



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI NAPOLI FEDERICO II
FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA

INNOVAZIONE E DIRITTO

INSTABILITÀ FINANZIARIA: ACCUMULARE RISERVE UNICA DIFESA?

di Elvira Sapienza*

ABSTRACT

International financial instability is today one of the major problems of the contemporary monetary system. Speculative opportunities may easily have a great impact on economies putting a currency at high risk of crash. In order to protect the domestic currency, every country holds international reserves. The work aims to analyze the trend of foreign reserves of different country groups in the last twenty years investigating theoretical reasons and considering the balance of payment situation and the quality of the currencies.

L'instabilità finanziaria internazionale rappresenta oggi, sempre più, un problema che i paesi devono fronteggiare. La forma più diffusa di difesa è costituita dall'accumulazione di riserve internazionali da utilizzare in caso di attacchi speculativi o gravi crisi dei mercati. L'obiettivo del lavoro è analizzare l'andamento delle riserve ufficiali rispetto al reddito prodotto nel mondo, negli ultimi anni, investigandone le ragioni teoriche e mettendo in luce le differenze esistenti tra paesi, dovute non solo al saldo di bilancia commerciale ma anche alla qualità (classe A o B) delle valute.

SOMMARIO: 1. Introduzione – 2. La rapida crescita delle riserve – 3. Paesi con valute di classe B – 4. Paesi con valute di classe A – 5. Considerazioni conclusive

1. Introduzione

La protezione della moneta nazionale e la difesa dalla forte instabilità del sistema finanziario internazionale, è avvenuta generalmente attraverso l'accumulazione da parte dei paesi, di *assets* denominati nelle principali valute estere (dollari americani o euro), le cosiddette: “riserve internazionali”.¹ La gestione della “liquidità sovrana” di un paese

* Ricercatrice in Economia politica, Dipartimento di Giurisprudenza, Università degli Studi di Napoli Federico II.

¹ IMF, 2010, *Reserve Accumulation and International Monetary Stability*, in *IMF Paper*, April, 041310, IMF,

costituisce, infatti, un elemento chiave per arginare massicce fuoriuscite di capitali e combattere le turbolenze dei mercati. Fino al crollo del sistema monetario di *Bretton Woods*, come appare dall'evidenza statistica, tale accumulazione è rimasta abbastanza contenuta in molti paesi per poi cominciare a crescere nel resto del decennio ed avere una decisiva impennata dopo la crisi finanziaria asiatica del '98.

L'obiettivo del lavoro è quello di presentare, innanzitutto, un quadro globale dell'andamento delle riserve internazionali cercando di evidenziare le differenze che esistono, nel trend, tra gruppi di paesi. Tale disamina permette di mettere in luce le ragioni di questa accumulazione distinguendo tra paesi che hanno un ampio surplus di parte corrente e paesi che, invece, pur trovandosi in deficit non accrescono le loro riserve per finanziare il pagamento delle importazioni ma piuttosto per difendersi dall'instabilità dei mercati.

Il lavoro è strutturato nel modo seguente. Il secondo paragrafo illustra i dati statistici relativi alla percentuale di riserve sul reddito prodotto a livello mondiale per poi soffermarsi nel terzo sulle differenze esistenti tra paesi con valuta di serie B distinguendoli in base alla presenza di un surplus o un deficit di parte corrente. Il quarto paragrafo illustra le statistiche dei paesi con valuta di serie A, tra cui anche quelli appartenenti all'UME. Alcune riflessioni che richiamano la letteratura e sottolineano la possibilità di difendersi dall'instabilità finanziaria attraverso l'appartenenza ad un'unione monetaria concludono il lavoro.

2. La rapida crescita delle riserve

L'andamento delle riserve internazionali evidenzia il malfunzionamento del sistema monetario nel quale il dollaro e un limitato numero di altre monete gode di una posizione di privilegio dovuta al fatto che gli operatori finanziari ritengono gli *assets* denominati in queste valute di qualità superiore rispetto agli altri². La presenza di valute di classe A e di classe B nel sistema monetario internazionale è responsabile quindi del comportamento asimmetrico tra paesi sviluppati ed emergenti o PVS³.

Il comportamento cross-country in termini di accumulazione delle riserve internazionali in rapporto al PIL è di seguito analizzato statisticamente attraverso l'uso della variabile

Washington, D.C, USA

² Si vedano i lavori di A. CHAPOY, 2014, *Procesos de integración monetaria sur-sur*, UNAM; e E. PRASAD, 2014, *The Dollar Trap; how the US Dollar Tightened Its Grip on Global Finance*, Princeton University Press.

³ L.F. CESPEDES, R. CHANG e A. VELASCO, 2013, *Is Inflation Targeting Still on Target? The Recent Experience of Latin America*, in *IDB Working Paper Series* n.384, Inter-American Development Bank.

“*International Reserves Minus Gold*”⁴ disponibile nei *World Development Indicators* (WDI)⁵ della Banca Mondiale, in quanto tale scelta permette di disporre di dati per un ampio campione di paesi e per lunghe serie storiche altrimenti non disponibili.⁶

A livello mondiale la percentuale di riserve sul PIL appare abbastanza costante nel primo decennio oggetto di analisi, decennio caratterizzato dal pieno funzionamento del sistema di cambi fissi ma aggiustabili di *Bretton Woods* con il dollaro statunitense nel ruolo di ancora monetaria.

A partire dagli anni '70 ed in particolare dalla caduta di *Bretton Woods*, con il passaggio ad una generalizzata fluttuazione da parte dei maggiori paesi industrializzati, la quota di riserve sul PIL è, in generale, aumentata progressivamente ma lentamente. Ciò a causa del fatto che prima dell'era della globalizzazione finanziaria i paesi detenevano riserve principalmente per gestire la domanda e l'offerta di cambio estero derivante dalle transazioni del conto corrente. La regola tradizionale delle banche centrali era infatti che le riserve dovevano essere equivalenti a tre mesi di importazioni.⁷ Gli anni '80, quindi, sono caratterizzati da una situazione in continua ma moderata crescita delle riserve che non superano il 5-6% del PIL (Figura 1.).

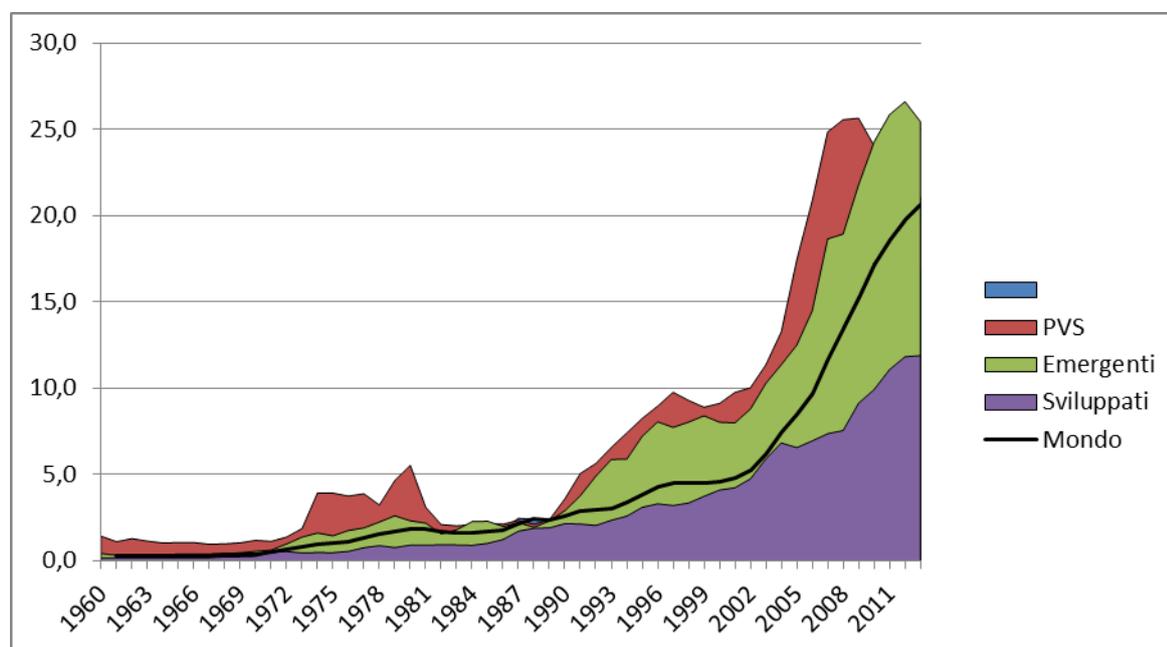
⁴ Tale misura delle riserve include: *diritti speciali di prelievo*, riserve dei membri del FMI detenute dallo stesso e partecipazioni in valuta estera sotto il controllo delle autorità monetarie.

⁵ WORLD BANK, 2014, *World Development Indicators*, Washington.

⁶ Pur essendo a conoscenza dell'esistenza di altri database disponibili presso il FMI quali: *the Reserve Template* contenente dati mensili per paese sulle componenti delle riserve e il *Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER)* contenente solo informazioni aggregate per due gruppi: paesi “avanzati” ed “emergenti” non è stato possibile utilizzarli in quanto essi coprono serie storiche e geografiche temporalmente limitate.

⁷ Dopo la crisi del Sud-Est- asiatico questa è stata messa in discussione e l'attenzione è stata spostata sulla copertura del debito a breve termine portando all'adozione della *regola Guidotti-Greenspan*. La ragione è che i paesi dovrebbero avere sufficienti riserve nel caso in cui un ri-finanziamento o un *rolling-over* del debito estero a breve termine risulti impossibile. Quindi il livello di riserve rispetto al debito estero a breve è un altro utile indicatore dell'adeguatezza delle riserve.

Fig. 1: Riserve estere (% PIL)



Fonte: WDI (2014), World Bank

La fase di grande moderazione dell'economia globale e di notevole declino nella variabilità sia dell'output che dell'inflazione prosegue negli anni '90 riducendo la domanda di regolamentazione finanziaria. Ed è proprio in questi anni, con l'avvento della globalizzazione finanziaria, che il trend in salita delle riserve diventa più marcato.

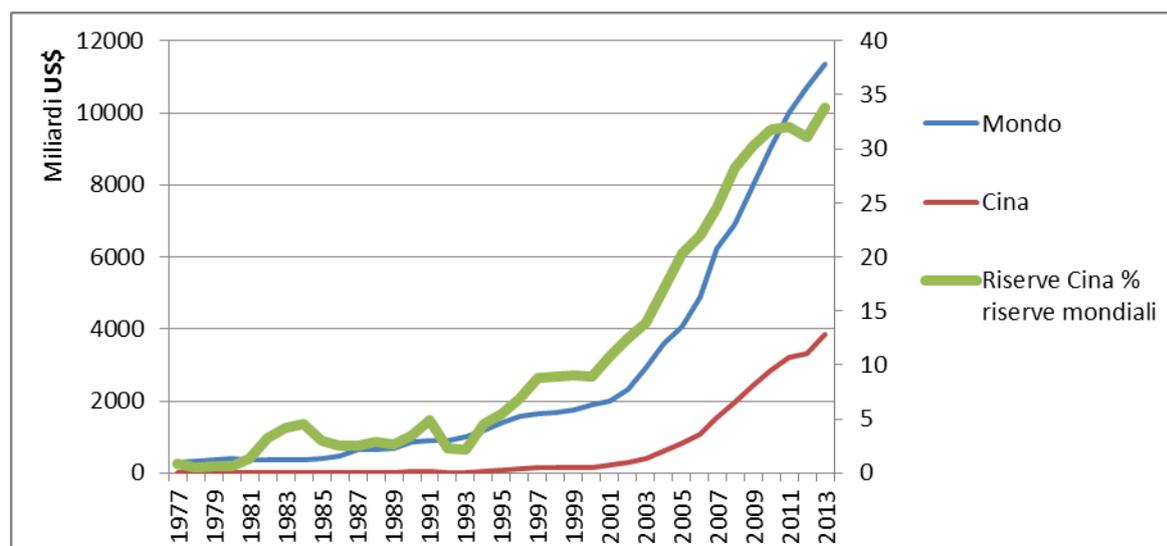
Un repentino calo nell'accumulazione delle riserve si verifica con la crisi finanziaria asiatica del 1997-1998 quando molti paesi le utilizzano per fronteggiare le massicce e repentine fughe di capitali e difendere le proprie valute⁸. Superata la crisi, nei primi anni del nuovo millennio la crescita nell'accumulazione delle riserve è ripresa non solo con maggiore vigore ma anche, a differenza dei periodi precedenti, con caratteristiche nuove. Innanzitutto questo aumento è stato particolarmente marcato (in media il rapporto riserve/ PIL ha superato il 20) nelle economie emergenti⁹ maggiormente preoccupate di garantirsi rispetto a

⁸ R. PRINGLE e N. CARVER, 2003, *How countries manage reserve assets*, in R Pringle and N Carver (eds), *How Countries Manage Reserve Assets*, Central Banking Publications, London, pp 3-31.

⁹ Le *economie emergenti* secondo il Fondo Monetario Internazionale sono; in Asia: Indonesia, Malesia, Pakistan, Filippine, Thailandia, Turchia; in Africa: Sud Africa; in America Latina: Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Messico, Perù e Venezuela; in Europa: Bulgaria, Estonia, Ungheria, Lettonia, Lituania, Polonia, Romania,

crisi future. In secondo luogo, tale aumento ha interessato particolarmente le economie le cui valute sono ancorate al dollaro (dollarizzazione) e quelle con sistemi finanziari ancora di piccola dimensione in cui risulta difficile incanalare l'eccesso di risparmio interno privato verso l'investimento¹⁰. Queste caratteristiche hanno forti legami con la crescita nell'accumulazione delle riserve che è allo stesso tempo il risultato e lo strumento per l'integrazione di questi paesi nei mercati finanziari globali. Infatti, parecchi paesi emergenti pur rappresentando i maggiori attori nel commercio internazionale continuano ad essere sottosviluppati da un punto di vista finanziario. Tale asimmetria è probabilmente la ragione per cui alcune economie asiatiche risultano responsabili di gran parte di tale accumulazione; in particolare la Cina che, detiene oggi circa il 30% delle riserve mondiali (Figura 2).

Fig. 2. Riserve estere in Cina



Fonte: WDI (2014), World Bank

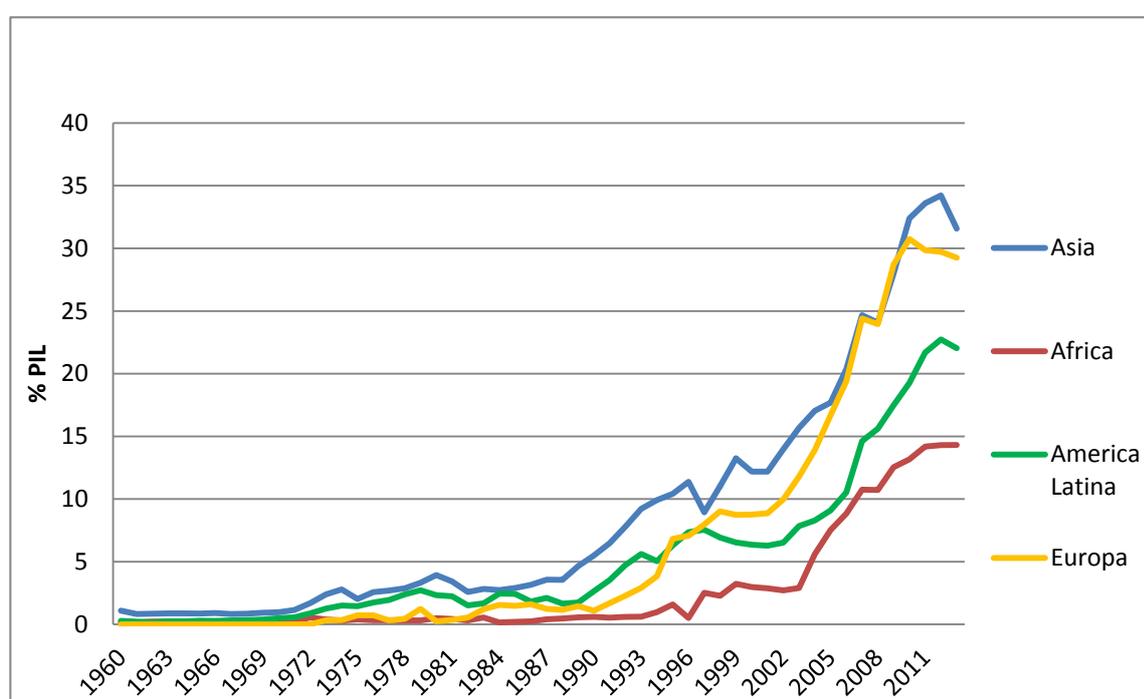
La crescente liberalizzazione dei conti capitale e l'apertura alle transazioni cross-border, rendendo i paesi più vulnerabili al contagio dall'interno o dall'esterno delle loro regioni, li ha spinti, quindi, ad accumulare riserve estere per mitigare nuove inversioni nei flussi di capitali

Ucraina.

¹⁰ O. JEANNE, 2007, *International Reserves in Emerging Market Countries: Too Much of a Good Thing?*, in *Brookings Papers on Economic Activity*, 1-55.

e tutelarsi rispetto a brusche discese del cambio¹¹. Ciò ha fatto sì che nel 2007, la quota delle riserve mondiali sul PIL raddoppiasse (12%). La crisi scoppiata con il crollo della Lehman Brothers nel 2008 segna una battuta d'arresto per la crescita delle riserve, maggiormente in Asia ed in Europa. I paesi europei emergenti (in attesa di entrare a far parte dell'area Euro),¹² in particolare sono passati da una quota pari al 5% del PIL negli anni '90, al 30 % nel 2008 per poi scendere di alcuni punti percentuali¹³. La brusca discesa è comunque evidente anche in Africa e in America Latina (Figura 3).

Fig. 3 Riserve estere nei paesi Emergenti



Fonte: WDI (2014), World Bank

¹¹ Si vedano G. CALVO e C. REINHART, 2002, *Fear of Floating*, in *Quarterly Journal of Economics* 117 (May):pp. 379– 408; e P. VUJANOVIC (2011), *Understanding the Recent Surge in the Accumulation of International Reserves*, in *OECD Economics Department Working Papers*, No. 866, OECD.

¹² I paesi dell'Unione Europea in attesa di entrare nella zona euro sono: Bulgaria, Croazia, Ungheria, Lituania, Polonia, Repubblica Ceca, Romania. Questi paesi entreranno nella zona quando le autorità europee riconosceranno che hanno soddisfatto i requisiti stabiliti dai Trattati dell'Unione.

¹³ M. BUSSIÈRE, M.,CHENG, G.,CHINN. e N. LISACK, 2014, *For a Few Dollars More: Reserves and Growth in Time of Crises*, in *NBER Working Paper* No. 19791, January, Cambridge MA.

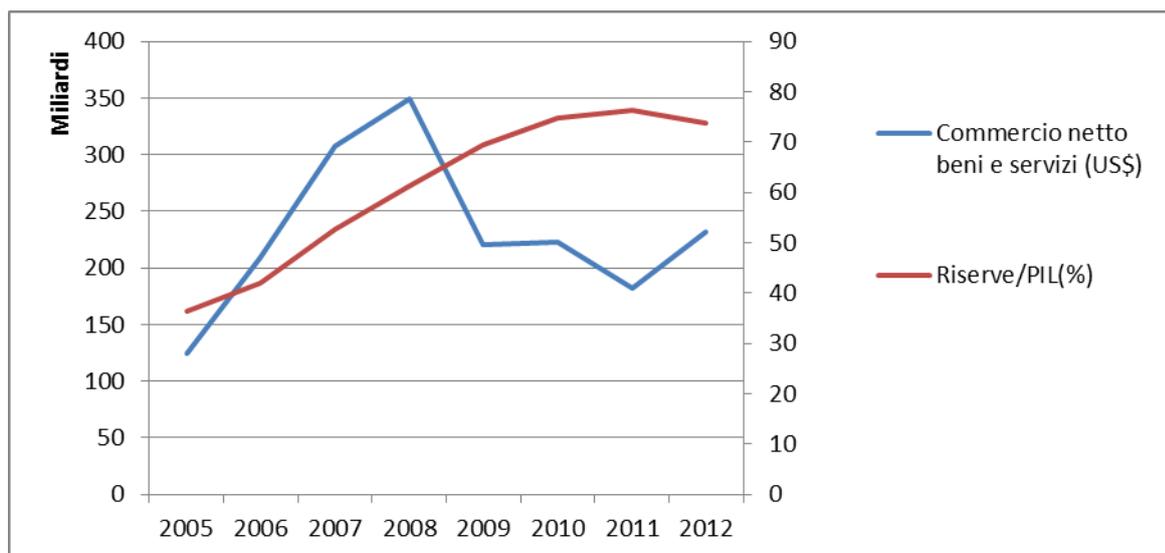
Quindi l'accumulazione delle riserve nel nuovo millennio presenta non solo caratteristiche nuove in termini di concentrazione, dimensione – nel 2013 è complessivamente pari al 21% del PIL mondiale - e distribuzione geografica ma in aggiunta molte economie hanno avviato una più attiva gestione delle riserve ufficiali, risultante in investimenti in una più diversificata gamma di strumenti con maturità più lunga da un lato, e in strumenti con finalità diversa dal detenere riserve quali la creazione di fondi petroliferi dall'altro.

3. Paesi con valute di classe B

I paesi emergenti, come già evidenziato precedentemente, hanno accumulato grandi quantità di riserve. Tuttavia è fondamentale distinguere tra quelli che hanno costituito notevoli quote di riserve estere sul PIL sostanzialmente a causa dei loro elevate redditi da esportazione da quelli che sono stati indotti a farlo per difendersi dall'instabilità finanziaria in modo da poter contrastare eventuali fughe di capitali nel momento in cui, per qualche ragione, l'incertezza finanziaria aumentasse e gli investitori preferissero valute più forti.

In Cina, grazie all'enorme surplus di parte corrente, la velocità di accumulazione delle riserve è cresciuta tanto che oggi il loro ammontare risulta essere superiore alla metà del PIL annuale 2013 (Figura 4).

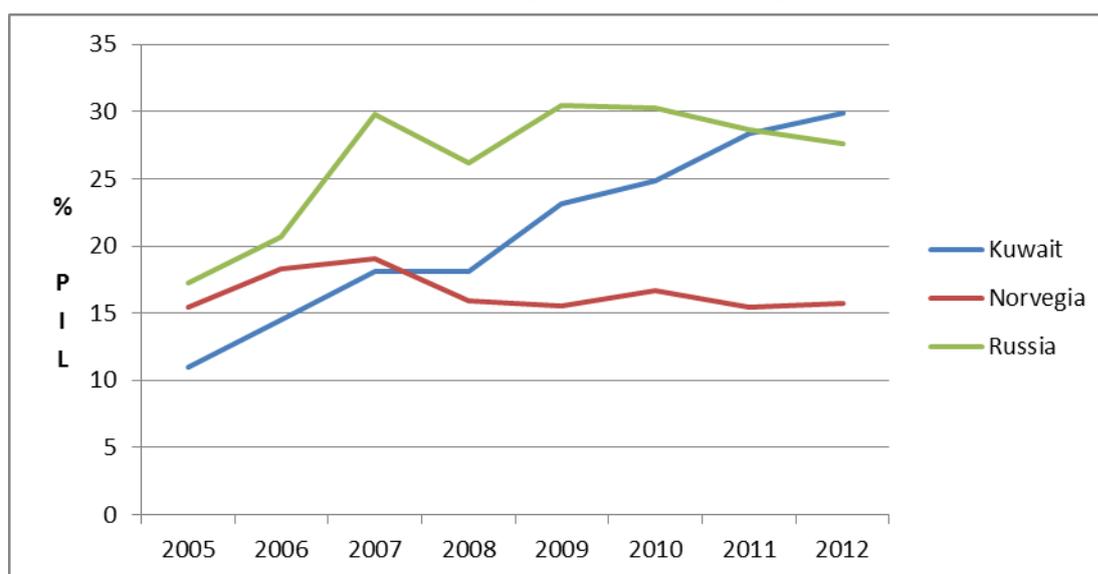
Fig. 4. Cina. Rapporto tra scambi di beni e servizi e riserve estere



Fonte: WDI (2014), World Bank

I paesi esportatori di petrolio e fonti energetiche il cui conto corrente cumulato ha superato quello delle economie asiatiche negli anni 2000 rappresentano il maggior gruppo di esportazione di capitali nell'economia mondiale. Essi infatti hanno accumulato *assets* nella tradizionale forma delle riserve beneficiando sia di forti incrementi nel volume delle esportazioni di petrolio che della salita dei prezzi del greggio. Inoltre una sostanziale quota di queste riserve ufficiali è stata incanalata in strumenti con finalità diversa dal detenere riserve quali la creazione di fondi petroliferi come in Kuwait, Norvegia, Russia - dove le riserve rappresentano circa il 30% del PIL - (Figura 5) e Venezuela, con lo scopo di stabilizzare le entrate petrolifere o di un rapido rimborso del debito estero. Tuttavia, dopo il 2008, anche la loro crescita delle riserve ha subito un generale rallentamento.¹⁴

Fig. 5. Percentuale delle riserve sul PIL nei principali paesi esportatori di petrolio



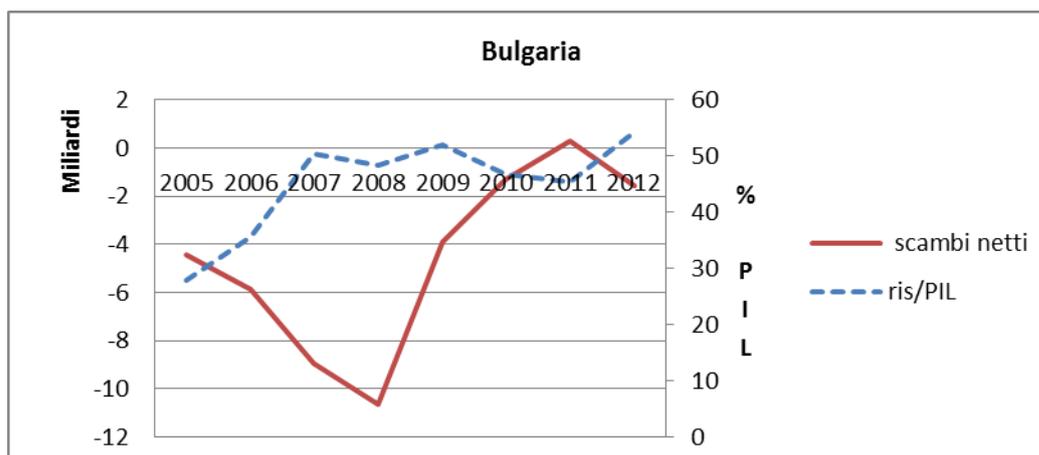
Fonte: WDI (2014), World Bank

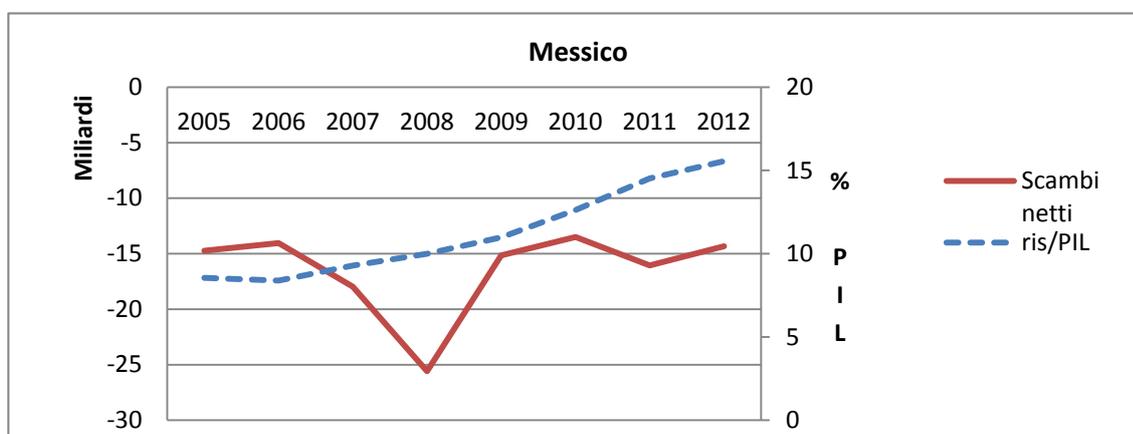
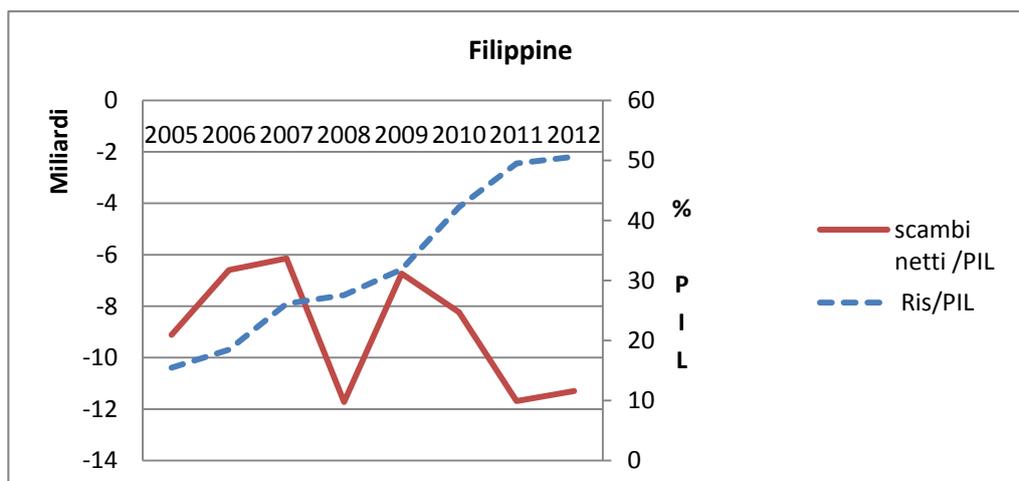
Al di là dei paesi con elevati surplus di parte corrente che hanno favorito l'accumulazione di riserve estere, un gran numero di economie emergenti caratterizzate da forti e persistenti

¹⁴ Si vedano R. MORENO, 2005, *Motives for intervention*, BIS Papers chapters, in: Bank for International Settlements (ed.), *Foreign exchange market intervention in emerging markets: motives, techniques and implications*, volume 24, pages 4-18 Bank for International Settlements; e K. M. E. DOMINGUEZ, 2011, *Foreign Reserve Management During the Global Financial Crisis*, University of Michigan and NBER Ann Arbor, September .

deficit di bilancia commerciale (ad es., la Bulgaria, il Messico, le Filippine) ha invece scelto di aumentare la propria quota di riserve sul PIL, per costituire un serbatoio cui attingere per la gestione del cambio o per fare fronte ad attacchi speculativi e a crisi finanziarie (Figura 6).

Fig. 6. Percentuali di riserve e deficit commerciale in alcuni paesi emergenti





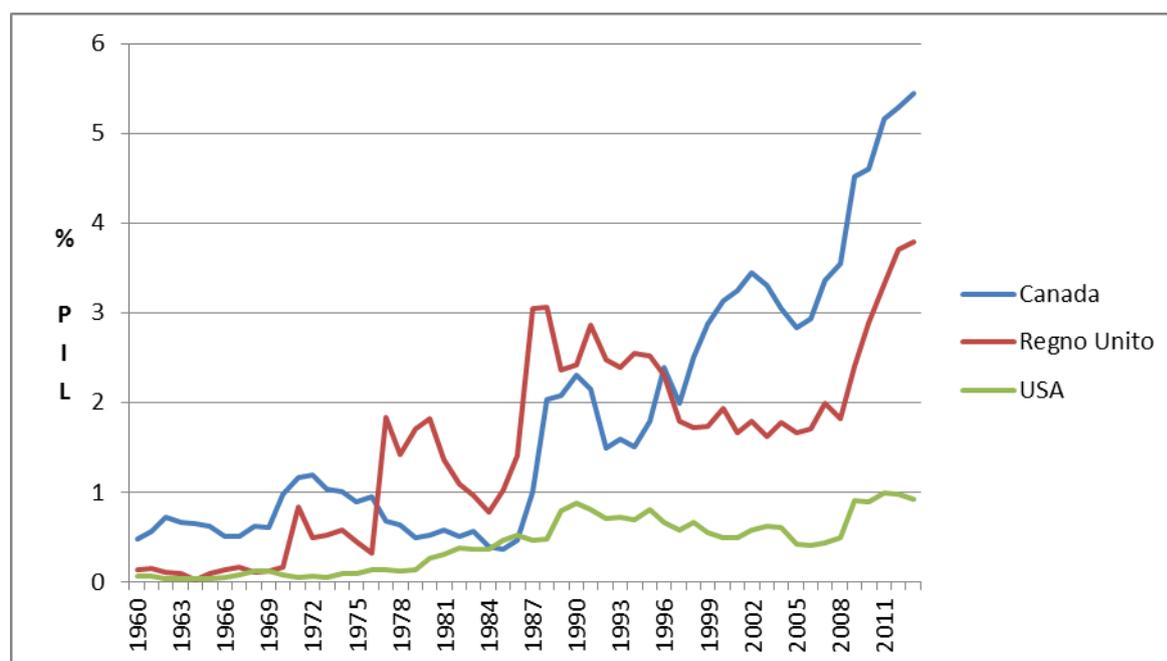
Fonte: WDI (2014), World Bank

4. Paesi con valute di classe A

A differenza dei PVS e dei mercati Emergenti che hanno dovuto accrescere la quota di riserve sul PIL per proteggersi dai bruschi movimenti di capitale, i paesi Sviluppati generalmente presentano una percentuale di riserve abbastanza stabile grazie alla solidità delle loro economie e all'ampia articolazione dei mercati finanziari capaci di assorbire e gestire la gran parte degli shocks. Proprio perché un aumento o una riduzione dell'accumulazione delle riserve non influenza il valore delle monete, nella scorsa decade, le banche centrali, raramente sono intervenute attivamente su questi mercati. Paesi con valuta forte come ad es il dollaro, la sterlina o l'euro si preoccupano relativamente poco del livello

di riserve estere in quanto le loro valute sono accettate in tutto il mondo¹⁵. Ciononostante dopo la crisi del 2008 la percentuale delle riserve sul PIL è andata crescendo di circa 2 punti (Figura 7).

Fig.7. Andamento delle riserve nei principali paesi industrializzati

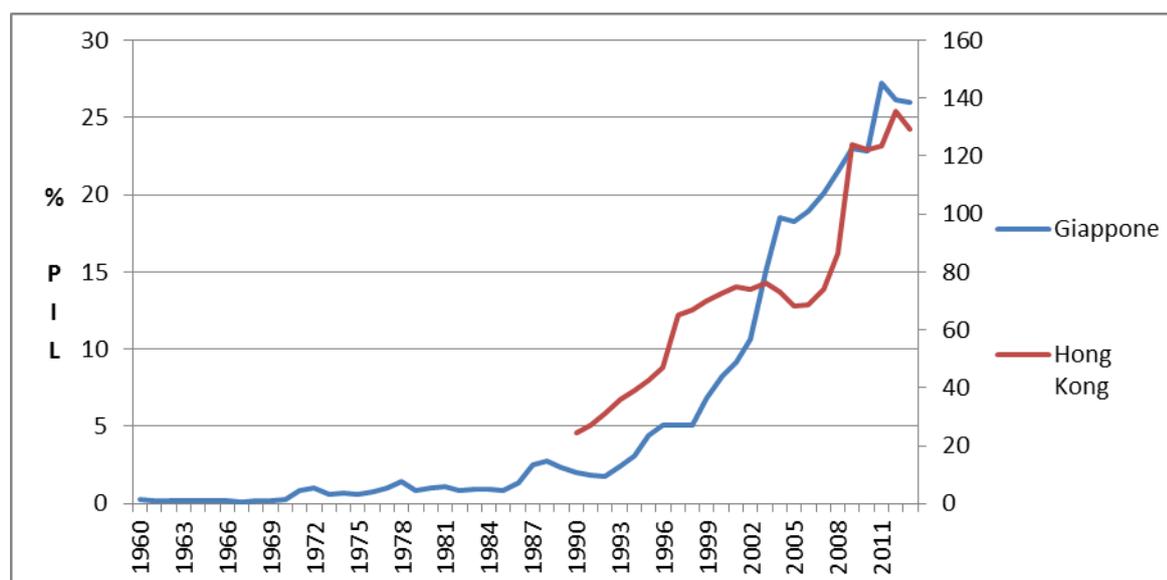


Fonte: WDI (2014), World Bank.

Nondimeno alcuni paesi sviluppati (ad es. il Giappone e altre economie asiatiche), hanno comunque accumulato considerevoli riserve in dollari attraverso operazioni di mercato aperto per evitare l'apprezzamento della loro valuta (Figura 8).

¹⁵ W. G. CHOI, S. SHAMA, e M. STROMQVIST, 2007, *Capital Flows, Financial Integration, and International Reserve Holdings: The Recent Experience of Emerging Markets and Advanced Economies*, in IMF Working Paper, WP/07/151.

Fig. 8 Riserve estere nei Paesi Sviluppati

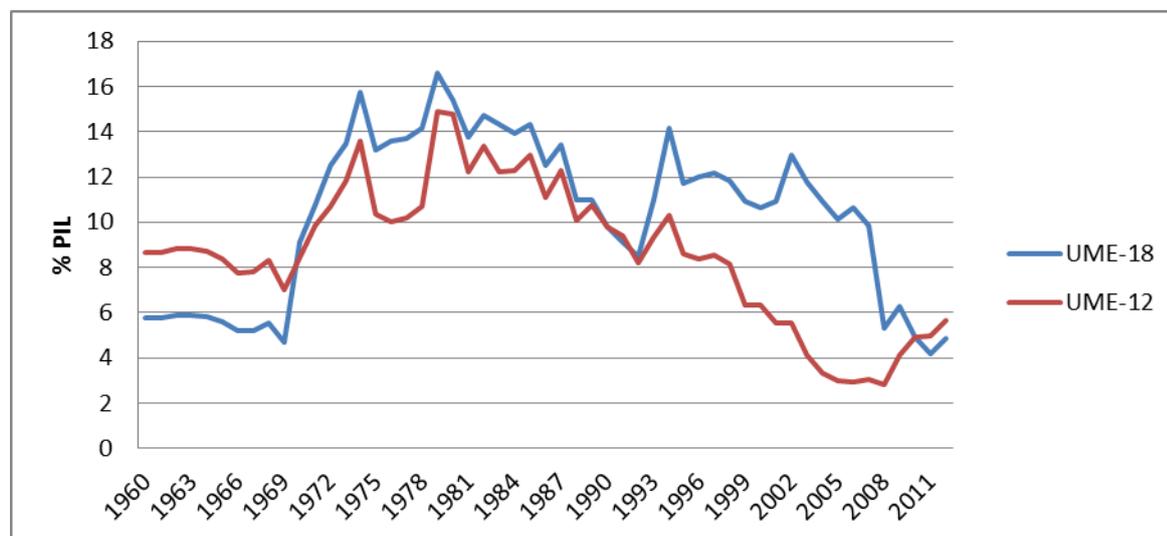


Fonte: WDI (2014), World Bank

Un trend decrescente e tendente alla stabilizzazione delle riserve appare particolarmente evidente nell'UME. L'introduzione dell'euro ha, infatti, permesso ai paesi dell'area di economizzare sull'uso del cambio estero in quanto molte transazioni sono ora transazioni domestiche e, con ciò, di evitare la crescita del rapporto riserve/PIL¹⁶. L'esistenza di una moneta comune e di un pool di riserve collettivo non solo ha ridotto la domanda di riserve da parte di ogni stato membro ma poiché è probabile che i membri non si trovino tutti in deficit di bilancia nello stesso tempo, permette di economizzare sul loro uso. A tale riguardo, i dati mostrano che nel 2007, i paesi dell'area euro detenevano, mediamente, riserve pari al 40% di quelle che essi avevano nel 1998 (Figura 9).

¹⁶ A. MICCO, E. STEIN, e G. ORDOÒEZ, 2003, *The currency union effect on trade: early evidence from EMU*, in *Economic Policy*, CEPR;CES;MSH, vol. 18(37), pages 315-356, October.

Fig. 9 Riserve estere nell'UME



Fonte: WDI (2014), World Bank

La Figura 9 mostra la quota di riserve sul PIL dei 12 paesi che nel 2002 hanno costituito l'euro-zona¹⁷. In media, questa quota è cresciuta per l'intera area passando dall'8.3% negli anni '60, al 12.3 negli anni '80, fino a ridursi all'8.7% nel decennio successivo, quando l'UME fu creata ed a raggiungere il 4,1% nei primi anni del nuovo millennio. A partire poi dalla crisi del 2008, la percentuale di riserve sul PIL ha ripreso a crescere seppur moderatamente portandosi nel 2012 al 5.7%. Il decremento delle riserve nell'area euro appare ancor più chiaramente comparando i dati dell'UME a 12 con quelli attuali dell'UME a 18. Infatti, il valore medio del tasso per il gruppo dei 18 paesi è più alto rispetto a quello del gruppo dei 12, scendendo solo dopo il 2007, periodo in cui sei paesi sono entrati nell'area euro.¹⁸ L'evidenza empirica rivela, quindi, che i membri dell'UME godono i benefici della migliore qualità della loro moneta. Il risparmio di risorse dell'UME, che è stato, invece, possibile impiegare per lo sviluppo interno della regione, ammonterebbe secondo alcuni studiosi, a circa 20 miliardi di Euro per anno e rappresenta uno dei benefici della creazione di un'area

¹⁷ I paesi sono: Germania, Austria, Belgio, Spagna, Finlandia, Francia, Grecia, Olanda, Irlanda, Italia, Lussemburgo e Portogallo.

¹⁸ Gli ultimi sei paesi a entrare nella zona euro sono stati: Slovenia nel 2007, Cipro e Malta nel 2008, Slovacchia nel 2009, Estonia nel 2011 e Lettonia nel 2014.

monetaria¹⁹, beneficio che sarebbe particolarmente rilevante per quei paesi con valute di classe B.

5. Considerazioni conclusive

La libera circolazione dei flussi di capitale internazionali e la mancanza di istituzioni finanziarie in grado di regolare tali movimenti rendono fondamentale per la stabilità macroeconomica²⁰ di un paese, la gestione da parte delle banche centrali, delle riserve estere, considerate come parte della ricchezza nazionale. Diverse, sono le ragioni che possono spingere un paese ad accumulare riserve.

La principale è sicuramente quella precauzionale²¹ che considera le riserve estere come uno stock da utilizzare in ultima istanza (*last resort stock*) in caso di massicce fughe di capitali permettendo alla Banca Centrale di limitare la vulnerabilità del paese agli shocks esterni. Ciò consente di mantenere fiducia nella moneta nazionale e riassicurare le istituzioni finanziarie internazionali circa la solidità dell'economia (Moreno e Turner, 2004). Consistenti riserve sono, inoltre, necessarie per mantenere il tasso di cambio specialmente nei paesi con passività dollarizzate²² dove la fluttuazione è particolarmente temuta in quanto danneggerebbe l'ambiente economico scoraggiando gli investimenti diretti esteri e l'attività

¹⁹ Si vedano: W.H. BUTTER, 1999,, *Alice in Euroland*, in *Journal of Common Market Studies*, Wiley Blackwell, vol. 37(2), pages 181-209, 06; e M. BONPASSE, 2008, *The single global currency - common cents for the world* (2008 Edition), MPRA Paper 14756, University Library of Munich, Germany.

²⁰ Naturalmente questo è solo uno dei vantaggi derivanti dalla creazione di un'area monetaria. Per un esame ampio e dettagliato di essi si rimanda alla letteratura sul tema tra cui R. MUNDELL, 1961, *A Theory of Optimum Currency Area*, in *American Economic Review*, Pittsburgh PA, American Economic Association (september), vol. 51, pp. 657-665. R.I. MCKINNON, 1963, *Optimum Currency Area*, in *American Economic Review*, Pittsburgh PA, American Economic Association (september), vol. 53, pp. 717-725; P. KENEN, 1969, *The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View* in Mundell and Swoboda (eds.), *Monetary Problems in the International Economy*, Chicago, Chicago University of Chicago Press; R.M. BEETSMA e L. BOVENBERG, 1998, *Monetary union without fiscal coordination may discipline policymakers*, in *Journal of International Economics*, Elsevier, vol. 45(2), pages 239-258, August; R.M. BEETSMA e L. GIULIODORI 2010, *The Macroeconomic Costs and Benefits of the EMU and other Monetary Unions: An Overview of Recent Research*, in *Journal of Economic Literature* n.48.

²¹ A tale riguardo si vedano le rassegne di J. AIZENMAN e J. LEE, 2006, *Financial Versus Monetary Mercantilism-Long-Run View of Large International Reserves Hoarding*, in NBER Working Paper 12718, December, Cambridge, M.A.; J. AIZENMAN. e J. LEE, 2007, *International reserves: Precautionary versus Mercantilist views, Theory and Evidence*, in *Open Economies Review*, 18: 191-214; P. S. GARCIA e C. G. SOTO, 2004, *Large Hoarding of International Reserves: Are they worth it?*, manuscript, Chilean Central Bank; O. JEANNE e R. RANCIERE, 2006, *The Optimal Level of International Reserves for Emerging Market Countries: A New Formula and Some Applications*, in IMF Working Paper, 06/229, IMF, Washington D.C., USA.

²² W. G CHOI e D. COOK, 2004, *Liability Dollarization and the Bank Balance Sheet Channel*, in *Journal of International Economics*, Vol. 64 (December), pp. 247-275.

economica interna.²³ Una terza ragione, definita “mercantilista”²⁴, che può indurre ad accumulare elevate percentuali di riserve sul PIL potrebbe essere l’adozione di una strategia di sviluppo export-promotion (Asia dell’Est) che attraverso acquisizioni di riserve attua interventi di sterilizzazione nel mercato dei cambi esteri al fine di mantenere sottovalutato il tasso di cambio reale, proteggendo la competitività e promuovendo la crescita delle esportazioni. In aggiunta, detenere *assets* in valuta estera, può costituire una valida strategia di investimento per la diversificazione del rischio in quanto il loro valore può essere negativamente correlato con quello degli investimenti interni.

Tuttavia detenere grandi *stocks* di riserve è costoso e rischioso nonostante spesso il costo percepito continui ad apparire piccolo relativamente al costo economico e sociale di una crisi²⁵. E’ costoso in quanto accumulare quote elevate di riserve rispetto al PIL implica un continuo trasferimento di risorse ai paesi (sviluppati) la cui valuta viene utilizzata come riserva. Ciò significa che il paese in questione sta finanziando investimenti e sviluppo di altre grandi economie detenendo nelle loro valute i loro titoli. Tale accumulazione porta in sé vulnerabilità e rischi quali la pressione inflazionistica, sovrainvestimenti, bolle finanziarie, complicazioni nella gestione della politica monetaria, potenziali notevoli perdite di capitali nelle bilance delle autorità monetarie, costi di sterilizzazione, segmentazione del mercato del debito pubblico ed allocazioni errate dei prestiti bancari interni. L’aumento della percentuale di riserve sul PIL sovra-espone le economie ai tassi di interesse del paese nella cui valuta le riserve sono detenute e al rischio di cambio (ad es. in caso di un elevato deficit di bilancia dei pagamenti che mina la fiducia in quella moneta)²⁶. Per difendersi dal rischio del deprezzamento della valuta in cui le riserve sono detenute, spesso alcuni paesi (ad es. Messico e Cile) hanno adottato misure per controllarne l’accumulazione.

²³ C. M. REINHART e K.E. ROGOFF, 2004, *Serial Default and the Paradox of Rich- to-Poor Capital Flows*, in *American Economic Review*, Vol. 94 (May), pp. 53–58.

²⁴ Si vedano: M.P. DOOLEY, D. FOLKERTS-LANDAU, e P. GARBER, 2003, *An Essay on the Revived Bretton Woods System*, in *NBER Working Paper* 9971; M.P. DOOLEY, D. FOLKERTS-LANDAU, e P. GARBER 2004, *The Revived Bretton Woods System: The Effects of Periphery Intervention and Reserve Management on Interest Rates and Exchange Rates in Center Countries*, in *NBER Working Paper*, n. 10332; B. EICHENGREEN e M. ADALET, 2005, *Current Account Reversals: Always a Problem?* in *NBER Working Paper* No. 11634, Cambridge, MA.

²⁵ M. OBSTFELD, J. SHAMBAUGH, e A. TAYLOR, 2010, *Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves*, in *American Economic Journal: Macroeconomics* 2 (April), 57-94.

²⁶ M. V. WILLIAMS, 2005, *Foreign exchange reserves - how much is enough?*, Text of the Twentieth Adlith Brown Memorial Lecture delivered by Dr Marion V Williams, Governor of the Central Bank of Barbados, at the Central Bank of the Bahamas, Nassau, 2 November.

L'analisi dei dati mostra grandi differenze tra i paesi sviluppati e quelli in via di sviluppo o emergenti che, a causa della bassa qualità delle loro valute e della mancanza di solidità delle loro economie, hanno continuato, nel periodo esaminato, ad accumulare riserve estere. Tale accumulazione ha esibito, specialmente nell'ultimo ventennio, caratteristiche diverse in termini di distribuzione geografica e grado di concentrazione.²⁷ Oggi, il finanziamento del deficit di parte corrente statunitense è concentrato nelle mani di poche istituzioni: i principali detentori di esso sono Giappone e Cina che spesso perseguono obiettivi insensibili a considerazioni di rischio-rendimento.

Nel fare ciò, i paesi sottraggono risorse fondamentali per il proprio sviluppo economico e sociale trasferendole al mondo sviluppato.

La necessità di accumulare riserve da parte dei paesi emergenti potrebbe essere ridotta mettendo in atto politiche quali: misure strutturali e macroeconomiche per sostenere la domanda interna; riforme dei sistemi finanziari a livello interno e regionale, incluso lo sviluppo di mercati dei titoli; uno spostamento verso una maggiore flessibilità del cambio accoppiata con riforme del mercato monetario e una liberalizzazione del conto finanziario;²⁸ una sorveglianza economica regionale e una cooperazione monetaria che riduca il bisogno dell'accumulazione di riserve unilaterale.²⁹ A tale ultima possibilità si è guardato da molte parti con grande interesse soprattutto dopo la creazione ed affermazione dell'UME i cui risultati hanno contribuito non poco ad influenzare la proliferazione di accordi commerciali regionali, (volti a sfruttare il commercio tra i membri e a risparmiare valute forti), la creazione di aree monetarie e fondi comuni di riserva da usare come meccanismi di protezione finanziaria fino alla loro trasformazione in regimi cambiari regionali sulla base dell'idea affermata lo scorso anno alla riunione del G20 a Mosca che la resistenza dell'economia locale e del suo sistema finanziario aumenta se esistono mercati efficienti dei titoli in moneta locale.

²⁷ J. AIZENMAN e Y. SUN, 2010, *The Financial Crisis and Sizeable International Reserves Depletion: From 'Fear of Floating' to the 'Fear of Losing International Reserves'?* in *NBER Working Paper* No. 15308, August. Cambridge, M.A.

²⁸ J. E. STIGLITZ, 2010, *The Stiglitz Report: Reforming the International Monetary and Financial Systems in the Wake of the Global Crisis*, New York e London, The New Press.

²⁹ Si vedano: T. ASONUMA, X. DEBRUN, e P. R. MASSON, 2012, *Welfare Effects of Monetary Integration: the Common Monetary Area and Beyond*, in *IMF Working Paper*, May, Washington, USA; e H. HIRATA, M., KOSE e C. OTROK, 2013, *Regionalization vs Globalization*, in *IMF Working Paper* WP/13/19, Washington, D.C., International Monetary Fund, January.

Il regionalismo monetario e finanziario, quindi può rappresentare una possibilità per difendersi dall'instabilità finanziaria potenziando la solidità macroeconomica e finanziaria regionale e favorendo così lo sviluppo economico e sociale.