

ECONOMIA PER TUTTI



Dipartimento
di scienze economiche
Università di Bergamo

La Gazzetta dello Sport

CORRIERE DELLA SERA



1
EJ



Stefano Lucarelli

I FLUSSI INTERNAZIONALI DI CAPITALI
E LE CRISI FINANZIARIE

ECONOMIA PER TUTTI

N° 28 I flussi internazionali di capitali e le crisi finanziarie
Di Stefano Lucarelli

© 2023 RCS Mediagroup S.p.A.
Tutti i diritti riservati

I QUADERNI DE LA GAZZETTA DELLO SPORT – Anno 29
Registrazione Tribunale di Milano n° 346 del 12/06/1995
ISSN: 2239-2912

Direttore responsabile: Stefano Barigelli
Testata di proprietà di RCS Mediagroup S.p.A
Via Rizzoli 8 - 20132 Milano

La Gazzetta dello Sport
Responsabile area collaterali: Valerio Ghiringhelli
Editor: Sara Zappettini

Corriere della Sera
Responsabile area collaterali: Luisa Sacchi
Editor: Martina Tonfoni

Art direction e realizzazione editoriale: Studio Dispari – Milano

Distribuito in Italia da:
M-Dis Distribuzione Media S.p.A. - Via Cazzaniga 19 - 20132
Milano

Opera in 30 uscite. Prima uscita €1, uscite successive €4,99,
oltre il prezzo del quotidiano. Non vendibile separatamente da
La Gazzetta dello Sport e Corriere della Sera. Per informazioni
rivolgersi al Servizio Clienti RCS al numero 02.6379.8511 o
email linea.aperta@rcs.it.

L'editore si riserva la facoltà di variare il numero delle uscite
periodiche complessive nonché di modificare l'ordine e la
sequenza delle singole uscite comunicando con adeguato
anticipo gli eventuali cambiamenti che verranno apportati al
piano dell'opera. Se hai perso un numero puoi richiederlo al tuo
edicolante di fiducia oppure acquistarlo su www.gazzettastore.it o
www.corrierestore.it

INDICE

Prefazione	7
I flussi internazionali di capitali e le crisi finanziarie	17
Bibliografia e sitografia	97





PREFAZIONE

DI ALESSANDRA BONFIGLIOLI

Nel 2021 l'Italia deteneva più di 3700 miliardi di dollari in attività estere, sotto forma di azioni, titoli di debito, derivati, riserve di valuta e altri strumenti finanziari, mentre i Paesi esteri possedevano poco meno di 3700 miliardi di dollari in attività italiane. Ciò significa che la somma dei crediti e dei debiti italiani verso l'estero era pari a quasi 3,5 volte il suo Pil. Malgrado queste sembrino cifre da capogiro, non sono affatto anomale se confrontate con quelle degli altri Paesi avanzati (3,2 per gli Stati Uniti, 5,4 per Canada e Germania, 6,9 per la



ECONOMIA

Francia e 5,2 per la zona Euro), ma anche con la media mondiale, che si attesta attorno al 4. Il rapporto tra la somma di attività e passività sull'estero e il Pil è considerato dagli economisti come la misura pratica (*de facto*) più immediata del grado di integrazione finanziaria internazionale. Tale indicatore si attesta tra 1,5 e 3 nella maggior parte dei Paesi emergenti, come Brasile, Cile, Messico e Russia, e rimane appena al di sotto dell'1 (cento per cento del Pil) anche in Paesi come Cina e India, che impongono dei limiti alle transazioni finanziarie internazionali. Come nel caso dell'integrazione commerciale, anche quella finanziaria è andata intensificandosi nel tempo: cinquant'anni fa il rapporto di cui sopra si fermava a 0,6 in Italia, 0,3 negli Stati Uniti e 0,4 a livello mondiale.

Mentre, da privati cittadini, troviamo immediato rapportarci agli scambi internazionali di beni e servizi, possiamo avere qualche difficoltà in più a cogliere

la rilevanza di quelli finanziari. Qualcuno li assocerà con qualche turbamento alle perdite subite da molti piccoli risparmiatori a causa del default dei bond argentini nei primi anni Duemila; altri alle proprie operazioni di trading online sulla piazza di Wall Street o di Londra; altri ancora ai fenomeni di contagio legati alla grande crisi finanziaria del 2008; qualcuno infine li collegherà alle acquisizioni di imprese italiane da parte di multinazionali straniere (come famosi marchi della moda e del settore agroalimentare) o viceversa (pensiamo a brand come Rayban acquisiti negli anni da Luxottica). In ogni caso, sono molteplici gli elementi che restano confusi e suscitano interrogativi profondi. Cosa fa in modo che un Paese accumuli debiti e crediti verso l'estero? Cosa comporta per il benessere dei cittadini e la crescita della sua economia? Quali fattori stanno alla base di questa interdipendenza e dell'aumento spettacolare che ha re-

ECONOMIA

gistrato negli ultimi decenni? Tra quali Paesi intercorrono più flussi di capitale? Quali sono gli strumenti finanziari maggiormente scambiati? Perché alcuni Paesi, come si è detto sopra, impongono restrizioni ai flussi di capitale? La globalizzazione finanziaria costituisce un'opportunità o una minaccia?

Uno dei concetti basilari in macroeconomia, la contabilità nazionale, aiuta a capire che i flussi di capitale tra Paesi si possono originare principalmente in due maniere: innanzitutto, alla compravendita internazionale di beni e servizi corrisponde uno scambio di moneta, che costituisce un'attività finanziaria e dà quindi origine a un credito (corrispondente all'esportazione) o a un debito (corrispondente all'importazione); in prima approssimazione, un saldo positivo della bilancia commerciale (ossia, un eccesso di esportazioni rispetto alle importazioni) genera un credito verso l'estero, che corrisponde a un flusso di

capitali in entrata. In secondo luogo, posizioni di attività o passività verso l'estero si possono determinare direttamente attraverso la compravendita di azioni, obbligazioni, imprese, valute o altri strumenti finanziari. Per la quasi totalità dei Paesi, i titoli obbligazionari – principalmente di Stato – costituiscono la maggior parte dei crediti e debiti verso l'estero (per l'Italia si trattava nel 2021 di 1500 milioni di dollari di attivo e 2500 milioni di passivo). La componente legata all'investimento diretto da parte di multinazionali tende a essere più rilevante rispetto agli investimenti di portafoglio in azioni, pur con una certa variazione tra Paesi: per l'Italia contano in misura maggiore questi ultimi, mentre a livello di zona Euro l'investimento diretto pesa il trenta per cento in più rispetto al portafoglio azionario.

Poiché quasi tutti i Paesi sono aperti al commercio internazionale, le attività e le passività verso l'estero tendono ad

ECONOMIA

accumularsi in maniera indiretta di pari passo con la globalizzazione commerciale, anche in quegli Stati che limitano il tipo di transazioni finanziarie che i loro residenti e le entità straniere possono effettuare. Questa situazione, che si riflette sul loro indice di integrazione finanziaria *de facto*, può essere anche descritta da indicatori cosiddetti *de jure*, che tengono conto del numero di ambiti sottoposti a restrizioni legali. Il rapido sviluppo dei sistemi finanziari, d'altra parte, ha contribuito in maniera diretta a un'ulteriore espansione dei flussi di capitale tra i Paesi che impongono meno vincoli a questi scambi. La Figura 0, che mostra quanto varia la quota di transazioni finanziarie internazionali consentite da ciascun Paese (praticamente tutte negli Stati Uniti, pochissime in Cina), aiuta a comprendere perché i Paesi dell'America del Nord e dell'Europa occidentale abbiano assistito a un aumento più pronunciato del rapporto tra

posizioni patrimoniali sull'estero e il Pil rispetto a Cina e India.

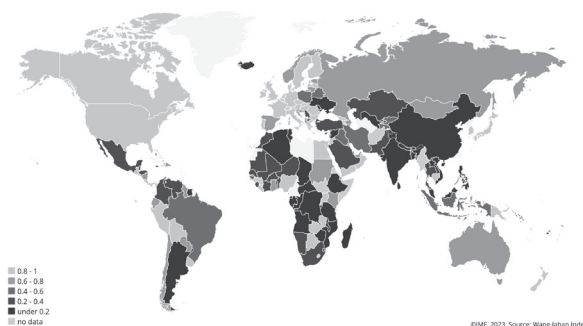


Figura 0 – L'indice di apertura finanziaria de jure rappresenta la quota (compresa tra 0 e 1) di transazioni finanziarie internazionali consentite da ciascun Paese
Fonte: Fondo monetario internazionale (Imf)

La relazione tra commercio internazionale e flussi di capitale non è tuttavia confinata all'ambito della contabilità nazionale. Come si è appena accennato, le limitazioni *de jure* riducono le transazioni finanziarie così come i dazi scoraggiano gli scambi di beni. Inoltre, è stato provato empiricamente che la distanza tra

ECONOMIA

Paesi riduce gli scambi bilaterali sia di beni e servizi, sia di strumenti finanziari, mentre economie di maggiori dimensioni tendono ad avere relazioni bilaterali più intense a livello sia commerciale sia finanziario. Quest'ultimo fattore può contribuire a spiegare perché i Paesi avanzati tendano a registrare ingenti flussi di investimento diretto estero sia in entrata sia in uscita, mentre quelli emergenti e in via di sviluppo ricevano decisamente più capitali di quanti ne investano all'estero. Tra questi ultimi, i BRICs (acronimo per Brasile, Russia, India e Cina) appaiono al contempo impegnati in un crescente processo di integrazione economica, caratterizzata dall'intensificarsi dei flussi di capitali reciproci.

Se l'aumento dell'integrazione finanziaria porti più benefici o danni è una domanda a cui gli economisti non sono tuttora in grado di dare una risposta univoca. Tra i potenziali effetti positivi si annoverano il miglioramento dell'effi-

cienza con cui vengono allocati i capitali a livello mondiale e di singolo Paese, che porterebbe a una crescita più rapida basata sia sull'accumulazione di capitale sia sull'aumento di produttività; la diversificazione dei rischi legati ai cicli economici nazionali, che dovrebbe stabilizzare il consumo e incentivare il risparmio; e il miglioramento delle politiche macroeconomiche, soprattutto in Paesi a scarsa disciplina fiscale, indotto dal monitoraggio attento degli investitori internazionali. I principali effetti collaterali della globalizzazione finanziaria sono invece legati al rischio che una crisi finanziaria locale si propaghi a livello mondiale causando recessioni anche in altri Paesi, come si è verificato più volte nella storia recente; e all'eventualità che gran parte degli investimenti dall'estero in strumenti liquidi, come azioni di portafoglio, riserve valutarie, derivati e obbligazioni, venga ritirata all'improvviso, causando crisi valutarie o del debito

ECONOMIA

sovrano, le quali riducono drasticamente le risorse a disposizione di un Paese e ne provocano la contrazione economica. Le ricerche empiriche, a loro volta, hanno prodotto risultati che, con varie sfumature, danno supporto sia alle tesi positive sia a quelle negative. Questo suggerisce che il mantenimento della libera circolazione dei capitali nei decenni a venire è strettamente legato al successo nella regolamentazione e nel controllo dell'attività delle banche degli intermediari finanziari internazionali, che sono i maggiori responsabili della potenziale instabilità del sistema finanziario globale attuale. Ne sono ben consapevoli i governi delle principali economie avanzate, che dagli anni Novanta hanno costituito il Comitato di Basilea con il fine di stabilire e aggiornare le regole a cui devono sottostare gli istituti bancari dei Paesi aderenti agli accordi conosciuti come Basilea I, II e III.

I FLUSSI INTERNAZIONALI DI CAPITALI E LE CRISI FINANZIARIE

I flussi internazionali di capitali

La storia della finanza moderna ha come protagonista la *liquidità*. La rapida trasformabilità in forma monetaria del risparmio investito, o per lo meno la relativa abbondanza di capitali facilmente disinvestibili, sta al centro di questa storia. Gli economisti da tempo si confrontano riguardo alle conseguenze che l'agevolazione ai movimenti internazionali dei capitali può avere sull'economia reale. Allentare le norme che regolano i flussi internazionali di capitali potrebbe infatti costituire una decisione favo-

ECONOMIA

revole alla crescita della ricchezza delle nazioni, poiché faciliterebbe il finanziamento dei progetti di investimento dei Paesi più in difficoltà da parte di quelli più ricchi, desiderosi di impiegare le proprie risorse. Tuttavia, potrebbe anche introdurre elementi di instabilità sistemica che contribuiscono al susseguirsi di crisi finanziarie sempre più violente – infatti se i capitali sono molto liquidi essi possono essere disimpegnati in modo rapido, facendo restare con un palmo di naso proprio alcuni di quei Paesi che hanno immaginato di poter far affidamento su tali finanziamenti. È in questa cornice che verrà ricondotta l'analisi dei flussi internazionali di capitali e della loro regolazione.

Per *flussi internazionali di capitali* si intendono quei movimenti dei fondi monetari e finanziari che si verificano tra Paesi differenti. Si tratta di transazioni fra persone fisiche o giuridiche residenti in nazioni diverse che riguardano be-

ni immobili o attività finanziarie. Il versamento di fondi, effettuato in un dato momento, è destinato a essere compensato, successivamente, da un pagamento in senso opposto, comprensivo del dividendo – ossia la parte di utile che una società decide di distribuire ai suoi azionisti – o degli interessi eventualmente maturati sulle somme investite.

Gli acquisti e le vendite delle attività finanziarie sul mercato internazionale sono registrati nel conto finanziario della bilancia dei pagamenti. Si ricordi che il sistema dei conti della bilancia dei pagamenti è diviso in tre parti principali: oltre al conto *finanziario*, che a breve andremo ad approfondire, vi è il conto *corrente*, che registra tutte le transazioni associate alle importazioni e alle esportazioni di beni e servizi, e il conto *capitale*, che per lo più registra l'acquisizione o l'utilizzo di attività non manufatte e non finanziarie, per esempio i diritti d'autore e i brevetti, oltre ai trasferimenti uni-

ECONOMIA

lateralmente (pagamenti effettuati *una tantum* senza alcun corrispettivo). Dal momento che qualsiasi transazione internazionale comporta per costruzione due voci contabili contrapposte all'interno della bilancia dei pagamenti, vale sempre la seguente identità fondamentale:

$$\text{conto corrente} + \text{conto finanziario} + \text{conto capitale} = 0$$

I flussi internazionali di capitali riferiti a un Paese sono dati dalle vendite di attività finanziarie ai non residenti e dagli acquisti di attività finanziarie emesse dall'estero.

Quando, per esempio, un Paese A prende a prestito una somma di denaro da un altro Paese B, il Paese A sta vendendo un'attività finanziaria, cioè una promessa di pagamento futuro. In questo caso A dovrà infatti restituire a B, in un secondo momento, l'ammontare del prestito ottenuto con l'aggiunta degli interessi che col passare del tempo saranno

maturati. L'accensione del prestito costituisce una parte dei flussi internazionali dei capitali; esso viene registrato nella bilancia dei pagamenti di A come un flusso di capitale in entrata all'interno del conto finanziario con segno positivo.

Un Paese che incorre in un disavanzo del conto corrente della bilancia dei pagamenti, cioè un Paese che importa di più di quanto esporta, ha bisogno di essere finanziato dall'estero. Detto in altri termini, sta vendendo attività finanziarie ai non residenti per sostenere la differenza fra la sua spesa e il suo reddito. Semplificando il nostro ragionamento e ipotizzando che il conto capitale del Paese A sia trascurabile, il suo conto corrente avrà un saldo negativo e il suo conto finanziario avrà un saldo positivo. Se infatti si considera nullo il conto capitale (come anticipato, quello dei diritti di proprietà intellettuale e dei brevetti), allora:

ECONOMIA

conto corrente = – conto finanziario

Ma quali sono le principali forme di finanziamento che costituiscono i flussi internazionali di capitali e che vengono contabilizzate nel conto finanziario? Si possono individuare cinque diverse voci:

- finanziamenti con titoli;
- prestiti bancari;
- prestiti ufficiali concessi da organismi internazionali;
- investimenti diretti all'estero (Ide);
- investimenti di portafoglio.

Queste cinque tipologie di finanziamento possono essere raggruppate in due grandi insiemi: quello dei *finanziamenti a debito*, che comprende il finanziamento con titoli, i prestiti bancari e i prestiti ufficiali, e l'insieme dei *finanziamenti con capitale di rischio*, in cui rientrano gli Ide e gli investimenti di portafoglio.

Gli Ide rispecchiano la volontà, da parte di investitori residenti in un Paese (famiglie, imprese, soggetti pubblici), di stabilire un interesse economico duraturo in un altro Paese, tramite l'acquisizione o l'insediamento di un'impresa o di un'attività economica.

Gli investimenti di portafoglio sono invece impieghi effettuati all'estero a più breve termine e solitamente non comportano un impegno gestionale da parte dell'investitore. Mentre le variabili che influenzano gli Ide sono individuabili innanzitutto nei differenziali di rendimento e di produttività fra i Paesi, nonché nei fattori istituzionali che li ostacolano o li facilitano, gli investimenti di portafoglio tendono invece a variare in risposta a mutamenti dei tassi di interesse, delle aspettative sul tasso di cambio o del clima di fiducia più o meno diffuso in un Paese.

Sul finire della Seconda guerra mondiale, nel luglio del 1944, al termine

ECONOMIA

della Conferenza di Bretton Woods si pervenne a un ordine monetario e finanziario internazionale caratterizzato da una forte regolamentazione dei movimenti dei capitali. Più precisamente, nel sistema di Bretton Woods era consentita la convertibilità di parte corrente, cioè per transazioni relative agli scambi di beni e servizi, ma erano previste restrizioni all'acquisto di valuta per quelle riguardanti i movimenti di capitale. Lo scopo di queste restrizioni stava nella salvaguardia della stabilità dei cambi e nell'autonomia delle politiche macroeconomiche nazionali. La chiave di lettura che prevalse in quel contesto è ottimamente sintetizzata nell'analisi che John Maynard Keynes (1941) dedicò al sistema prebellico: «Esso permetteva il *laissez-faire* nell'effettuare e accogliere movimenti internazionali di capitali a scopo di rifugio, di speculazione o d'investimento. Per tutto il XIX secolo e fino al 1914 i flussi di capitali erano di-

retti dai Paesi creditori ai Paesi debitori [...] e servivano a mantenere in equilibrio la bilancia dei pagamenti e, nello stesso tempo, a sviluppare le risorse in terre non ancora sviluppate». Soprattutto nel periodo che intercorse fra la fine della Prima guerra mondiale e l'inizio della Seconda, i flussi di capitali provenienti dai Paesi con una bilancia commerciale in deficit si diressero verso i Paesi con una posizione di surplus commerciale. Fu questo, a parere di Keynes, che determinò un'amplificazione della instabilità internazionale. Da questa analisi emerge una convinzione che fu condivisa da coloro che progettarono il sistema di regole alla base degli accordi di Bretton Woods: «Non abbiamo alcuna garanzia che questo non si ripeterà dopo la guerra in corso [...]. Capitali a briglia sciolta potrebbero correre da una parte all'altra del mondo, scompaginando ogni stabilità negli affari. Niente è più sicuro del fatto che i movimenti di

ECONOMIA

capitali debbano essere regolati; il che, di per sé, comporterà un allontanamento radicale dai principi del *laissez-faire*».

L'introduzione di controlli sui movimenti di capitali non implicava, in questa prospettiva, un disincentivo agli investimenti internazionali; mirava invece a impedire movimenti degli investimenti di portafoglio che possono generare dinamiche speculative e fughe improvvise di capitale e che per questo sono caratterizzati da elevata erraticità. Ciò che veniva incoraggiato erano al contrario gli investimenti diretti esteri, che rappresentano autentici impieghi volti a sostenere progetti di lungo termine per lo sviluppo di attività produttive.

Con la fine del sistema di Bretton Woods, a partire dall'agosto del 1971, il timore delle spinte sul rialzo dei cambi condusse a un'accentuazione della repressione finanziaria soprattutto in Europa, nonostante il Trattato di Roma nel 1957, con cui venne istituita la Comu-

nità economica europea, considerasse la libera circolazione dei capitali un obiettivo da perseguire, sebbene in subordine «al buon funzionamento del mercato comune» (articolo 67).

Il volume delle transazioni dei capitali sul mercato internazionale è cresciuto più rapidamente del Pil mondiale a partire dalla fine degli anni Settanta. Tanto i Paesi industrializzati quanto quelli in via di sviluppo sono infatti stati protagonisti di una serie di riforme finalizzate alla graduale liberalizzazione degli scambi di attività finanziarie e all'allargamento della convertibilità delle loro valute. Secondo una classificazione del Fondo monetario internazionale, che tiene conto dei controlli sulle cinque categorie di flussi finanziari sopra indicate, solo cinque Paesi Ocse su un totale di diciannove nel 1976 potevano essere considerati, a rigor di logica, dei mercati di capitali «aperti»; fra questi vi erano gli Stati Uniti e la Germania. Nel 1980

ECONOMIA

i Paesi Ocse che liberalizzarono i flussi di capitale divennero sette. Ai precedenti si aggiunsero infatti il Giappone e il Regno Unito. Nel 1988 solo uno dei Paesi Ocse poteva essere classificato come mercato «chiuso», la Norvegia, che liberalizzò i movimenti finanziari internazionali nel 1995.

La necessità di rimuovere alcuni dei vincoli che limitavano la mobilità dei capitali a livello internazionale è stata in parte posta in essere dalla richiesta di finanziamento dei notevoli squilibri delle partite correnti della bilancia dei pagamenti di alcuni Paesi, su tutti gli Stati Uniti d'America.

In Europa si è formalmente assistito a un drastico cambiamento nei confronti delle restrizioni ai movimenti internazionali dei capitali a partire dagli anni Ottanta: con la comunicazione del 20 aprile 1983 la Commissione europea chiedeva infatti al Consiglio di «riconoscere la necessità di riprendere il proces-

so di integrazione finanziaria, con la rimozione delle barriere e la creazione di interconnessioni tra i mercati dei capitali, l'effettiva fornitura di servizi finanziari e la graduale creazione di una vera e propria unità finanziaria in Europa, nei confronti dei Paesi terzi». Nel 1986 veniva poi presentato dalle istituzioni comunitarie un programma per la liberalizzazione dei capitali all'interno della Comunità. Nel 1992 il Trattato di Maastricht introduceva definitivamente un nuovo insieme di norme che individuava nella piena libera circolazione dei capitali un principio assoluto da applicare nei rapporti fra gli Stati membri, e fra questi e i Paesi terzi.

In pochi decenni il sistema finanziario internazionale è stato caratterizzato da un elevato grado di integrazione, soprattutto a partire dal 1992 sino al 2001, come emerge bene dai dati relativi ai flussi degli Ide, espressi in percentuale del Pil mondiale (Figura 1), e all'anda-

ECONOMIA

mento dell'indice di globalizzazione finanziaria *de facto*, calcolato come somma delle attività e delle passività estere rapportata al Pil (Figura 2).

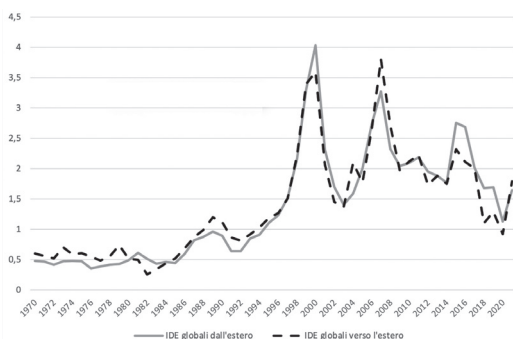


Figura 1 – Flussi di Ide a livello globale (valori espressi in percentuale del Pil mondiale)

Fonte: dati Unctad (Conferenza delle Nazioni Unite sul Commercio e lo Sviluppo) elaborati dall'autore

La crescita intensa dei flussi di Ide a livello internazionale ha determinato anche un aumento consistente degli stock di capitale estero. Essa si è accompagnata anche ad un costante aumento degli strumenti scambiati sui mercati

finanziari internazionali. Ciò ha riguardato tanto le attività quanto le passività finanziarie. L'andamento dell'indice di globalizzazione finanziaria *de facto* a livello globale continua a crescere decisamente anche nel corso del nuovo millennio, a differenza di quanto avviene ai flussi degli Ide che sono invece caratterizzati da due periodi di forte calo tra il 2000 e il 2003 e dopo il 2008.

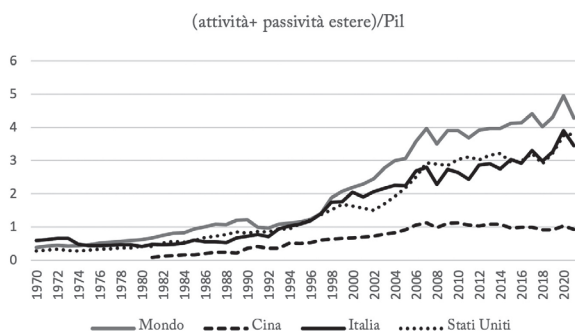


Figura 2 – Indice di globalizzazione finanziaria *de facto* per una selezione di Paesi

Fonte: *The External Wealth of Nations*, Brookings Institution

ECONOMIA

A partire dagli anni Novanta la globalizzazione finanziaria rappresenta un fenomeno pervasivo, che ha interessato anche un Paese storicamente molto prudente ad aprirsi verso l'Occidente come la Repubblica popolare cinese. Tuttavia, dopo un periodo in cui l'indice di globalizzazione finanziaria riferito alla Cina è aumentato in modo deciso, a partire dagli anni Dieci del nuovo millennio il Paese asiatico ha stabilizzato sia le proprie attività sia le proprie passività estere (si veda ancora la Figura 2).

Vi è un'altra statistica alla quale ricorrono spesso gli economisti per riassumere in modo efficace l'enorme sviluppo della finanza internazionale: il turnover giornaliero sui mercati valutari, che indica il valore complessivo delle transazioni valutarie effettuate in un giorno (si veda la Tabella 1).

Anno	Miliardi di dollari
2004	1900
2007	3200
2010	3542
2013	4727
2016	4851
2019	6446
2022	7508

Tabella 1 – Turnover giornaliero sui mercati valutari
Fonte: Bank for International Settlements

L'accelerazione del processo di liberalizzazione è stata accompagnata dalla diffusione delle riforme *market oriented*, contenute all'interno di un importante contributo promosso dall'Institute for International Economics e redatto da Balassa, Bueno, Kuczynski e Simonsen nel 1986. Come è stato ampiamente riconosciuto, lo studio in questione rappresenta il principale testo di riferimento per il cosiddetto *Washington Consensus*. Questa espressione, anche alla luce delle criticità sollevate tra gli altri dal premio Nobel per l'Econo-

ECONOMIA

mia Joseph Stiglitz nella sua opera di maggior successo – *La globalizzazione e i suoi oppositori*, pubblicata originariamente nel 2002 –, oggi viene comunemente utilizzata per indicare un modello universale di sviluppo indifferente alle specificità dei sistemi economici nazionali e locali. L'analisi dei quattro economisti si concentrava soprattutto sulle misure considerate necessarie per rilanciare i movimenti di capitali dall'estero verso le economie dell'America Latina. Le principali agenzie di politica economica, il Fondo monetario internazionale, la Banca mondiale, la Banca interamericana di sviluppo – aventi tutti sede a Washington –, riconobbero ufficialmente la validità della suddetta analisi. Tre dei dieci punti di cui constano i suggerimenti di *policy* presentati nello studio dell'Institute for International Economics riguardano la promozione della liberalizzazione finanziaria. Le riforme in questione comportano:

- la liberalizzazione dei tassi di interesse con l'obiettivo di incentivare l'attività di risparmio;
- l'abolizione dei sistemi di cambi multipli, la cui esistenza implicava delle misure di controllo sui mercati valutari che rendevano parzialmente inconvertibili le valute;
- l'adozione di misure a sostegno dell'afflusso di capitali dall'estero, soprattutto di Ide, cruciali per favorire lo sviluppo nel lungo periodo.

Gli argomenti a favore della liberalizzazione dei flussi internazionali di capitale

Le ragioni economiche che sostengono i potenziali vantaggi della deregolazione dei movimenti dei capitali possono essere sintetizzate nel modo seguente: i mercati finanziari internazionali consentono ai residenti di diversi Paesi di condividere i vari rischi, ottenendo un'assicurazione più efficace di quan-

ECONOMIA

to permetterebbero gli accordi bilaterali fra singole nazioni. Un Paese che subisse una recessione temporanea o un disastro naturale può chiedere facilmente un prestito all'estero. In particolare, i Paesi in via di sviluppo con scarso capitale sono in grado di contrarre prestiti per finanziare gli investimenti, promuovendo così la crescita economica senza necessariamente stimolare un forte aumento dei tassi di risparmio interni. Inoltre, in una situazione ugualmente critica, un Paese colpito da uno shock può beneficiare delle entrate derivanti dai propri investimenti esteri in altre nazioni, laddove queste non siano soggette allo stesso shock.

A livello globale, il mercato internazionale dei capitali può incanalare i risparmi mondiali verso gli usi più produttivi, indipendentemente dal luogo in cui essi si trovano. I mercati internazionali dei capitali possono fungere inoltre da deterrente nei confronti dei respon-

sabili politici: in condizioni di apertura finanziaria, politiche inopportune, per esempio un eccessivo indebitamento pubblico o un'inadeguata regolamentazione bancaria, provocherebbero deflussi di capitali e un aumento dei tassi d'interesse nazionali. Almeno in teoria, il timore di incorrere in queste situazioni può rendere meno probabile un comportamento avventato da parte dei *policy maker*.

Entriamo ora nel merito delle tesi appena esposte. L'analisi dei principali contributi teorici nel campo della scienza economica conduce a individuare quattro canali di trasmissione capaci di spiegare in che modo l'incremento dei movimenti di capitali può sorreggere la crescita del Prodotto interno lordo nel lungo periodo. Sarà bene tenere conto che, nel contesto dell'economia della crescita, con «lungo periodo» non si intende generalmente un preciso intervallo di tempo, ma una situazione ca-

ECONOMIA

ratterizzata da un equilibrio macroeconomico di pieno impiego delle risorse.

I quattro meccanismi di trasmissione che individuano i nessi causali che determinerebbero, a partire dalla libera circolazione dei capitali, una crescita economica caratterizzata dalla piena occupazione dei fattori produttivi (lavoro e capitale) sono: l'impatto sulla dimensione dei flussi di capitale; il miglioramento dell'efficienza di alcuni comparti nazionali; l'aumento dell'efficienza dei mercati internazionali dei capitali; il disciplinamento delle politiche macroeconomiche dei Paesi che si affacciano sui mercati internazionali.

L'impatto sulla dimensione dei flussi di capitale

Secondo questa chiave di lettura, la liberalizzazione finanziaria aumenterebbe gli afflussi di capitale, portando così a maggiori investimenti, a un incremento della produttività e della produzione, e

dunque a una crescita economica stabile. I capitali confluirebbero dai Paesi ricchi di risorse materiali (dove il tasso di interesse è basso) ai Paesi poveri di tali risorse (dove i tassi di interesse sono elevati); gli afflussi di capitale si aggiungerebbero al risparmio interno, aumentando così le risorse utilizzabili per sostenere il credito nazionale. Il maggior volume dei capitali ridurrebbe i tassi di interesse nazionali (il costo del prestito) e accrescerebbe la quantità di fondi disponibili, incrementando così la domanda aggregata grazie allo stimolo agli investimenti privati.

Inoltre, gli afflussi di capitale aumenterebbero i vantaggi competitivi del Paese ospitante, in particolare in relazione a quelle conoscenze e tecnologie che sostengono la crescita economica. In questo caso, non sono gli afflussi di portafoglio, ma gli Ide il veicolo con cui è possibile ottenere questi vantaggi competitivi, trasferendoli dalle econo-

ECONOMIA

mie evolute a quelle emergenti e in via di sviluppo. Le imprese multinazionali che possiedono conoscenze e tecnologie avanzate sono infatti solitamente più competitive di quelle locali. Nei Paesi emergenti e in via di sviluppo in cui operano le imprese multinazionali, le filiali estere sono più competitive dei loro rivali nazionali e, pertanto, l'economia ospitante può trarre vantaggio dalla presenza di queste filiali, aumentando così la propria competitività. Le filiali estere hanno facile accesso alle conoscenze e alle tecnologie disponibili presso le loro società madri. Questi elementi si diffonderebbero anche nel sistema economico ospitante grazie agli *spill over* generati dalla presenza delle multinazionali. In particolare, le imprese locali sarebbero incentivate a adottare nuove strategie più simili a quelle messe in atto dalle multinazionali presenti nel sistema economico, figlie dunque di un processo imitativo, per poter sopravvivere in

un ambiente divenuto più competitivo. Solo le imprese locali meno competitive sarebbero spiazzate, ma in tal modo libererebbero risorse produttive che potrebbero essere utilizzate in maniera più efficiente dalle altre imprese, le quali dimostrano di essere in grado di restare sul mercato.

Miglioramento dell'efficienza di alcuni comparti nazionali

La liberalizzazione dei flussi di capitale porterebbe a un'allocazione più efficiente delle risorse, soprattutto nel settore finanziario e nel settore bancario. Nella misura in cui essa fosse in grado di promuovere lo sviluppo finanziario, potrebbe anche contribuire ad aumentare le dimensioni dei prestiti bancari e dei mercati dei capitali. Le imprese finanziarie e bancarie dei Paesi che beneficino di afflussi di capitale sperimenterebbero così una maggiore efficienza, riducendo al contempo la possibilità di

ECONOMIA

una crisi bancaria interna indotta da fattori endogeni, come un'insufficiente liquidità disponibile o la presenza di criteri poco trasparenti di selezione del credito.

L'aumento dell'efficienza dei mercati internazionali dei capitali

Mercati internazionali efficienti non implicano solo un maggior volume di flussi di capitale, ma anche una migliore allocazione di queste risorse e delle informazioni a esse riconducibili. L'attenuazione dei problemi di asimmetria informativa e di instabilità dei flussi di capitale si trasmetterebbe in modo virtuoso all'economia reale: se tutti i mercati dei capitali funzionassero infatti seguendo le regole della piena concorrenza, la diffusione delle informazioni finanziarie rilevanti e corrette a livello globale e la convergenza delle condizioni che regolano l'allocazione delle risorse fra chi opera su quei mercati ge-

nererebbero una riduzione del rischio sistemico a livello internazionale. L'allettamento delle rigidità presenti sulla circolazione dei capitali facilita la diversificazione dei rischi aumentando le opportunità di investimento. In altri termini, la liberalizzazione dei movimenti dei capitali favorirebbe l'efficienza tanto all'interno delle economie che la introducono, quanto più in generale sui mercati dei capitali internazionali. Se tutti i Paesi liberalizzassero lo scambio di capitali si perverrebbe, secondo questa visione del mondo forse un po' troppo ottimistica, alla piena efficienza dei mercati internazionali. La minore volatilità finanziaria si trasmetterebbe positivamente anche al valore della ricchezza e del reddito, determinando così una maggiore stabilizzazione dell'attività economica. Di conseguenza, i Paesi che liberalizzano i movimenti di capitale trarrebbero vantaggio dalla condivisione del rischio e da una distribuzione regolare dei consumi

ECONOMIA

nel tempo (ciò che gli economisti indicano con l'espressione *consumption smoothing*), e godrebbero di un percorso di crescita più solido e redditizio.

Il disciplinamento delle politiche macroeconomiche

Una volta pronto ad accogliere i flussi di investimenti provenienti da altri Paesi, le politiche fiscali e le politiche monetarie dovrebbero creare un ambiente economico che aiuti a definire e mantenere un'offerta stabile di fondi esteri. Si ricordi che con politiche fiscali si intendono le decisioni governative relative all'ammontare e alla composizione della spesa pubblica e alla pressione delle imposte, mentre con politiche monetarie si definiscono le misure volte a regolare la quantità di moneta in circolazione e il suo costo. Si ritiene che l'inflazione, gli elevati disavanzi del settore pubblico e un elevato stock di debito dello stesso influenzino negativamente l'evoluzio-

ne dei tassi di cambio, cioè l'evoluzione dei tassi con cui è possibile scambiare una moneta con un'altra. Se la stabilità dei tassi di cambio è un fattore determinante dei flussi di capitali internazionali, le politiche fiscali e monetarie devono evitare sia l'inflazione sia gli squilibri del settore pubblico che potrebbero portare a potenziali crisi valutarie. Tornerebbe su questo punto, ma per il momento è sufficiente pensare a una crisi valutaria come a una situazione in cui il valore della moneta che viene comunemente utilizzata all'interno di un Paese crolla in modo inesorabile.

In sintesi, la liberalizzazione finanziaria prevista dal *Washington Consensus*, agevolando i movimenti internazionali dei capitali, avrebbe dovuto favorire la crescita economica soprattutto nei Paesi in via di sviluppo. Una tendenza media verso la crescita si è in effetti registrata e, soprattutto nel corso degli anni Novan-

ECONOMIA

ta, ha concentrato l'attenzione di molti economisti sul fenomeno del *catching up*, cioè una situazione in cui i tassi di crescita dei Paesi poveri risultano più elevati di quelli dei Paesi ricchi, facendo sì che i primi raggiungano il Pil pro capite dei secondi. Tuttavia, sono stati molto frequenti gli episodi di *boom* seguiti da periodi di *bust* (questa coppia di termini indica l'alternarsi di fasi di crescita e fasi di declino economico).

Vi è anche una ulteriore obiezione che è stata avanzata da alcuni studiosi (per esempio Colombo e Lossani, 2009): alcuni sistemi economici emergenti, in particolare la Cina e l'India, hanno sperimentato una forte crescita economica senza aver intrapreso le riforme auspiccate dal *Washington Consensus*. Nel caso della Cina, come è stato sottolineato tra gli altri da Nolan (2020), si è di fronte a uno Stato che considera la finanza come un «servitore» utile alla crescita e che pertanto limita fortemente gli inve-

stimenti di portafoglio transfrontalieri, il finanziamento del debito e gli investimenti diretti in uscita. Il sistema finanziario cinese è progettato in modo tale che le scelte governative guidino sempre quelle degli operatori finanziari.

I limiti della liberalizzazione dei flussi internazionali di capitale

La deregolamentazione dei mercati dei capitali ha degli effetti collaterali abbastanza prevedibili, che sono stati più volte messi in luce.

Uno di questi, ampiamente discusso dagli economisti, consiste nel fatto che gli anni in cui i capitali sono stati più liberi di muoversi nel mondo sono segnati da una maggiore frequenza di crisi di varie tipologie per singolo Paese (come mostra la Tabella 2 e come approfondiremo nel prossimo paragrafo).

ECONOMIA

	1945-71: gli anni del sistema di Bretton Woods	1973-97: gli anni della diffusione delle misure di liberalizzazione dei flussi di capitale
Crisi bancarie	0	2,3
Crisi valutarie	6,8	7,5
Crisi gemelle	0,2	2,4
Crisi qualsiasi	7,0	12,1

Tabella 2 – Numero medio annuo di crisi per singolo Paese

Fonte: Bordo, Eichengreen, Klingebiel, Martinez Peria (2001)

Vogliamo al momento soffermarci su un altro aspetto del discorso sinora svolto: la presenza di una particolare ipotesi *ad hoc* che sembra condizionare le conclusioni alle quali giungono i sostenitori del *Washington Consensus*.

I ragionamenti a supporto dell'idea che la liberalizzazione dei flussi internazionali di capitale, e pertanto il superamento dei controlli su tali flussi, possa avere effetti positivi sulla crescita dipendono dalla validità dell'ipotesi di mercati perfettamen-

te concorrenziali, cioè dalla mancata presa in considerazione dei cosiddetti *fallimenti del mercato*. Tuttavia, adottando una ipotesi più verosimile, come la concorrenza monopolistica – e alla luce della rilevanza che le asimmetrie informative assumono nei movimenti internazionali dei capitali e nei mercati locali che si aprono alla concorrenza internazionale –, allora la stessa liberalizzazione dei flussi internazionali di capitale potrebbe condurre a una allocazione non ottimale delle risorse e persino a rallentamenti della crescita economica. Nei mercati caratterizzati dalla presenza di distorsioni, come possono essere i mercati azionari, obbligazionari e il settore bancario, i controlli sui movimenti dei capitali possono costituire dei provvedimenti necessari per raggiungere quanto meno una soluzione di *second best* («la seconda migliore»). Ciò accade non solo perché essi contribuiscono a evitare livelli eccessivi di flussi di capitale in entrata o in uscita, ma

ECONOMIA

anche perché possono ridurre l'instabilità degli stessi movimenti di capitale. Le restrizioni alla libera circolazione delle risorse possono infatti costituire un baluardo contro la volatilità sia degli investimenti di portafoglio sia degli Ide, cioè possono rappresentare una difesa dinanzi ai movimenti speculativi associati alle aspettative di redditività che si formano nel breve periodo, oltretutto a varie tipologie di shock esogeni.

L'introduzione dell'ipotesi di asimmetrie informative, o di altre situazioni che descrivono contesti di mercato in cui operano aziende con un certo grado di potere monopolistico, conduce a risultati piuttosto controversi. Le conclusioni a cui giungono gli economisti, messe in luce per esempio da Eichengreen e Leblang (2003), sono le seguenti: l'analisi teorica porta a una previsione ambigua riguardo alla possibilità che l'apertura dei movimenti di capitale incoraggi o inibisca la crescita. L'attenzio-

ne su questi temi è aumentata sempre di più, soprattutto dinanzi al susseguirsi di crisi che hanno coinvolto un numero considerevole di Paesi, ma l'evidenza empirica è generalmente inconcludente.

Un ulteriore problema può emergere dalle ricerche degli economisti: ipotizzare che esista una forte relazione fra la crescita e il volume totale dei flussi di capitale, come è avvenuto in tante ricerche empiriche degli anni Ottanta e Novanta, significa perdere di vista il fatto che non tutti i flussi di capitale sono uguali tra loro. Alcuni favoriscono la crescita economica, mentre altre tipologie di capitali la contrastano. Gli Ide dovrebbero essere quelli più inclini a determinare conseguenze positive forti e robuste sui sistemi economici ai quali sono indirizzati; tuttavia, i loro effetti di lungo periodo possono essere diversi a seconda dei Paesi che li ospitano. Le stime condotte su diversi gruppi di Paesi non mostrano sempre correlazioni significative

ECONOMIA

fra Ide e crescita economica; inoltre non è sempre identificabile in modo chiaro se siano gli Ide a causare la crescita economica o se sia invece quest'ultima a incoraggiare gli Ide.

Il *Washington Consensus* sosteneva che la liberalizzazione dei movimenti di capitale avrebbe favorito ogni sistema economico, tanto quelli sviluppati quanto le economie emergenti, tanto i grandi Paesi quanto i piccoli, tanto le società a maggiore vocazione agricola quanto quelle a maggiore vocazione industriale. Eppure, le ricerche empiriche mostrano che le conclusioni alle quali si giunge dipendono strettamente dai livelli di sviluppo, dalla specializzazione produttiva e dalle caratteristiche istituzionali dei Paesi presenti nei campioni analizzati. Alcuni contributi – per esempio i lavori di DeLong (2004), di Bonfiglioli (2008) o di Dell'Arriccia (2016) – rivelano che sono i Paesi già sviluppati a essere favoriti dalla deregolamentazione dei movimenti di

capitale, mentre quelli in via di sviluppo potrebbero persino esserne danneggiati. Altre ricerche (come il lavoro di Klein) mostrano invece che solo i sistemi economici a uno stadio di sviluppo intermedio possono trarre beneficio dalla liberalizzazione finanziaria, la quale invece non porterebbe alcun vantaggio rilevante né alle economie avanzate, né alle economie poco sviluppate. Infine, se si guarda alle diverse aree geografiche che compongono l'insieme dei sistemi economici emergenti, la maggiore mobilità dei flussi di capitale avrebbe favorito solamente i Paesi dell'Asia dell'Est, mentre non avrebbe incentivato la crescita delle nazioni africane, dell'America Latina e neanche delle economie europee uscite dall'esperienza del socialismo reale.

Tra i limiti della liberalizzazione finanziaria, si annovera anche il cosiddetto *paradosso di Lucas*, evidenziato in un articolo del 1990 dal noto economista Robert Lucas jr. (premio Nobel all'Eco-

ECONOMIA

nomia nel 1995 per le sue ricerche sul ruolo delle aspettative in macroeconomia). Il suo argomento teorico parte dal presupposto che due Paesi utilizzino la stessa tecnologia per realizzare lo stesso bene, impiegando capitale e lavoro, la cui produttività marginale è decrescente (significa che la seconda unità di fattore impiegata produce meno unità di bene rispetto alla prima, la terza meno della seconda e così via). In questa situazione, il Paese che avesse una dotazione inferiore di capitale per lavoratore impiegato avrebbe un rendimento marginale del capitale più elevato e offrirebbe quindi un maggior rendimento, attirando così investimenti dall'altro Paese. Il paradosso sta nel fatto che, in realtà, i flussi finanziari tendono ad andare dai Paesi a bassa dotazione di capitale (come l'India) a quelli ricchi (come gli Stati Uniti). Il nutrito dibattito accademico che ne è scaturito ha proposto due principali spiegazioni, che si possono con-

siderare complementari l'una all'altra: le differenze tra Paesi riguardo al rendimento marginale del capitale, quantificabili nei dati, si vedono notevolmente ridotte una volta prese in considerazione le disparità nel loro livello di capitale umano (riconducibile alle conoscenze e competenze dei lavoratori) e di *total factor productivity* (la produttività totale dei fattori definibile come la parte residua del prodotto eccedente la parte imputabile a capitale e lavoro, e identificabile nelle tecnologie utilizzate nella produzione). Quest'ultima differenza implica che i Paesi ricchi – che hanno una produttività dei fattori più elevata – possono comunque avere una dotazione di capitale troppo bassa rispetto al loro potenziale, e pertanto attrarre flussi finanziari da Paesi più poveri e a potenziale inferiore.

Altri studiosi hanno evidenziato il ruolo fondamentale che possono assumere i bassi livelli di istruzione e la de-

bolezza delle istituzioni per spiegare il paradosso di Lucas. A partire da queste analisi, Emine Boz, Luis Cubeddu e Maurice Obstfeld (2017) hanno mostrato che i flussi di capitale che si muovono dalle economie emergenti verso le economie avanzate si sono intensificati prima della crisi finanziaria globale (2007-08), ma hanno poi invertito la loro direzione.

Questi studi pongono l'accento sui fattori politici e istituzionali, i quali sembrano fondamentali per spiegare la *ratio* retrostante ai movimenti di capitale che legano le economie emergenti a quelle avanzate. Fattori che possono anche spiegare il cosiddetto *sudden stop*: si tratta di uno dei fenomeni principali che associa la deregolazione dei flussi di capitale alle crisi che hanno colpito le economie in via di sviluppo soprattutto nella seconda metà degli anni Novanta. Approfondiremo questo tema più avanti.

Infine, un importante effetto colla-

terale della liberalizzazione finanziaria è stato quello di rendere più semplice anche la circolazione internazionale dei capitali illeciti. I dati più recenti utilizzati per l'analisi del rapporto condotto dall'Europol (Ufficio europeo di Polizia) nel 2021 mostrano che le forme gravi di criminalità organizzata attive nell'Unione europea operano all'interno di un ambiente reticolare in cui la cooperazione tra criminali è fluida, sistemica e orientata al profitto, e si svolge nell'ambito di network internazionali. Il 65 per cento dei gruppi criminali nell'Unione europea è composto da membri di più nazionalità e oltre il 50 per cento di tutti i sospettati sono cittadini extracomunitari: la metà proviene dai Balcani occidentali, dai Paesi dell'Europa orientale e dal Nord Africa. La globalizzazione del mercato dei capitali ha facilitato il consolidamento delle relazioni fra organizzazioni criminali su scala internazionale, soprattutto perché ha permesso

ECONOMIA

ai professionisti del riciclaggio di denaro di sfruttare le differenze nei controlli e nelle regolamentazioni in modo molto più efficiente di quanto non fosse possibile quando i movimenti di capitale erano limitati. Con il termine «riciclaggio» ci riferiamo alle operazioni finalizzate a integrare nei circuiti finanziari capitali e beni di origine criminale, occultandone la provenienza. La relazione fra globalizzazione finanziaria e centralità dei reati di riciclaggio era già stata intuita e indagata da Giovanni Falcone, che, nel suo noto libro-intervista *Cose di cosa nostra* (1991), sottolineava come le manovre finanziarie necessarie per riciclare il denaro sporco non possano venire effettuate integralmente dalle organizzazioni interessate e che questo compito è affidato a esperti della finanza internazionale, i cosiddetti *colletti bianchi*, i quali si pongono al servizio dei criminali per trasferire capitali di origine illecita verso Paesi più ospitali, i *paradisi fiscali*.

I movimenti di capitale indotti dai tentativi di riciclaggio di denaro illecito non dipendono tanto dalle differenze nei fondamentali economici, come per esempio nei tassi di rendimento degli investimenti reali e nei tassi di interesse, quanto dalle diverse forme di controllo e regolamentazione che rendono tale attività più sicura in alcuni Paesi rispetto ad altri. In altri termini, le organizzazioni criminali che desiderano riciclare denaro non sono generalmente alla ricerca del più alto tasso di rendimento, ma del luogo o dell'investimento che più facilmente consente di riciclare il denaro ottenuto in modo criminale o illegale. Pertanto, i flussi di capitali illeciti possono andare in direzioni opposte a quelle che ci si aspetterebbe sulla base dell'analisi dei fondamentali economici.

L'Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile riconosce la riduzione dei flussi finanziari illeciti come area prioritaria per costruire società pacifiche in tutto il

ECONOMIA

mondo. L'Unodc (United Nations Office on Drugs and Crime) e l'Unctad (United Nations Conference on Trade and Development) hanno sviluppato congiuntamente un quadro di misurazione statistica e metodologie per stimare i flussi finanziari irregolari, avviando una più stretta collaborazione a partire dal 2017.

La dimensione del fenomeno è difficile da valutare, ma è considerata di grande rilievo. L'Unodc stima che ogni anno i capitali illeciti oggetto di riciclaggio siano pari a un valore compreso tra il 2 per cento e il 7 per cento del Pil mondiale. In un recente studio pubblicato nel 2020 sulla «International Review of Economics and Finance», Maria Širaňová, Menbere Workie Tiruneh e Boris Fišera hanno disegnato una rete potenziale di flussi illeciti di capitali riferiti ad alcuni Stati europei per il periodo 2006-17. Questi studiosi hanno utilizzato gli errori e le omissioni nette delle bilance dei pagamenti come misura dei

flussi illeciti, suggerendo che la creazione di questi network tende ad aumentare il differenziale dei tassi di interesse a lungo termine. La frequenza dei legami è spiegata prevalentemente dalla forza dei rapporti commerciali preesistenti e dalle differenze di sviluppo economico associate alla qualità istituzionale complessiva e alle imposte sulle società vigenti nei diversi Paesi.

Le crisi

La storia mondiale è stata spesso caratterizzata da situazioni di crisi che si sono manifestate al termine di periodi in cui i flussi internazionali di capitale sono aumentati in modo considerevole. Basti pensare alle pagine che Karl Marx dedica alle crisi nel *Capitale* (1867), in particolare laddove egli sottolinea come la centralizzazione dei capitali in sempre minori mani possa generare instabilità sistemica. Scenari di questo gene-

ECONOMIA

re si possono individuare anche molto prima dell'avvento della rivoluzione industriale: Carlo Maria Cipolla ha, per esempio, raccontato la crisi che colpì Firenze nel XIV secolo, ricavandone alcune indicazioni preziose per gli economisti che oggi vogliono ragionare sui nessi esistenti fra flussi internazionali di capitali e instabilità finanziaria.

Nel corso del Duecento Firenze era divenuta non solo un grande centro commerciale e manifatturiero, ma anche la principale piazza finanziaria del tempo. La congiuntura economica aveva cominciato a peggiorare a partire dal 1330. Per circa un secolo, Firenze aveva accumulato grandi ricchezze dovute alla capacità di controllare le rotte mercantili attraverso le sue compagnie, associazioni di durata pluriennale, rinnovabili, formate da soci inizialmente legati da vincoli di parentela e poi aperte alla partecipazione di esterni. Il finanziamento di questi organismi avveniva tramite le

quote di capitale immesse da ciascun socio. Una situazione di surplus commerciale persistente stimola investimenti che possono andare oltre i propri confini. È ciò che accadde grazie all'espansione delle compagnie fiorentine: i Bardi, i Peruzzi e gli Acciaiuoli gestivano transazioni finanziarie internazionali di grande rilevanza, sia raccogliendo risparmi, sia concedendo crediti.

Il circuito finanziario internazionale che si sviluppò fra associazioni fiorentine, titolari esteri dei depositi (soprattutto il Regno di Napoli) e debitori esteri (in particolare il Regno di Inghilterra) può essere descritto nel modo seguente: le più importanti compagnie del Paese a economia dominante (Firenze) operavano in un Paese sottosviluppato (Inghilterra) per garantire rifornimenti regolari di materia prima (lana) alle proprie manifatture; avendo a disposizione un surplus di capitali da riciclare, esse concedevano anche finanziamenti crescenti al

ECONOMIA

potere politico del Paese sottosviluppato. Le stesse compagnie del Paese a economia dominante (Firenze) raccoglievano il risparmio accumulato da un Paese sottosviluppato (Napoli) che, pur registrando un surplus commerciale, non era in grado di gestirlo dal punto di vista finanziario. Si trattava tuttavia di investimenti a breve facilmente liquidabili.

Il 23 settembre 1340 Edoardo III di Inghilterra firmò con la Francia l'armistizio di Esplechin, che inaugurò una tregua nel corso della prima parte della Guerra dei cent'anni. Il re inglese dichiarò bancarotta. Bardi e Peruzzi erano esposti nei confronti dell'Inghilterra per un enorme ammontare di crediti. Ma le sciagure non vengono mai da sole: il comune di Firenze si trovava coinvolto in una serie di guerre – contro gli Scaligeri (1336-38) e contro Lucca (1341-43) – combattute ricorrendo a mercenari organizzati in compagnie di ventura che costavano grosse somme di de-

naro; guerre finanziate con l'emissione di debito pubblico su cui si erano ancora una volta esposte le compagnie più ricche. Nel 1342 l'allora signore di Firenze, Gualtieri di Brienne, sospese tutte le assegnazioni di gabelle (le tasse sui consumi che potevano prelevare le stesse compagnie come garanzia del debito pubblico finanziato). Le manovre diplomatiche che mise in campo la città per affrontare queste turbolenze vennero all'orecchio di re Roberto di Napoli e della sua corte: il timore che i loro depositi fossero in pericolo condusse a una corsa al prelievo che comportò una fuga di capitali da Firenze.

A partire dal 1342 le compagnie fiorentine saltarono l'una dopo l'altra. L'eccessiva leva finanziaria che aveva sostenuto i finanziamenti verso l'estero, dinanzi al crollo del corso dei titoli di debito pubblico e dei prelievi napoletani, produsse una crisi dalle immani conseguenze reali e politiche.

Le crisi in epoca contemporanea

Diverse situazioni di crisi possono essere collegate ai movimenti dei capitali: una *crisi valutaria* si ha quando viene forzata una scelta relativa alla parità del cambio in un contesto di cambi fissi, oppure quando si è in presenza di una qualche forma di ancoraggio a un'altra valuta. Per misurare l'entità di tali situazioni si può ricorrere a un indicatore di pressione valutaria, che si ottiene calcolando la media ponderata della variazione percentuale dei tassi di interesse, del tasso di cambio e delle riserve ufficiali della Banca centrale del Paese soggetto a crisi rispetto ad analoghe grandezze riferite al Paese estero a cui viene ancorata la valuta interna.

Problemi di insolvenza o di mancanza di liquidità caratterizzano una *crisi bancaria*, durante la quale si possono verificare corse agli sportelli che conducono al fallimento degli istituti di credito e alla sospensione della convertibilità dei depositi. In questo caso si può fare riferi-

mento a un indicatore di pressione bancaria che si ricava dalla media ponderata della variazione percentuale dei tassi di interesse con cui le banche si concedono prestiti fra loro stesse (i tassi di interesse *overnight*), oltreché della variazione percentuale dei depositi (per cogliere l'effetto della corsa agli sportelli).

Talora le crisi internazionali assumono le caratteristiche di una *crisi sovrana*. Si definisce in questo modo una situazione che si manifesta quando, a seguito di una decisione politica, il pagamento degli interessi sul debito estero o il rimborso dello stesso debito estero viene sospeso o ristrutturato.

Eichengreen e Fishlow, fra gli altri, hanno notato che ogni crisi finanziaria di rilevanza internazionale è stata preceduta da un periodo di prestiti esteri particolarmente intensi. Negli anni Venti, i prestiti erano dominati dai titoli di Stato sottoscritti dalle banche d'investimento di New York; queste obbligazioni veniva-

ECONOMIA

no vendute a istituzioni e privati, e scambiate sul mercato secondario. Il *boom* dei prestiti degli anni Sessanta riguardava principalmente prestiti bancari ai Paesi in via di sviluppo. Dopo la crisi del debito degli anni Ottanta, i flussi sono stati sempre più dominati da investimenti azionari in società private, piuttosto che da prestiti obbligazionari o bancari ai governi. I fondi comuni, i fondi pensione e le compagnie di assicurazione hanno impiegato capitali nei Paesi emergenti per assicurarsi rendimenti più elevati e per diversificare i propri investimenti. Gli investimenti in portafoglio non sono tutti uguali, ma si distinguono per finalità e tipologia. Per esempio, gli afflussi dei fondi pensione e delle compagnie di assicurazione tendono a essere relativamente stabili perché i gestori si concentrano sui fondamentali economici e hanno obiettivi a lungo termine. Al contrario, i flussi privati provenienti dai fondi comuni di investimento (il cosiddetto «denaro cal-

do») rispondono ai differenziali dei tassi di interesse tra i vari Paesi e vengono ritirati più rapidamente in caso di panico. È l'aumento degli afflussi di denaro caldo, piuttosto che di fondi pensionistici e assicurativi, che ha fatto sì che i Paesi emergenti siano stati colpiti da varie tipologie di crisi finanziarie. Spesso i gestori di questi fondi reagiscono in modo simile a un gregge, sospinti da aspettative negative che finiscono con l'avverarsi anche in assenza di motivazioni reali, e ritirano i fondi al primo segnale di panico. Per trattenere gli afflussi di denaro caldo, una economia in via di sviluppo può sentirsi costretta ad aumentare i tassi di interesse interni e a mantenere un tasso di cambio nominale sopravvalutato.

Abbiamo già avuto modo di sottolineare che la liberalizzazione finanziaria è andata accompagnandosi allo scoppio di crisi più o meno ricorrenti dovute a instabilità valutaria, bancaria e finanziaria, che spesso hanno condotto a

ECONOMIA

una vera e propria crisi sovrana. Queste situazioni possono essere innescate da un attacco speculativo: è in tale contesto che si verifica una fuga di capitali da un Paese la cui valuta è venduta in gran massa dagli operatori finanziari. Questi ultimi si attendono una svalutazione della valuta di cui si disfano e in un certo senso contribuiscono a che le cose vadano esattamente come essi sperano. Gli speculatori sfruttano la diffusione delle aspettative negative che cominciano a caratterizzare i comportamenti di un numero crescente di operatori sul mercato: vendono la valuta interna in odore di svalutazione per comprare valuta estera nell'attesa di poterla rivendere a un prezzo più alto in termini di valuta interna, dopo che la svalutazione si è effettivamente realizzata.

In queste circostanze la domanda di valuta estera all'interno del Paese sotto attacco aumenta e la Banca centrale – soprattutto quando deve difendere il

valore della propria moneta in presenza di un accordo di cambio fisso – deve reagire vendendo le proprie riserve in valuta estera (per sostenere la domanda della valuta interna) oppure alzando i tassi di interesse (per rendere più costosa la speculazione). Se la Banca centrale si arrende non può che abbandonare l'accordo sul tasso di cambio e dichiarare la svalutazione della moneta nazionale. Il tutto avviene senza grandi rischi per gli speculatori perché, se le autorità monetarie riescono a difendere il tasso di cambio e la svalutazione non si verifica, questi si ritroveranno con la stessa quantità di valuta interna.

Supponiamo di trovarci in Messico all'inizio degli anni Novanta. Allora il Messico era reduce da una profonda liberalizzazione delle transazioni finanziarie a sostegno di ingenti afflussi di capitale. Il Paese aveva inoltre ancorato la propria valuta – il Peso – al Dollaro statunitense con un cambio di circa

ECONOMIA

3 pesos per 1 dollaro, perché riteneva in questo modo di aumentare la credibilità delle proprie istituzioni. L'ancoraggio al Dollaro comportò, tuttavia, un calo delle esportazioni negli anni successivi e un progressivo aumento del deficit della bilancia commerciale, che nel 1994 superò l'8 per cento del Pil. Alcuni operatori di mercato in grado di procurarsi un certo quantitativo (non piccolo) di capitali iniziarono a vendere in massa pesos, reputando che il deficit commerciale fosse eccessivo e non coerente con gli impegni assunti sulla fissità del tasso di cambio. Ciò indusse persino la Banca centrale messicana a sostituire i titoli di debito pubblico denominati in pesos, man mano che giungevano a scadenza, con titoli indicizzati ai dollari (i cosiddetti *tesobonos*). Tuttavia, le riserve in dollari presso la stessa Banca centrale non erano sufficienti a garantire i rimborsi dei nuovi titoli a scadenza più breve. Nelle intenzioni del governo messicano questa

operazione avrebbe dovuto convincere i mercati che non ci sarebbe stata nessuna svalutazione, ma – come ha notato Paul Krugman, premio Nobel all'Economia nel 2008 – l'ampia pubblicità di cui godettero i *tesobonos* servì solo a rafforzare una sensazione di panico diffusa. Nel corso del 1994, la Banca del Messico attinge alle sue riserve per 50 miliardi di dollari nel tentativo di difendere il tasso di cambio fra Peso e Dollaro.

Tuttavia, questa cifra imponente non bastò a evitare l'abbandono del tasso di cambio fisso fra le due valute. Tra il settembre del 1994 e l'aprile del 1995, il Peso si svalutò quasi del 100 per cento: 1 dollaro valeva ora 6 pesos. Gli speculatori che avevano acquistato dollari in cambio di pesos secondo un cambio di 1 a 3 potevano a quel punto rivenderli ottenendo per ogni dollaro 6 pesos con un guadagno netto enorme.

Spesso, su questa base si verifica un incremento dei prestiti che produce

ECONOMIA

una sorta di effetto leva all'azione speculativa: se disponiamo, per esempio, di 1000 dollari, potremmo chiedere in prestito a breve termine sui mercati finanziari 10.000 pesos ai tassi di mercato, ponendo come garanzia i nostri 1000 dollari. Ipotizziamo per semplicità che il cambio sia 1 a 1; disporremo allora di 11.000 pesos con i quali potremo avviare l'azione speculativa. Ma il nostro guadagno netto, se la speculazione otterrà il suo scopo, sarà molto maggiore rispetto a una situazione in cui si può fare affidamento solo sulle proprie risorse senza la possibilità di accedere al credito. Il rischio per gli speculatori è sempre molto contenuto, al massimo equivalente ai costi di transazione e agli interessi passivi su un periodo assai ridotto.

Nel caso messicano, come in molti altri, la crisi valutaria divenne crisi sovrana e crisi dell'economia reale, nonché crisi politica e istituzionale. In un suo celebre testo divulgativo, *Il ritorno*

dell'economia della depressione, Krugman propone una rappresentazione di questo fenomeno come il circolo vizioso della crisi finanziaria, illustrato nella Figura 3.

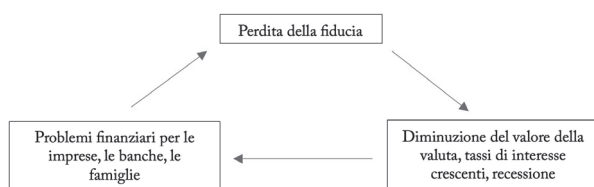


Figura 3 – Il circolo vizioso della crisi

Il modo in cui il mercato internazionale dei capitali si è evoluto ha fatto emergere sempre più la rilevanza delle crisi dovute a perdita di fiducia rispetto a crisi dovute a ragioni individuabili nello stato di salute dei fondamentali del sistema economico. La perdita della fiducia comporta la diffusione di aspettative negative autoavverantesi che as-

ECONOMIA

sumono un ruolo decisivo nella preparazione di un attacco speculativo e su cui ha dato importanti contributi Robert Shiller, uno dei padri della finanza comportamentale, premio Nobel per l'Economia nel 2013.

Soprattutto a partire dagli anni Ottanta, la teoria economica ha cercato di mettere ordine tra le varie dinamiche che possono condurre a una situazione di crisi finanziaria con ricadute sui mercati internazionali. Si possono individuare tre grandi famiglie di modelli, che sono solitamente indicati come modelli di prima, di seconda e di terza generazione.

I modelli di prima generazione (fra questi va nominato il lavoro di Flood e Garber pubblicato nel 1984) danno una spiegazione «fondamentalista» delle crisi valutarie e ne identificano le cause principali nello sfaldamento dei fondamentali macroeconomici dell'economia: in particolare la presenza di politiche fiscali espansive e prolungati deficit di bi-

lancio risulterebbe incompatibile con un impegno di difesa di un accordo di cambio fisso o con un ancoraggio della valuta interna a una valuta estera forte.

I modelli di seconda generazione – sviluppatasi a partire dal contributo di Ostfeld (1994) per spiegare le crisi che si verificarono nel 1992 nei Paesi europei che avevano aderito allo Sme (Sistema monetario europeo) – mettono in luce il comportamento ottimizzante del *policy maker*. In questa prospettiva, una crisi valutaria può essere una risposta razionale a un attacco speculativo, dal momento che tale scelta può minimizzare i costi a cui il governo va incontro uscendo dall'impegno. Ciò accade quando i costi della perdita di reputazione sono minori dei costi che si sopporterebbero in termini di incremento dei tassi di interesse e riduzione delle riserve valutarie laddove invece si volesse mantenere l'accordo.

Le crisi che hanno colpito, dal 1997, gran parte delle economie emergenti (si

ECONOMIA

veda la Tabella 3), a partire dalla Thailandia, hanno aperto nuovi campi di ricerca, da cui sono stati elaborati i cosiddetti modelli di terza generazione. Questi ultimi, ai quali ha dato un grande contributo Paul Krugman, pongono l'enfasi sulla presenza di squilibri di natura finanziaria. Le crisi valutarie non sono allora più viste come fenomeni a sé stanti, ma come parte di una crisi sistemica in cui i problemi valutari si intrecciano con le corse agli sportelli bancari, dando luogo al fenomeno delle *crisi gemelle*. I Paesi colpiti da queste crisi erano caratterizzati da fondamentali che non lasciavano prefigurare scenari nefasti: i bilanci pubblici registravano per lo più surplus consistenti; i tassi di inflazione erano al di sotto della media dell'insieme composto da tutte le economie emergenti; i tassi di crescita nei primi anni Novanta erano superiori al 5 per cento; i deficit delle partite correnti sembravano sostenibili, poiché erano colle-

gati a situazioni in cui gli alti livelli di investimento sembravano più rilevanti dei bassi livelli di risparmio. Tuttavia, è possibile individuare un elemento di fragilità in Thailandia, in Malesia e in Corea del Sud, così come in Russia e in Brasile: i loro sistemi finanziari, liberalizzati da pochi anni, erano minati da una scarsa regolamentazione e da una assenza di trasparenza che, a fronte di ingenti afflussi di capitali, ha determinato una situazione di sovrainvestimento, la quale si è poi trasformata in deflussi improvvisi e fatali anche per gli impegni che questi Paesi avevano assunto sul tasso di cambio delle loro valute.

Le crisi finanziarie del periodo 1997-99 hanno interessato soprattutto le economie emergenti che in quegli anni si erano più integrate con le economie avanzate. La maggiore integrazione finanziaria si è, infatti, tradotta in afflussi di capitali molto elevati che, in particolare nel caso dei Paesi del Sud-Est

ECONOMIA

asiatico, erano composti principalmente da prestiti bancari. In Thailandia, Malesia, Filippine, Indonesia e Corea del Sud le fuoriuscite di capitale sono per lo più coincise con una contrazione dei prestiti bancari: da un afflusso netto di 40 miliardi di dollari nel 1996 si è passati a un deflusso netto di 30 miliardi di dollari all'inizio dei periodi di crisi. La variazione complessiva è stata pari a 70 miliardi di dollari (il 7 per cento del Pil dell'area).

La conseguenza principale della scarsa regolamentazione dei settori finanziari interni è stata un eccessivo sviluppo dei livelli di investimento in attività troppo rischiose o a basso rendimento. Ma c'è di più: la denominazione del debito contratto con le economie avanzate in valuta estera «forte» (in particolare Dollaro e Yen giapponese) ha assunto dimensioni crescenti, data l'incapacità del mercato finanziario interno di fornire sufficienti fondi per finanziare tutte le opportunità di investimento. Ne è de-

rivata un'eccessiva esposizione al rischio di cambio, che si è andata ad aggiungere al rischio di investimento. Laddove fosse avvenuta – come poi accadde in effetti – una svalutazione della moneta locale, vi sarebbero state conseguenze pesanti sul conto finanziario di quelle economie, dal momento che i debiti contratti sarebbero stati maggiori.

Le difficoltà delle singole economie e l'instabilità dei mercati valutari e dei capitali si sono trasmesse da un Paese all'altro all'interno della stessa area geografica (come nel caso di Thailandia, Malesia, Corea del Sud, Filippine, Vietnam), ma, in alcune occasioni, hanno anche superato questi confini, innescando un contagio internazionale: si è registrato un incremento dei comovimenti nelle variabili finanziarie e nei flussi di capitale durante le crisi anche fra Paesi con legami economici e finanziari deboli (si pensi alla crisi russa del 1998, culminata con la svalutazione del Ru-

ECONOMIA

blo, che si è trasmessa ad altre economie emergenti come Argentina, Brasile, Venezuela e Sud Africa).

Per quanto riguarda le cause delle crisi di terza generazione, e della crisi del Sud-Est asiatico in particolare, la letteratura ha avanzato tre approcci differenti che non si escludono a vicenda:

- il primo utilizza un concetto di grande importanza all'interno della scienza economica contemporanea: l'azzardo morale. Con questo termine si definisce una situazione di asimmetria informativa, in cui, dopo la stipula di un contratto, uno dei contraenti non è in grado di osservare le azioni della controparte. Una qualche forma di completa copertura da eventuali shock avversi può mettere in moto comportamenti a rischio della parte assicurata, che ha minori incentivi ad agire in modo poco rischioso perché sa di essere

tutelata. Nel sistema finanziario l'azzardo morale si manifesta ogni volta che il prestatore di fondi è soggetto al rischio che il debitore, dopo la stipula del contratto di finanziamento, intraprenda progetti di investimento molto rischiosi anche se potenzialmente più remunerativi. In questo caso, forme di garanzia (governativa o meno) nei confronti dell'investimento rischioso producono una distorsione nell'allocazione del risparmio interno, dal momento che, proprio grazie alle garanzie che annullano il rischio, i progetti potenzialmente più rischiosi diventano più attraenti. Proprio nelle economie del Sud-Est asiatico sono stati messi in opera progetti di investimento per i quali esisteva una garanzia da parte dello Stato, il che ha generato una vera e propria sindrome da sovrainvestimento. Nel momento in cui è risultato evidente che l'eccessivo in-

- vestimento aveva aumentato notevolmente il rischio dello stesso e che il costo complessivo del fallimento delle società che avevano messo a disposizione i fondi per questi progetti sarebbe stato molto elevato, i flussi finanziari esteri si sono ridotti rapidamente, mettendo in crisi il sistema finanziario (si tratta proprio del fenomeno di *sudden stop* cui avevamo accennato nel paragrafo precedente);
- il disallineamento delle scadenze è un'altra caratteristica emersa durante le crisi che hanno colpito le economie in via di sviluppo negli anni Novanta. Mentre i progetti di investimento erano a lungo termine, i debiti erano prevalentemente a breve termine. Ciò ha generato, soprattutto nelle economie del Sud-Est asiatico, un potenziale problema di liquidità: nel caso di un'improvvisa fuga di capitali, come quella in effetti verificatasi, gli investitori finanziari sarebbe-

- ro stati obbligati a liquidare i progetti prima che fossero ultimati. Questo avrebbe comportato una perdita in conto capitale per i finanziatori e una conseguente minaccia alla stabilità del sistema finanziario. Un allineamento delle scadenze avrebbe reso meno probabile la fuga dei capitali;
- il disallineamento delle valute è l'ultimo aspetto su cui si sono concentrati diversi autori. Come abbiamo già sottolineato, mentre gli investimenti erano in moneta locale, i datori di fondi esteri pretendevano una rendicontazione del debito in valuta straniera. Anche questa clausola ha esposto il sistema finanziario a un eccessivo rischio di cambio – laddove si fosse verificata una crisi valutaria –, che si è sommato al già elevato rischio di credito.

Sui nessi fra la liberalizzazione finanziaria che interessò particolarmente i Pa-

ECONOMIA

esi del Sud-Est asiatico all'inizio degli anni Novanta, le crisi che li colpirono a partire dal 1997, la rilevanza dei contesti politici e istituzionali e l'esigenza di tornare a considerare la opportunità di reintrodurre una qualche forma di controllo sui movimenti dei capitali, gli economisti stanno ancora riflettendo (in alcuni momenti anche confrontandosi in modo duro). Alcuni studi, come quello condotto nel giugno del 2000 dal Fondo monetario internazionale, si sono concentrati soprattutto sull'assenza di norme adeguate che caratterizzavano – e in alcuni casi ancora caratterizzano – i mercati finanziari e il sistema creditizio dei Paesi del Sud-Est Asiatico, e hanno sottolineato le conseguenze nefaste che il nepotismo e la corruzione possono avere sulla trasparenza delle regole o sul funzionamento delle istituzioni che dovrebbero vigilare sui mercati interni delle economie emergenti. In questa prospettiva la vulnerabilità finanziaria di questi siste-

mi economici presupporrebbe ulteriori interventi strutturali affinché le imprese locali rispettino standard più elevati di governance. Secondo il Fondo monetario internazionale, i Paesi del Sud-Est Asiatico avrebbero bisogno inoltre di riforme legislative per rafforzare l'indipendenza delle banche centrali, rendere più chiare le procedure fallimentari e più stringenti le misure anticorruzione. Altri studiosi, come Paul Krugman, hanno criticato questa diagnosi, sostenendo che la vulnerabilità delle economie asiatiche al panico finanziario del 1997 sia dipesa principalmente dalla eccessiva apertura ai mercati finanziari internazionali: la popolarità presso gli operatori internazionali di cui esse beneficiarono fu infatti utilizzata per contrarre ingenti debiti nei confronti dell'estero. I debiti contratti in dollari, a causa del disallineamento delle valute, rafforzarono il legame tra perdita di fiducia e collasso finanziario. Da questa riflessione, deriva quindi la necessità

di tornare a ragionare anche sulla reintroduzione di una qualche forma di controllo sui flussi di capitale.

Il controllo sui flussi di capitale può davvero proteggere dalle crisi?

Nel periodo precedente alla Seconda guerra mondiale i Paesi tendevano a ricorrere a strumenti di controllo sui capitali in situazioni di stress estremo. Durante il *gold standard* del primo dopoguerra, i capitali fluivano liberamente, soprattutto tra i sistemi economici più avanzati. Tuttavia, con l'inizio della Grande Depressione nel 1929, diversi Paesi introdussero controlli sui capitali in uscita, spesso sotto forma di controlli sul mercato valutario. Dopo la Grande Depressione molti risposero alle pressioni sulla bilancia dei pagamenti imponendo restrizioni ai movimenti di capitale. Quando il *gold standard* cominciò a crollare, i Paesi ricorsero sempre più massicciamente a sistemi di

controllo sui movimenti di capitali. Nella maggior parte dei casi, i controlli sul mercato valutario assunsero la forma di controlli amministrativi: il governo centralizzava le operazioni di cambio, fissava i tassi di cambio ufficiali e ostacolava il trasferimento di risorse all'estero da parte di privati cittadini, per fermare la fuga di capitali e frenare le possibili speculazioni; i governi vigilavano anche sui proventi delle esportazioni. Alcune operazioni di controllo divennero particolarmente severe: nel Regno Unito, durante le due guerre mondiali, i non residenti dovettero depositare i ricavi della vendita dei loro investimenti in conti bloccati.

Come abbiamo già visto nel primo paragrafo, al termine della Seconda guerra mondiale, uno dei pilastri del sistema monetario internazionale di Bretton Woods è stato proprio l'ampio controllo dei flussi di capitale su scala globale. La liberalizzazione dei movimenti di capitale, dopo il crollo del sistema di Bret-

ECONOMIA

ton Woods all'inizio degli anni Settanta, è avvenuta a velocità diverse da Paese a Paese e ha dato priorità a differenti tipi di flussi. Essa è giunta al suo apice negli anni Novanta. L'ampia liberalizzazione dei conti capitali e l'espansione dei mercati finanziari globali si sono accompagnate a un aumento considerevole delle crisi finanziarie, a causa delle quali si è tornati a valutare forme di controllo sui capitali.

Una ricerca recente di un gruppo di economisti del Fondo monetario internazionale (Barghava *et al.*, 2023) si chiede se l'introduzione di norme volte a controllare i movimenti dei capitali possano attutire le conseguenze negative di una crisi. Gli autori distinguono opportunamente i casi in cui le regole esistono già prima dell'inizio della crisi dai quelli in cui le regole vengono introdotte dopo lo scoppio della crisi e si concentrano su 27 economie emergenti nel periodo che va dal 1995 al 2017. Si veda a tal riguardo la Tabella 3.

I FLUSSI INTERNAZIONALI DI CAPITALI E LE CRISI FINANZIARIE

	Crisi bancaria	Crisi valutaria	Crisi sovrana
Argentina	1995 Q1; 2001 Q2	2002 Q1; 2013 Q4	2001 Q4; 2014 Q3
Brasile		1999 Q1; 2015 Q1	
Cina	1998 Q1		
Cipro	2011 Q2		
Colombia	1998 Q2		2013 Q3
Corea del Sud	1997 Q3	1998 Q1	
Egitto		2016 Q4	
Filippine	1997 Q3	1998 Q1	
Germania	2008 Q3		
Ghana		2000 Q1; 2009 Q1; 2014 Q1	
Giappone	1997 Q4		
Indonesia	1997 Q4	1998 Q1	1991 Q1
Islanda	2008 Q3	2008 Q3	
Kazakistan	2008 Q3	1999 Q3; 2015 Q3	
Malesia	1997 Q3	1998 Q1	
Messico		1995 Q1	
Nigeria	2009 Q3	1997 Q3; 2016 Q2	
Romania	1998 Q1	1996 Q1	
Russia	1998 Q3; 2008 Q3	1998 Q3; 2014 Q4	1998 Q3
Sud Africa		2015 Q4	
Svizzera	2008 Q3		
Thailandia	1997 Q3	1998 Q1	
Turchia	2004 Q4	1996 Q2; 2001 Q1	
Ucraina	1998 Q3; 2008 Q3; 2014 Q1	1998 Q3; 2009 Q1; 2014 Q1	1998 Q3; 2015 Q4
Uruguay	2002 Q1	2002 Q2	2002 Q3
Usa	2007 Q4		
Vietnam	1997 Q4		

Tabella 3 – Episodi di crisi nelle 27 economie passate in rassegna da Barghava et al. (2023); le date sono riferite ai trimestri (Q1, Q2, Q3, Q4) in cui la crisi ha avuto inizio

Fonte: Informazioni tratte da Barghava et al. (2023)

ECONOMIA

I risultati confermano le tesi di chi sostiene che generalmente i controlli sui capitali introdotti in risposta alle crisi vengano attuati troppo tardi per essere pienamente efficaci. Ciò non significa tuttavia che, laddove sia già presente una regolazione volta a limitare i flussi di capitale, essa risulti inefficace. Dall'analisi dello stesso Fmi si può ricavare infatti un avvertimento che non andrebbe ignorato: eliminare i controlli sui movimenti dei capitali finanziari è una decisione che dovrebbe essere attentamente valutata e commisurata alla capacità di un Paese di gestire la volatilità dei flussi di risorse. Quest'ultima sembra tra l'altro dipendere dalla solidità dei mercati finanziari nazionali (ecco emergere ancora la rilevanza dei fattori istituzionali), dal disallineamento valutario del debito estero e dalla struttura delle scadenze dello stesso, coerentemente con quanto abbiamo messo in evidenza passando in rassegna le cause principali

delle crisi che hanno interessato le economie del Sud-Est asiatico. L'adozione preventiva dei controlli sui flussi in entrata può attenuare l'andamento speculativo dei movimenti di capitale e il rischio di una dinamica di *boom and bust*. Ciò è tanto più vero quando importanti disallineamenti valutari rendono i Paesi vulnerabili ai rischi finanziari sistemici in caso di inversione dei flussi di capitale.

Durante la crisi finanziaria asiatica (1997-98), le risposte ai controlli sui capitali sono state molto diverse nei vari Paesi. Alcuni, come la Corea del Sud, hanno allentato i controlli preesistenti sugli afflussi dei non residenti; altri, come la Malesia e la Thailandia, hanno inasprito i controlli sui deflussi dei capitali sia dei residenti sia dei non residenti. Infine, Paesi come la Cina e l'India sono stati in grado di ripararsi dagli effetti più nefasti delle crisi che colpiro-
no le economie asiatiche grazie alla pre-

ECONOMIA

senza di controlli sui flussi di capitale. Entrambi questi Paesi hanno poi rallentato decisamente il processo di liberalizzazione finanziaria.

Con la crisi finanziaria globale del 2008-09, nelle economie emergenti non sono stati introdotti nuovi controlli sui flussi di capitali, se non in rari casi. D'altro canto, le maggiori conseguenze della crisi scoppiata in Usa si sono concentrate in Europa, dove solo i Paesi in grave difficoltà, come l'Islanda e l'Ucraina, hanno imposto sistemi di controllo sui deflussi finanziari dei residenti e dei non residenti. In entrambi questi casi sono state adottate restrizioni ai deflussi e agli afflussi di capitale (soprattutto per impedire l'elusione dei controlli sui deflussi), misure che sono durate molto a lungo. Anche Cipro ha imposto controlli ad ampio raggio, sebbene per un periodo più breve.

La maggior parte delle economie emergenti, invece, non ha imposto con-

trolli sui capitali in risposta alla crisi finanziaria globale, nonostante questi Paesi abbiano dovuto far fronte a significativi deflussi nella fase iniziale. Questi deflussi hanno iniziato a invertire la propria rotta con la diffusione su larga scala delle politiche monetarie espansive messe in campo dalle Banche centrali dei sistemi economici avanzati. In molti casi, anche il rimpatrio delle attività dei cittadini residenti all'estero ha contribuito ad attenuare i deflussi di capitale dai Paesi in via di sviluppo. Da quanto abbiamo potuto vedere, è molto importante analizzare i nessi esistenti fra i movimenti internazionali dei capitali e le crisi finanziarie. Ed è ancora più importante che dinanzi a questi temi non si perda di vista la rilevanza che può assumere un coordinamento internazionale fra governi e fra banche centrali. Individuare e aggiornare le regole e le istituzioni che possono aumentare la stabilità del sistema monetario inter-

ECONOMIA

nazionale, facendo sì che i capitali possano davvero contribuire a uno sviluppo economico sostenibile a livello mondiale, resta probabilmente una delle sfide più urgenti che i *policy maker* devono affrontare.

BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA

P. Arestis, J. Ferreiro, C. Gómez, *Is There a Role for Capital Controls?*, in L. P. Rochon, S. Rossi, *Monetary and Exchange Rate Systems: A Global View of Financial Crises*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, pp. 140-190, 2007

A. Bhargava, R. Bouis, A. Kokenyne, M. Perez-Archila, U. Rawat, R. Sahay, *Capital Controls in Times of Crisis – Do They Work?*, Imf Working Papers, No. 67, 2023: <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/WP/2023/English/wpica2023067-print-pdf.ashx>

A. Bonfiglioli, *Financial integration, productivity and capital accumulation*, in

ECONOMIA

«Journal of International Economics», Vol. 76, No. 2, pp. 337-355, 2008

M. Bordo, B. Eichengreen, D. Klingebiel, M. Martinez-Peria, A. K. Rose, *Is the Crisis Problem Growing More Severe?*, in «Economic Policy», Vol. 16, No. 32, pp. 51-82, 2001

C. M. Cipolla, *Il fiorino e il quattrino. La politica monetaria a Firenze nel Trecento*, il Mulino, Bologna, 2013

E. Colombo, M. Lossani, *Economia dei mercati emergenti*, Carocci, Roma, 2009

Consob, *Le crisi finanziarie*: https://www.consob.it/web/investor-education/le-crisi-finanziarie#anni_90

M. Di Lauro, *Controlli ai flussi di capitali: un'opzione eretica?*, in «La Fionda», 5 marzo 2021: <https://www.lafionda.org/2021/03/05/controlli-ai-flussi-di-capitali-unopzione-eretica/>

A. Glyn, *Capitalismo scatenato. Globalizzazione, competitività e welfare*, Brioschi, Milano, 2007

J. M. Keynes, *Il sistema monetario internazionale del dopoguerra*, in J. M. Keynes,

Moneta Internazionale. Un piano per la libertà del commercio e del disarmo finanziario, Il Saggiatore, Milano, 2016

P. Krugman, *Il ritorno dell'economia della depressione e la crisi del 2008*, Garzanti, Milano, 2009

J. E. Stiglitz, *La globalizzazione e i suoi oppositori. Antiglobalizzazione nell'era di Trump*, Einaudi, Torino, 2003



Finito di stampare nel mese di luglio 2023
a cura di RCS MediaGroup S.p.A.
presso Grafica Veneta  Trebaseleghe (PD)
Printed in Italy

