

LIBERARE LE RISERVE VALUTARIE IN ECCESSO PER STIMOLARE LA CRESCITA IN AMERICA LATINA

06 Aprile 2021

GEORGES DIB

Economist

Georges.Dib@eulerhermes.com

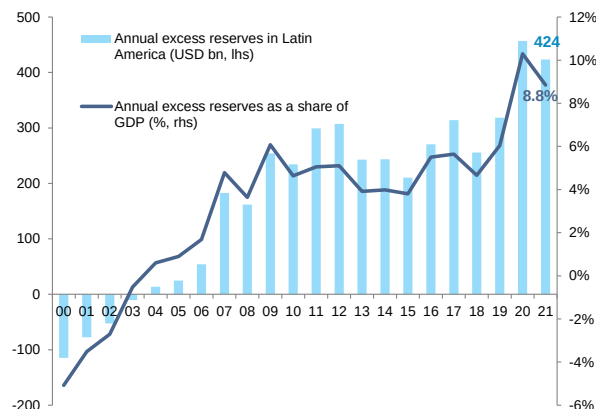
LUCAS MOURTADA

Economic Research Assistant

Lucas.Mourtada@eulerhermes.com

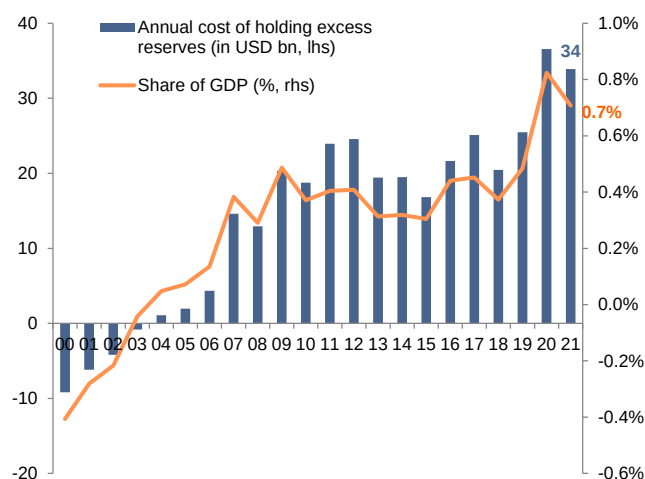
Nel 2021, i Paesi latinoamericani potrebbero detenere riserve valutarie "in eccesso" di circa l'8,8% del PIL, con un costo opportunità per l'attività economica pari allo 0,7% del PIL. Definiamo l'eccesso di riserve in valuta come la copertura di più del 100% del fabbisogno di finanziamento esterno di un paese. In passato, le riserve sono state utilizzate come una copertura contro la volatilità e gli attacchi speculativi, e sono state il modo in cui l'America Latina si è tut nei confronti degli svantaggi della liberalizzazione finanziaria. Come risultato, la Regione nel suo complesso è diventata meno vulnerabile ai tipi di crisi finanziarie che ha vissuto dagli anni '70 agli anni '90 (con l'eccezione di Venezuela, Argentina ed Ecuador). Tuttavia, le riserve in valuta potrebbero ammontare a circa 424 miliardi di dollari, cioè l'8,8% del PIL latinoamericano nel 2021 (dopo il 10% del PIL nel 2020 e una media del 4% dal 2004). Le banche centrali che detengono tali riserve in titoli di stato americani a basso rendimento hanno un andamento non ottimale. Stimiamo che il costo opportunità per il mancato utilizzo di queste riserve per investimenti più produttivi è stato in media lo 0,4% del PIL ogni anno negli ultimi 15 anni, e potrebbe arrivare a 34 miliardi di dollari o allo 0,7% del PIL nel 2021.

Figura 1: Scenario di base - riserve valutarie "in eccesso" in America Latina (miliardi di dollari e % del PIL)



Fonti: Statistiche nazionali, IHS Data Insight, Allianz Research

Figura 2: Scenario di base - Costo annuo delle riserve in valuta in America Latina (miliardi di dollari) e % del PIL

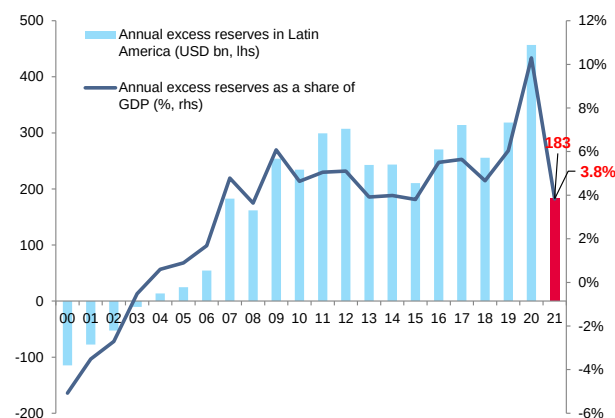


Fonti: Statistiche nazionali, IHS Data Insight, Allianz Research

Mentre la maggior parte dei Paesi latinoamericani sono ora meno a rischio di una crisi finanziaria, simuliamo l'impatto di un arresto improvviso sulle riserve "in eccesso". Nel peggiore dei casi, uno shock enorme sulle necessità di finanziamento lascerebbe ancora riserve in eccesso di 183 miliardi di dollari o il 3,8% del PIL quest'anno (contro 423 miliardi di dollari nel nostro scenario di base). Nella figura 3, replichiamo il maggiore aumento del fabbisogno di finanziamento in percentuale del PIL mai registrato negli ultimi 20 anni per ogni paese. Il costo opportunità di detenere riserve in titoli a basso rendimento in uno scenario di shock ammonterebbe allo 0,3% (vedi figura 4).

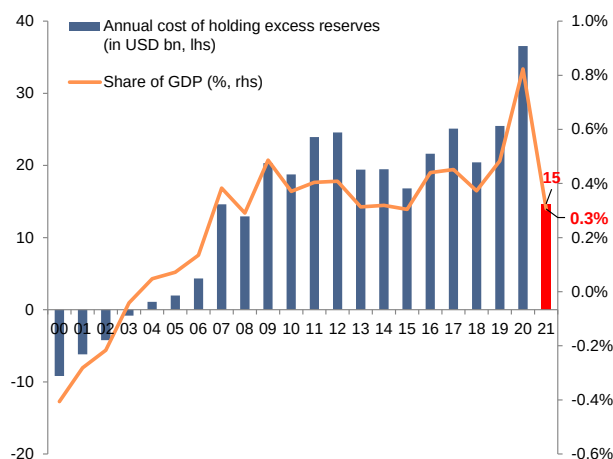
La maggior parte delle riserve in eccesso si trova in Brasile, Messico e Perù (vedi figura 7), anche nello scenario peggiore, mentre Colombia e Guatemala hanno anche loro un cuscinetto considerevole. Tuttavia, in caso di shock o di arresto improvviso, le riserve valutarie di Cile, Bolivia e Argentina non coprirebbero tutte le necessità di finanziamento, mentre l'Uruguay sarebbe al limite in quel frangente.

Figura 3: Scenario avverso/shock: riserve valutarie "in eccesso" in America Latina (miliardi di dollari e % del PIL)



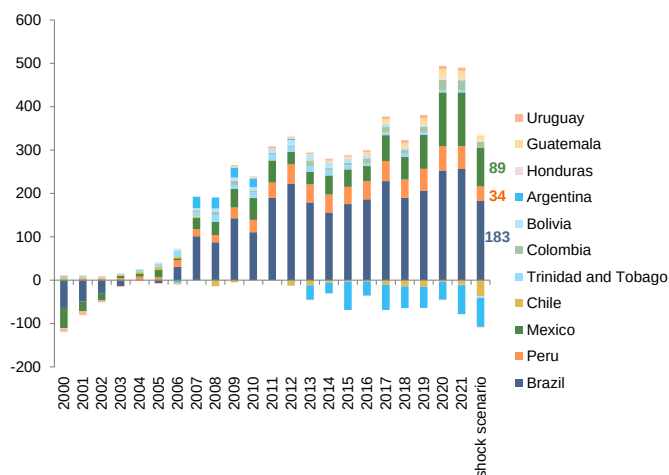
Fonti: Statistiche nazionali, IHS Data Insight, Allianz Research

Figura 4: Scenario d'urto - Costo annuale delle riserve valutarie "in eccesso" in America Latina (miliardi di dollari e % del PIL)



Fonti: Statistiche nazionali, IHS Data Insight, Allianz Research

Figura 5: Scenario avverso/shock: riserve valutarie "in eccesso" in America Latina, per paese (campione di 11 Paesi su 35, miliardi di dollari)



Fonti: Statistiche nazionali, IHS Data Insight, Allianz Research

Riorientare le riserve in eccesso verso investimenti produttivi a lungo termine aiuterebbe l'America Latina a colmare il suo gap infrastrutturale, ad aumentare la produttività e quindi a migliorare il contesto economico, creando più opportunità per le aziende. Messico, Brasile e Perù in particolare hanno un potenziale per i fondi di sviluppo. Con meno vulnerabilità che mai, quadri macroeconomici più consolidati e un bisogno urgente di riavviare l'economia e ricostruire le infrastrutture sociali e materiali in seguito a Covid-19, ora potrebbe essere il momento giusto per i Paesi latinoamericani di reindirizzare alcune delle loro riserve in eccesso a progetti più rischiosi. Usare i fondi sovrani per la "stabilizzazione" (per isolare il bilancio e proteggere dalla volatilità dei prezzi delle materie prime) e lo "sviluppo" (per aiutare a finanziare progetti o politiche industriali che aumentino la produzione economica)¹ avrebbe senso (vedi Figura 6). Questo comporterebbe una strategia di investimento più aggressiva nel lungo termine (portafoglio a più alto rendimento) e una mobilitazione di risorse per finanziare investimenti in infrastrutture o altre politiche strutturali.

¹ "Sovereign wealth funds in East-Asia", 09/14: World Bank Document

Figura 6: Fondi di stabilizzazione e sviluppo, esempi e strategie

Types of SWF // Investment vehicle options	Role & Investment Strategy	Country examples or best practices	Latin American experiences with SWFs	Advantages	Challenges
Stabilization funds	> Funded through the proceeds generated by commodities' exports and aim at stabilizing the fiscal impact of volatile commodity prices. By transforming non-renewable resources' revenues into more stable income, these SWFs help governments to smooth out their revenue streams. > Stabilization funds may also serve as savings funds. In this case, they set aside funds for the future needs of the economy and invest them into a more diversified portfolio of assets whose goal is to provide income for future generations. > Investment strategy: Conservative risk-return profiles; short-investment horizons. Savings funds: riskier investment strategies, longer investment horizons	> Chile's Fund for Economic and Social Stabilization invests the fiscal surpluses resulting from the application of Chile's structural balance rule. It was created to finance fiscal deficits following periods of weak growth/low copper prices. It may be used to pay down public debt and helps to reduce cyclical variations in fiscal spending > Russia's Reserve Fund > Norway's Government Pension Fund > United Arab Emirates: Abu Dhabi Investment Authority	An oil stabilization fund named the Budgetary Income Stabilization Fund was founded in Mexico in 2000. Its goal is to lower the impact of low oil prices on public finances by investing in assets that have low/negative correlation with oil price returns. In Peru, a Fiscal Stabilization Fund (FEF) is endowed with any surplus generated by the Treasury. It deposits money with the country's central bank. The central bank adopts similar management criteria as with international reserves and the government can use a part of the FEF resources in the event of a macroeconomic shock	Stabilization funds insulate the government budget and the economy against commodity price swings by diversifying from commodity-dependency through investments in assets that have negative/low correlation with the commodity in question. During periods of low commodities' prices, a stabilization SWF can finance public deficits, or extraordinary public debt amortization	As stabilization SWFs are mainly funded by revenues from oil and gas, minerals, and other commodities, their level of funding depends to a great extent on the price of these commodities
Development funds	> Aim at funding socioeconomic projects or promoting industrial policies. > The ultimate goal is to raise the domestic economy's output growth potential > Investment strategy: Long-term investment horizon = high risk-return strategy. May invest in relatively illiquid asset classes/investment vehicles (private equity, real estate, venture capital)	> Singapore: Temasek Holdings serve as the Government of Singapore's investment holding company and was originally set up to run strategic investments on behalf of the government. Its investment strategy consists in acquiring large equity stakes in domestic and foreign businesses. It also invests in private equity, real estate, and venture capital, both domestically and abroad. As of 2019, Temasek has more than 1/4 of its portfolio invested in Singapore. > Saudi Arabia's PIF (Public Investment Fund) aimed at co-financing the Vision 2030 program (long-term development plan) > Malaysia's Khazanah Nasional	Brazil's sovereign fund was established in 2008 to support domestic corporates in their export activities and to promote investment in the country. Yet, the fund was dissolved in 2018 to repay foreign debt and to tackle the government's budget deficit	By investing domestically and in strategic assets, a development SWF can (1) improve an economy's potential output growth and (2) stimulate the aggregate demand and act as a counter-cyclical tool during a large economic shock	When SWFs mandate is to invest heavily in their home country, they may generate inflationary tensions. Consequently, development funds can have an impact on the conduct of monetary policy and on the levels of interest rates, and the effective exchange rate in the domestic economy. Another disadvantage of development SWFs is the degree of risk-taking / liquidity of their assets which may be an issue in case the government that funded the SWF would need financial support from the SWF during a recession/financial crisis

Fonti: varie, Allianz Research

Mentre i Paesi latinoamericani più grandi sembrano aver adottato in qualche misura il modello del fondo di risparmio (Panama) o del fondo di stabilizzazione (Messico, Perù, Cile), il Peterson Institute of International Economics ha classificato il fondo del Cile tra i primi 10 fondi globali solo nel 2019. Il PIIE esamina le prestazioni dei fondi in media su 33 elementi indicatori attraverso quattro categorie: struttura, governance, trasparenza e responsabilità e comportamento. Il fondo di stabilizzazione del petrolio del Messico è al 35° posto su 64 fondi analizzati, mentre il fondo di stabilizzazione del Perù è al 52° posto su 64.

Inoltre, i cosiddetti "fondi di sviluppo" rimangono scarsi. Il fondo sovrano brasiliano è stato sciolto nel 2018 per aiutare a riequilibrare i deficit fiscali. Oggi, la banca centrale brasiliana investe la maggior parte delle sue riserve in attività più liquide e prive di rischio come i titoli del Tesoro USA, con un grande costo opportunità. Per quanto riguarda il Fondo de petrolio del Messico, è stato classificato 51° su 64 dal PIIE (a causa di carenze nella divulgazione di governance, politiche di investimento, gestione del rischio e mandati) e i suoi investimenti si concentrano solo sugli idrocarburi.

I fondi sovrani escludono le riserve in valuta estera detenute dalle autorità monetarie solo per la tradizionale bilancia dei pagamenti o per scopi di politica monetaria. Quindi, teoricamente, i Paesi con riserve che superano le necessità della bilancia dei pagamenti possono trasferirle ai fondi sovrani per scopi di investimento a lungo termine. Nel caso di molti Paesi dell'America Latina, l'accumulo di riserve in valuta estera si basa su interventi sul mercato dei cambi da parte delle banche centrali nel contesto di surplus delle partite correnti e/o afflussi di capitale² ma anche nel caso dell'accumulo di profitti delle imprese statali negli anni 2000. Nel caso di riserve che hanno origine da surplus delle

² Beyond liquidity: new uses of developing Asia's foreign exchange reserves", Asian Development Bank Working Paper Series, 07/07

partite correnti o da afflussi di capitale, esse diventano parte dello stock di riserve in valuta estera della banca centrale, e non costituiscono "attività fiscali libere" a disposizione di un governo, poiché hanno passività in contropartita. Di conseguenza, se il governo vuole "spendere" tali riserve, deve prendere in prestito per coprire le sue nuove passività. Così, se un governo vuole creare un fondo sovrano, e usare le sue riserve in eccesso di valuta estera CB come capitale, deve operare in un modo specifico. Per esempio, la China Investment Corporation (CIC) ha dovuto emettere obbligazioni denominate in yuan per acquistare riserve dalla PBOC per scopi di investimento all'estero. Ciò significa che i Paesi latinoamericani dovranno fare affidamento sul finanziamento del mercato per emettere. Allo stesso modo, con l'obiettivo di utilizzare le sue riserve in valuta estera per investimenti interni in infrastrutture, la Reserve Bank of India e il Ministero delle Finanze hanno lavorato su una proposta che mirava a stabilire due filiali interamente possedute della India Infrastructure Finance Corporation (IIFC). Le due nuove filiali avrebbero preso in prestito fondi dalla RBI e prestato a società indiane che implementano progetti infrastrutturali a livello nazionale.

Ma la creazione di un fondo non è sufficiente, come dimostra la classifica del PIIE: un impegno alla trasparenza, alla divulgazione della gestione dei rischi, delle politiche di investimento e della governance è essenziale per il successo di un fondo, dei suoi investimenti e della percezione da parte dei mercati. I Paesi latinoamericani dovrebbero intraprendere questo progetto gradualmente e in piena trasparenza per evitare di spaventare i mercati e mantenere la fiducia nei loro migliori fondamentali.

Appendice 1: calcolo delle riserve in eccesso

Molte tecniche sono documentate in letteratura per valutare l'adeguato livello di riserve e quindi derivarne gli importi in eccesso. I principali sono i seguenti:

- *Reserve per tre mesi di copertura all'importazione*, una misura tradizionale del "finanziamento in conto corrente": la misura più semplice e diretta. Può essere utile per i Paesi a basso reddito senza un accesso significativo ai mercati dei capitali e vulnerabili agli shock delle partite correnti, come un calo del prezzo delle principali esportazioni di un paese o un calo delle entrate del turismo a causa di un disastro naturale.
- *Riserve che coprono il 5-20% dell'offerta di moneta (M2)*: i saldi di riserva detenuti a fronte di una parte della base monetaria possono aumentare la fiducia nel valore della valuta locale
- *Riserve che coprono il 100% del debito a breve termine*, derivato dalla regola Greenspan-Guidotti, che richiede ai Paesi in via di sviluppo di accumulare riserve pari a tutto il debito estero in scadenza entro l'anno successivo.
- *Riserve che coprono il fabbisogno lordo di finanziamento esterno*: Scegliamo: riserve che coprono completamente il fabbisogno lordo annuale di finanziamento esterno di un paese.

Quindi, valutare il livello di riserve in eccesso rispetto alla misura appropriata significa sottrarre la stima dell'importo congruo al totale delle riserve:

$$\begin{aligned} \text{Riserve annuali in eccesso} \\ &= \text{Riserve estere totali} \\ &\quad - \text{fabbisogno annuo lordo di finanziamento esterno} \end{aligned}$$

Il secondo passo è quindi quello di stimare il fabbisogno lordo annuale di finanziamento esterno del paese studiato. Il fabbisogno lordo di finanziamento esterno è calcolato aggiungendo il debito estero dovuto in un dato anno al fabbisogno di finanziamento delle partite correnti.

$$\begin{aligned} \text{Fabbisogno lordo di finanziamento esterno} \\ &= \text{Debito estero dovuto} \\ &\quad + \text{finanziamento delle partite correnti} \end{aligned}$$

Se le partite correnti sono in attivo, il finanziamento delle partite correnti è negativo: ciò significa che si sottrae l'eccedenza delle partite correnti dal debito estero dovuto. Se le partite correnti sono in deficit, il finanziamento delle partite correnti è positivo: ciò significa che si aggiunge il deficit delle partite correnti al debito estero dovuto.

Infine, il calcolo del debito estero dovuto:

$$\text{Debito estero dovuto} = \text{debito estero a breve termine in essere alla fine dell'anno passato (t)} + \text{totale dei rimborsi di capitale del debito estero programmati nell'anno di previsione (t + 1)}.$$

Come possiamo calcolare il costo di tenere così tante riserve?

Metodologia: il costo opportunità delle riserve in eccesso: il costo opportunità delle riserve in eccesso è lo spread tra il rendimento delle riserve detenute nella banca centrale (tipicamente i buoni del tesoro USA a basso rendimento) e il rendimento che tali riserve potrebbero guadagnare con investimenti più rischiosi, come gli investimenti in infrastrutture.

*Riserve in eccesso * (spread tra i rendimenti dei progetti infrastrutturali/investimenti azionari rischiosi e il rendimento dei T-bills)³*

=

costo opportunità di detenere riserve in eccesso

Un altro modo di guardare ai costi è quello di concentrarsi sul costo dell'interesse (lo spread tra il tasso di interesse sul debito estero e il tasso del T-bill). Tuttavia, questo spread è probabilmente inferiore allo spread del costo opportunità; scegliamo quindi di concentrarci sul primo per calcolare un "costo massimo".

Appendice 2: Riserve e vulnerabilità esterna in America Latina

Le riserve sono una copertura contro la volatilità e gli attacchi speculativi, e sono state il modo in cui l'America Latina si è protetta dagli svantaggi della liberalizzazione finanziaria. Pertanto, la Regione nel suo complesso è diventata meno vulnerabile ai diversi tipi di crisi finanziarie che ha vissuto dagli anni '70 agli anni '90, se escludiamo i legami più deboli (Venezuela, Argentina ed Ecuador). Per i Paesi che hanno accumulato riserve, questa strategia si è dimostrata efficace nell'evitare crisi vere e proprie, e la letteratura economica collega anche riserve più alte con una maggiore certezza degli investitori e flussi di IDE potenzialmente più alti.

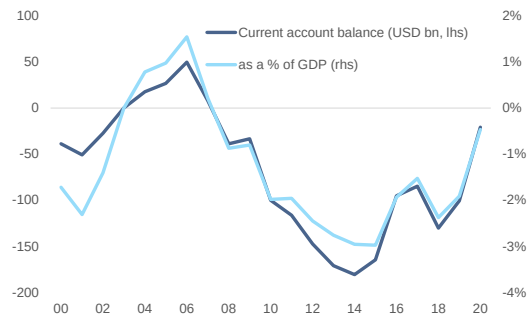
In effetti, i Paesi latinoamericani hanno ridotto considerevolmente le loro vulnerabilità esterne negli ultimi venti anni poiché le banche centrali hanno accumulato massicce riserve in valuta estera (FX) dal superciclo delle materie prime, gli squilibri delle partite correnti sono diminuiti dal 2014 e la maggior parte dei Paesi ha abbandonato i tassi di cambio fissi - i principali colpevoli delle precedenti crisi dei mercati emergenti.

Aggiungendo i deficit e gli avanzi delle partite correnti di 35 Paesi, otteniamo un bilancio aggregato regionale. Dopo cinque anni di surplus (2003-2007), aiutato dal boom dei prezzi delle materie prime, il conto corrente è passato a un deficit che si è ampliato fino a raggiungere un picco di -3% del PIL nel 2014 e 2015 (circa -USD180 miliardi). Poi si è costantemente ristretto e ha raggiunto il -1,9% nel

³ Potremmo anche seguire l'approccio di Summers e assumere un rendimento reale del 6% invece di stimare lo spread. Sarebbe un rendimento al netto dei guadagni sulle attività di riserva prive di rischio in termini interni - sugli investimenti in infrastrutture interne, sul pagamento del debito estero a breve termine o sulla diversificazione del portafoglio (Summers, Lawrence H., 2006, "Reflections on Global Account Imbalances and Emerging Markets Reserve Accumulation")

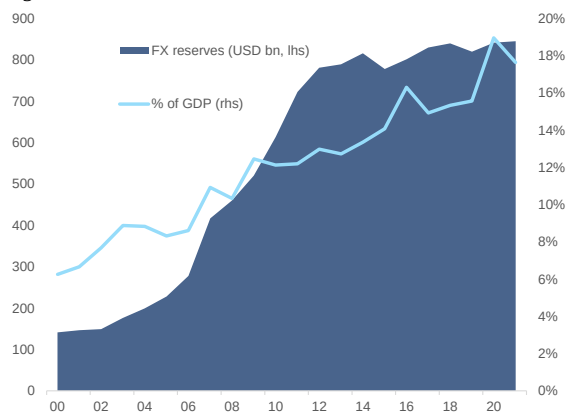
2019 ed è arrivato a **-0,5% nel 2020** (meno 20 miliardi di dollari) mentre le importazioni sono crollate. I disavanzi hanno corrisposto a un maggiore indebitamento esterno: Dal 2000, il valore del debito estero è aumentato di 2,5 volte (a più di 2 trilioni di dollari) mentre il PIL regionale è raddoppiato: così, il debito estero rappresenta il 39% del PIL alla fine del 2019 contro il 35% alla fine del 2000 (e un minimo del 22% nel 2008). Con la riduzione dei deficit delle partite correnti, il ritmo di accumulo del debito estero è rallentato da una media di +10,5% tra il 2007 e il 2014 a +2,6% all'anno tra il 2014 e il 2020. **Infine, le riserve in valuta (riserve esterne tradizionali) sono aumentate di sei volte tra il 2000 e il 2020, raggiungendo 842 miliardi di dollari nel 2020 o il 19% del PIL** (vedi figura 8).

Figura 7: Bilancia delle partite correnti, somma di 35 Paesi latinoamericani (miliardi di dollari) e % del PIL aggregato



Fonti: Statistiche nazionali, IHS Data Insight, Allianz Research

Figura 8: Riserve in valuta estera, escluso l'oro (miliardi di dollari) e % del PIL



Fonti: Statistiche nazionali, IHS Data Insight, Allianz Research

Queste valutazioni sono, come sempre, soggette alla dichiarazione di non responsabilità fornita di seguito.

DICHIARAZIONI PREVISIONALI

Le dichiarazioni contenute nel presente documento possono includere prospettive, dichiarazioni di aspettative future e altre dichiarazioni previsionali che si basano su opinioni e ipotesi attuali della direzione e comportano rischi e incertezze noti e sconosciuti. I risultati, le prestazioni o gli eventi reali possono differire materialmente da quelli espressi o impliciti in tali dichiarazioni previsionali.

Tali deviazioni possono sorgere a causa, a titolo esemplificativo, (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione competitiva, in particolare nei mercati del Gruppo Allianz e non, (ii) andamento dei mercati finanziari (in particolare volatilità del mercato, liquidità ed eventi creditizi), (iii) frequenza e gravità degli eventi di perdita assicurata, anche derivanti da catastrofi naturali, e sviluppo delle spese di perdita, (iv) livelli e tendenze di mortalità e morbidità, (v) livelli di persistenza dei fenomeni osservati, (vi) entità delle inadempienze creditizie, in particolare nel settore bancario, (vii) livelli dei tassi di interesse, (viii) tassi di cambio tra cui il tasso di cambio Euro / Dollaro, (ix) modifiche delle leggi e dei regolamenti, comprese le normative fiscali, (x) impatto delle acquisizioni, inclusi i relativi problemi di integrazione, comprese le misure di riorganizzazione e (xi) fattori competitivi generali, da considerarsi su base locale, regionale, nazionale e / o globale. Molti di questi fattori possono essere più probabili o avere conseguenze più accentuate a causa delle attività terroristiche e delle loro conseguenze.

NESSUN DOVERE DI AGGIORNARE

La società non assume alcun obbligo di aggiornare le informazioni o dichiarazioni previsionali contenute nel presente documento, salvo eventuali informazioni che devono essere divulgate dalla legge.