fluttuante, i cui confini sono stati regolati a seconda della quantità di interventi FX eseguiti; dal luglio 2012 l'ampiezza dell'intervallo è stato di 7 rubli.



Nell'ottobre del 2013 la Banca Centrale ha eseguito una regolazione del meccanismo della politica dei cambi. In base a questa regolazione, i parametri delle operazioni di vendita e acquisto FX della Banca di Russia, sul mercato domestico dei cambi, sono determinati tenendo conto delle operazioni del Tesoro federale per l'accumulo o la spesa di liquidità del Fondo di Riserva e del Fondo Nazionale di ricchezza. In particolare, gli importi delle operazioni FX della Banca di Russia sul mercato domestico, finalizzati a regolare la volatilità del tasso di cambio del rublo, possono essere aumentati o diminuiti di un importo pari agli acquisti (vendite) FX del Tesoro Federale con la Banca di Russia, legati all'accumulo (spesa) dei fondi sovrani in valuta estera. Tale adeguamento consentirà di appianare le fluttuazioni del tasso di cambio del rublo e il mantenimento della stabilità del mercato monetario e FX durante i periodi delle operazioni FX del Tesoro Federale.

Al fine di aumentare la trasparenza del regime di cambio, le informazioni preliminari sul volume e sulla data della prestazione da parte del Tesoro federale delle sue operazioni FX vengono pubblicate sul suo sito ufficiale. Si ricorda che, per appianare la volatilità del tasso di cambio del rublo, la banda operativa fluttuante è suddivisa in intervalli interni, per ognuno dei quali è stabilita una determinata quantità di interventi (in milioni di dollari al giorno). Nella parte centrale della banda operativa fluttuante è delineato un intervallo "neutrale", all'interno del quale la Banca di Russia non esegue interventi FX volti ad appianare la volatilità del tasso di cambio del rublo.

Nel 2013 la banda operativa del costo del paniere di doppia valuta in cui la Banca di Russia esegue interventi FX, è stata completata da un intervallo interno "tecnico". Come nell'intervallo neutrale, nell'intervallo tecnico il regolatore non attua alcun intervento FX, compresi quelli relativi alle operazioni del Tesoro Federale per la gestione dei fondi sovrani. Come risultato dell'introduzione del "corridoio tecnico", l'intervallo, in cui il tasso di cambio del rublo russo è formato soltanto da fattori di mercato, è stato ampliato di 0,1 rubli. Inoltre, il 7 ottobre la Banca di Russia ha eseguito un'espansione simmetrica (da 1 a 3 rubli) dell'intervallo "neutrale" della banda operativa fluttuante del paniere di doppia valuta. Così, il corridoio FX entro il quale la Banca di Russia non ha influenzato le dinamiche del tasso di cambio del rublo russo è stato aumentato a 3,1 rubli nel 2013.

I parametri importanti nel calcolare la quantità delle operazioni effettuate dalla Banca di Russia nel mercato FX, che provocano il movimento dei confini della banda operativa, sono gli interventi obiettivo. La realizzazione di interventi obiettivo è principalmente rivolta a neutralizzare le aspettative degli agenti economici, per le fluttuazioni del tasso di cambio del rublo, formate sotto l'influenza delle condizioni economiche estere esistenti. Dal mese di ottobre in poi, la Banca di Russia ha ridotto la quantità di interventi FX obiettivo a 60 milioni

di dollari al giorno, mentre a settembre le vendite FX medie giornaliere ammontavano a 104,3 milioni di dollari e più di 7 milioni di euro. Questa regolazione si traduce in un aumento della sensibilità dei confini della banda operativa del paniere di doppia valuta alla quantità di interventi messi in atto dalla Banca di Russia e finalizzati all'appianamento dell'eccessiva volatilità del tasso di cambio del rublo.

Questi cambiamenti, tutti a parità di altre condizioni, garantiscono una riduzione della presenza diretta della Banca di Russia nel mercato FX domestico. Tuttavia dal 1° gennaio al 31 dicembre 2013 i confini del corridoio fluttuante del paniere di doppia valuta è cambiato 31 volte; ad esempio, il 31 dicembre 2013 i confini del corridoio del costo del paniere di doppia valuta erano 33,05-40,05 rubli, mentre, per l'inizio di gennaio 2013, il loro livello è stato 31,65-38,65 rubli, per fare un confronto, nel 2012 i confini del corridoio operativo sono cambiati solo 11 volte da 32,2-38,2 rubli a 31,65-38,65. Bisogna notare che il graduale aumento della flessibilità del regime di cambio, e della sensibilità dei confini del corridoio operativo alla quantità di interventi attuati dal regolatore, hanno creato le condizioni affinché gli agenti economici si adattassero alle fluttuazioni del tasso di cambio e apprendessero l'utilizzo di strumenti di gestione del rischio FX.

Ciò premesso, l'intenzione della Banca di Russia di conservare il diritto di effettuare operazioni obiettivo nel mercato FX al fine di mantenere la stabilità finanziaria in caso di qualsiasi shock esterno sembra essere ragionevole, ed è associata con la notevole dipendenza della situazione dell'economia russa con i prezzi mondiali per le risorse energetiche e con l'elevata sensibilità della condizione del conto capitale al contesto economico e politico estero.

#### **3.4. La bilancia dei pagamenti e il tasso di cambio del rublo**

In questo periodo le condizioni esterne sfavorevoli nei mercati delle materie prime a livello mondiale hanno avuto un notevole impatto nella formazione della bilancia dei pagamenti nella Federazione Russa. La riduzione della domanda di risorse di materie prime è stata guidata, tra le altre cose, dai bassi tassi di crescita delle economie emergenti e dall'attuazione di misure di politiche di bilancio da parte dei governi di alcuni paesi sviluppati.

Una sostanziale diminuzione del saldo del conto corrente e un deflusso di fondi dal conto finanziario hanno determinato una riduzione delle riserve internazionali della Banca di Russia, e un deprezzamento del rublo. Come si è accennato in precedenza, nel 2013 la Banca di Russia, nonostante il suo passaggio al regime dell'inflazione obiettivo, ha aumentato la sua presenza nel mercato FX; inoltre sulla base dei risultati di questo periodo il deflusso netto di capitali dal

paese ha superato la cifra del 2012, che rifletteva una valutazione di alto rischio nell'investire nell'economia russa.

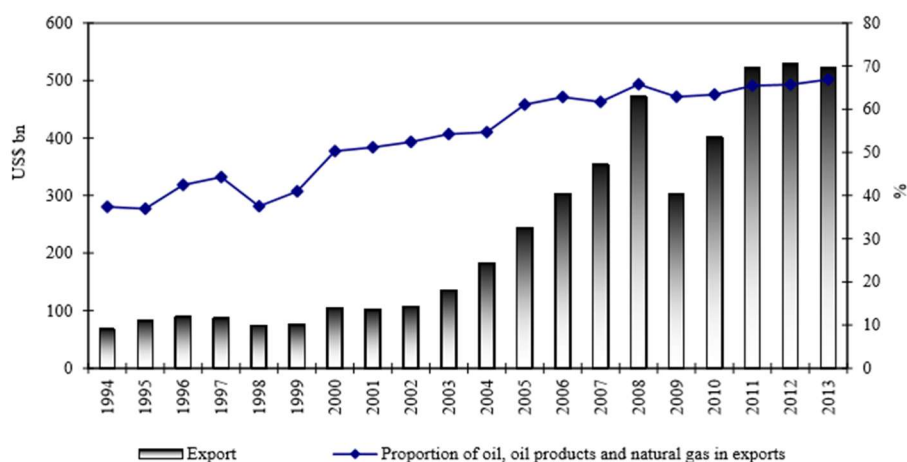
<b>Indicatore</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Saldo del conto corrente e conto capitale	97,4	66,8	32,6
Saldo del conto finanziario (escluse le riserve)	-76,1	-26,5	-43
Cambiamenti nelle riserve FX	-4,6	-30	22,1
Errori ed omissioni	-8,7	-30	-11,7

*Tabella 2. Principali voci della bilancia dei pagamenti nel periodo 2011-2013 in miliardi di dollari (fonte: Servizio Federale di Statistica dello Stato)*

In accordo con la stima della bilancia dei pagamenti della Federazione Russa per il periodo gennaio-dicembre 2013 pubblicata dalla Banca di Russia, il saldo attivo del conto corrente è stato di 33 miliardi di dollari, con una diminuzione del 54% rispetto al 2012 (Tabella 2). La positiva bilancia commerciale è diminuita del 7,8% (da 192.3 miliardi di dollari a 177.3 miliardi), con l'esportazione di merci in calo del 1,2% (da 528 miliardi di dollari a 522 miliardi) e con l'importazione di merci in aumento del 2,6% (da 335.7 miliardi di dollari a 344,3 miliardi).

La quota di esportazione di petrolio, prodotti petroliferi e gas naturale è stata il 66,9% del totale delle esportazioni, con un incremento di 1,2 punti percentuali rispetto al corrispondente periodo del 2012, nonostante una rilevata riduzione del prezzo del petrolio nel 2013, in media del 2,8% a 108,8 \$ a barile (Fig. 5). Negli anni 2000 il fattore principale che determina il saldo del conto corrente nell'economia russa è stata la bilancia commerciale, che, a sua volta, dipendeva dalle fluttuazioni di prezzo degli idrocarburi; questa tendenza continuava anche nel 2013.

Il deficit del saldo dei servizi è cresciuto (in valore assoluto) del 26,9% rispetto al corrispondente periodo del 2012; infatti mentre l'esportazione di servizi ha avuto un incremento 12,2% rispetto all'anno precedente, l'importazione degli stessi, per i 12 mesi del 2013, ha superato la cifra corrispondente del 2012 del 18,6%, ed è stata associata principalmente con l'aumento della spesa dei cittadini russi in viaggi internazionali.



*Fig. 5. Dinamiche di esportazione di beni e la quota di prodotti combustibili e di energie nel periodo 1994-2013 (fonte: Banca di Russia)*

In questo periodo il saldo dei redditi da lavoro dipendente è rimasto pressoché invariato; mentre il disavanzo del saldo del reddito da capitale, rispetto al 2012, è aumentato del 16,5%, raggiungendo 66,2 miliardi di dollari. I redditi da capitale da ricevere sono scesi del 2,8% da 42,8 miliardi di dollari a 41,6 miliardi. Il reddito esigibile dalle istituzioni non finanziarie è aumentato del 4,6% a 86,2 miliardi di dollari e quello dalle banche è aumentato del 23% a 18 miliardi di dollari, dunque questo ha determinato una crescita del reddito totale dovuto del 8,2% a 107,8 miliardi di dollari. Così, più di due volte la riduzione del surplus del conto corrente, nel 2013, era dovuta non solo ad una diminuzione della bilancia commerciale, ma anche ad un aumento del deficit della bilancia dei servizi e dei redditi primari e secondari.

Il disavanzo del conto finanziario è stato di -43,0 miliardi di dollari (-26,5 miliardi di dollari nel 2012); l'aumento del disavanzo del conto finanziario è stato associato con la crescita dell'outrunning di attività estere a fronte delle passività. La crescita delle passività degli operatori economici russi nei confronti degli operatori economici stranieri è stata superiore del 52,6% rispetto all'anno precedente.

Nel 2013 è stato osservato inoltre il deflusso di investimenti di portafoglio da parte del settore non finanziario della Federazione Russa per l'importo di 11,3 miliardi di dollari (8,1 miliardi nell'anno precedente); la diminuzione degli investimenti di portafoglio nel settore non finanziario della Federazione Russa illustra l'insufficiente attrattività degli investimenti contenuti nel portafoglio stesso in termini di rapporto rischio-rendimento. La quantità di prestiti e crediti concessi dai non residenti è cresciuta di 42,4 miliardi di dollari rispetto ai 6,7 miliardi nel 2012. Le attività estere dei residenti (le passività degli operatori economici per gli operatori

economici russi) sono aumentate di 184 miliardi di dollari (da 118,9 miliardi di dollari nel 2012). Allo stesso tempo, le attività estere delle autorità monetarie sono aumentate di 4,1 miliardi di dollari (con una diminuzione di 0,4 miliardi di dollari nel 2012); in particolare le attività estere del settore bancario sono aumentate di 26,3 miliardi di dollari (14,8 miliardi di dollari nel 2012). Il ritiro del capitale da altri settori rispetto al 2012 è aumentato del 47,5%, pari a 154,1 miliardi di dollari; di questo importo 97,4 miliardi di dollari stava per investimenti diretti e di portafoglio all'estero (53,1 miliardi di dollari in più rispetto al 2012).

Il debito estero della Federazione Russa è aumentato del 15% nel 2013 e al 1° gennaio 2014 è stato di 732 miliardi di dollari. Si nota infatti che i tassi di crescita del debito estero del settore privato ha continuato ad accelerare. Mentre nel 2011 il debito estero del settore bancario e non finanziario è cresciuto di 58,4 miliardi di dollari, nel 2012 quest'ultimo è cresciuto di 73,8 miliardi, fino a raggiungere, nel 2013, 86,4 miliardi.

In questo periodo il debito estero dello Stato è aumentato di 9 miliardi di dollari, che è notevolmente inferiore a quello del 2012 (19,7 miliardi di dollari). Nel mese di dicembre del 2013, la Russia ha rimborsato il suo debito estero di Stato alla Repubblica Ceca, Finlandia e Montenegro per un importo totale di 3,6 miliardi di dollari, inoltre ha quasi interamente estinto il debito "sovietico", e ha condonato il debito cubano per l'importo di 29 miliardi di dollari. A metà di questo periodo si osserva una crescita continua del debito estero, sia privato che statale, a causa della mancanza e dell'alto costo delle risorse finanziarie del paese e di un deficit di bilancio dello Stato della Federazione Russa. Le dinamiche del tasso di cambio del rublo del 2013 sono state simili a quelle dei paesi emergenti; la tendenza di indebolimento del rublo contro le principali valute mondiali che aveva iniziato a costituirsi nel secondo trimestre del 2013, è proseguita nel terzo e nel quarto trimestre a causa della diminuzione sostanziale della bilancia commerciale dell'economia russa, del deflusso di capitali dal paese e da una riduzione della propensione al rischio degli investitori a causa dell'atteso abbassamento del programma di quantitative easing della Federal Reserve degli Stati Uniti prima della fine dell'anno. Alcuni rafforzamenti del rublo in valori nominali alla fine del terzo trimestre sono stati in parte dovuti agli interventi FX implementati dalla Banca di Russia e alla situazione geopolitica sfavorevole nel Medio Oriente con un conseguente aumento dei prezzi del petrolio.

A causa di una certa diminuzione dei prezzi per i principali prodotti di esportazione russi e dell'inflazione moderata nella Federazione Russa, il tasso di cambio del rublo reale effettivo è sceso del 2,7% (nel 2012 è stato registrato un rafforzamento del 5,3%). Il tasso di cambio ufficiale dollaro/rublo nel periodo gennaio-dicembre è aumentato di 2,31 rubli: alla fine di dicembre, il tasso di cambio del dollaro era 32,7 rubli rispetto ai 30,4 al 31 dicembre 2012;

mentre il tasso di cambio dell'euro rispetto al rublo alla fine di dicembre era 44,9 rubli, in aumento di 4,74 rubli per anno. Di conseguenza, è stato osservato un deprezzamento del rublo nei confronti del paniere di doppia valuta: il costo del paniere di doppia valuta è aumentato di 3,43 rubli (da 34,8 rubli a 38,2) durante lo stesso periodo.

Secondo le stime della Banca di Russia, una delle tendenze critiche nelle dinamiche delle cifre della bilancia dei pagamenti è stato il deflusso di capitale dal settore finanziario, che è stato di 64,7 miliardi di dollari (10,1 miliardi di dollari in più rispetto i 12 mesi 2012). Il deflusso di capitale è stato rilevato durante quasi tutto l'anno, ad eccezione del mese di giugno, quando è stato osservato un'importazione netta di capitale dal settore privato per un importo pari a 9,6 miliardi di dollari. Tuttavia si osserva che nelle condizioni di una situazione economica instabile sia globale che russa, la forte dipendenza dell'economia russa per quanto riguarda l'esportazione di risorse energetiche, e la scarsa qualità del contesto istituzionale, è estremamente difficile ottenere un aumento degli investimenti nel territorio della Federazione Russa da parte di non residenti oppure ottenere una riduzione del deflusso di fondi dei residenti all'estero. Come è stato notato prima, uno dei driver del deflusso di capitale dai mercati emergenti sono state le aspettative degli investitori per quanto riguarda le intenzioni della Federal Reserve degli Stati Uniti di concludere il programma di quantitative easing; inoltre il maggiore deflusso di capitali è stato anche associato con il continuo livello elevato della cosiddetta "fuga di capitali"<sup>4</sup>. Sulla base dei risultati la fuga di capitali è stata, secondo le stime, di 48,2 miliardi di dollari (52,5 miliardi nel 2012).

Si nota che le prospettive della bilancia dei pagamenti della Federazione Russa sono abbastanza ambigue. Da un lato, è possibile che la tendenza alla diminuzione del saldo conto corrente che è iniziato a costituirsi nel 2013 continuerà nel medio termine. Un possibile calo dei prezzi del petrolio guidati dal rallentamento della crescita economica in un certo numero di paesi che sono i principali consumatori di materie prime, tra cui Cina, le incerte prospettive per l'economia mondiale, un esaurimento del programma di quantitative easing da parte della Federal Reserve degli Stati Uniti, e una propensione al rischio più bassa da parte degli investitori diventeranno i fattori che hanno un impatto negativo sullo stato della bilancia dei pagamenti della Federazione Russa. D'altra parte, un eventuale calo del tasso di cambio nominale del rublo contribuirà ad aumentare il surplus della bilancia commerciale.

---

<sup>4</sup> La fuga di capitali è stata calcolata utilizzando il metodo del Fondo Monetario Internazionale e rappresenta la somma di "crediti commerciali e acconti", "mancata ricezione dei proventi delle esportazioni e dei beni e servizi a pagamento ma non percepiti sotto forma di contratti di importazione" e "errori ed omissioni nette".

## 4. CONCLUSIONI

All'inizio degli anni 2000 la Russia si è trovata nella condizione di dover stabilizzare il tasso di cambio perché le esportazioni (costituite per più del 50% dalla vendita di petrolio) erano triplicate e perché la domanda di valuta locale era aumentata di molto. Dunque l'apprezzamento del rublo ha costretto la Banca Centrale di Russia ad intervenire per evitare di rendere non competitivi gli altri settori dell'economia; tuttavia questi interventi, inizialmente, sono stati rivolti soltanto a raggiungere l'equilibrio della bilancia commerciale non pensando quindi agli effetti per quanto riguarda l'inflazione e la piena occupazione.

Nel 2013, però, la Banca di Russia ha voluto controllare l'inflazione introducendo un range di riferimento per l'inflazione stessa anche per attirare i capitali. Questa decisione è stata fallimentare poiché è stata presa senza considerare molti fattori quali: l'effetto di trasferimento delle fluttuazioni del tasso di cambio sui prezzi dell'economia russa; la correlazione tra il raccolto degli anni precedenti e il prezzi di alcuni prodotti alimentari basilari come uova, burro, latte; l'introduzione di restrizioni commerciali. Il range di riferimento per questo periodo non è stato rispettato e l'inflazione russa è stata molto elevata sia nei confronti dei paesi emergenti che di quelli sviluppati nonostante la riduzione del tasso di crescita dell'offerta di moneta rispetto agli anni precedenti.

Inoltre a rendere la politica monetaria russa instabile ha contribuito anche il deprezzamento del rublo contro le principali valute mondiali a causa della riduzione della bilancia commerciale, del deflusso dei capitali dal paese, e di una riduzione della propensione al rischio degli investitori. Bisogna sottolineare che la Banca Centrale ha cercato di aumentare la flessibilità del regime del tasso di cambio anche se essa continua a conservare il diritto di effettuare operazioni obiettivo nel mercato FX in modo tale da mantenere la stabilità finanziaria poiché l'economia russa dipende notevolmente dai prezzi mondiali delle risorse energetiche e dal contesto economico e politico estero che influenza il conto capitale.

Lo strumento più importante introdotto dalla Banca di Russia nel 2013 è stato il key interest rate poiché quest'ultimo indica la direzione della politica monetaria agli operatori economici dando un segnale di ammorbidimento o indurimento della politica monetaria e colpendo le loro aspettative; questo strumento consente trasparenza della politica monetaria russa anche per gli operatori economici esteri facendo aumentare così la fiducia degli investitori nei confronti della Banca di Russia.





## **BIBLIOGRAFIA:**

- Bank for International Settlements (2014), “The transmission of unconventional monetary policy to the emerging markets (Monetary policy in Russia: Recent challenges and changes)”, Bis Papers no.78, BIS, Basel.
- Esanov, A., Merkl, C., Vinhas De Souza, L. (2004), “Monetary Policy Rules for Russia”, Bofit Discussion Papers no.11, Bofit, Helsinki.
- Korhonen, I., Nuutilainen, R. (2016), “A monetary policy rule for Russia, or is it rules?”, Bofit Discussion Papers no.2, Bofit, Helsinki.
- Mau, V., Bozhechkova, A., et al. (2014), “Russian Economy in 2013. Trends and Outlooks”, Gaidar Institute Publishers no.35, Gaidar Institute For Economic Policy, Mosca.
- Taylor, J. B. (2001), “The role of the exchange rate in monetary-policy rules”, in *American Economic Review*, 91, pp. 263--267.
- Vdovichenko, A., Voronina, V. (2006), “Monetary policy rules and their application for Russia”, in *Research in International Business and Finance*, 20, pp. 145--162.

## **SITOGRAFIA:**

- BANK OF RUSSIA, 2014. “Legal Status and Functions of the Bank of Russia”.  
<http://www.cbr.ru/Eng/today/?PrtId=bankstatus>.
- BANK OF RUSSIA, 2016. “The central Bank of the Russian Federation”.  
[http://www.cbr.ru/Eng/today/?prtid=cbrf\\_sub](http://www.cbr.ru/Eng/today/?prtid=cbrf_sub).