

Il nuovo scenario internazionale

Emilio Colombo, Marco Lossani

© Emilio Colombo (Università Statale Milano-Bicocca)
Marco Lossani (Università Cattolica Milano)

1.1 Introduzione

Questo capitolo muove dall'analisi delle caratteristiche della liberalizzazione finanziaria intrapresa nell'ultimo quarto di secolo dai principali paesi industrializzati e non, per passare all'esame delle conseguenze indotte da tale processo sulla dimensione e la composizione dei movimenti di capitale, nonchè sul grado di coinvolgimento dei soggetti privati e pubblici che agiscono all'interno del mercato internazionale dei capitali. I mutamenti strutturali provocati dalla liberalizzazione finanziaria hanno generato delle conseguenze importanti anche per la natura delle crisi finanziarie, che sempre più spesso si manifestano contemporaneamente in più paesi, talvolta geograficamente distanti e strutturalmente differenti. La comprensione di un fenomeno così complesso come quello delle *crisi internazionali* - cui vengono interamente dedicati la maggior parte dei capitoli successivi - richiede un'analisi introduttiva delle ragioni che spiegano la diversa natura delle crisi odierne rispetto a quelle passate. Vedremo infatti come sino a qualche decennio orsono le crisi di bilancia dei pagamenti fossero generalmente riconducibili a squilibri nelle partite correnti, che si manifestavano in un contesto caratterizzato da una scarsa mobilità internazionale dei capitali; al giorno d'oggi le crisi sono invece per lo più dovute a squilibri presenti nel conto capitale delle bilance dei pagamenti, e si producono all'interno di un mercato internazionale in cui la mobilità dei capitali (soprattutto a breve termine) tende ad essere assai elevata. Le implicazioni negative - in particolare per le economie emergenti che risultano estremamente vulnerabili rispetto a questo genere di fenomeni - sono decisamente rilevanti e tali da ridurre notevolmente i benefici indotti dalla liberalizzazione finanziaria.

1.2 La liberalizzazione finanziaria nell'ultimo quarto di secolo

L'ultimo quarto di secolo è stato caratterizzato da un accentuato processo di liberalizzazione finanziaria che ha avuto conseguenze particolarmente rilevanti per le economie emergenti

1.2.1 Liberalizzazione interna ed esterna

A partire dagli anni '60 i paesi industrializzati e buona parte dei paesi in via di sviluppo hanno avviato lentamente una serie di riforme volte alla graduale liberalizzazione degli scambi commerciali e di attività finanziarie e all'allargamento del grado di convertibilità delle loro valute. Nei decenni successivi sono stati inoltre intrapresi dei programmi di riforma della struttura dei sistemi finanziari, ancora rigidamente vincolati al rispetto di normative che - limitando fortemente l'utilizzo di nuovi strumenti finanziari e la crescita della concorrenza tra gli intermediari - generavano *de facto* dei sistemi finanziariamente repressi. Il processo di liberalizzazione finanziaria è stato sia di carattere interno (relativo ai mercati finanziari nazionali) che esterno (relativo ai flussi di capitali scambiati tra paesi) ed ha conosciuto una decisa accelerazione con l'inizio degli anni '80. Da un lato, la necessità di finanziare i notevoli squilibri nelle partite correnti della bilancia dei pagamenti di alcuni paesi (USA su tutti) ha reso particolarmente cogente la rimozione dei vincoli che limitavano la mobilità dei capitali a livello internazionale. Dall'altro, contemporaneamente alla campagna di privatizzazioni, è

stato avviato di un diffuso processo di deregolamentazione dei mercati bancari e finanziari nazionali, al fine di favorirne uno sviluppo utile a sostenere il processo di crescita. In un lasso di tempo relativamente ristretto il sistema finanziario internazionale si è trovato proiettato in una nuova fase di globalizzazione, caratterizzata da un elevato grado di integrazione che ha riguardato sia i paesi industrializzati che molte economie emergenti.

RIQUADRO 1.1

Il grado di (in)convertibilità di una moneta.

Una moneta è considerata convertibile verso l'interno quando - in qualità di legale circolante - viene comunemente accettata per effettuare pagamenti all'interno del sistema economico in cui viene emessa. Tuttavia, la condizione di convertibilità interna¹ non garantisce necessariamente la convertibilità verso l'esterno. Infatti, ad eccezione di alcune situazioni particolari, la moneta di un paese non viene accettata per effettuare transazioni in altri paesi. Anche per ovviare a questo problema vengono istituiti i mercati valutari, in cui si effettuano le operazioni di compravendita di valute. L'insieme di regole e vincoli che ciascuna autorità monetaria nazionale impone al mercato valutario sotto la sua giurisdizione determina il grado di convertibilità esterna di una moneta, vale a dire l'abilità per ciascun individuo o istituzione (residente e non) a scambiare valute liberamente senza sottostare a controlli o restrizioni imposte dal governo nazionale².

Si parla di inconvertibilità esterna di conto corrente quando le restrizioni poste in essere dal governo impediscono la libera acquisizione di valuta estera per effettuare operazioni riguardanti transazioni commerciali su beni e/o servizi (come ad esempio l'importazione di materie prime) o la remunerazione dei fattori produttivi (come ad esempio il rimpatrio dei profitti realizzati da investitori esteri)³.

In assenza di un numero elevato di monete caratterizzate da convertibilità di conto corrente, è assai difficile sviluppare intensamente i flussi commerciali, come insegnò l'esperienza europea degli anni immediatamente successivi la fine del secondo conflitto mondiale.⁴

Si ha invece una condizione di inconvertibilità esterna di conto capitale quando le restrizioni

¹Ancora in tempi recenti, la condizione di convertibilità interna non veniva soddisfatta in diversi paesi. Ad esempio questo era il caso dei paesi dell'area socialista la cui moneta nazionale aveva valore di legale circolante ma non era accettata come mezzo di pagamento per acquisire beni e/o servizi, in quanto veniva generalmente preferita una moneta avente un potere d'acquisto stabile e sicuro come il Dollaro USA. Inoltre la convertibilità interna veniva di fatto impedita dalla mancata disponibilità di merca fisica su cui spendere la moneta stessa.

²Le restrizioni possono essere più o meno stringenti: vanno dalla limitazione sull'ammontare di valuta estera che può essere acquistata dai residenti per effettuare viaggi turistici all'estero sino al divieto per le stesse imprese ad esportare valuta estera fuori dai confini nazionali.

³In un regime di inconvertibilità corrente stringente gli esportatori sono costretti a riversare la valuta estera acquisita mediante l'attività di *trading* su un conto intestato alla Banca Centrale.

⁴L'assenza di convertibilità di conto corrente per tutte le monete europee (il cosiddetto *convertibility gridlock*) spingeva ciascun paese a ricercare una condizione di scambi commerciali in pareggio verso ogni partner commerciale. Un paese cercava infatti di esportare laddove la domanda per i propri beni era sostenuta da notevoli flussi di import dal momento che eventuali surplus commerciali conducevano ad accumulare monete estere che essendo inconvertibili non erano di fatto spendibili presso paesi terzi. Oppure cercava di limitare il più possibile - mediante misure protezionistiche - l'attività di import al fine di evitare di intaccare le già esigue riserve in Dollari (l'unica moneta comunemente accettata in quanto convertibile). In tal modo veniva automaticamente limitato lo sviluppo degli scambi commerciali. La costituzione dell'Unione dei Pagamenti Europei agli inizi degli anni '50 ha consentito di uscire da questa *impasse*, mediante la realizzazione di un sistema regionale di *clearing* multilaterale.

poste in essere impediscono agli agenti di acquisire liberamente valuta estera per effettuare transazioni riguardanti attività e/o passività finanziarie. L'inconvertibilità in conto capitale è frutto dell'esistenza di controlli sui movimenti di capitale che in varia misura impediscono a residenti e non di scambiare liberamente valuta per svolgere operazioni finanziarie. Quando il governo di una nazione consente sia ai propri residenti che ai cittadini non residenti di acquistare con la moneta nazionale ammontari illimitati di valuta estera per qualsiasi genere di operazione viene raggiunta la condizione di piena convertibilità.

Risulta quindi comprensibile come il processo di liberalizzazione finanziaria esterna e l'aumento del grado di convertibilità delle valute siano due fenomeni intimamente legati. Rimuovendo i vincoli che ostacolano la libera circolazione dei capitali si aumenta il grado di convertibilità di una valuta. Quando più paesi contemporaneamente raggiungono la condizione di piena convertibilità, l'interscambio sia di beni che di attività finanziarie risulta favorita dall'assenza di barriere. _____

1.2.2 Washington Consensus e mercati emergenti

In effetti è proprio nelle economie emergenti che si manifestano i cambiamenti più sostanziali. La liberalizzazione di sistemi finanziariamente repressi⁵ - attuata attraverso la rimozione/riduzione di restrizioni quantitative sul credito, *plafond* sui tassi di interesse attivi e passivi, vincoli di portafoglio, limitazioni all'insieme dei prodotti finanziari offerti e impedimenti alle relazioni con il resto del mondo - consente un rapido sviluppo dei mercati finanziari, anche laddove questi erano praticamente inesistenti. Sotto questo punto di vista il caso messicano è emblematico: la liberalizzazione fa sì che la capitalizzazione del mercato azionario di Mexico City, inferiore all'1% del PIL nel 1985, sfiori il 22% nell'anno 2000. A ciò si accompagna il trend (mediamente) positivo seguito dal PIL di questi paesi: tra il 1970 e il 1999 il reddito pro-capite medio degli emergenti triplica di valore, registrando un incremento 6 volte superiore a quello conosciuto nello stesso periodo da buona parte dei paesi in via di sviluppo.

RIQUADRO 1.2

Le economie emergenti

E' lecito chiedersi quali siano i tratti caratteristici dei mercati emergenti, odierni protagonisti - sia nel bene che del male - del processo di globalizzazione in corso. Seguendo un'impostazione generalmente accettata viene definita economia emergente un sistema che goda delle seguenti caratteristiche:

- a) un reddito pro-capite inferiore, ma convergente (in ragione di tassi di crescita elevati) verso quello più alto dei paesi più avanzati;
- b) un mercato finanziario relativamente giovane, non ancora completamente sviluppato ma con un grado crescente di sofisticazione e di integrazione nei confronti del resto del mondo;
- c) afflussi di capitale consistenti durante i periodi di *boom*, che possono però tramutarsi in tempi relativamente brevi in cospicui deflussi per via di fenomeni di *capital reversal* durante le fasi di *bust*.
- d) cicli ricorrenti fatti di elevati rendimenti, sia per l'investimento azionario che obbligazionario,

⁵Per una esauriente rassegna del processo di liberalizzazione finanziaria si rimanda a Williamson e Mahar (1998)

cui fanno seguito periodi caratterizzati da veri e propri crolli e da episodi di *default* sul debito emesso (anche sovrano).

La considerazione congiunta di questi elementi fa sì che tipicamente gli investimenti nelle economie emergenti godano di un tasso di rendimento elevato - maggiore di quelli registrati nei paesi in via di sviluppo in senso stretto e, in certi periodi di tempo, di quelli delle economie più avanzate - anche se decisamente variabile, a conferma dell'elevato grado di rischiosità che ancora oggi caratterizza questi mercati (Hnatkovska e Loayza, 2005).

In termini più strettamente operativi, secondo la International Finance Corporation,⁶ un'economia è emergente se risulta essere un paese in via di sviluppo dotato (con riferimento all'anno 1995) di un mercato azionario con almeno una cinquantina di società quotate, il cui grado di capitalizzazione eccede un miliardo di dollari e su cui vengono realizzate transazioni superiori ai 100 milioni di dollari annui. Secondo le principali istituzioni, sono attualmente da considerare economie emergenti: Argentina, Brasile, Cile, Cina, Colombia, Corea del Sud, Egitto, Filippine, Giordania, Grecia, Hong Kong, India, Indonesia, Israele, Malesia, Messico, Nigeria, Pakistan, Perù, Polonia, Portogallo, Repubblica Ceca, Russia, Singapore, Sri Lanka, Sud Africa, Thailandia, Taiwan, Turchia, Ungheria, Venezuela, Zimbabwe⁷.

Al conseguimento di questi risultati ha contribuito anche l'accelerazione impressa al processo di liberalizzazione dalla pubblicazione di un importante contributo (Balassa, Bueno, Kuczynski e Simonsen, 1986) in cui venivano discusse le riforme *market-oriented* considerate necessarie per rendere nuovamente attraenti nei confronti dei capitali esteri le economie dell'America Latina - ancora in preda alle conseguenze negative dovute alla crisi degli anni '80 e alla eccessiva presenza dell'operatore pubblico nei loro sistemi economici. L'agenda di riforme contenuta in Balassa, Bueno, Kuczynski e Simonsen (1986) è stata rapidamente adottata dai *policy makers* dei paesi emergenti e in via di sviluppo di quasi tutto il mondo, dopo che le principali agenzie di politica economica aventi sede a Washington (il Fondo Monetario Internazionale, la Banca Mondiale, la Banca Inter-Americana per lo Sviluppo e il Tesoro USA) ne riconobbero ufficialmente la validità, fornendo pubblicamente un sostegno (quasi) incondizionato alla realizzazione di ciò che verrà da quel momento comunemente definito *Washington Consensus*.⁸

Nel pacchetto di riforme discusse veniva sottolineata la necessità di un ritorno alla stabilità macroeconomica, ottenuta attraverso l'adozione di comportamenti disciplinati in campo fiscale, il ripristino di un'economia di mercato e la progressiva apertura delle relazioni commerciali e finanziarie nei confronti del resto del mondo. In particolare, ben tre delle dieci riforme auspicate riguardano il processo di liberalizzazione finanziaria (sia interna che esterna):

⁶La IFC - società omologa della Banca Mondiale, ma appartenente al settore privato - è stata la prima istituzione a coniare nel 1981 il termine "economia emergente", iniziando a raccogliere sistematicamente dati riguardanti i mercati azionari di queste economie.

⁷L'elenco presentato fa riferimento ai paesi che sono considerati emergenti da IFC e da The Economist. Tuttavia, il numero di paesi considerati emergenti dalla maggior parte degli analisti è anche maggiore. Ad esempio, altre economie in transizione - come Repubblica Slovacca e le repubbliche baltiche - vengono spesso definite come *emerging markets*. Peraltro, sempre più spesso, con il termine emergenti si tendono a identificare (benchè erroneamente) molti paesi in via di sviluppo.

⁸Per una accurata ricostruzione della genesi del termine *Washington Consensus* e delle interpretazioni (più o meno fuorvianti) del programma in esso contenuto- che secondo alcuni costituisce un chiaro manifesto di politiche neo-liberiste - si consiglia la lettura di Williamson (2003); Williamson.

- liberalizzazione dei tassi di interesse, a lungo mantenuti artificiosamente bassi (con tassi reali ampiamente negativi) e tali da disincentivare l'attività di risparmio;
- abolizione dei sistemi di cambi multipli, la cui esistenza presupponeva varie forme di controllo sull'operatività dei mercati valutari, che rendevano parzialmente inconvertibili le valute;
- adozione di misure per favorire lo sviluppo del commercio internazionale e l'afflusso di capitali esteri, soprattutto quelli rivolti alla realizzazione degli Investimenti Diretti Esteri - considerati cruciali per sostenere lo sviluppo di lungo periodo attraverso l'ampliamento e l'irrobustimento della capacità produttiva.⁹

Stilare un bilancio del *Washington Consensus* costituisce un'operazione non priva di difficoltà, che va ben oltre gli scopi del presente lavoro. E' sicuramente vero che l'attuazione di buona parte delle misure invocate dal *Washington Consensus* pone termine ad un lungo periodo dominato da un mix di dirigismo e di introversione. E' tuttavia altrettanto vero che la crescita - che avrebbe dovuto manifestarsi a seguito della liberalizzazione finanziaria, del massiccio programma di privatizzazioni e del cospicuo e crescente afflusso di capitali di cui hanno goduto molti paesi emergenti - si è manifestata a fasi alterne, con frequenti episodi di *boom* cui hanno fatto seguito non meno frequenti fasi di *bust*.¹⁰

Per di più, proprio l'accresciuta integrazione finanziaria avrebbe provocato nel corso degli anni '90 una diminuzione della volatilità della crescita dell'output unitamente ad un aumento della volatilità della crescita dei consumi (Prasad, Rogoff, Wei e Kose 2003): un risultato in conflitto con le prescrizioni della teoria che sottolinea come l'integrazione finanziaria dovrebbe portare ad una riduzione della volatilità del consumo. In effetti, uno dei motivi che spiegherebbero questo parziale fallimento del *Washington Consensus* sarebbe proprio la *prematura* liberalizzazione finanziaria, che avrebbe *de facto* posto gran parte dei paesi emergenti in una condizione di maggiore vulnerabilità¹¹. In particolare i sistemi bancari di diversi paesi avrebbero sofferto a causa di una liberalizzazione troppo rapida, che avrebbe alterato il funzionamento di industrie sino ad allora fortemente regolate e per lo più vincolate ad operare in ambito strettamente nazionale. Diventa quindi cruciale analizzare come si siano evoluti i

⁹Le altre sette riforme auspicate riguardano la disciplina fiscale, il reorientamento della spesa pubblica, l'implementazione di riforme fiscali, privatizzazioni, deregolamentazione e liberalizzazione commerciale.

¹⁰Pur riconoscendo un ruolo nuovo alle economie emergenti all'interno dello scenario economico internazionale, occorre essere cauti prima di identificare dei precisi legami di causa-effetto tra liberalizzazione, *Washington Consensus* e crescita. In particolare, occorre chiarire due punti importanti. In primo luogo, l'esistenza di correlazione non necessariamente indica la presenza di un nesso di causalità che va dalla liberalizzazione finanziaria alla crescita. Potrebbe anche essere vero il contrario, vale a dire la maggior crescita reale di queste economie emergenti ha favorito cospicui afflussi di capitale dall'estero. In secondo luogo, non va dimenticato che la tendenza media verso la crescita nasconde al suo interno della realtà assai difformi. Ad esempio, vi sono alcuni paesi emergenti - come la Cina e l'India - che hanno sperimentato una prolungata fase di forte crescita senza avere realizzato alcun passo in avanti sul fronte della liberalizzazione finanziaria; peraltro vi sono anche casi di paesi - come Perù e Giordania - in cui la liberalizzazione finanziaria (soprattutto verso l'esterno) si è associata a un calo dei livelli di reddito.

¹¹Per una autorevole critica del *Washington Consensus* - e in modo particolare della prematura apertura del conto capitale - si veda Stiglitz (2004). Per una critica più sfumata ma per certi versi ugualmente dirompente si veda Prasad, Rogoff, Wei e Kose (2003), in cui per la prima volta un contributo prodotto da un team di lavoro del FMI mette in dubbio i benefici della liberalizzazione finanziaria.

movimenti di capitale e quali conseguenze abbiano prodotto per comprendere le ragioni di una *performance* macroeconomica così ambigua registrata da questi paesi

1.3 La diversa natura dei movimenti di capitale

Nell'arco di poco meno di trenta anni, la forte crescita dell'attività di investimento a livello internazionale si è accompagnata a notevoli mutamenti di carattere sia quantitativo che qualitativo, riguardanti la natura delle operazioni svolte e dei soggetti coinvolti - sia come prestatori che come prenditori di fondi.

1.3.1 Mutamenti nella dimensione dei movimenti di capitale

La nuova dimensione quantitativa della finanza internazionale attiene alla accresciuta entità sia dei flussi che delle consistenze (*stock*), che vanno valutati sia in termini lordi che netti¹².

Riquadro 1.3

Flussi (lordi e netti) e stock (lordi e netti) di capitale estero.

Quale è il legame tra flussi (lordi e netti) e stock (lordi e netti) di capitale nei confronti dell'estero? Lane e Milesi-Ferretti (2001, 2003) hanno ricostruito i nessi analizzando l'andamento realizzato nel corso degli ultimi 30 anni. Il lavoro compiuto - assai complesso per quanto concerne la ricostruzione di serie storiche lunghe e sufficientemente omogenee - si basa su di una metodologia contabile invero assai semplice.

Consideriamo la più semplice definizione del saldo dei movimenti di capitale

$$KA_t = \Delta PFE_t - \Delta AFE_t$$

Ove *PFE* e *AFE* rappresentano rispettivamente le passività e le attività finanziarie estere. La relazione misura il flusso netto di capitali nei confronti del resto del mondo di un sistema economico, che costituendo la contropartita del saldo della bilancia dei pagamenti correnti, rappresenta anche la variazione della posizione netta verso l'estero di un paese e fornisce una misura del trasferimento netto di risorse tra un paese e l'altro. In caso di surplus, misura il finanziamento del deficit corrente domestico da parte del resto del mondo. Viceversa in caso di disavanzo, tale flusso misura il contributo del sistema economico considerato a finanziare deficit di parte corrente registrati dal resto del mondo. Le voci ΔPFE_t e ΔAFE_t rappresentano rispettivamente gli afflussi e i deflussi lordi di capitale che possono a loro volta essere riscritti come

$$[1.1] \quad \Delta PFE_t = \Delta PFE_{V,t} - \Delta PFE_{A,t}$$

$$[1.2] \quad \Delta AFE_t = \Delta AFE_{A,t} - \Delta AFE_{V,t}$$

¹²Prima ancora di addentrarci nell'analisi va tuttavia ricordato (Lane e Milesi-Ferretti, 2003), che la maggior dimensione quantitativa del fenomeno non è unicamente riconducibile al processo di liberalizzazione finanziaria verso l'estero; buona parte della maggior dimensione sia dei flussi che degli stock lordi di capitale posseduti a livello internazionale è infatti il risultato del processo di approfondimento finanziario (*financial deepening*) che caratterizza lo sviluppo di ciascun sistema economico nel più lungo periodo.

Ove il pedice $V(A)$ identifica la vendita (acquisto di attività o passività finanziarie estere.

I flussi lordi non sono indicativi del trasferimento netto di risorse, quanto piuttosto dello spessore e dell'ampiezza dei mercati su cui avvengono le transazioni. Di conseguenza l'entità dei flussi lordi trasferisce informazioni sui volumi e sui valori scambiati utili per valutare l'impatto sui prezzi delle attività finanziarie scambiate. La relazione [1.1] mostra come gli afflussi lordi di capitale siano riconducibili a operazioni (svolte da soggetti residenti) di

- vendita di titoli o strumenti finanziari domestici a residenti esteri $\Delta PFE_{V,t}$
- acquisto di titoli o strumenti finanziari domestici posseduti da residenti esteri $\Delta PFE_{A,t}$ (che come effetto producono una riduzione degli afflussi di capitali esteri, dovuta al rimpatrio di passività finanziarie originariamente collocate sull'estero)

Analogamente la relazione [1.2] mostra come i deflussi lordi di capitale siano riconducibili a operazioni svolte da soggetti residenti di

- acquisto di titoli o strumenti finanziari esteri $\Delta AFE_{A,t}$
- vendita di titoli o strumenti finanziari esteri posseduti da residenti domestici $\Delta AFE_{V,t}$ (che come effetto producono una riduzione dei deflussi di capitali domestici, dovuti al rimpatrio di attività finanziarie originariamente possedute all'estero).

I flussi netti di capitale si legano ai flussi lordi attraverso la relazione:

$$KA_t = (\Delta PFE_{V,t} - \Delta PFE_{A,t}) - (\Delta AFE_{A,t} - \Delta AFE_{V,t})$$

La presenza di flussi (lordi e netti) influenza anche il valore degli stock (lordi e netti) secondo le relazioni

$$AFE_t = AFE_{t-1} + (\Delta AFE_{A,t} - \Delta AFE_{V,t})$$

$$PFE_t = PFE_{t-1} + (\Delta PFE_{V,t} - \Delta PFE_{A,t})$$

mentre lo stock netto di capitale verso il resto del mondo altro non è che

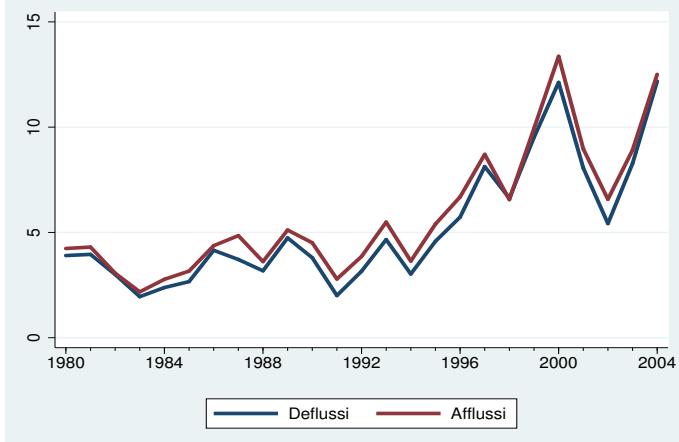
$$B_t = RU_t + AFE_t - PFE_t = B_{t-1} + \Delta RU_t + (\Delta AFE_{A,t} - \Delta AFE_{V,t}) - (\Delta PFE_{V,t} - \Delta PFE_{A,t})$$

che misura la posizione netta verso il resto del mondo del sistema economico considerato. Se $B_t > 0$ il paese considerato è creditore netto nei confronti dell'estero. Viceversa nel caso in cui $B_t < 0$.

Sulla base delle relazioni appena mostrate è chiaro che sono possibili diverse configurazioni tra flussi lordi e netti e tra stock lordi e netti. Ad esempio, può realizzarsi una notevole crescita dei flussi lordi che si accompagna ad un consistente aumento dei flussi netti, che modificano in modo sostanziale il valore degli stock sia in termini lordi che netti. Alternativamente, può sussistere il caso in cui una notevole dinamica dei flussi lordi sia tale da generare dei flussi netti aventi una grandezza limitata, che mantengono sostanzialmente invariato - assumendo per semplicità uno stock immutato di riserve ufficiali ($\Delta RU_t = 0$) - il valore della posizione netta verso l'estero. _____

Le transazioni finanziarie internazionali lorde - dopo la lunga stasi iniziata con lo scoppio del primo conflitto mondiale e proseguita durante buona parte del funzionamento del regime

Figura 1.1: Flussi lordi di capitale, in percentuale del PIL mondiale.



Fonte: IMF WEO

di Bretton Woods - diventano via via sempre più consistenti e arrivano a conoscere una decisa accelerazione con l'avvio dell'ultima fase di globalizzazione (FIG. 1.1), complice anche il forte sviluppo dei mercati azionari dei paesi maggiormente sviluppati (Lane e Milesi-Ferretti, 2003) e la liberalizzazione di quelli degli emergenti (Beim e Calomiris, 2001). Una singola statistica riassume in modo straordinariamente efficace l'enorme sviluppo conosciuto dalla finanza internazionale in questi ultimi anni: la dimensione del turnover giornaliero sui mercati valutari che nel 2004 arrivava superare 1.900 miliardi di dollari (Bank for International Settlements, 2005), gran parte dei quali riguardano transazioni di breve o di brevissimo termine. Contemporaneamente cresce fortemente anche il valore degli stock lordi di attività e passività estere (rapportati al PIL). Una tendenza che risente soprattutto della crescita degli stock lordi realizzatasi all'interno delle economie maggiormente industrializzate,¹³ più che dell'analogico fenomeno rintracciabile all'interno dei paesi emergenti (FIG. 1.2).

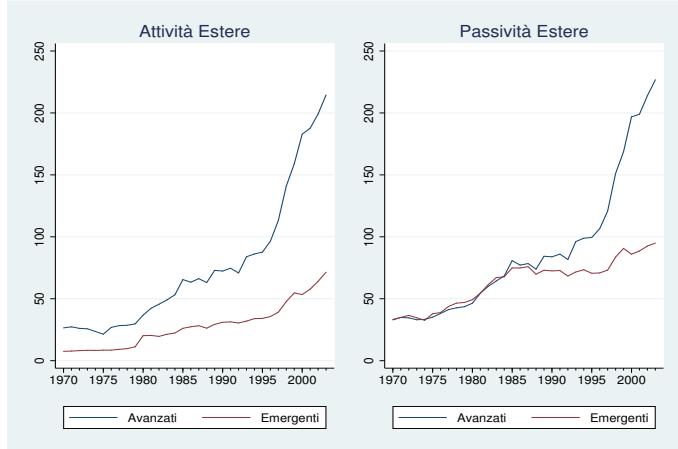
Fatto 1 La liberalizzazione finanziaria degli ultimi anni ha favorito una crescita intensa dei flussi lordi di capitale a livello internazionale che ha determinato un aumento altrettanto consistente degli stock lordi di capitale estero.

Tuttavia la crescita dei flussi lordi non è accompagnata da una crescita altrettanto rilevante dei flussi netti. L'enorme crescita delle transazioni lorde si accompagna ad un maggior spessore (crescono sia i *lenders* che i *borrowers*) e ad una maggior ampiezza (aumentano gli strumenti scambiati e i settori finanziati) dei mercati internazionali dei capitali, senza che però si manifesti un incremento significativo dell'effettivo grado di integrazione. I flussi netti di capitale - che essendo la contropartita del saldo di parte corrente, misurano l'entità del trasferimento di risorse reali effettuato tra i diversi paesi a fronte di squilibri tra risparmi e investimenti - rimangono sostanzialmente stabili nel corso degli ultimi decenni (FIG. 1.3).¹⁴

¹³Secondo le stime di Lane e Milesi-Ferretti (2004) il valore del rapporto tra la somma di attività e passività estere e PIL per i paesi industrializzati quadruplica nel corso degli ultimi due decenni.

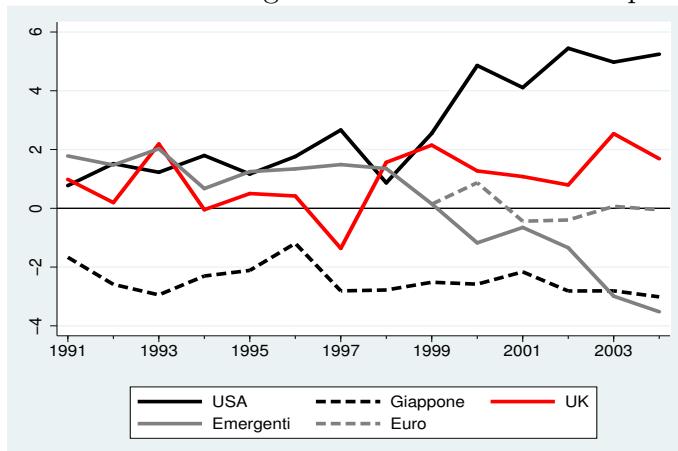
¹⁴Inoltre i flussi netti sono su livelli di gran lunga inferiori a quelli registrati nella prima grande fase di globalizzazione, quella a cavallo della fine dell'800 e l'inizio del '900.

Figura 1.2: Attività e passività estere in percentuale del PIL.



Fonte: IMF WEO

Figura 1.3: Flussi netti di capitale, in percentuale del PIL.



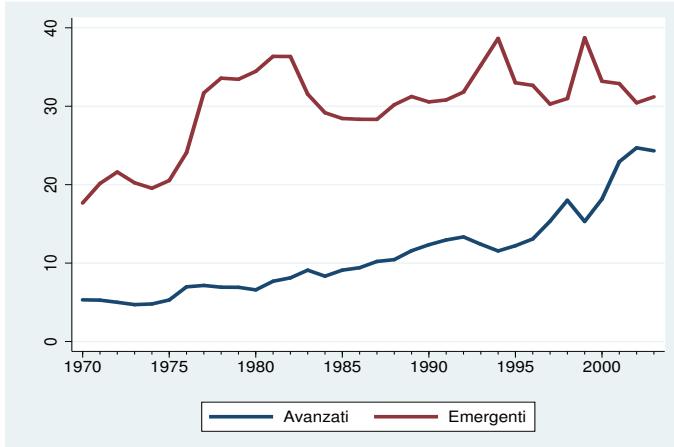
Fonte: IMF WEO

Analogamente la posizione netta verso l'estero di gran parte dei paesi (industrializzati e non) rimane caratterizzata da dimensioni abbastanza contenute (vedasi TAB. 4 su stock netti) ¹⁵.

Fatto 2 La liberalizzazione finanziaria degli ultimi anni si è accompagnata ad una crescita modesta dei flussi netti di capitale a livello internazionale. Conseguentemente anche il valore degli stock netti di capitale estero risulta assai più ridotto rispetto ai valori registrati in passato.

¹⁵Tale affermazione vale soprattutto in una prospettiva storica. Durante il *gold standard* il Regno Unito arriva a registrare una posizione creditoria netta verso l'estero pari 2 a volte il suo PIL, dopo aver realizzato investimenti esteri che ammontavano nel momento di culmine all'80% di quelli mondiali e al 10% del suo PIL. Oggi giorno, gli Usa hanno una posizione netta verso l'estero assai più ridotta, con un debito netto pari al 25% del loro PIL e degli investimenti esteri assai meno rilevanti rispetto al totale mondiale (si veda a questo proposito Obstfeld e Taylor, 2004).

Figura 1.4: Attività e passività estere nette in percentuale del PIL.



Fonte: IMF WEO

Riquadro 1.4

Two-way vs. one-way asset trade: i movimenti di capitale analizzati con gli strumenti del commercio internazionale

Un modo alternativo per verificare l'andamento delle transazioni in conto capitale lorde rispetto a quelle nette è di utilizzare alcuni strumenti tipici della letteratura sul commercio internazionale. In tale disciplina si distingue tra commercio intra-industriale (in cui i paesi si scambiano reciprocamente beni simili) e commercio inter-industriale (in cui i paesi esportano beni diversi da quelli che importano, solitamente seguendo i vantaggi comparati). Analogamente si può assumere che i flussi netti di capitale (*one way asset trade*), dando luogo a squilibri nel saldo di parte corrente, possano essere interpretati la controparte del tradizionale commercio inter-industriale. Un deflusso di capitali (surplus di parte corrente) indica infatti che il paese sta scambiando le proprie esportazioni contro la promessa di ottenere beni futuri (viceversa per i deflussi di capitale). Questo caso è definito da Obstfeld e Taylor (2004) come “finanza di sviluppo” (*development finance*) per indicare la presenza di soggetti che acquisiscono (cedono) risorse nette dall'estero (all'estero) al fine di avviare un processo di sviluppo all'interno del paese debitore. Viceversa, analogamente al commercio intra-industriale, i flussi lordi di capitale che non danno luogo a squilibri nelle partite correnti (*two way asset trade*) non generano alcuna forma di commercio intertemporale. In questo caso infatti i paesi si scambiano reciprocamente promesse di pagamenti future a diverse scadenze. Questo caso è definito da Obstfeld e Taylor come “finanza di diversificazione” (*diversification finance*). Seguendo questo approccio Obstfeld (2004); Lane e Milesi-Ferretti (2006) quantificano la rilevanza dei due tipi di finanza applicando gli indici di commercio intra-industriale elaborati da Grubel e Lloyd (1975) allo scambio internazionale di attività e passività finanziarie. Si consideri l'indice $GL = 1 - \frac{|AFE - PFE|}{AFE + PFE}$. Esso assume valore unitario quando le transazioni lorde si associano a posizioni nette nulle ($AFE = PFE$). E' questo il caso della *diversification finance*. Lo stesso indice assume invece un valore pari a zero quando le transazioni finanziarie lorde danno luogo a corrispondenti modificazioni delle posizioni nette ($AFE = 0; PFE > 0$ o $AFE > 0; PFE = 0$), evidenziando invece un caso di *development finance*. Con riferimento al gruppo dei 7 paesi più industrializzati, negli ultimi 25 anni l'indice di Grubel-Lloyd ha ormai stabilmente assunto un valore

Tabella 1.1: Tassonomia dei movimenti di capitali

Flussi di portafoglio	Altri flussi	
Equity	Azioni	IDE
Debt	Obbligazioni	Prestiti bancari

superiore a 0,90, a dimostrazione del modesto sviluppo di transazioni e posizioni finanziarie nette per i paesi più avanzati che si accompagna alla intensa crescita di flussi di diversificazione. Indicazioni differenti provengono invece dall'analisi dei paesi emergenti in cui l'indice assume valori vicini a 0,50 con riferimento ad un ampio numero di paesi, dimostrando l'esistenza di transazioni e posizioni finanziarie nette diverse da zero che segnalerebbero la presenza - ancora oggi - di importanti fenomeni di *development finance*.

1.3.2 Mutamenti nella composizione dei movimenti di capitale

Per apprezzare i mutamenti qualitativi conosciuti dal mercato internazionale dei capitali è necessario adottare una prospettiva disaggregata. La classificazione comunemente adottata dalla maggior parte degli analisti e delle istituzioni internazionali scomponete i movimenti di capitali tenendo conto sia del tipo di strumento finanziario scambiato (Azioni, Obbligazioni, Prestiti Bancari) che della scadenza (breve/lungo termine). In quanto segue adotteremo una rappresentazione in forma compatta di questa tassonomia (vedasi TAB.5 1.1), ripartendo i movimenti di capitale (e di conseguenza anche i valori degli stock) tra:

- *Investimenti Diretti Esteri (IDE)*
- *Investimenti di Portafoglio (IP)* frutto delle transazioni riguardanti sia titoli azionari (*equity*) che obbligazionari (sia *corporate* che *sovereign bonds*);
- *Prestiti Bancari (PB)* dovuti ad operazioni sia al dettaglio che all'ingrosso realizzate dagli operatori bancari¹⁶

La tassonomia appena introdotta è rilevante per evidenziare una serie di nuovi fatti stilizzati che hanno caratterizzato il funzionamento del mercato internazionale dei capitali negli ultimi decenni, soprattutto per quanto riguarda i rapporti tra paesi industrializzati ed economie emergenti.

Un primo fatto da mettere in evidenza riguarda il ruolo dominante dei paesi maggiormente industrializzati all'interno del mercato internazionale dei capitali. In un recente lavoro che studia il processo di globalizzazione sotto il profilo storico, Obstfeld e Taylor (2004) mostrano come sia cambiata nel tempo la quota di passività finanziarie in capo ai paesi più avanzati rispetto al totale mondiale: questa quota - pari al 67% del totale mondiale nel 1900 - sale a più dell'80% nel 1997, per superare il 90% nel 2003. Negli ultimi decenni, i paesi ricchi diventano

¹⁶Per completezza andrebbero considerati anche i depositi in valuta. Inoltre una voce importante - all'interno degli altri flussi di capitale - è rappresentata dai crediti commerciali, che verranno ripresi ed approfonditi nel CAP. ??.

Tabella 1.2: Consistenze IDE (quote % del totale mondiale) per origine e destinazione

	origine			destinazione		
	1914	1980	2002	1914	1980	2002
Paesi avanzati	100,0	88,5	87,6	37,2	56,0	66,3
PVS	0,0	11,5	12,4	62,8	44,0	33,7

Fonti: Baldwin e Martin (1999); UNCTAD, Trade and Development Report.

quindi gli indiscutibili protagonisti di gran parte delle transazioni finanziarie internazionali. La maggior parte dei flussi di capitale si muove all'interno della regione composta dai paesi più sviluppati - sia per realizzare operazioni di diversificazione del portafoglio che per attuare Investimenti Diretti Esteri (TAB. 1.2) ¹⁷

Fatto 3 All'interno del mercato internazionale dei capitali le operazioni finanziarie tra paesi avanzati hanno assunto una dimensione dominante.

Se oltre il 90% del capitale estero risulta in possesso dei paesi relativamente ricchi, che uso viene fatto del rimanente 10%? Quasi un terzo fa in capo ai cosiddetti emergenti, una quota decisamente superiore a quella detenuta agli inizi del xx secolo, quando i capitali tendevano ad affluire in modo più omogeneo tra tutti i paesi in via di sviluppo.

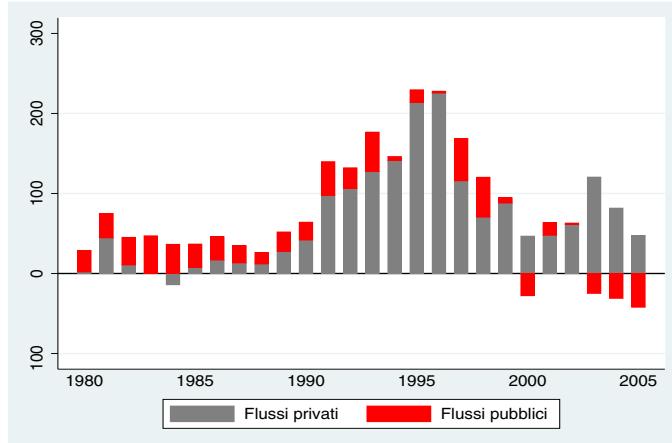
Quali sono le implicazioni di questi mutamenti per gli *emerging markets*? In primo luogo le economie emergenti sono caratterizzate da una *relativa centralità* - rispetto alle altre economie meno sviluppate - sconosciuta anche durante la prima fase di globalizzazione. In secondo luogo la *tipologia di finanziamento* ottenuto dai paesi emergenti ha subito un radicale cambiamento. Agli inizi del xx secolo i paesi allora emergenti erano quasi esclusivamente dipendenti dai capitali provenienti da un solo paese ricco, che erogava flussi di finanziamento a lungo termine utili per favorirne lo sviluppo (*development finance*). Un fenomeno che era il frutto di flussi di capitale internazionali quasi unidirezionali e primariamente dovuti a attività di investimento a lungo termine realizzata all'interno delle regioni meno sviluppate da parte di paesi come Regno Unito, Francia e Germania¹⁸. Oggigiorno questo tipo di dipendenza da un solo paese ricco è scomparsa: il grado di diversificazione del portafoglio delle passività degli emergenti è cresciuto, grazie allo sviluppo di investimenti di portafoglio di pura diversificazione (*diversification flows*) realizzati all'interno di questi mercati - così come su quelli più sviluppati - da parte degli investitori delle economie più avanzate su un orizzonte temporale che spesso è più di breve termine.

Fatto 4 In un mercato internazionale dei capitali sempre più dominato da transazioni che si svolgono tra i paesi più ricchi, i paesi emergenti assumono una posizione di rilievo in qualità di catalizzatori dei capitali provenienti dai paesi avanzati e diretti verso i paesi

¹⁷“The world capital market is a rich-rich affair! (Obstfeld e Taylor, 2004). Ciò equivale ad affermare che l'odierno mercato internazionale dei capitali concede meno credito ai paesi in via di sviluppo di quanto non avvenisse in passato. Un fatto stilizzato in linea con il cosiddetto “Paradosso di Lucas (1990)”.

¹⁸Ad esempio, Obstfeld e Taylor (2004) notano come la presenza di *assets* argentini nel portafoglio degli investitori britannici fosse particolarmente rilevante, mentre la presenza di *assets* britannici nel portafoglio degli investitori argentini britannici fosse praticamente nulla.

Figura 1.5: Flussi netti privati e pubblici verso i paesi emergenti, miliardi di Dollari.



Fonte: IMF WEO

meno sviluppati. Rispetto al passato gli emergenti attirano una maggior quantità di capitale erogato sotto forma di flussi di diversificazione.

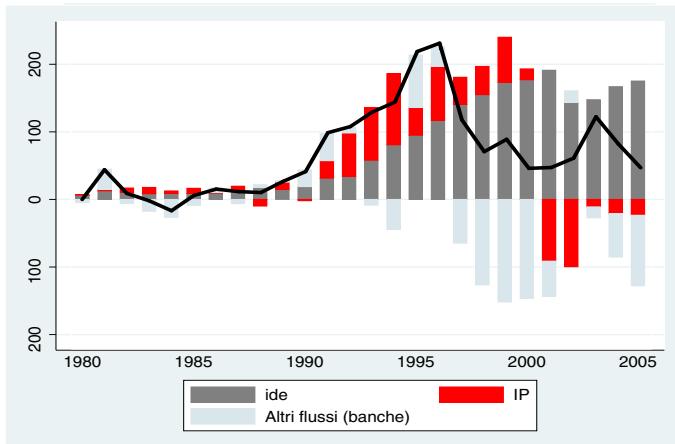
Le transazioni finanziarie tra paesi avanzati ed economie emergenti sono state caratterizzate anche da un deciso mutamento riguardante i *soggetti coinvolti*. Si è infatti considerevolmente ridotto il peso del settore ufficiale/ pubblico - sia come prenditore che come prestatore di fondi - mentre è fortemente cresciuta l'importanza del settore privato. Ancora per buona parte degli anni ottanta i flussi di capitali ufficiali che affluivano all'interno delle economie meno sviluppate avevano una dimensione superiore pari a quella dei capitali privati. Negli ultimi anni (si veda FIG. 1.5) la situazione è radicalmente mutata. La quota dei finanziamenti ufficiali erogati a vantaggio delle economie emergenti è notevolmente calata a seguito della cospicua riduzione dei flussi di assistenza bilaterale forniti da FMI e Banca Mondiale. Analogamente è fortemente diminuito il peso del settore pubblico in qualità di prenditore di fondi: mentre nel 1988 l'attività di *borrowing* da parte del settore pubblico era simile a quella svolta dagli operatori privati, dieci anni più tardi questa si era ridotta solo al 20% dei fondi presi a prestito sui mercati internazionali dal settore privato degli emergenti.

Fatto 5 I movimenti di capitale tra paesi avanzati ed economie emergenti riguardano sempre di più soggetti privati. Nel corso degli ultimi anni il ruolo del settore ufficiale/pubblico è andato progressivamente riducendosi.

Contemporaneamente, sono andate modificandosi gli *strumenti utilizzati* nelle operazioni finanziarie svolte tra emergenti e paesi avanzati. Sino all'inizio degli anni'80 la maggior parte dei finanziamenti erogati a vantaggio dei paesi emergenti era rappresentata dai prestiti bancari a medio termine, concessi da sindacati di banche commerciali a stati sovrani e/o agenzie controllate dal settore pubblico. Dopo la grande crisi debitoria dei primi anni ottanta, i prestiti bancari si riducono, diventano sempre più a breve e vengono sempre più denominati in valuta estera,¹⁹ generando notevoli *maturity* e *currency mismatching*. Al contrario i flussi

¹⁹Il caso eclatante è rappresentato dalla Thailandia (anni 1997-98) in cui il valore dello stock di debito estero bancario con scadenza inferiore ad un anno e denominato in dollari raggiunge il 45% del PIL.

Figura 1.6: Composizione dei flussi netti di capitale privati verso i paesi emergenti, miliardi di Dollari.



Fonte: IMF WEO

di portafoglio - in particolare quelli relativi alle obbligazioni sovrane - iniziano ad assumere un peso sempre più rilevante. La loro crescita prosegue senza interruzioni sino allo scoppio della crisi asiatica, quando i flussi di portafoglio non solo si riducono ma vengono caratterizzati da una notevole ricomposizione a favore degli investimenti azionari (*debt-equity shift*)²⁰. Nello stesso periodo, si materializza l'ascesa - interrotta solo dalla grave incertezza generata dalla recessione USA e dagli attacchi terroristici del 2001 - degli IDE. L'insieme di questi mutamenti strutturali delinea un nuovo quadro caratterizzato da notevoli differenze rispetto a quello esistente prima dell'avvento della liberalizzazione finanziaria (si veda la FIG. 1.6).

Fatto 6 Le modalità di finanziamento dei paesi emergenti mutano drasticamente nel tempo.

Durante gli anni '70 i sindacati di banche che erogavano prestiti bancari costituivano la principale fonte di finanziamento. Al giorno d'oggi la parte del leone è giocata dagli IDE e dai *portfolio flows*, suddivisi tra azioni e obbligazioni.

Infine, è andata accrescendosi l'importanza degli investitori istituzionali che - a partire dai primi anni ottanta - hanno progressivamente sostituito le banche nel ruolo di principali intermediari sul mercato internazionale dei capitali. Al termine di una intensa fase di ristrutturazione vi è ora una presenza massiccia e particolarmente attiva di investitori istituzionali (quali *hedge funds* e fondi comuni di investimento, compagnie di assicurazione e fondi pensione),²¹ che perseguono strategie di investimento spesso estremamente dinamiche che talvolta concorrono a scatenare situazioni di crisi.²² La rapida esecuzione da parte di questi

²⁰Sino a quel momento il contemporaneo sviluppo dei mercati finanziari emergenti e delle reti di salvataggio (*financial safety net*) al loro interno contribuisce ad accrescere fortemente il grado di *leverage*. Quando la crisi scoppia l'elevato grado di *leverage* è proprio uno dei fattori che favorisce una rapida diffusione della crisi a livello internazionale.

²¹Su questo risultato ha evidentemente influito anche la ristrutturazione dei sistemi pensionistici nei paesi più avanzati che favorendo lo sviluppo dei fondi pensione ha di fatto fornito una grande spinta alla crescita dell'attività degli investitori istituzionali anche sui mercati internazionali.

²²A questa conclusione perviene il Rapporto dei 10 (Group of Ten, 2001).

investitori di operazioni di ampie dimensioni può infatti essere alla base di successive ondate di vendite/acquisti (sostenute anche da fenomeni di *herding*) che - accentuando le fasi ascendenti e discendenti dei prezzi delle attività finanziarie - possono essere causa di crisi.²³ La considerazione di questi aspetti legati alla maggior presenza degli investitori istituzionali dei paesi avanzati all'interno dei mercati emergenti acquisisce un'importanza ancora maggiore una volta ricordato che la dimensione degli *assets* gestiti da questi operatori ha raggiunto alla fine del 2001 un multiplo superiore a 7 volte la dimensione dei mercati azionari e obbligazionari dei paesi emergenti e 100 volte il valore di tutte le nuove emissioni nel corso dell'anno di bonds internazionali, azioni e prestiti sindacati.

Fatto 7 I flussi di finanziamento erogato ai paesi emergenti derivano per lo più da operazioni svolte dagli investitori istituzionali dei paesi avanzati.

RIQUADRO 1.5

La relazione tra flussi di capitale (verso i paesi emergenti) e stock di capitale (posseduti dai paesi ricchi)

Lamfalussy (2000) ha svolto un semplice esercizio che consente di apprezzare più precisamente il grado di influenza che aggiustamenti anche piccoli degli *stock di attività* detenute nel portafoglio dei paesi ricchi possono avere sui *flussi di capitale* verso i paesi emergenti. Alla fine dell'anno 1997 le consistenze delle attività possedute dagli investitori istituzionali dei paesi più sviluppati erano pari a 27.000 miliardi di dollari. Una riallocazione dell'1% del loro portafoglio a vantaggio di attività mobiliari emesse da paesi emergenti avrebbe quindi comportato un afflusso di capitali in queste economie pari a 270 miliardi di dollari, una cifra di poco inferiore al PIL argentino di quell'anno! Analogamente, una riallocazione dell'1% delle attività estere lorde delle banche facenti riferimento alla Banca dei Regolamenti Internazionali avrebbe determinato un flusso di capitali pari a 60 miliardi di dollari. Volendo replicare l'esercizio con dati più recenti (aggiornati al 2003) le dimensioni del fenomeno si accrescono ulteriormente; infatti mentre i flussi di capitale generati dalla riallocazione delle attività delle banche rimarrebbero invariati, quelli intermediati dagli investitori istituzionali passerebbero da 270 a 470 miliardi di dollari (in quanto alla fine del 2003 le consistenze delle attività possedute dagli investitori istituzionali dei paesi più sviluppati erano diventate pari a 47.000 miliardi di dollari). E' dunque facile comprendere - sulla base di queste cifre - quanto sia difficile per gli *emerging markets* gestire in modo ordinato un afflusso di capitali così ingente e spesso improvviso, che peraltro deriva da una riallocazione non particolarmente conspicua degli *stock di attività* estere possedute dai paesi avanzati. In particolare si possono venire a manifestare problemi relativi a:

- la gestione della politica monetaria (attraverso l'incapacità di sterilizzare completamente e continuamente gli effetti di ampi surplus di bilancia dei pagamenti sulla base monetaria).
- la quantità e la qualità del credito erogato dal settore bancario (per via di *lending boom* che conducono quasi invariabilmente a situazioni di fragilità e di crisi bancaria).

²³Inoltre, gran parte di questi operatori è caratterizzata da un alto livello di indebitamento (*leverage*) a breve che - favorendo l'esecuzione di operazioni di vendita tanto più massicce quanto più consistenti sono le perdite sofferte - facilitano la propagazione di un'eventuale crisi. In presenza di una struttura del passivo caratterizzata da passività a più lungo termine (come quelle che caratterizzano le società di assicurazione) si verrebbero invece a determinare delle operazioni volte a stabilizzare i mercati.

- la possibilità di bolle speculative nel settore finanziario e immobiliare (come diretta conseguenza del *lending boom*).
 - l'andamento delle partite correnti (a seguito di deficit causati dalla forte crescita della spesa per investimenti e per consumi favorita dalla maggior disponibilità di risorse estere).
-

1.4 Le crisi: indicatori e fatti stilizzati

La liberalizzazione finanziaria ha prodotto non solo benefici ma anche dei costi dovuti allo scoppio di crisi più o meno ricorrenti, di diversa natura. Sempre più spesso, soprattutto negli ultimi anni, il sistema economico internazionale ha sofferto situazioni di crisi dovute a fenomeni di instabilità valutaria e/o bancaria e finanziaria, spesso sfociate in vere e proprie crisi sovrane. Diventa quindi necessario stabilire sotto quali condizioni e con quali conseguenze si vengono a produrre le diverse situazioni di crisi. Nel corso del paragrafo adotteremo una prospettiva di più lungo periodo utile per individuare gli eventuali tratti distintivi delle crisi odierne - riconducibili all'attuale fase di liberalizzazione - rispetto a quelle che si manifestavano già in passato - quando durante il funzionamento del *gold standard* si era manifestata la prima ondata di globalizzazione.

1.4.1 Indicatori di crisi

Un criterio ampiamente condiviso²⁴ nella definizione di crisi, si fonda sull'analisi dell'andamento seguito da alcune grandezze in tali occasioni. Tipicamente in caso di crisi valutaria il tasso di cambio conosce un consistente deprezzamento/svalutazione. Allo stesso tempo le autorità di politica economica cercano di resistere alla variazione del tasso di cambio aumentando il livello dei tassi di interesse domestici e/o utilizzando riserve ufficiali per effettuare interventi sui mercati valutari a sostegno della valuta in crisi.

Definizione 1 *Una crisi valutaria si manifesta quando viene forzata una revisione della parità di cambio (di una valuta aderente a un regime di cambio fisso), oppure quando viene congegnata un'operazione di salvataggio internazionale a sostegno di una valuta avente una qualche forma di pegging (tasso di cambio fisso puro, regime di cambio fisso con banda di fluttuazione, ecc.).*

Per cercare di misurare in modo possibilmente oggettivo l'entità della crisi possiamo definire un *indicatore di pressione valutaria IPV*,

$$IPV = \alpha \left(\frac{\Delta s}{s} \right) + \beta \left(\frac{\Delta i}{i} \right) + (1 - \alpha - \beta) \left(\frac{\Delta RU}{RU} \right)$$

ottenuto calcolando una media ponderata della variazione percentuale dei tassi di interesse ($\frac{\Delta i}{i}$), delle riserve ufficiali ($\frac{\Delta RU}{RU}$), e del tasso di cambio ($\frac{\Delta s}{s}$), del paese colpito dalla

²⁴Si vedano in particolare i lavori di Bordo, Eichengreen e loro coautori.

crisi rispetto ad analoghe grandezze del paese a cui viene ancorata la valuta. Quando questo indicatore oltrepassa un determinato valore soglia²⁵ ci si trova in una situazione di crisi.

Analogamente in caso di crisi bancaria/finanziaria possiamo ricorrere alla seguente definizione.

Definizione 2 *Una crisi finanziaria si manifesta in presenza di problemi di illiquidità e/o insolvenza tra gli agenti che operano sul mercato finanziario oppure quando viene congegnata un'operazione di salvataggio a sostegno di intermediari in crisi. In caso di crisi bancaria si osservano corse ai depositi (bank runs), diffusi episodi di fallimento bancario e la sospensione della convertibilità dei depositi.*

Anche nel caso della crisi bancaria è possibile costruire un *indicatore di pressione bancaria IPB*,

$$IPB = \gamma \left(\frac{\Delta i_{ON}}{i_{ON}} \right) + (1 - \gamma) \left(\frac{\Delta D}{D} \right)$$

ottenuto calcolando una media ponderata della variazione percentuale conosciuta dai tassi overnight ($\frac{\Delta i_{ON}}{i_{ON}}$), e dai depositi ($\frac{\Delta D}{D}$),²⁶ che individua una crisi una volta oltrepassato un valore soglia.

In realtà le crisi internazionali non sono solo valutarie e/o bancarie, infatti assumono spesso le connotazioni di vere e proprie crisi sovrane:

Definizione 3 *Una crisi sovrana si manifesta quando a seguito di una decisione presa dal governo di uno Stato in crisi - anche a causa di una concomitante crisi valutaria e/o bancaria - il pagamento degli interessi sul debito estero o il rimborso del valore del principale del debito estero stesso (in capo al settore pubblico) viene sospeso (debt default) oppure viene onorato attraverso la modifica del profilo dei pagamenti definito nel contratto di debito (debt restructuring),²⁷ talvolta grazie all'erogazione di un prestito concesso da un'istituzione finanziaria internazionale (come il FMI).*

1.4.2 I fatti stilizzati

Una volta definiti gli indicatori utilizzati per identificare le crisi è opportuno chiedersi in che misura esse siano rilevanti: sono un fenomeno limitato nel tempo che interessa un numero circoscritto di paesi, o sono invece un fenomeno esteso e frequente, che rischia di pregiudicare la stabilità del sistema finanziario internazionale? Utilizzando gli indicatori di pressione

²⁵La soglia critica viene definita in termini di un multiplo (generalmente pari a 1,5) dello scarto quadratico dell'indice di pressione aggiunto o sottratto al valor medio assunto dallo stesso indice di pressione.

²⁶Ci focalizziamo sulle crisi bancarie in quanto in letteratura non sono stati elaborati degli indicatori analoghi con riferimento alle crisi finanziarie in senso esteso. Va peraltro ricordato che nel caso di crisi bancaria l'uso di soli indicatori quantitativi spesso non è sufficiente a identificare con chiarezza il fenomeno in esame in quanto alcune grandezze sono disponibili con ritardo rispetto allo scoppio della crisi stessa (come ad esempio il valore dei *non performing loans*).

²⁷Si rimanda al capitolo CAP. ?? per un'analisi più dettagliata delle diverse tipologie di ristrutturazione del debito.

Tabella 1.3: Crisi internazionali: numero di episodi.

	1880-1913	19-39	45-71	73-97*	73-97**
Crisi bancarie	15	18	0	26	18
Paesi sviluppati	4	11	0	9	
Paesi emergenti	11	7	0	17	
Crisi Valutarie	8	16	37	86	108
Paesi sviluppati	2	13	21	29	
Paesi emergenti	6	3	16	57	
Crisi Gemelle	9	15	1	27	33
Paesi sviluppati	1	12	0	6	
Paesi emergenti	8	3	1	21	
Totale	32	49	38	139	159
Paesi sviluppati	7	36	21	44	
Paesi emergenti	25	13	17	95	

* Campione a 21 paesi

** Campione a 56 paesi

Fonte: Bordo, Eichengreen, Klingebiel, e Martinez-Peria S. (2001)

Tabella 1.4: Probabilità media annua di crisi per singolo paese.

	1880-1913	19-39	45-71	73-97*	73-97**
Crisi Bancarie	2.3	4.8	0	2.0	2.3
Crisi Valutarie	1.2	4.3	6.8	5.2	7.5
Crisi Gemelle	1.4	4.0	0.2	2.5	2.4
Crisi qualsiasi	4.9	13.2	7.0	9.7	12.1

* Campione a 21 paesi

** Campione a 56 paesi

Fonte: Bordo, Eichengreen, Klingebiel, e Martinez-Peria S. (2001)

Tabella 1.5: Durata delle crisi (numero medio di anni).

	1880-1913	19-39	45-71	73-97**
Crisi bancarie	2,3	2,4	-	2,6
Paesi sviluppati	3,0	2,5	-	3,1
Paesi emergenti	2,0	2,1	-	2,4
Crisi Valutarie	2,6	1,9	1,8	2,1
Paesi sviluppati	3,0	1,9	1,7	2,0
Paesi emergenti	2,5	2,0	2,1	2,1
Crisi Gemelle	2,2	2,7	1,0	3,8
Paesi sviluppati	1,0	2,3	-	5,0
Paesi emergenti	2,4	4,3	1,0	3,4
Totale	2,4	2,4	1,8	2,5
Paesi sviluppati	2,7	2,3	1,6	2,7
Paesi emergenti	2,3	2,6	2,0	2,4

** Campione a 56 paesi

Fonte: Bordo, Eichengreen, Klingebiel, e Martinez-Peria S. (2001)

Tabella 1.6: Intensità delle crisi (perdita in percentuale di PIL).

	1880-1913	19-39	45-71	73-97**
Crisi bancarie	8,3	10,5	-	6,2
Paesi sviluppati	11,6	11,5	-	7,0
Paesi emergenti	7,2	8,9	-	5,8
Crisi Valutarie	8,3	14,2	5,2	5,5
Paesi sviluppati	3,7	11,4	2,4	3,8
Paesi emergenti	9,8	26,5	9,0	6,4
Crisi Gemelle	14,5	15,8	1,7	18,6
Paesi sviluppati	0,0	13,8	-	15,6
Paesi emergenti	16,3	24,0	1,7	19,5
Totale	9,8	13,4	5,2	8,3
Paesi sviluppati	7,7	12,3	2,4	6,3
Paesi emergenti	10,4	16,5	8,6	9,2

** Campione a 56 paesi

Fonte: Bordo, Eichengreen, Klingebiel, e Martinez-Peria S. (2001)

Tabella 1.7: Crisi sovrane: numero di episodi.

	1880-1913	19-39	45-71	73-02
Crisi sovrane	18	17	9	42
Paesi sviluppati	3	3	1	0
Paesi emergenti	15	14	8	42

* Campione a 72 paesi

Fonte: Beim e Calomiris (2001), Standard & Poor's (2001), Manasse, Roubini e Shimmelpfennig (2003)

definiti in precedenza, Bordo *et al.* (2001) individuano numerosi episodi di crisi valutaria e bancaria. Le TABB. 1.3- 1.4, mostrano con chiarezza che il fenomeno delle crisi non costituisce sicuramente una novità nel panorama finanziario internazionale. Nel periodo 1880-1997 è possibile individuare - con riferimento a un campione di 21 paesi²⁸ - 59 crisi bancarie, 147 crisi valutarie e 52 crisi gemelle. Suddividendo i 107 anni considerati in 4 sottoperiodi - il Gold Standard (1880-1913), il periodo tra le due guerre (1913-1939); il sistema di Bretton Woods ((1945-1971); l'ultimo quarto di secolo (1973-1997) - si notano i seguenti fatti stilizzati:

Fatto 8 Il numero (in assoluto) delle crisi è passato da 32 negli anni antecedenti il primo conflitto mondiale a 139 nel periodo successivo i primi anni '70, con un picco relativo nel periodo compreso tra le due guerre mondiali.

Fatto 9 La frequenza con cui si manifesta una qualsiasi crisi²⁹, che misura la probabilità media annua con cui un paese è colpito da una crisi, passa dal 5% circa del primo sotto-periodo al 13% del periodo tra le due guerre; negli anni più recenti si mantiene attorno al 10% per il campione di 21 paesi ed è poco sopra il 12% per il campione di 56 paesi, mostrando una tendenza alla crescita nell'ultimo periodo.

Fatto 10 La frequenza con cui si manifestano le crisi *valutarie* tende costantemente a crescere (passando dall'1,2 al 7,5% nel corso degli anni), mentre quella riguardante le crisi *bancarie* rimane stabile attorno al 2% - con la sola eccezione del picco conosciuto nel periodo tra le due guerre. Cresce invece rispetto al periodo 1880-1913 la frequenza delle crisi *gemelle* che negli ultimi 25 anni supera il 2%.

Fatto 11 La durata e l'intensità delle crisi³⁰ tende a mutare nello spazio e nel tempo, in ragione della natura delle crisi stesse.³¹ Con il trascorrere del tempo le crisi valutarie

²⁸L'analisi fa riferimento a due campioni di paesi: il primo costituito da 21 paesi - di cui 15 considerati emergenti; il secondo che invece fa riferimento a ben 56 stati nazione, di cui la maggior parte economie emergenti.

²⁹La frequenza è calcolata come il numero di crisi rapportato al numero dei paesi considerati e alla lunghezza del periodo.

³⁰La durata è misurata come numero di anni necessari per riportare l'output sui livelli compatibili con il trend di crescita espresso nei 5 anni precedenti la crisi. L'intensità è definita come perdita cumulata di output rispetto al suddetto trend di crescita.

³¹Ad esempio, Dobson e Hufbauer (2001) quantificano i costi delle crisi gemelle (bancarie e valutarie) in un'output loss media annua pari 2.2 punti percentuali in America Latina, nel corso degli anni '80, e a 1.4 punti percentuali in Asia durante gli anni '90. Nel complesso dei paesi in via di sviluppo la perdita generata dalle crisi nell'ultimo quarto del XX secolo sarebbe stata pari al 25% del loro reddito.

sono meno lunghe e meno intense, mentre le crisi gemelle diventano relativamente più lunghe e più intense. Un fatto stilizzato che distingue soprattutto gli ultimi 25 anni del XX secolo.

Fatto 12 La frequenza con cui si manifestano le crisi è sempre maggiore nei paesi in via di sviluppo compresi nel campione, con la sola eccezione del periodo 1919-1939. Tale tendenza risulta particolarmente accentuata soprattutto negli ultimi anni, quando le crisi sembrano abbandonare i paesi più avanzati per concentrarsi quasi esclusivamente all'interno delle economie emergenti o in via di sviluppo.

Inoltre estendendo l'analisi al caso delle crisi sovrane si notano ³² i seguenti ulteriori fatti stilizzati:

Fatto 13 Il numero (in assoluto) delle crisi sovrane è passato da 18 negli anni antecedenti il primo conflitto mondiale a 42 nel periodo che copre gli ultimi 30 anni.

Fatto 14 Cresce il numero dei paesi coinvolti in episodi di *default*, misurato dall'incremento dell'*issuer default rate* (che rappresenta la quota di stati sovrani che dichiarano *default* rispetto a tutti i sovrani esistenti); diminuisce la quota di debito sovrano su cui viene dichiarato dichiarato *default* rispetto al totale esistente (*share of debt in default*). La *share of debt in default* è infatti ormai stabilmente inferiore all'1.0%, a dimostrazione della predominanza assoluta sui mercati internazionali di debito *risk free* emesso da sovrani sicuri, quali i paesi maggiormente industrializzati.

Fatto 15 Le crisi sovrane costituiscono un fenomeno che riguarda *quasi esclusivamente* le economie emergenti e i paesi in via di sviluppo: ben 79 degli 87 episodi di crisi sovrana rilevati nel periodo 1880-2002 si sono infatti svolte all'interno di questi paesi.

Fatto 16 La durata e l'intensità delle crisi sovrane sono simili a quelli delle crisi bancarie: l'*output loss* associato ad una crisi sovrana ammonta infatti al 4% per i quattro anni successivi lo scoppio della crisi stessa. La perdita di prodotto è riconducibile alla parziale distruzione del sistema finanziario, ai trasferimenti netti di risorse a vantaggio dei creditori (esteri), alla frequente interruzione delle relazioni commerciali con l'estero e ai maggiori costi delle nuove emissioni di titoli del debito.³³

1.4.3 Le crisi internazionali: una definizione

Una caratteristica di buona parte dei fenomeni di crisi appena analizzati è data dalla loro *dimensione internazionale* e dalla loro concentrazione temporale. La crisi che colpì la casa di investimento Baring nel 1890-91 a seguito del dissesto finanziario delle banche delle province argentine (si veda il relativo box nel CAP. ??) investì (oltre all'Argentina e al Regno Unito) anche Brasile, Canada, Portogallo e Italia, per diffondersi successivamente in Australia,

³²Il database utilizzato per la costruzione della Tab.XX è frutto di una rielaborazione degli autori volta rendere il più possibile omogeneo il campione utilizzato da ?, e Manasse *et al.* (2003) per misurare la frequenza delle crisi sovrane con quello elaborato da Bordo *et al.* (2001) per analizzare le crisi valutarie e bancarie.

³³Su questi temi si rimanda a Reinhart *et al.* (2003).

Nuova Zelanda e USA. La crisi finanziaria del 1931 - che viene ancora tristemente ricordata per aver contribuito a diffondere la Grande depressione del XX secolo - nacque negli USA, venne esportata in Germania, ma si diffuse rapidamente in gran parte dell'Europa centrale, anche per via dell'ostinato tentativo, da parte di diversi paesi europei, di rispettare ad ogni costo le parità di cambio allora vigenti. La crisi debitoria dei primi anni '80 ha coinvolto più di una trentina di paesi (emergenti e in via di sviluppo) in un arco temporale decisamente ristretto. La recente crisi del Far East, che si è sviluppata originariamente in Thailandia ha prodotto effetti non solo sul resto delle economie asiatiche ma anche su diversi paesi dell'Europa Orientale (Russia in particolare) e dell'America Latina (principalmente Ecuador e Brasile). Si può quindi affermare che - con la sola eccezione degli anni '50 e '60 - il sistema finanziario internazionale abbia *sempre* sofferto di fenomeni di *crisi internazionale*, che trovano inizialmente origine in un solo o pochi paesi ma che in periodi successivi si estendono ad altre economie arrivando talvolta ad assumere una valenza sistemica.

Definizione 4 *Una crisi è definita internazionale quando investe un numero di paesi sufficientemente elevato in un arco temporale ristretto, determinando movimenti comuni (in una direzione negativa) di diverse grandezze, quali i tassi di cambio, i prezzi delle azioni, gli spreads sui titoli sovrani (del debito pubblico) e i movimenti di capitale³⁴.*

Applicando questa definizione al periodo successivo al 1973 notiamo il verificarsi di crisi internazionali (sia valutarie e bancarie che sovrane) in pressoché tutti gli anni considerati, a dimostrazione del fatto che nell'ultimo quarto di secolo la concentrazione temporale delle crisi sia stata elevata, raggiungendo livelli non inferiori a quelli toccati durante l'infausto periodo compreso tra le due guerre mondiali. Concentrando l'attenzione sugli ultimi venti anni questo giudizio viene ulteriormente rafforzato: 48 delle 58 crisi valutarie scoppiate tra il 1990 e il 2000 hanno coinvolto contemporaneamente due o più paesi; oltre 30 delle 42 crisi sovrane rilevate nel nostro campione durante il periodo 1973-2002 si manifestano nella prima metà degli anni '80.

RIQUADRO 1.6

Argentina e House of Baring: una crisi internazionale del XIX secolo.

L'Argentina visse una profonda crisi finanziaria, con notevoli ripercussioni a livello internazionale sul finire del XIX secolo. Il paese sudamericano in quegli anni era il maggior ricettore di capitali esteri (soprattutto inglesi) insieme ad Australia e Uruguay. In particolare dal Regno Unito si manifestò un vero e proprio *lending boom* verso l'America Latina, che perdurò per tutti gli anni '80. Le Banche Provinciali Argentine che costituivano il braccio finanziario dei Governi delle Province Argentine riuscivano - nonostante la pessima reputazione di cui godevano presso la comunità finanziaria internazionale - a raccogliere ingenti quantitativi di capitale straniero per finanziare soprattutto la costruzione della rete ferroviaria del paese. I massicci afflussi di capitale estero consentirono anche un forte incremento dei consumi, e la creazione di una vera e propria

³⁴ Ad esempio questa è la definizione contenuta nel classico lavoro di Kindleberger (2001). Summers (2000) definisce invece la crisi finanziaria internazionale come una situazione in cui la dimensione internazionale peggiora lo stato di crisi in un modo che non sarebbe accaduto in un contesto strettamente domestico; in altre parole vengono escluse situazioni di crisi indotte solo dalla scarsa *performance* domestica.

bolla speculativa nel settore immobiliare. Alla fine degli anni'80 la bolla - riconducibile a ciò che è stato definito "fiesta finanziaria" - scoppiò. Il Banco de la Nacion - una delle due Banche nazionali argentine - non fu in grado di far fronte ai suoi impegni scatenando un *bank-run* nazionale. Lo stesso governo argentino risultò incapace di far fronte ai propri impegni. La crisi si riverberò rapidamente su Londra quando la House of Baring dichiarò lo stato di insolvenza causato da eccessivi finanziamenti (improduttivi) a vantaggio della Compagnia degli Acquedotti di Buenos Aires nel 1890. Nonostante il tentativo di salvataggio organizzato dalla Bank of England, la crisi non si arrestò e condusse a una drastica riduzione dei prestiti erogati ad Argentina, Uruguay e Brasile. Il *capital reversal* ebbe un impatto devastante. Crollarono sia l'attività industriale che il prodotto interno lordo: quando la crisi scoppiò nel 1890 l'output subì una contrazione del 17% rispetto alla crescita media dei 5 anni precedenti e del 24% rispetto all'anno precedente lo scoppio della crisi. Nel giro di pochi anni (1893) la crisi arrivò a colpire intensamente anche gli USA e l'Australia. L'analisi della crisi argentina della fine del XIX secolo dimostra come spesso crisi valutaria, crisi bancaria e crisi sovrana siano dei fenomeni tra loro interrelati che tendono ad assumere anche una dimensione internazionale.³⁵

1.4.4 Le crisi internazionali: cosa è cambiato?

Un primo esame dei fatti stilizzati evidenziati consente di stabilire alcune semplici proposizioni, utili per fornire ulteriori spunti di riflessione sull'effettivo grado di analogia e/o diversità tra le crisi internazionali odierne e quelle che già si manifestavano a cavallo tra la fine del XIX e l'inizio del XX secolo.

Proposizione 5 *Fatta eccezione per il periodo tra le due guerre l'incidenza delle crisi tende a crescere nel tempo a causa della maggior frequenza delle crisi valutarie (fatti 8,9,10).*

La maggior incidenza delle crisi valutarie non può essere ricondotta unicamente al processo di globalizzazione finanziaria in corso - favorito dalla liberalizzazione dei movimenti di capitale. Notiamo infatti che le crisi erano poco frequenti in un periodo di elevata mobilità dei capitali come quello che caratterizzava il sistema finanziario internazionale sino alla prima guerra mondiale, mentre invece erano maggiormente frequenti durante il regime di Bretton Woods quando sussistevano diffusi e intensi controlli sui movimenti di capitale, che avrebbero dovuto (almeno in linea di principio) contenere la nascita di fenomeni di questo tipo.³⁶

Proposizione 6 *L'incidenza e l'intensità delle crisi gemelle tende a crescere negli ultimi decenni. (fatti 10, 11).*

³⁵Per una analisi maggiormente approfondita si veda Bordo e Murshid (2000) e Eichengreen (2001).

³⁶Diversi studiosi (si veda in particolare Eichengreen, 1996) ritengono che la diffusione di regimi democratici giochi un ruolo rilevante nella comprensione di questo risultato. In altre parole la diffusione della democrazia ha reso particolarmente difficile il perseguitamento dell'obiettivo esterno (rappresentato dalla stabilità del tasso di cambio) a danno del conseguimento dell'obiettivo interno (costituito dalla piena occupazione). La democratizzazione avrebbe quindi reso più evidente l'esistenza di un *trade-off* tra obiettivo interno ed esterno, che apparentemente in passato non sussisteva in quanto il primo veniva subordinato al conseguimento del secondo. Tale ordinamento lessicografico rendeva credibile l'impegno a mantenere fisso il cambio rendendo più facile l'accumulazione prima e il pagamento del servizio del debito estero in seguito, limitando lo scoppio delle crisi.

La crescente incidenza delle crisi gemelle è invece da ricondursi con ogni probabilità al processo di liberalizzazione finanziaria non solo esterna ma anche domestica. Tale processo - determinando una decisa nonchè rapida deregolamentazione del settore bancario in assenza di un'adeguata attività di supervisione - ne ha favorito una crescente fragilità, sfociata spesso in situazioni di crisi che hanno preceduto e/o accompagnato le crisi valutarie, attraverso l'attivazione di particolari nessi di causa-effetto che si manifestano soprattutto in presenza di regimi di cambi fissi.³⁷ A conferma della rilevanza assunta dalla liberalizzazione finanziaria vi è infatti da ricordare che - una volta suddiviso il periodo 1973-1997 in due sottoperiodi (1973-1987 e 1987-1997) - l'incidenza delle crisi bancarie e di quelle gemelle aumenta considerevolmente a partire dal 1988, anno in cui iniziano a manifestarsi pienamente gli effetti del processo di liberalizzazione finanziaria.

Proposizione 7 *Ad eccezione del periodo tra le due guerre, le crisi tendono a concentrarsi all'interno dei paesi in via di sviluppo o delle economie emergenti. La periferia del sistema monetario internazionale tende quindi ad essere più incline ai fenomeni di crisi (fatto 12).*

Poichè le crisi tendono a concentrarsi nella periferia è probabile che vi siano dei fattori strutturali che rendono queste economie più vulnerabili, rispetto al centro del mondo. Ne discendono implicazioni importanti in termini di politica economica orientate alla diminuzione di questa “eccessiva sensibilità” alle crisi. Ad esempio, all'interno di queste regioni è importante favorire la creazione di un assetto istituzionale che garantisca un uso ordinato della politica monetaria e fiscale; ma occorre anche incentivare la realizzazione di misure di regolazione e supervisione volte a diminuire il rischio di instabilità finanziaria (anche importante dal resto del mondo); infine non va sottovalutata l'importanza del regime di cambio prescelto³⁸ e più in generale dell'architettura del sistema finanziario internazionale.

1.5 Le crisi internazionali: elementi per una nuova chiave di lettura

Nel complesso, una prima analisi spinge ad affermare che dietro i fenomeni di crisi e la loro dimensione internazionale vi siano i *solti sospetti*: la gestione disordinata della politica economica e la vulnerabilità strutturale di alcuni paesi, soprattutto quelli meno sviluppati. Tuttavia ciò non basta a spiegare la maggior frequenza delle crisi valutarie, la crescente incidenza delle crisi gemelle e la ripresa dello scoppio di crisi sovrane. Dobbiamo quindi analizzare altri elementi per comprendere il mutamento delle caratteristiche di fondo delle crisi internazionali che si è accompagnato all'evoluzione del mercato internazionale dei capitali. Con il passare del tempo le crisi di bilancia dei pagamenti sono infatti diventate sempre più crisi del conto capitale e sempre meno legate a squilibri delle partite correnti; sono cresciute in modo sostanziale le crisi riconducibili ad una perdita di fiducia, dovuta ad un deterioramento delle aspettative talvolta indipendente dallo stato delle grandezze fondamentali; infine sono aumentate le manifestazioni di crisi dovute all'insorgere di problemi di liquidità (che hanno colpito anche soggetti apparentemente solventi). Al fine di rendere maggiormente efficace la

³⁷Si vedano Kaminsky e Reinhart (1999) e ?.

³⁸Nel CAP. ?? e nel CAP. ?? approfondiremo questi aspetti.

Tabella 1.8: Stato patrimoniale disaggregato per valuta e scadenza

Valuta	Attività		Passività	
	Domestica	Estera	Domestica	Estera
scad	Breve	A_1	A_1^*	L_1
	Lunga	A_2	A_2^*	L_2
				L_l^*
				L_2^*

comprendere di un fenomeno così complesso come le crisi internazionali in questo paragrafo verranno fornite alcune chiavi di lettura comune alle diverse tipologie di crisi definite in precedenza.

1.5.1 Illiquidità vs. insolvenza

L'accresciuta mobilità internazionale dei capitali - soprattutto sul più breve termine - e l'aumentata dimensione degli stock lordi di attività e passività finanziarie estere ha contribuito ad aumentare sensibilmente la probabilità di scoppio di crisi finanziarie dovute a crisi di liquidità.

Definizione 8 *Un soggetto economico è illiquido quando le sue attività a breve termine (facilmente liquidabili nel breve senza soffrire rilevanti perdite in conto capitale) sono di entità inferiore alle passività a breve termine, che costituiscono l'insieme delle obbligazioni cui deve far fronte in tempi ristretti. Ciò equivale alla condizione $A_1 + A_1^* < L_1 + L_1^*$ nella TAB. 1.8*

La maggior dimensione degli stock lordi di attività e passività finanziarie unitamente al maggior grado di mobilità dei capitali di breve termine ha infatti reso più semplice un repentino nonché ingente ritiro dei fondi (depositati presso banche o investiti in titoli emessi da soggetti privati o pubblici) da parte dei soggetti investitori (residenti e non), che talvolta ha condotto a scatenare una situazione di illiquidità.

D'altro canto la maggior facilità di accesso ai mercati finanziari ha consentito di aumentare sensibilmente - anche sulle scadenze più lunghe - il valore degli stock di attività e passività finanziarie, in modo non sempre equilibrato. Si sono così venute a creare le condizioni per scatenare una crisi finanziaria dovuta ad una crisi di solvenza.

Definizione 9 *Un soggetto viene definito insolvente se il valore complessivo delle sue attività (sia a breve che a lungo termine) risulta inferiore a quello complessivo delle passività (sia a breve che a lungo termine). Ciò equivale alla condizione $A_1 + A_1^* + A_2 + A_2^* < L_1 + L_1^* + L_2 + L_2^*$ nella TAB. 1.8 Quando viene raggiunta questa condizione l'eventuale liquidazione di tutte le poste attive è infatti inadeguata a preservare il valore del capitale proprio, determinando una riduzione dei diritti patrimoniali dei creditori residui.*

Peraltro, la maggior probabilità con cui può manifestarsi una crisi di liquidità ha aumentato sensibilmente la possibilità di crisi di solvenza indotte da shock alla liquidità; una condizione originariamente di illiquidità può infatti rapidamente trasformarsi in una condizione di insolvenza, in quanto il soggetto considerato - nel tentativo di far fronte agli impegni

dovuti alla presenza di obbligazioni in scadenza ravvicinata - si può trovare costretto a liquidare anche le attività a medio-lungo termine, andando così incontro a perdite in conto capitale talmente ingenti da provocare una forte riduzione del valore delle poste attive con conseguenze negative per la sua stessa solvenza.³⁹.

RIQUADRO 1.7

Illiquidità, insolvenza e vulnerabilità nelle diverse tipologie di crisi

La nozione di illiquidità e di insolvenza si applica a tutte e tre le tipologie di crisi evidenziate.

- Quando il sistema economico-finanziario consolidato di un paese è caratterizzato da un valore delle passività estere a breve termine denominate in valuta estera superiore al valore delle attività estere in valuta estera, di cui può disporre entro breve termine (generalmente rappresentate dallo stock di riserve ufficiali) si ha una condizione di *illiquidità internazionale*. Quando il valore complessivo delle passività estere (sia a breve che a lungo termine) denominate in valuta estera è maggiore del valore complessivo delle attività estere (sia a breve che a lungo termine) denominate in valuta estera si ha una condizione di *insolvenza internazionale*.⁴⁰
- Quando il sistema bancario consolidato fronteggia un valore delle passività a breve termine superiore al valore delle attività di cui può disporre entro breve termine⁴¹ sussiste una condizione di *illiquidità bancaria*. Qualora invece il valore complessivo delle passività (sia a breve che a lungo termine) sia superiore al valore complessivo delle attività (sia a breve che a lungo termine) si ha una condizione di *insolvenza bancaria*.
- Quando lo stato sovrano - generalmente identificato con il settore pubblico - presenta delle passività a breve superiori alle attività di cui può disporre entro breve termine si ha una condizione di *illiquidità sovrana*. Nel caso in cui lo stato sovrano presentasse delle passività complessive (sia a breve che a lungo termine) superiori alle attività complessive (sia a breve che a lungo termine), tali per cui la ricchezza netta assume valore negativo, si avrebbe un caso di *insolvenza sovrana*.

Và da sè che l'illiquidità e l'insolvenza rappresentano due condizioni che potrebbero manifestarsi in modo del tutto indipendente. Un soggetto potrebbe essere liquido ma insolvente; oppure potrebbe trovarsi nella condizione di essere sia illiquido che insolvente; infine potrebbe essere solvente ma illiquido. In linea di principio, nulla osta alla possibilità che questa ultima condizione si realizzi. Tuttavia, avviene spesso che l'illiquidità possa successivamente scatenare uno stato di insolvenza. Il rischio che un soggetto (di qualsiasi tipo) fronteggi una condizione di illiquidità o di insolvenza viene spesso definito *vulnerabilità*.

³⁹ Ad esempio, un aumento improvviso e consistente dei tassi di interesse può essere la causa di una crisi di liquidità che può rapidamente degenerare in una crisi di insolvenza.

⁴⁰ Una situazione di illiquidità internazionale gioca spesso un ruolo cruciale nell'evoluzione delle crisi sofferte dai paesi emergenti per via del loro già limitato accesso al mercato internazionale dei capitali, durante i tempi considerati normali.

⁴¹ Una condizione di illiquidità bancaria è spesso causa di una condizione di illiquidità internazionale, nel caso in cui esista un regime di cambio fisso. In tal caso infatti i depositi a vista denominati in valuta domestica sono *de facto* equivalenti a delle obbligazioni in valuta.

1.5.2 Crisi dei fondamentali vs. crisi di fiducia

Il secondo elemento di novità indotto sui processi di crisi dall'evoluzione del mercato internazionale dei capitali riguarda invece l'aumento del peso (relativo) assunto da crisi finanziarie dovute a crisi di fiducia, diversamente da ciò che avveniva in passato quando le crisi erano per lo più di carattere fondamentale.

Definizione 10 *Una crisi di natura fondamentale scoppia a seguito dell'andamento avverso del ciclo economico, per via del deterioramento conosciuto da fattori strutturali, comunque riconducibili al deterioramento delle grandezze fondamentali.*

La diminuzione del valore dell'attivo di bilancio (o il maggior valore del passivo) di un soggetto debitore può convincere gli agenti che il debitore stesso non sia più in grado di onorare i propri impegni contrattuali (a breve e/o a lunga scadenza). In questo modo una crisi dei fondamentali può precipitare in una crisi di illiquidità e/o di insolvenza.

Un seconda filone di spiegazioni si fonda invece sull'esistenza di aspettative che si auto-realizzano (*self-fulfilling expectations*)

Definizione 11 *Una crisi di fiducia scoppia per via del diffondersi di aspettative secondo cui - nonostante il buono stato delle sottostanti grandezze fondamentali - una crisi si manifesterà. Una volta avviata la crisi si manifesta successivamente il deterioramento delle fondamentali che ex-post valida la crisi di fiducia stessa (che ex-ante era invece ingiustificata).*

La fortissima espansione conosciuta dagli stock di attività e passività finanziarie ha fatto sì che i mercati secondari acquisissero una rilevanza sempre maggior nella determinazione dei prezzi degli strumenti finanziari scambiati, conferendo un'importanza sempre maggiore - come enfatizzato dall'*asset market approach* - alle aspettative nel processo di determinazione dei prezzi delle attività finanziarie. L'accresciuta probabilità che queste ultime vengano formate in modo indipendente dalle sottostanti fondamentali rende *de facto* le crisi di fiducia più probabili; e con esse le stesse crisi di liquidità.

1.5.3 Crisi di conto corrente vs. Crisi di conto capitale

Infine, la straordinaria crescita delle transazioni finanziarie internazionali e degli stock lordi di attività finanziarie estere ha indotto un progressivo cambiamento nella natura delle crisi valutarie - sempre meno di conto corrente e sempre più di conto capitale.⁴²

Crisi di conto corrente

Per comprendere meglio il senso dell'evoluzione delle crisi di bilancia dei pagamenti - che si è andata manifestando con crescente intensità proprio a partire dagli anni '80 - considereremo inizialmente il caso delle crisi di conto corrente, avvalendosi di due semplici ancorché estremi

⁴²Questo giudizio - condiviso da gran parte degli economisti internazionali - è stato espresso con grande chiarezza da Dornbusch, in un lavoro postumo cui si ispira gran parte di questo paragrafo (si veda Dornbusch e Fischer (2003)).

esempi, fondati sulla distinzione tra flussi e stock (lordini e netti) di capitale. Faremo riferimento a due paesi (A e B) il cui PIL rimane costante e pari a 100 miliardi di Euro, dotati inizialmente di uno stock di riserve ufficiali pari a 50 miliardi di Euro e aderenti ad un regime di cambio fisso. Nel paese A, ogni anno si produce un saldo nullo di parte corrente e si manifestano flussi lordi di capitale - in entrata e in uscita - pari a 1 mld. di Euro, con un flusso netto di capitali pari a zero. Dopo 10 anni la posizione netta sull'estero del paese A è ovviamente nulla; lo stock di riserve ufficiali è rimasto inalterato e pari a 50 miliardi di Euro, corrispondenti al 50% del PIL, per via dei continui saldi nulli registrati dalla bilancia dei pagamenti. Diversamente, nel sistema economico B ogni anno si produce un deficit di parte corrente pari a 2 miliardi di Euro, e si manifestano flussi lordi di capitale - in entrata e in uscita - pari a 1 mld. di Euro, con un flusso netto di capitali pari a zero. Con un tasso di cambio immutato, il disavanzo corrente si riflette quindi in un deficit di bilancia dei pagamenti che comporta una analoga riduzione dello stock di riserve ufficiali. Dopo 10 anni la posizione netta sull'estero del paese B è negativa per 20 miliardi di Euro, pari al 20% del PIL; lo stock di riserve ufficiali è diminuito e pari 30 miliardi di Euro, corrispondenti al 30% del PIL. E' evidente che il paese B, rispetto ad A, essendo caratterizzato da una posizione netta debitoria nei confronti dell'estero, dovuta all'accumularsi di modesti ma continui disavanzi correnti, è soggetto al rischio di una crisi in conto corrente.⁴³ Se la mobilità dei capitali rimane limitata - come testimoniato dal modesto ammontare (ipotizzato nell'esempio) dei flussi lordi e netti intermediati dal mercato internazionale dei capitali - il lento processo di indebitamento netto verso il resto del mondo si traduce in un continuo drenaggio dello stock di riserve ufficiali. Prima o poi, il tasso di cambio conoscerà una svalutazione, dovuta all'esaurimento pressoché totale delle riserve utilizzate sui mercati valutari nel tentativo di stabilizzare il tasso di cambio stesso.⁴⁴

La lenta evoluzione che caratterizza questo tipo di crisi rende possibile - almeno in linea di principio - l'adozione di politiche volte a correggere gli squilibri alla radici della crisi stessa. Ad esempio, qualora il deficit corrente fosse dovuto a continui disavanzi pubblici, una politica fiscale restrittiva - eliminando l'eccesso di spesa rispetto alla produzione domestica - potrebbe consentire di evitare o rimandare lo scoppio della crisi.⁴⁵ In assenza di questi interventi correttivi la crisi inesorabilmente - anche se lentamente - tenderà a manifestarsi, senza tuttavia provocare necessariamente analoghi fenomeni in nazioni geograficamente vicine o strutturalmente simili. La natura prettamente domestica delle cause degli squilibri correnti - unitamente alla limitata dimensione delle transazioni finanziarie internazionali - rende infatti questo fenomeno scarsamente caratterizzato da effetti contagio.⁴⁶

⁴³Per una valutazione più precisa dei criteri di sostenibilità di un eventuale deficit di parte corrente si rimanda al CAP. ??.

⁴⁴Qualora avessimo assunto l'esistenza di un regime di cambio flessibile lo stock di riserve ufficiali sarebbe rimasto invariato proprio grazie al deprezzamento del tasso di cambio necessario per mantenere in equilibrio la bilancia dei pagamenti.

⁴⁵Analogamente, qualora il deficit corrente fosse generato da una perdita di competitività causata da una eccessiva crescita dei salari, una politica di moderazione salariale consentirebbe di limitare l'apprezzamento del tasso di cambio reale.

⁴⁶Con questo termine si intende genericamente la possibilità di trasmettere a livello internazionale la crisi verso paesi/regioni originariamente non interessati dalla crisi stessa. Per una discussione più precisa della definizione e delle implicazioni del contagio si rimanda al CAP. ??.

Definizione 12 (Crisi di conto corrente) *Le crisi di conto corrente si manifestano a seguito di continui (anche se modesti) squilibri delle partite correnti che comportano l'inevitabile esaurimento delle riserve ufficiali. Questo tipo di crisi - che viene a prodursi anche in presenza di scarsa mobilità dei capitali - si manifesta con lentezza e tende ad essere geograficamente circoscritto*

Crisi di conto capitale

Passiamo ora a considerare il caso delle crisi di conto capitale. Nel paese A, ogni anno si produce un saldo nullo di parte corrente e si manifestano flussi lordi di capitale - in entrata e in uscita - pari a 1 mld. di Euro, con un flusso netto di capitali pari a zero. Dopo 10 anni la posizione netta sull'estero del paese A è ovviamente nulla; lo stock di riserve ufficiali è rimasto inalterato e pari a 50 miliardi di Euro, corrispondenti al 50% del PIL, per via dei continui saldi nulli registrati dalla bilancia dei pagamenti. Lo stock lordo di attività e passività finanziarie verso l'estero è invece pari a 10 miliardi di Euro, corrispondenti al 10% del PIL. Diversamente, nel sistema economico B ogni anno si produce un saldo di parte corrente in equilibrio ma si manifestano flussi lordi di capitale - in entrata e in uscita - pari a 10 mld. di Euro, con un flusso netto di capitali pari a zero. Dopo 10 anni anche la posizione netta sull'estero del paese B è nulla e lo stock di riserve ufficiali è rimasto inalterato e pari a 50 miliardi di Euro; tuttavia lo stock lordo di attività e passività finanziarie verso l'estero è ben maggiore e pari a 100 miliardi di Euro, corrispondenti al 100% del PIL. Quale tra i due paesi è più esposto al rischio di una crisi? *Ceteris paribus* - per quanto concerne maturità delle attività e delle passività, valuta di denominazione delle passività e loro merito di credito - nessuno dei due paesi è esposto al rischio di una crisi di conto corrente, non essendovi sottostanti squilibri tra produzione e assorbimento e non essendo in corso nessun processo di esaurimento dello stock di riserve ufficiali. Tuttavia, nonostante l'assenza di una posizione patrimoniale squilibrata (in termini netti) nei confronti dell'estero, il paese B è sensibilmente più soggetto al rischio di una crisi in conto capitale. Se per un qualsiasi motivo gli operatori decidessero di disinvestire improvvisamente sia dal paese A che dal paese B, quest'ultimo andrebbe *rapidamente* incontro ad una crisi valutaria e probabilmente finanziaria. L'entità dello stock di passività finanziarie verso l'estero, pari al 100% del PIL e al 200% delle riserve ufficiali, è infatti tale da rendere vano qualsiasi tentativo attuato dalla banca centrale di limitare la svalutazione (o il deprezzamento) del tasso di cambio. Al contrario tale difesa potrebbe essere perseguita con successo da parte del paese A, il cui stock di passività verso l'estero è ben più limitato (10% del PIL e 20% delle riserve ufficiali).

Questo semplice esempio consente di comprendere come l'enorme crescita dei flussi intermediati dal mercato internazionale dei capitali - avendo comportato un notevole incremento non solo dei flussi lordi ma anche degli stock lordi sia dal lato delle attività che da quello delle passività - abbia reso possibili delle crisi valutarie e finanziarie anche in assenza di squilibri di parte corrente. Nel caso appena considerato è sufficiente che il mercato - in un contesto caratterizzato da elevata mobilità dei capitali - decida di "chiudere" le posizioni aperte nell'economia B per scatenare *immediatamente* una crisi. La massiccia vendita di attività finanziarie emesse dagli operatori residenti in questo paese renderebbe infatti insostenibile qualsiasi difesa del tasso di cambio, per via della notevole differenza esistente tra la dimensione dello stock di passività finanziarie che possono essere utilizzate per effettuare

l'attacco e quella dello stock di attività finanziarie ufficiali - come le riserve valutarie - che possono essere invece prontamente mobilitate per difendere il tasso di cambio: nel caso in cui fosse sufficiente la "chiusura" di posizioni a breve ci troveremmo di fronte ad un caso evidente di crisi di liquidità. Inoltre non va dimenticato che - come avvenuto più volte negli ultimi anni - lo scoppio della crisi può essere addirittura indipendente dalla presenza di particolari squilibri fondamentali: infatti, il fattore scatenante la crisi è talvolta consistito in un brusco deterioramento delle aspettative che non risultava essere giustificato *ex-ante* dall'andamento dei fondamentali economici del paese colpito, ma che invece aveva una natura auto-realizzantesi:⁴⁷ un caso evidente - ritornando nuovamente alla tassonomia precedente - di crisi di fiducia.

La velocità con cui questo tipo di crisi si dispiega rende per certi versi più complessa l'adozione di politiche volte a contenerne lo sviluppo,⁴⁸ il successivo scoppio e l'eventuale diffusione su scala internazionale. L'attuale notevole interdipendenza finanziaria unitamente alla crescente presenza di capitali altamente speculativi impiegati con scadenze estremamente brevi e di un crescente grado di indebitamento delle imprese - finanziarie e non pubbliche o private⁴⁹ - rende infatti assai probabile una rapida trasmissione della crisi anche tra paesi geograficamente distanti e (talvolta) strutturalmente dissimili. In questo modo viene ad essere favorita la presenza di fenomeni di puro contagio, che tendono a colpire con maggiore frequenza le economie in via di sviluppo ed emergenti. Queste tendono infatti ad essere caratterizzate da un alto grado di *leverage* e dalla presenza di un elevato ammontare di capitali speculativi che le rendono più vulnerabili delle economie avanzate rispetto ai fenomeni di *capital reversal* innescati da mutamenti delle aspettative. Inoltre sappiamo che le economie emergenti - avendo dei mercati finanziari mediamente di piccole dimensioni - tendono ad essere più facilmente influenzate dalle riallocazioni di portafoglio realizzate dagli investitori dei paesi più avanzati. In un contesto internazionale sempre più dominato dall'accumulazione di stock di attività finanziarie, è infatti sufficiente uno spostamento di una piccolissima parte dello stock di attività possedute dagli investitori dei paesi più ricchi per generare dei flussi di capitale che - rapportati al PIL dell'economia ricevente - assumono delle dimensioni estremamente consistenti, capaci di generare degli effetti notevoli sia sui mercati finanziari che sull'andamento dell'intero sistema macroeconomico. Un risultato che ancora una volta pone in evidenza come l'accresciuta mobilità dei capitali abbia radicalmente mutato il contesto di riferimento entro cui si svolgono le transazioni finanziarie e si dispiegano i fenomeni di crisi.

Definizione 13 (Crisi di conto capitale) *Le crisi di conto capitale si manifestano a seguito dell'accumulazione di ingenti stock di passività finanziarie (non necessariamente di una posizione netta passiva) verso il resto del mondo, che possono essere rapidamente e fa-*

⁴⁷In verità più spesso è accaduto che lo scoppio della crisi sia stato correlato a qualche squilibrio all'interno delle economie implicate, che talvolta è stato generato proprio da afflussi eccessivi di capitali esteri. Ad esempio, come argomentato da Lamfalussy (2000) con riferimento alla crisi messicana del 1994-95, i massicci afflussi di capitali privati sono stati probabilmente i principali responsabili dei crescenti disavanzi registrati dalle partite correnti di quel paese, secondo un nesso di causalità rovesciato rispetto a quello comunemente accettato.

⁴⁸Come vedremo nel CAP. ?? per limitare lo scoppio e il propagarsi di queste crisi può addirittura diventare necessaria l'esistenza di un *Lender of Last Resort* a livello internazionale.

⁴⁹Per una analisi della forte crescita del grado di *leverage* all'interno delle economie emergenti si rimanda a Bank (1997) .

cilmente liquiditate da parte di chi le possiede (sotto forma di attività). Questo tipo di crisi - che viene a prodursi soprattutto in presenza di elevata mobilità dei capitali - si propaga velocemente nel tempo e nello spazio, generando spesso fenomeni di contagio, che colpiscono soprattutto le economie emergenti.

Và da sè che in entrambi i tipi di crisi, i movimenti di capitale sono di importanza cruciale per poter scatenare l'attacco nei confronti di una valuta e/o sistema finanziario. Tuttavia è ben diverso il fattore primario che induce il deflusso di capitali. Mentre nelle crisi di conto corrente i capitali defluiscono perché le partite correnti sono considerate insostenibili, in quelle di conto capitale sono le riallocazioni di portafoglio - talvolta guidate da aspettative auto-realizzantesi - a determinare la fuoriuscita di capitali. Di conseguenza la velocità e l'intensità delle crisi risultano decisamente maggiori; non solo ma spesso comportano conseguenze più gravose rispetto a quelle indotte da un fenomeno di crisi strettamente domestico come recentemente avvenuto in occasione della crisi del Far East.

1.5.4 L'importanza dei *valuation effects*

L'enorme sviluppo degli stock lordi dovuto alla liberalizzazione finanziaria ha avuto importanti conseguenze anche per quanto concerne l'impatto di una variazione dei prezzi delle attività finanziarie - attraverso i cosiddetti *valuation effects* - sui conti con l'estero di una nazione, sulla dinamica della sua posizione netta verso l'estero e in ultima analisi sulla probabilità di scoppio di una crisi.

Per comprendere la rilevanza dei *valuation effects* riprendiamo le relazioni già viste all'interno del Box XXX tenendo conto del fatto che le attività e passività finanziarie verso l'estero possano mutare di consistenza non solo per effetto delle relazioni commerciali (TB_t) e/o dei flussi di reddito da capitale (rB_{t-1}) ma anche per via della variazione dei prezzi (VE_t) delle attività e delle passività finanziarie estere e dello stesso tasso di cambio. Tali variazioni generano guadagni (o perdite) in conto capitale la cui entità dipende dalla dimensione e dalla composizione (sia per valuta che per strumento) degli stessi stock lordi di attività e passività finanziarie estere. Tenendo conto di questi effetti la variazione nel tempo della posizione netta verso l'estero diventa⁵⁰

$$[1.3] \quad B_t - B_{t-1} = \Delta B = CA_t + VE_t = TB_t + r_t B_{t-1} + ve_t B_{t-1}$$

dove ve_t rappresenta la variazione percentuale del prezzo di mercato della posizione netta verso l'estero - vale a dire l'entità percentuale del *capital gain* - che è riconducibile alla modifica di

- prezzi delle attività finanziarie estere - denominate sia in moneta domestica, P^{AFE} , che in valuta estera, P_*^{*AFE}

⁵⁰Per semplicità espositiva non consideriamo la possibilità di una variazione del livello generale dei prezzi.

- prezzi delle passività finanziarie estere - denominate sia in moneta domestica, P^{PFE} , che in valuta estera, P^{*PFE} ;
- tasso di cambio S .

In quanto segue utilizzeremo una notazione compatta per identificare i *valuation effects*, $VE_t = ve_t B_{t-1}$, indipendentemente dal fatto che i guadagni in conto capitale siano dovuti a variazioni dei prezzi delle attività passività estere piuttosto che a modificazioni del tasso di cambio.

Osservando la [1.3] si nota come la più semplice relazione $CA_t = B_t - B_{t-1}$ sia sempre vera a condizione che il livello generale dei prezzi, il tasso di cambio e il prezzo di mercato delle attività e delle passività che compongono la posizione netta verso l'estero siano costanti, vale a dire se $ve_t = 0$. Se invece il tasso di cambio e/o i prezzi di mercato di attività e passività finanziarie estere si modificano, la variazione della posizione netta non coincide più con il saldo delle partite correnti, pari al risparmio netto calcolato a partire dalla contabilità nazionale. Infatti, nel caso di *valuation effects* le partite correnti - che inglobano i flussi di reddito da investimento generati dal pagamento dei dividendi sulle azioni/cedole su obbligazioni - non misurano più la variazione della posizione netta sull'estero - che tiene conto del nuovo valore delle attività/passività finanziarie estere a sua volta influenzato non solo dall'entità del risparmio netto dell'economia ma anche dai guadagni (o dalle perdite) in conto capitale sulla posizione netta esistente (dovuti alla variazione dei prezzi delle stesse attività/passività espressi in moneta domestica). Inoltre la divergenza tra il saldo delle partite correnti e l'entità della variazione della posizione netta sull'estero è tanto maggiore quanto più elevato è lo stock di attività e passività finanziarie estere.⁵¹

Definizione 14 *I valuation effects si manifestano attraverso guadagni e perdite in conto capitale associate alle variazioni dei prezzi delle attività (e delle passività) che crescono in modo consistente all'aumentare della dimensione degli stock lordi di attività e passività finanziarie estere, contribuendo a modificare il nesso tra saldo delle partite correnti e valore della posizione netta verso l'estero.*

RIQUADRO 1.8

L'aritmetica dei *Valuation effects* e della variazione della posizione netta verso l'estero: una guida elementare

Come si calcolano precisamente i *valuation effects*? Ipotizziamo il caso di un sistema economico (l'Unione Europea) con bilancia commerciale in equilibrio e una posizione netta positiva verso l'estero dovuta unicamente al possesso di una obbligazione - emessa dal Tesoro USA e denominata in Dollari - acquistata al prezzo $P_{t-1}^* = 100\$$. Se al momento dell'acquisto $S_{t-1} = 1$ (il tasso di

⁵¹ International Monetary Fund (2005) ricorda come l'odierna dimensione degli stock lordi di attività e passività finanziarie estere USA (rispettivamente pari al 71,5 e a 95,6% del PIL) sia tale da far sì che un forte deprezzamento del tasso di cambio del Dollaro - di entità simile a quello manifestatosi nella seconda metà degli anni '80, quando la dimensione degli stock lordi di attività e passività finanziarie estere era pari al 29,5 e 22,3% del PIL - produrrebbe dei *valuation effects* di dimensione doppia rispetto a quella effettivamente registrata nel corso degli ultimi 10 anni.

cambio tra l'Euro e il Dollaro) il controvalore in moneta domestica dell'investimento è pari a 100 Euro. Assumiamo che a distanza di un anno dall'operazione di acquisto il prezzo dell'obbligazione rimanga costante, $P_{t-1}^* = P_t^* = 100\text{\$}$, vengano pagate delle cedole, $C_t^* = 10\text{\$}$, mentre il tasso di cambio tra l'Euro e il Dollaro si deprezzi raggiungendo il livello $S_t = 1,1$. Il tasso di rendimento R_t (*rate of return*) - pari al rendimento netto espresso come quota percentuale del valore iniziale dell'investimento - risulta essere uguale alla somma dell' *interest yield*, iy_t , e dell'eventuale guadagno in conto capitale, ve_t , generato dalla variazione del tasso di cambio durante il periodo di riferimento.

In altre parole:

$$R_t = iy_t + ve_t = \frac{C_t}{P_{t-1}} + \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} = \frac{C_t^*}{P_{t-1}^*} \frac{S_t}{S_{t-1}} + \frac{S_t P_t^* - S_{t-1} P_{t-1}^*}{S_{t-1} P_{t-1}^*}$$

dove

$$iy_t = \frac{C_t^*}{P_{t-1}^*} = \frac{10}{100} = 10\%$$

$$ve_t \simeq \frac{C_t^*}{P_{t-1}^*} \left(\frac{\Delta S}{S_{t-1}} \right) + \left(\frac{\Delta S}{S_{t-1}} \right) \simeq \frac{\Delta S}{S_{t-1}} (1 + iy_t) \simeq 11\%$$

In questo caso è immediato mostrare che la variazione della posizione netta verso l'estero non coincide più con il saldo delle partite correnti, che ingloba solo il servizio sulla posizione netta sull'estero, senza tener conto dei guadagni in conto capitale dovuti alla modifica dei prezzi delle attività/variazioni del tasso di cambio. In questo caso si avrebbe infatti: $\Delta B = CA_t + VE_t = 10 + 11 = 21$

Consideriamo ora un secondo scenario. Assumiamo che a distanza di un anno dall'operazione di acquisto vengano pagate delle cedole, $C_t^* = 10\text{\$}$, il tasso di cambio tra Euro e Dollaro si deprezzi raggiungendo il livello $S_t = 1,1$, e il prezzo dell'obbligazione sia cresciuto, $P_t^* = 120\text{\$}$. In questo secondo caso il tasso di rendimento R_t è pari alla somma dell'*interest yield*, $iy_t = 10\%$ e dal guadagno in conto capitale, ve_t , generato dalla variazione non solo del tasso di cambio ma anche dei prezzi dell'obbligazione durante il periodo di riferimento. In altre parole: $ve \simeq \frac{C_t^*}{P_{t-1}^*} \left(\frac{\Delta S}{S_{t-1}} \right) + \left(\frac{\Delta S}{S_{t-1}} \right) + \left(\frac{\Delta P^*}{P_{t-1}^*} \right) \simeq \frac{\Delta S}{S_{t-1}} (1 + iy_t) + \left(\frac{\Delta P^*}{P_{t-1}^*} \right) \simeq 11\% + 20\% \simeq 31\%$.

Come nel caso precedente il tasso di rendimento diverge dall'*interest yield* per l'entità dei *valuation effects* che sono ora più consistenti per via del *capital gain* generato sia dal deprezzamento del tasso di cambio dell'Euro che dalla crescita delle quotazioni (espresse in Dollari) delle obbligazioni. Ciò fa sì che la variazione della posizione netta verso l'estero sia ora pari a $\Delta B = CA_t + VE_t = 10 + 31 = 41^{52}$

Nella realtà il computo dei *valuation effects* di un'economia aperta è ulteriormente complicato dal fatto che sia le attività che le passività finanziarie estere sono denominate sia in moneta domestica che in valuta estera il cui valore continua a modificarsi. Di conseguenza:

$$ve_t = f \left(\frac{\Delta P^{AFE}}{P_{t-1}^{AFE}}, \frac{\Delta P^{*AFE}}{P_{t-1}^{*AFE}}, \frac{\Delta P^{PFE}}{P_{t-1}^{PFE}}, \frac{\Delta P^{*PFE}}{P_{t-1}^{*PFE}}, \frac{\Delta S}{S_{t-1}} \right)$$

A titolo di esempio⁵³, consideriamo nuovamente il caso analizzato nel paragrafo precedente e ipotizziamo per semplicità che tutte le attività verso l'estero siano denominate in

⁵²E' importante sottolineare che il legame esistente tra ΔB e VE_t dipende anche dalla natura delle variazioni dei prezzi delle attività (e delle passività) estere. Se le variazioni dei prezzi sono anticipate dal mercato, gli *yield* delle attività si muoveranno in modo tale da controbilanciare - attraverso l'impatto sul saldo di parte corrente - gli effetti esercitati dai *valuation effects* sulla variazione della posizione netta sull'estero. Al contrario, nel caso di variazioni dei prezzi non anticipate (le cosiddette sorprese) la variazione della posizione netta sull'estero risentirà di *valuation effects* che non sono controbilanciati da modificazioni del saldo corrente.

⁵³L'esempio presentato riproduce quello discusso da Tille (2003).

moneta domestica mentre tutte le passività verso l'estero siano denominate nella moneta estera. Tuttavia mentre nel caso del paese A, il valore delle attività finanziarie estere e delle passività finanziarie estere è rispettivamente pari a 100 e 200 miliardi di Euro, nel caso del paese B queste risultano pari a 1.000 e 1.100 miliardi di Euro. In questo contesto a quanto ammonta l'impatto sui conti con l'estero di un deprezzamento del 10% della moneta domestica rispetto a quella estera? Pur essendo entrambi i paesi caratterizzati dalla stessa posizione netta sull'estero (debitoria per 100 miliardi), un deprezzamento del 10% del tasso di cambio penalizzerebbe maggiormente il paese B, che vanta una maggior integrazione finanziaria con il resto del mondo (come provato dalla maggior dimensione degli stock lordi di attività e passività). La maggior dimensione assoluta dello stock lordo di passività estere fa sì che il deprezzamento del tasso di cambio comporti un incremento del debito estero pari a 110 miliardi (mentre nel caso del paese A il peggioramento ammonterebbe a soli 20 miliardi di Euro), che si aggiunge a quello eventualmente provocato da un deficit di parte corrente.⁵⁴ Se a tale risultato si dovesse aggiungere anche l'aumento dei prezzi delle passività espressi in valuta estera, diventerebbe ancora più evidente come l'enorme crescita dei movimenti lordi di capitale - e di conseguenza del valore degli stock lordi - amplifichi notevolmente le ripercussioni che la variazione di uno dei prezzi delle attività (*in primis* il tasso di cambio) può indurre sul valore della posizione netta verso l'estero.

La rilevanza empirica di tale fenomeno non può essere sottovalutata. Diversi autori Lane e Milesi-Ferretti (2001); Obstfeld (2004); Gourinchas e Rey (2005); International Monetary Fund (2005) hanno mostrato come la presenza di *valuation effects* abbia provocato conseguenze degne di nota sia all'interno dei paesi maggiormente industrializzati che di quelli emergenti, determinando delle divergenze talvolta consistenti tra il saldo di parte corrente e la dinamica seguita dalla posizione netta verso l'estero. Tra i paesi industrializzati il caso eclatante è quello americano. Il combinato disposto di rendimenti bassi sulle passività ed elevati sulle attività estere e del deprezzamento del tasso di cambio del dollaro ha prodotto nel periodo 1983-2003 dei *valuation effects* assai positivi che hanno contrastato la crescita del debito estero USA dovuta all'elevatissimo disavanzo corrente.⁵⁵ In condizione diametralmente opposta si pone invece l'esperienza di un paese emergente come l'Indonesia che nello stesso periodo ha sofferto di *valuation effects* ampiamente negativi e tali da provocare una forte crescita del valore del debito estero indonesiano, nonostante i surplus correnti realizzati (si veda la FIG. 1.7).

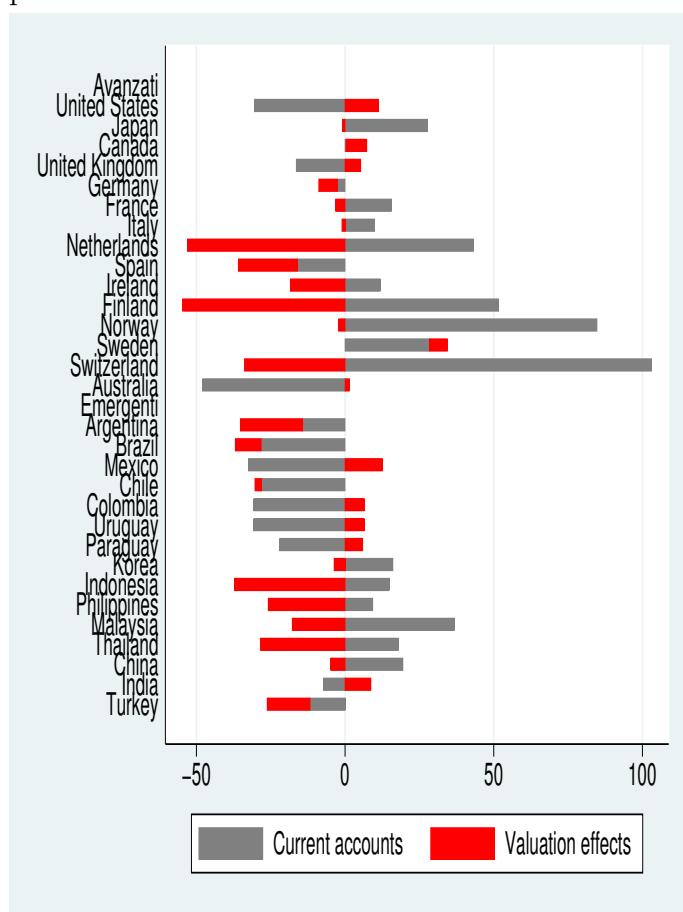
In termini generali si può affermare - concentrandosi sui *valuation effects* riconducibili alle sole variazioni del tasso di cambio - che

Proposizione 15 *Nei paesi industrializzati (dove le attività estere sono generalmente denominate in valuta estera mentre le passività estere sono denominate in moneta domestica) i*

⁵⁴Se anche le attività finanziarie verso l'estero fossero denominate in valuta estera, il deprezzamento del tasso di cambio del 10% provocherebbe un incremento del debito estero di 10 mld. di Euro sia nel caso del paese A che del paese B: una chiara dimostrazione della rilevanza anche della composizione (in questo caso per valuta) degli stock di attività e passività finanziarie verso l'estero.

⁵⁵La particolare struttura (per strumenti e per valuta) della posizione netta verso l'estero degli USA ha fatto sì che i *valuation effects* giocassero nel tempo un ruolo di stabilizzatori automatici della stessa posizione netta estera, contrastando gli effetti su questa esercitati dal saldo di parte corrente. Gourinchas e Rey (2006) mostrano infatti che i *valuation effects* sono negativi nel periodo in cui gli USA sono creditori netti e diventano invece positivi quando gli USA si trasformano in debitori netti.

Figura 1.7: Valuation effects e saldi di parte corrente: variazioni cumulate 1993-2003, percentuale del PIL.



Fonte: IMF WEO

valuation effects - quando sono indotti da variazioni del cambio coerenti con quanto richiesto dall'aggiustamento degli squilibri correnti - concorrono a facilitare il processo di riequilibrio della posizione netta verso l'estero.

Come visto precedentemente il deprezzamento del cambio di un'economia che deve eliminare un deficit corrente (come gli USA) aumenta il valore delle attività estere di quel paese contribuendo a contenere l'aumento del debito estero dovuto al disavanzo corrente. Analogamente l'apprezzamento della moneta di un'economia con surplus corrente favorisce il contenimento del miglioramento della posizione netta verso l'estero.⁵⁶

Proposizione 16 *Nei paesi emergenti la struttura per valuta delle attività e delle passività estere - caratterizzata da un'ampia dollarizzazione delle passività - è tale da indurre effetti opposti. Il deprezzamento del cambio delle monete degli emergenti provoca l'aumento del valore delle loro passività estere contribuendo ad aumentare il valore della posizione debitoria verso l'estero.*

Evidentemente in un contesto di questo genere l'eventuale deprezzamento del tasso di cambio anzichè favorire un processo fisiologico di aggiustamento esacerba gli squilibri aumentando in ultima analisi il rischio di crisi.

1.6 Conclusioni

Nel corso del capitolo abbiamo presentato una visione sintetica di quelli che sono i tratti caratteristici del mercato internazionale dei capitali all'inizio del nuovo millennio, focalizzando l'attenzione sul processo di liberalizzazione finanziaria attuato nel corso degli ultimi decenni. L'analisi è stata condotta considerando una prospettiva storica, utile ad evidenziare come - sia rispetto agli anni '60-'70 che nei confronti della prima ondata di liberalizzazione coincidente con il funzionamento del *gold standard* - sia mutata la dimensione e la struttura dei movimenti dei capitali nonché la natura delle crisi finanziarie.

Le implicazioni di questi cambiamenti sono assolutamente rilevanti. La straordinaria crescita della dimensione dei flussi e degli stock lordi di attività finanziarie estere - unitamente alla variazione nella loro composizione e al manifestarsi di cospicui *valuation effects* - ha alterato le modalità con cui le crisi si manifestano: le crisi diventano più frequenti, più complesse e più internazionali, in quanto aumenta la concentrazione temporale con cui tendono a manifestarsi contemporaneamente in paesi diversi.

Una prima, sommaria spiegazione riconduce la diversa natura delle crisi alla diversa natura del mercato internazionale dei capitali. Le crisi di bilancia dei pagamenti odierne non sono più crisi del conto corrente, ma sono crisi del conto capitale della bilancia dei pagamenti. L'enorme crescita dei flussi e degli stock lordi di attività finanziarie estere ha infatti reso possibili ingenti ed improvvisi movimenti di capitali - dovuti alla riallocazioni proprio degli stock di *assets* - che oltre a scatenare la crisi in un paese, tendono rapidamente

⁵⁶E questo il caso della Finlandia dove peraltro si è anche manifestato un forte aumento dei prezzi delle passività estere connesso alla forte crescita del valore delle azioni di un'azienda come Nokia che ha collocato gran parte dei propri titoli sui mercati internazionali.

a veicolare la crisi in paesi diversi. Inoltre le crisi sono sempre più spesso crisi bancarie, arrivando addirittura ad assumere le connotazioni di vere e proprie crisi gemelle. *Last but not least* non va dimenticato che in un crescente numero di occasioni il sistema economico internazionale si è trovato a vivere fenomeni anche di crisi sovrana.

I costi che ne derivano sono particolarmente ingenti e tali da potenzialmente annullare i benefici indotti dal processo di liberalizzazione finanziaria. Tuttavia, un'adeguata e più approfondita comprensione delle cause scatenanti le crisi e delle loro conseguenze potrebbe consentire di contenere sensibilmente i costi delle crisi internazionali - anche attraverso un'adeguata opera di prevenzione delle stesse - alterando il rapporto tra costi e benefici della liberalizzazione finanziaria a favore di questi ultimi. I capitoli che seguono sono dunque dedicati allo studio approfondito di questi aspetti.

Bibliografia

- BALASSA B., BUENO G., KUCZYNSKI P.P., SIMONSEN M. (1986), *Toward Renewed Economic Growth in Latin America.*, Institute for International Economics, Washington.
- BANK W. (1997), *Private Capital Flows to Developing Countries*, Oxford University Press, Oxford.
- BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2005), *Central Bank Survey on Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2004*, mimeo.
- BEIM S., CALOMIRIS C. (2001), *Emerging Financial Markets*, McGraw-Hill.
- BORDO M., EICHENGREEN B., KLINGEBIEL D., MARTINEZ-PERIA M. (2001), *Is the Crisis Problem Growing More Severe?*, in "Economic Policy", vol. Vol. 16 N.32, pp. 51–82.
- BORDO M., MURSHID A.P. (2000), *Are Financial Crises Becoming Increasingly More Contagious? What is the Historical Evidence on Contagion?*, mimeo Rutgers University.
- DOBSON W., HUFBAUER G. (2001), *World Capital Markets: Challenge to the G-10*, Institute for International Economics.
- DORNBUSCH R., FISCHER S. (2003), *International Financial Crises*, Working paper n.926, CESIFO.
- EICHENGREEN B. (1996), *A More Perfect Union? The Logic of Economic Integration*, Essays in international finance, Princeton University.
- EICHENGREEN B. (2001), *International Financial Crises: Is the Problem Growing?*, mimeo University of California.
- GOURINCHAS P.O., REY H. (2005), *International Financial Adjustment*, Cepr discussion paper n. 4923, CEPR.
- GOURINCHAS P.O., REY H. (2006), *From World Banker to World Venture Capitalist: U.S. External Adjustment and The Exorbitant Privilege*, in CLARIDA R. (ed.), *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, Chicago University Press.
- GROUP OF TEN (2001), *Report on Consolidation in the Financial Sector*, mimeo, bis.
- GRUBEL H.G., LLOYD P. (1975), *Intra-Industry Trade: The Theory and Measurement of International Trade in Differentiated Products*, Macmillan.

- HNATKOVSKA V., LOAYZA N. (2005), *Volatility and Growth*, in AIZENMANN J., PINTO B. (eds.), *Managing Volatility*, Cambridge University Press, Cambridge.
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (2005), *World Economic Outlook, September*, IMF.
- KAMINSKY G., REINHART C. (1999), *The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems*, in “American Economic Review”, vol. vol. 89, no. 3, pp. 473–500.
- KINDLEBERGER C. (2001), *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*, MIT Press.
- LAMFALUSSY A. (2000), *Financial Crises in Emerging Markets: An Essay on Financial Globalisation and Fragility*, Yale University Press.
- LANE P., MILESI-FERRETTI G. (2001), *The External Wealth of Nations: Measures of Foreign Assets and Liabilities for Industrial and Developing Nations*, in “Journal of International Economics”, vol. 55, pp. 263–94.
- LANE P., MILESI-FERRETTI G. (2003), *International Financial Integration*, in “IMF Staff Papers”, vol. 50, pp. 82–113.
- LANE P., MILESI-FERRETTI G. (2004), *Financial Globalization and Exchange Rates*, Discussion paper no. 4745, CEPR.
- LANE P., MILESI-FERRETTI G. (2006), *A Global Perspective on External Positions*, in CLARIDA R. (ed.), *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, Chicago University Press.
- LUCAS R. (1990), *Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries*, in “American Economic Review”, vol. 80, pp. 92–96.
- MANASSE P., ROUBINI N., SCHIMMELPFENNIG A. (2003), *Predicting Sovereign Debt Crises*, Working paper 03/221, IMF.
- OBSTFELD M. (2004), *External Adjustment*, in “Review of the World Economy”, vol. 140.
- OBSTFELD M., TAYLOR A. (2004), *Global Capital Markets Integration, Crisis, and Growth*, Cambridge University Press.
- PRASAD E., ROGOFF K., WEI S.J., KOSE A. (2003), *The Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence*, Occasional paper n.220, IMF.
- REINHART C., ROGOFF K., SAVASTANO M. (2003), *Debt Intolerance*, in “Brookings Papers on Economic Activity”, pp. 1–74.
- STIGLITZ J. (2004), *Capital Market Liberalization, Globalization and the IMF*, in “Oxford Review of Economic Policy”, vol. 20.

SUMMERS L. (2000), *International Financial Crises: Causes, Prevention and Cures*, in “American Economic Review”.

TILLE C. (2003), *The Impact of Exchange Rate Movements on U.S. Foreign Debt*, in “Federal Reserve Bank of New York, Current Issues in Economics and Finance”, vol. 9.

WILLIAMSON J. (), *The Washington Consensus as Policy Prescription for Development*, mimeo Institute for International Economics.

WILLIAMSON J. (2003), *From Reform Agenda to Damaged Brand Name*, in “Finance and Development”, pp. 11–13.

WILLIAMSON J., MAHAR M. (1998), *A Survey of Financial Liberalization*, Princeton essays in international finance no. 211, Princeton University.