



JEAN TIROLE

*Crisi finanziarie, liquidità
e sistema monetario internazionale*

Banca d'Italia
Lezioni Paolo Baffi
di Moneta & Finanza

BANCA D'ITALIA

Lezioni Paolo Baffi
di Moneta & Finanza

JEAN TIROLE

CRISI FINANZIARIE,
LIQUIDITÀ
E
SISTEMA MONETARIO
INTERNAZIONALE



ROMA, novembre 2001

BANCA D'ITALIA

Lezioni Paolo Baffi
di Moneta & Finanza

JEAN TIROLE

CRISI FINANZIARIE,
LIQUIDITÀ
E
SISTEMA MONETARIO
INTERNAZIONALE



EDIZIONI DELL'ELEFANTE

©

Copyright Jean Tirole

ISBN 88 7176 099 9

SOMMARIO

<i>Introduzione</i>	11
I Crisi delle economie emergenti e risposte delle politiche economiche	17
II Il punto di vista degli economisti	43
III I tratti essenziali dell'argomentazione e il suo messaggio di fondo	71
IV Liquidità e gestione del rischio in una economia chiusa	77
V Identificazione del fallimento del mercato: i paesi sono debitori ordinari?	109
VI Implicazioni della prospettiva di agenzia comune e duplice	133
VII Implicazioni istituzionali: quale ruolo per il fondo monetario internazionale?	153
VIII Conclusioni	173
Note	175
Riferimenti bibliografici	199

RINGRAZIAMENTI

Tenere la sesta Lezione Paolo Baffi è per me grande onore e privilegio. Quando Albert Ando, a nome del comitato scientifico, il Governatore Fazio e la Banca d'Italia mi chiesero di tenere la lezione, la mia reazione fu a un tempo di entusiasmo e di timore reverenziale. Gli economisti illustri che mi hanno preceduto e l'antica tradizione di eccellenza della ricerca economica in Banca d'Italia (tradizione che il Governatore Baffi ha contribuito a creare e che è a tutt'oggi molto viva) sono stati per me sia un incentivo "ad alto potenziale", sia una fonte di ansia.

Non avrei potuto scrivere questa lezione senza il contributo fondamentale di Bengt Holmström (mio coautore in una serie di lavori sulla liquidità aggregata) e di Olivier Blanchard. Il mio controrelatore Richard Portes, Ricardo Caballero, Paola Caselli, Mathias Dewatripont, Philippe Martin, Larry Summers, Daniele Terlizzese e, in particolare, Curzio Giannini e Olivier Jeanne hanno fornito osservazioni molto utili e puntuali sulla prima bozza nell'autunno del 2000. Ringrazio anche tre revisori per i loro preziosi commenti.

Infine, desidero ringraziare la Banca d'Italia per la squisita ospitalità e per aver reso la preparazione di questo manoscritto un vero piacere.

INTRODUZIONE

Un largo consenso era emerso fra gli economisti: la liberalizzazione dei movimenti di capitale – consentendo al capitale di fluire liberamente all'interno e all'esterno dei paesi, senza restrizioni – è stata inequivocabilmente benefica sia per i paesi debitori sia per l'economia mondiale. I due argomenti in favore della mobilità dei capitali sono relativamente semplici e diretti. In primo luogo, essa crea maggiori opportunità di assicurazione e favorisce un'allocatione efficiente degli investimenti e dei consumi. La mobilità dei capitali permette alle famiglie e alle imprese di assicurarsi contro shock che colpiscano singoli Stati nell'ambito dei mercati mondiali; le famiglie possono quindi realizzare una distribuzione nel tempo dei propri consumi più uniforme e le imprese possono meglio gestire i rischi connessi alla loro attività. Le fluttuazioni del ciclo economico ne risultano attenuate, la migliore gestione della liquidità sostiene gli investimenti e favorisce la crescita. In secondo luogo, oltre all'assicurazione contro i rischi, la mobilità dei capitali consente anche il trasferimento del ri-

sparmio da paesi a basso rendimento a paesi ad alto rendimento. Questo trasferimento fa aumentare la crescita mondiale e dà inoltre la possibilità alle forze di lavoro dei paesi a basso reddito di migliorare il proprio tenore di vita. Alla luce di queste due considerazioni, l'aumento del flusso di capitale privato dai paesi industrializzati a quelli in via di sviluppo (passato da 174 miliardi di dollari negli anni ottanta a 1.300 miliardi di dollari nel corso degli anni novanta¹) dovrebbe essere considerato una buona notizia.

Recentemente, quel consenso è andato in frantumi. Numerose liberalizzazioni di capitali sono state seguite da clamorose crisi creditizie e valutarie². Negli ultimi venti anni si è assistito a gravi crisi in America Latina (agli inizi degli anni ottanta), in Scandinavia (agli inizi degli anni novanta), in Messico (nel 1994), in Thailandia, Indonesia e Corea del Sud (nel 1997), in Russia (nel 1998), in Brasile (negli anni 1998-99) e in Argentina (nel 2001), oltre a un notevole numero di crisi minori. Le crisi hanno comportato una sostanziale diminuzione del benessere per centinaia di milioni di persone nei paesi interessati.

Gli economisti, come avremo modo di spiegare successivamente, sono ancora nettamente a favore di una qualche forma di mobilità dei capitali, ma sono oggi molto divisi sull'interpretazione delle crisi e in particolare sulle implicazioni che esse hanno per il controllo dei movimenti di capitale e sui meccanismi di governo del sistema finanziario internazionale. Sono tali crisi solo un sottoprodotto, indesi-

derato ma inevitabile, di una piena liberalizzazione dei movimenti di capitale per altri aspetti auspicabile? Dovrebbe l'economia mondiale evolvere verso il modello "societario", in cui la riorganizzazione in seguito a un'insolvenza è un evento di ordinaria amministrazione, oppure verso il modello che caratterizza i prestiti a enti locali, in cui l'insolvenza è un evento raro? Si sarebbero potuti evitare gli episodi di crisi scegliendo in modo più accorto la sequenza degli interventi di liberalizzazione (per esempio, la liberalizzazione degli investimenti esteri diretti e di portafoglio e la costituzione di più solide istituzioni di vigilanza prudenziale sugli intermediari finanziari prima di procedere alla liberalizzazione dei flussi di capitali a breve termine)? Si ritiene che sia necessaria l'imposizione di vincoli, provvisori o definitivi, ai flussi di capitale a breve termine? Come si concilierebbe tutto questo con la scelta di un regime di cambio? Le crisi sono state gestite in modo adeguato? E le nostre istituzioni finanziarie internazionali dovrebbero essere oggetto di riforma?

Questo lavoro nasce dallo sforzo di mettere in discussione la mia stessa comprensione di questi argomenti. Molte volte nel corso degli ultimi anni mi è capitato di lasciarmi convincere da una qualche proposta coerente e ben esposta per poi scoprire, con evidente dimostrazione di ingenuità, di essermi fatto persuadere successivamente da un altro argomento, altrettanto eloquente ma incoerente con il primo. Sebbene ciò ha probabilmente riflesso, per quel che

mi riguarda, una certa dose di pigrizia mentale, ho finito per chiedermi come fosse possibile che economisti di cui ho un profondo rispetto potessero mostrarsi sostanzialmente d'accordo sui fatti e violentemente in disaccordo sulle implicazioni di quegli stessi fatti.

Inoltre, mi sono reso conto che mi mancava il “quadro d'assieme”. Un esempio di questa mancanza di prospettiva riguarda le istituzioni internazionali. Non mi è mai stato del tutto chiaro che cosa il Fondo monetario internazionale (FMI) e le altre istituzioni finanziarie internazionali (IFI) avessero come proprio obiettivo, in aggiunta alla lotta alla povertà: evitare le crisi finanziarie, risolverle in maniera ordinata, economizzare sul denaro dei contribuenti, proteggere gli investitori esteri, rispettare la sovranità nazionale, contenere la variabilità del prodotto, prevenire il contagio, favorire l'accesso dei paesi ai fondi, promuovere la crescita nel lungo termine, imporre riforme strutturali, per non parlare dei tradizionali obiettivi dell'FMI relativi al conto corrente, alle riserve internazionali e all'inflazione³.

Questo libro costituisce in un certo senso il tentativo di tornare ai principi primi e di individuare una forma specifica di fallimento del mercato che sia di guida nella riflessione su come prevenire le crisi e su come disegnare le istituzioni finanziarie internazionali. È forse inutile dire che guarderò al sistema finanziario internazionale da un punto di vista particolare; ciò non esclude l'utilità di approcci diversi e complementari. Tuttavia, credo che il punto di vista

che verrà presentato possa rivelarsi utile nel chiarire le questioni in gioco.

Il testo è organizzato come segue. Il capitolo I contiene un panorama sintetico delle recenti crisi e degli interventi istituzionali, dedicato ai lettori che non hanno sufficiente dimestichezza con l'argomento trattato. Il capitolo II riassume i principali punti di vista degli economisti sull'argomento e ne presenta una critica. Il capitolo III fornisce una sorta di guida alla lettura, descrivendo i capisaldi della mia argomentazione. Fondamentalmente, intendo suggerire un'interpretazione del finanziamento internazionale che lo rende simile al tipico finanziamento di un'impresa, con due eccezioni rilevanti, che io denomino "il problema di agenzia duplice" e "il problema di agenzia comune". A questo fine il capitolo IV offre ai lettori un esame sintetico di quegli elementi essenziali della finanza d'impresa che sono importanti per la finanza internazionale. Nel capitolo V vengono descritti i fallimenti del mercato, mentre nel VI vengono trattate le loro implicazioni per la prevenzione e la gestione delle crisi. Il capitolo VII esamina quali insegnamenti si possano trarre dall'analisi svolta per il disegno delle istituzioni finanziarie internazionali. Infine, nel capitolo VIII si presenta una sintesi dei principali argomenti e si discutono le direzioni lungo le quali dovrebbe proseguire la ricerca.

CAPITOLO I

CRISI DELLE ECONOMIE EMERGENTI E RISPOSTE DELLE POLITICHE ECONOMICHE

Molti ed eccellenti volumi e articoli hanno documentato la nuova tipologia di crisi finanziarie del “ventunesimo secolo”⁴. Pertanto mi limiterò a una *breve sintesi* dei principali sviluppi. I lettori che conoscono già le crisi delle economie emergenti possono passare direttamente al capitolo successivo.

Il periodo precedente la crisi

Due crisi non sono mai identiche. Nel migliore dei casi possiamo individuare un insieme di caratteristiche comuni alla maggior parte, se non alla totalità, degli episodi. Iniziamo con un elenco delle fonti più comuni di vulnerabilità riscontrate nelle ultime crisi finanziarie.

Dimensioni e natura degli afflussi di capitale. Il nuovo tipo di crisi è stato preceduto dalla liberalizzazione finanziaria e da cospicui afflussi di capitali. In particolare, l’eliminazione dei controlli sui deflussi di capitale (la forma predominante di controllo sui movimenti di capitale) ha condotto a rapi-

di e consistenti afflussi. Invece di provocare fughe di capitali all'estero, allo scopo di ottenere rendimenti più elevati, la rimozione dei controlli ha aumentato per gli investitori esteri l'attrattiva dei paesi debitori, segnalandone la determinazione a mantenere libero il flusso dei capitali⁵.

A livello aggregato, nel 1996 i flussi netti di capitale verso i paesi in via di sviluppo (PVS) hanno superato i 240 miliardi di dollari statunitensi (265 se si include la Corea del Sud), pari a sei volte il valore registrato agli inizi del decennio, e a quattro quello massimo raggiunto nel periodo 1978-1982, che ha coinciso con una forte espansione dei finanziamenti internazionali⁶. Gli afflussi di capitale hanno rappresentato una quota elevata del prodotto interno lordo (PIL) in alcuni paesi: 9,4 per cento in Brasile (1992-1995), 25,8 per cento in Cile (1989-1995), 9,3 per cento nella Corea del Sud (1991-1995), 45,8 per cento in Malesia (1989-1995), 27,1 per cento in Messico (1989-1994), 51,5 per cento in Thailandia (1988-1995)⁷.

Questa crescita degli investimenti esteri è stata accompagnata da un cambiamento nella natura e nella composizione dei prestatori e dei destinatari. Prima degli anni ottanta, i prestiti a medio termine concessi da consorzi di banche commerciali a favore di Stati sovrani ed enti pubblici costituivano una quota elevata dei flussi di capitali privati in favore dei PVS; l'ammontare dei capitali pubblici diretti verso tali paesi era dello stesso ordine di grandezza di quelli privati.

Oggi i flussi di capitale privato sono nettamente supe-

riori a quelli pubblici. Dal lato dei destinatari⁸, l'indebitamento del settore pubblico si è ridotto a meno di un quinto di quello del settore privato⁹. Per quanto riguarda la composizione dei movimenti di capitali privati, la quota degli investimenti diretti esteri (IDE) è aumentata al 40 per cento, rispetto al 15 per cento nel 1990, mentre quella relativa agli investimenti di portafoglio, azionari e obbligazionari, è aumentata, passando da un livello trascurabile agli inizi del decennio al 33 per cento circa nel 1997. I finanziamenti bancari hanno assunto la forma di prestiti a breve termine in valuta estera. Essi, per la maggior parte denominati in dollari e con scadenza inferiore a un anno, hanno raggiunto immediatamente prima della crisi asiatica il 45 per cento del PIL in Thailandia, il 35 in Indonesia e il 25 per cento nella Corea del Sud¹⁰.

Sono numerose le ragioni che spiegano il notevole aumento dei flussi di capitali negli ultimi venti anni¹¹: l'affermarsi dell'ideologia del libero mercato e il processo di privatizzazione nei PVS; la comparsa di infrastrutture di supporto come le telecomunicazioni e gli standard internazionali di vigilanza prudenziale e di contabilità; i mutamenti normativi che hanno reso possibile l'investimento all'estero di fondi pensione, banche, fondi comuni di investimento e compagnie di assicurazione dei paesi industriali; la percezione di nuove opportunità di investimento ad alto rendimento nelle economie emergenti; le nuove competenze associate allo sviluppo del mercato dei *Brady bond*¹².

Fragilità del sistema bancario. Fino agli anni settanta le crisi delle bilance dei pagamenti erano in genere indipendenti da quelle bancarie. Rispetto a oggi il sistema bancario era molto regolamentato e l'attività creditizia assai più limitata e molto meno rischiosa. Essa era circoscritta all'ambito nazionale, mentre i prestiti esteri erano fortemente limitati dai controlli valutari. Diverse norme giuridiche, come per esempio quelle relative alle restrizioni nella concessione di autorizzazioni e ai massimali sui tassi d'interesse, frenavano la concorrenza fra le banche. Vi era inoltre un numero molto più ridotto di mercati finanziari e di strumenti derivati da utilizzare.

Negli anni settanta e ottanta si è assistito a una tendenza alla deregolamentazione e all'apertura dei mercati finanziari, ma la conseguente espansione dell'attività e dell'esposizione sui mercati dei capitali ha reso l'intermediazione bancaria più rischiosa. In conseguenza di ciò, negli ultimi anni il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria è stato impegnato nella definizione di nuove norme riguardanti gli standard di capitale minimo per far fronte al rischio di credito (Accordo di Basilea del 1988) e la gestione del rischio (emendamento all'Accordo del 1996 per l'imputazione del rischio di mercato al libro degli ordini della banca); altre riforme sono in corso di definizione.

Una caratteristica comune al nuovo tipo di crisi è la condizione di fragilità del sistema bancario nel periodo che ne precede la manifestazione¹³. Spesso, l'allentamento

dei controlli sui movimenti dei capitali ha luogo in un contesto di vigilanza inadeguata. Per esempio, i problemi bancari hanno avuto una parte centrale nella crisi che ha investito l'America Latina agli inizi degli anni ottanta¹⁴. L'insolvenza di numerosi istituti di credito cileni nel periodo 1981-84 si è risolta con la garanzia del governo cileno accordata a tutti i debiti esteri contratti dal sistema bancario del paese e con la nazionalizzazione, nel 1985, del 70 per cento del sistema bancario stesso. Analogamente, le banche dei paesi dell'Asia orientale, colpite dalla crisi del 1997 (Tailandia, Corea del Sud, Indonesia e Malesia) erano scarsamente capitalizzate. Più in generale, l'alto grado di indebitamento non riguardava solo le banche, in quanto anche la situazione patrimoniale delle imprese era peggiorata prima della crisi. Per esempio, secondo la Banca Mondiale (1997), fra il 1991 e il 1996 in Malesia e in Thailandia il rapporto fra i debiti finanziari e il totale dei mezzi di finanziamento era raddoppiato.

Disallineamento delle scadenze e delle valute. Una parte dei titoli di debito delle economie emergenti detenuti da residenti e praticamente tutti quelli detenuti da non residenti sono denominati in valuta estera con una copertura minima del rischio di cambio, un fenomeno che Calvo (1998) ha definito "dollarizzazione delle passività". Per esempio, prima della crisi asiatica, Thailandia, Corea del Sud e Indonesia avevano favorito l'indebitamento all'estero attraverso

garanzie esplicite e implicite e altri incentivi pubblici¹⁵. A dire il vero, le norme bancarie di solito impongono di equilibrare crediti e debiti in valuta; quelle norme, tuttavia, sono state spesso applicate con scarsa efficacia. Inoltre, pur con i libri contabili formalmente in pareggio, le banche possono essere soggette a un rischio di cambio sostanziale, derivante dal rischio di insolvenza dei loro debitori. Per esempio, poiché il settore privato indonesiano si era fortemente spinto verso la dollarizzazione delle passività, le banche hanno dovuto affrontare un “rischio di credito” notevole (di fatto un rischio di cambio) nei confronti di prenditori indebitati in valuta estera.

Il secondo tipo di disallineamento riguarda le scadenze. Per esempio, il 60 per cento dei 380 miliardi di dollari di debito bancario internazionale in essere in Asia alla fine del 1997 aveva scadenza inferiore a un anno¹⁶. La tendenza all’indebitamento a breve termine è stata spesso interpretata favorevolmente o addirittura incoraggiata dalle autorità. Il Messico ha aumentato il proprio ricorso all’indebitamento pubblico a breve termine (denominato in dollari), i Tesobonos, prima della crisi del 1995. La Corea del Sud ha favorito l’indebitamento a breve termine e per contro ha ostacolato gli afflussi di capitale a lungo termine. La Thailandia ha impegnato tutte le proprie riserve sui mercati a termine. Come documentato da Detragiache-Spilimbergo (2001), in presenza di una struttura per scadenze in cui prevale il breve termine aumenta la probabilità di osservare

crisi debitorie, anche se la relazione di causa-effetto potrebbe verificarsi, come sostengono gli autori, in senso inverso (paesi più deboli potrebbero essere costretti a indebitarsi con scadenze più brevi).

Evoluzione macroeconomica. Nonostante i tentativi di sterilizzare gli afflussi di capitale¹⁷ effettuati da molti paesi, la domanda aggregata e i prezzi delle attività finanziarie sono aumentati. I prezzi degli immobili sono saliti notevolmente.

A differenza delle precedenti crisi, di solito precedute da elevati disavanzi pubblici, quelle del nuovo tipo hanno presentato una maggiore differenziazione per quanto riguarda la situazione della finanza pubblica: mentre in alcuni paesi (come il Brasile e la Russia) si sono registrati disavanzi elevati, in molti altri, inclusi i paesi asiatici, essi sono risultati trascurabili o di modesta dimensione.

Infrastrutture istituzionali inadeguate. Molti paesi colpiti dalle crisi sono stati danneggiati da meccanismi di governo e di controllo insufficienti, dalla scarsa tutela dei diritti degli investitori, da prestiti erogati a condizioni di favore, da normative sul fallimento inefficienti e scarsamente applicate, da mancanza di trasparenza e insufficiente applicazione di norme contabili standardizzate.

Regime di cambio. Come ha giustamente notato Stan Fischer (nella sua testimonianza alla Commissione Meltzer

nel 2000), tutti i paesi colpiti negli ultimi tempi dalle principali crisi internazionali avevano tassi di cambio fissi (oppure parità aggiustabili nei casi dell'Indonesia e della Corea del Sud).

Tavola 1. *Fattori di vulnerabilità nelle recenti principali crisi finanziarie^a*

Settore	Paese						
	Brasile	Indonesia	Corea del Sud	Messico	Tailandia	Russia	
Tassi di cambio fissi (perdita di riserve)	1	0,5 ^b	0,5	1	1	1	
Disavanzo di conto corrente	0,5	2	3	1	1	3	
Disavanzo pubblico	1	3	3	3	3	1	
Fragilità del settore bancario e finanziario	3	1	1	1	1	1	
Debito pubblico a breve termine	1	3	3	1	2	1	
Totale indebitamento estero a breve	2	1	1	2	1	1	
Meccanismi di governo e controllo	2	1	2	2	2	1	

Note: *legenda* 1=molto grave; 2=grave; 3=non determinante.

^b Nell'agosto del 1998 l'Indonesia ha lasciato fluttuare il proprio tasso di cambio, ha mostrato forti segnali di squilibrio del tasso di cambio reale e non ha utilizzato le riserve per difendere la propria valuta. Tuttavia, il regime di tasso di cambio fisso sembra aver incoraggiato una consistente accumulazione di debito in valuta estera da parte del settore privato. (Fonte: *Summers 2000*).

Summers (2000) ha fornito una utile sintesi dei principali fattori di vulnerabilità nelle recenti crisi finanziarie. Come viene mostrato nella tavola 1, le determinanti tradizionali delle crisi di cambio (disavanzi pubblici e di conto corrente) hanno influito solo in alcuni casi. Per contro, nella maggior parte delle crisi sembrano aver influito la fragilità del sistema bancario e un indebitamento prevalentemente a breve scadenza .

La crisi

Di solito le crisi presentano le seguenti caratteristiche (non necessariamente in ordine cronologico).

Improvvisi deflussi netti di capitale privato. Significativi deflussi netti di capitale in un breve arco di tempo hanno avuto un forte impatto sulle economie. Essi hanno raggiunto il 12 e il 6 per cento del PIL in Messico nel 1981-83 e nel 1993-95, rispettivamente, il 20 per cento in Argentina nel 1982-83 e il 7 per cento in Cile nel 1981-83¹⁸. In Indonesia, Corea del Sud, Malesia, Filippine e Thailandia la differenza fra i deflussi del 1997 e gli afflussi del 1996 è stata pari a 85 miliardi di dollari statunitensi, circa il 10 per cento del PIL dei paesi interessati.

Deprezzamento/ svalutazione del tasso di cambio. La maggior parte dei paesi colpiti da una crisi aveva liberalizzato i

movimenti di capitale e aveva un tasso di cambio fisso (o un regime di parità aggiustabili). Gli attacchi speculativi hanno costretto le autorità monetarie ad abbandonare il regime di cambio preesistente o più in generale a lasciar deprezzare la propria valuta, come illustrato nel grafico 1 per i paesi coinvolti nella crisi asiatica. Per esempio, nel 1997 il won sudcoreano ha perso la metà del suo valore. La moneta thailandese si è svalutata del 15 per cento e, dopo l'intervento dell'FMI, di un ulteriore 50 per cento. Nel dicembre 1994, prima dell'intervento dell'FMI, il peso messicano ha perso il 50 per cento del suo valore in una setti-

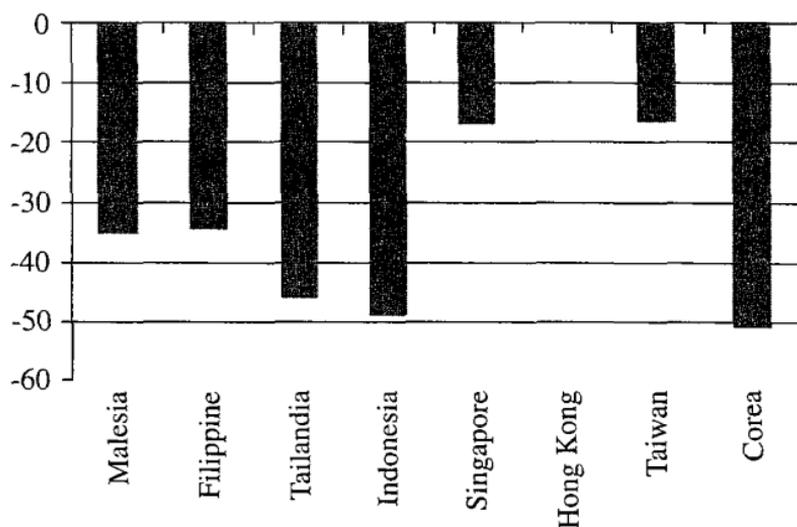


Grafico 1. Variazioni del tasso di cambio dei paesi asiatici, 1997. Dollaro USA per unità di valuta nazionale, variazione percentuale, periodo 1° gennaio-31 dicembre. (Fonte: Christoffersen-Errunga 2000).

mana. Il deprezzamento del tasso di cambio ha ridotto i redditi e la spesa.

Attività economica e prezzi delle attività finanziarie. La ristrutturazione del sistema bancario si è rivelata molto costosa¹⁹. L'onere a carico del settore pubblico associato alle ristrutturazioni dei sistemi bancari è stato pari in media al 10 per cento del PIL e ha raggiunto valori molto più alti. Inoltre, sia che le banche venissero liquidate o soltanto poste sotto più stretto controllo (come è accaduto per il 40 per cento delle banche coreane, malesi e thailandesi), la ri-

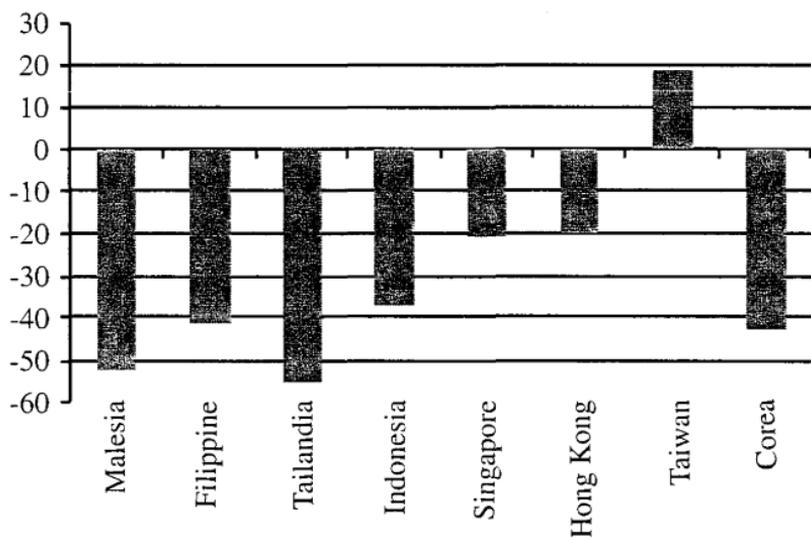


Grafico 2. *Variazioni dei corsi azionari asiatici nel 1997. Valuta nazionale, variazioni percentuali, periodo 1° gennaio-31 dicembre. (Fonte: Christoffersen-Errunga 2000).*

strutturazione ha dato luogo a un inasprimento delle condizioni per la concessione di credito che, congiuntamente ai problemi delle imprese, ha portato a una grave recessione, soprattutto nel settore dei beni non commerciati internazionalmente. Nel 1998 in Indonesia, Corea del Sud e Thailandia molte banche non solo hanno smesso di erogare prestiti, ma hanno anche ridotto i crediti commerciali e il capitale circolante.

I corsi azionari (si veda, per esempio, il grafico 2 per i paesi asiatici) e i prezzi degli immobili sono diminuiti drasticamente. Come sottolineato da Krugman (1998), la caduta dei prezzi ha determinato un'ondata di investimenti diretti esteri verso i paesi considerati, che ha seguito le consistenti fughe di capitali a breve termine da quegli stessi paesi. Per esempio, si sono registrati investimenti diretti esteri (IDE) a prezzi di realizzo nella Corea del Sud, la cui valuta aveva perso la metà del suo valore rispetto al dollaro e il cui mercato azionario aveva perso il 40 per cento in valuta nazionale. Questa ondata di IDE a prezzi di realizzo in alcuni casi (per es. in Malesia) ha dato origine a timori di colonizzazione o di nuova colonizzazione.

Contagio. Alcune delle recenti crisi hanno generato seri timori di contagio. Questo fenomeno si è verificato in Europa durante la crisi dello SME del 1992-93, in America Latina in seguito ai problemi del Messico del 1994-95 (la cosiddetta crisi "Tequila") e in Asia nel 1997-98 a partire

dalla crisi della Thailandia (la cosiddetta “influenza asiatica”). Nonostante che gli effetti di contagio siano stati circoscritti soprattutto alla regione d'appartenenza, vi sono indicazioni che essi possono risultare più estesi. Per esempio, la crisi russa dell'agosto 1998 si è trasmessa al Brasile nel corso dell'autunno, innescando la crisi del 1999, e si è estesa ad altri mercati emergenti latino-americani. Anche se in Brasile le variabili economiche di fondo erano deboli (elevati disavanzi pubblici e incertezza sulla capacità del governo di rinnovare lo stock di debito pubblico), l'episodio illustra drammaticamente la natura globale delle ripercussioni delle crisi.

Vi sono diverse ipotesi sulle ragioni all'origine del contagio. Secondo quella del *riequilibrio di portafoglio*, in seguito alle perdite realizzate in un paese gli investitori internazionali sono costretti a modificare le proprie posizioni nei confronti di altri paesi. Per esempio, quando i mercati russi sono precipitati alcuni importanti gestori di fondi hanno dovuto far fronte a richieste di incremento dei margini e hanno liquidato le proprie posizioni in Brasile. Kaminsky *et al.* (2000) sostengono, con il supporto di evidenza empirica, che i gestori di fondi comuni di investimento preferiscono vendere nei mercati più liquidi, dove le eventuali perdite risultano più contenute. L'esigenza di rispettare i vincoli di adeguatezza patrimoniale può costringere le banche a seguire strategie analoghe. Van Rijckeghem e Weder (2000), notando che le banche dei paesi occidentali e quelle giappo-

nesi erano fortemente esposte nei confronti dei quattro paesi asiatici colpiti dalla crisi (Corea del Sud, Indonesia, Malesia, Thailandia), hanno dimostrato che la crisi di un paese può estendersi ad altri che sono indebitati nei confronti degli stessi sistemi bancari esteri, come nel caso della Thailandia e probabilmente del Messico e della Russia. Tuttavia, non è chiaro il motivo per cui gli investitori dovrebbero rinunciare alle lucrative opportunità di arbitraggio a cui un'appropriate gestione dei rischi a livello regionale darebbe accesso.

Una seconda ipotesi di contagio riguarda i *legami commerciali*, e ha due versioni. Secondo la prima versione, la crisi di un paese ha ripercussioni su altri strettamente legati al primo da vincoli commerciali. Per esempio, la crisi della Unione Sovietica ha avuto un impatto non trascurabile sulla Finlandia. Nella seconda versione, quella della svalutazione competitiva, le crisi comportano significative svalutazioni e aumentano la concorrenza fra i paesi che producono ed esportano beni simili.

La terza ipotesi si riferisce all'*esistenza di shock comuni* (aumento dei tassi di interesse o del prezzo del petrolio, mutamento nella percezione di quale sia la disponibilità della comunità internazionale a concedere aiuti). Sebbene non vi sia dunque nessun effetto sistemico propriamente detto, le crisi mostrano una forte correlazione. Infine, la quarta ipotesi prende in considerazione un *mutamento nelle aspettative*. L'ipotesi di un "effetto sveglia" afferma che gli investitori si rendono conto all'improvviso della fragilità di

alcune economie o della indisponibilità dell'FMI a offrire un aiuto nella ristrutturazione del debito²⁰.

Probabilmente ognuna di queste ipotesi è in qualche modo valida, e la ricerca attuale sta attivamente tentando di districarne i rispettivi impatti nelle diverse crisi²¹.

Programmi di sostegno. La comunità internazionale, spesso per il tramite dell'FMI²², ha elaborato piani di sostegno finanziario di portata senza precedenti (tavola 2). Quello in favore del Messico, nel 1995, comprendeva 50 miliardi di dollari Usa, ovvero 18 volte la quota del paese (mentre tradizionalmente l'importo dei prestiti dell'FMI era limitato a tre volte la quota di un paese)²³. Programmi di simile ammontare furono offerti in Asia nel 1997: 57 miliardi di dollari alla Corea, 40 miliardi all'Indonesia e 17,2 miliardi alla Thailandia. Si dovrebbe, tuttavia, tenere presente che, nonostante l'ammontare rilevante, tali pacchetti da soli non sono sufficienti a contenere gli attacchi speculativi sulle valute. Per esempio, quelli dell'FMI in favore della Thailandia, della Corea del Sud e dell'Indonesia furono di molto inferiori alle passività a breve termine verso l'estero di ciascuno dei tre paesi. Inoltre, anche se gli interventi dell'FMI fossero stati di ammontare simile alle suddette passività, essi avrebbero potuto rivelarsi insufficienti a evitare la crisi; Jeanne e Wyplosz (2001) presentano evidenza del fatto che durante la crisi i deflussi di capitale sono stati superiori alla diminuzione delle passività a breve termine²⁴.

Tavola 2. Programmi di sostegno finanziario dell'FMI negli anni novanta: totale dei finanziamenti e dei crediti in essere nei confronti dell'FMI (in percentuale del PIL iniziale^a) (Fonte: Jeanne-Zettelmeyer 2000).

	Data di approvazione del programma		Impegni finanziari		Esborzi secondo il programma		Crediti in essere relativi al programma dell'FMI ^{b, c}		Totale crediti FMI a fine 1999 ^c	
	Totale	FMI	Totale	FMI	Totale	FMI	Totale	FMI	Totale	FMI
Messico	18,3	6,3	9,1	4,6	0,9	1,4				
Tailandia	11,5	2,7	9,6	2,3	2,1	2,1				
Indonesia	19,6	5,2	9,3	4,8	4,3	4,3				
Corea del Sud	12,3	4,4	6,5	4,1	1,2	1,2				
Brasile	5,4	2,3	3,3	1,4	1,1	1,1				
Per memoria ^d	6,6 ^e	n.d.	4,1				
Russia										

^a PIL nel primo anno del programma (1997 per Indonesia, Corea del Sud e Tailandia, 1995 per Messico e Russia e 1998 per Brasile)

^b Esborzi dell'FMI al netto dei riacquisti collegati al programma effettuati entro il 1999

^c Scontato al primo anno di programma, utilizzando il fattore di sconto dell'FMI.

^d La Russia aveva avuto diversi programmi consecutivi dell'FMI nel corso degli anni novanta. Il primo programma di grande dimensione è stato un accordo *stand-by* approvato nell'aprile del 1995.

^e Esborzi complessivi negli anni novanta.

Coinvolgimento degli investitori. Il grado di coinvolgimento degli investitori esteri è stato diverso da crisi a crisi. Secondo il piano Brady (riduzione del debito in favore dei paesi dell'America latina) i creditori ottennero un terzo del valore nominale dei propri crediti in essere. Gli investitori non hanno avuto perdite in Messico nel 1995. Essi hanno perso quasi 350 miliardi di dollari in Asia nel 1997 e in Russia nel 1998²⁵.

Le soluzioni globali hanno favorito i detentori di obbligazioni rispetto a quelli di azioni (investimenti diretti esteri e investimenti azionari di portafoglio). Costringere gli investitori privati ad accollarsi una parte dell'onere si è rivelato difficile nel caso dei titoli obbligazionari emessi da paesi sovrani. Per esempio, Eichengreen e Rühl (2000), analizzando il grado di coinvolgimento degli investitori in Ecuador, Pakistan, Romania e Ucraina, concludono che i tentativi di costringere gli investitori privati ad accollarsi parte dell'onere hanno avuto nel complesso un successo limitato, lievemente maggiore nei casi in cui i titoli obbligazionari prevedevano clausole di azione collettiva per facilitarne la rinegoziazione (Pakistan e Ucraina).

Una tipica ristrutturazione del debito si articola come segue. Al paese viene richiesto di attuare un programma di aggiustamento che include misure fiscali e non, mentre i creditori bilaterali ufficiali (il Club di Parigi) decidono di rinnovare alcuni debiti in scadenza o di allungarne la “ma-

turità” e i creditori multilaterali (FMI, Banca Mondiale e altre banche multilaterali di sviluppo) erogano nuovi prestiti. La parte restante dello squilibrio dovrà essere finanziata da creditori privati mediante il “coinvolgimento del settore privato” (CSP). Il grado di sostegno multilaterale è relativamente ben definito. I prestiti dell’FMI e della Banca Mondiale hanno priorità. Seguono quelli dei creditori bilaterali e, infine, i crediti privati; Roubini (2000) sostiene, tuttavia, che i crediti del Club di Parigi non hanno una priorità effettiva rispetto a quelli dei creditori privati: al contrario di questi ultimi, essi non sono soggetti a rischi di causa giudiziaria o di accelerazione²⁶ o di insolvenza formale. Di conseguenza, alcuni paesi hanno conservato l’accesso ai mercati finanziari anche se erano in arretrato coi pagamenti ai creditori ufficiali bilaterali²⁷.

Condizionalità. Oltre al divieto generale di misure quali l’introduzione di nuove restrizioni sui cambi specificate negli articoli dell’accordo, l’FMI impone in generale condizioni ulteriori, specifiche per ogni singolo paese.

Come di consueto, l’FMI effettua un’analisi approfondita delle cause degli squilibri economici. Fino agli anni settanta e ottanta, le condizioni imposte al paese in difficoltà erano focalizzate sul saldo di conto corrente della bilancia dei pagamenti e sulle sue determinanti macroeconomiche (soprattutto la politica monetaria e quella di bilancio). In seguito alle forti critiche riguardanti un’interpreta-

zione restrittiva di quelle condizioni, l'FMI ha aggiunto l'obiettivo di crescita nel medio termine.

Più di recente, e in particolare sulla scia della crisi asiatica, l'FMI, oltre a continuare a controllare le tradizionali determinanti del conto corrente²⁸, ha aggiunto programmi *microeconomici* quali:²⁹

- la chiusura degli istituti finanziari insolventi (Corea del Sud, Indonesia, Thailandia) e la ricapitalizzazione di altri con fondi pubblici di ammontare esplicitamente limitato (tutti i paesi);

- il rafforzamento della vigilanza prudenziale (tutti i paesi);

- l'apertura ai capitali esteri dei sistemi bancari nazionali (Corea del Sud, Indonesia, Thailandia);

- la chiusura di imprese insolventi (Corea del Sud) e la ristrutturazione del loro debito (Indonesia, Corea del Sud, Thailandia);

- il rafforzamento del sistema giuridico e del suo funzionamento (politica della concorrenza, legislazione fallimentare, meccanismi di governo dell'impresa, privatizzazioni ecc.);

- la riduzione delle tariffe sulle importazioni e delle tasse sulle esportazioni (Indonesia);

- l'elaborazione di politiche sociali volte alla tutela delle fasce di popolazione a basso reddito e dei disoccupati, e di programmi relativi a sanità e istruzione.

Persino osservatori favorevoli alla condizionalità, come Goldstein (2001) si sono chiesti se nell'FMI non stesse prevalendo una sorta di "desiderio irrefrenabile di missione". E diversi economisti, tra cui Feldstein (1998a, b), hanno invocato il ritorno al vecchio mandato di perseguire solo la stabilizzazione macroeconomica e del tasso di cambio.

Un diverso tipo di critica alla condizionalità dell'FMI riguarda la credibilità dei programmi. Le condizioni dell'FMI sono spesso rinegoziate, talvolta (come in Asia) poche settimane dopo aver raggiunto l'accordo sui programmi. Per esempio, all'Indonesia, alla Corea del Sud e alla Thailandia è stato rapidamente permesso di registrare un modesto disavanzo di bilancio, mentre i requisiti relativi all'adeguatezza del capitale e alla chiusura degli istituti bancari sono stati allentati per Indonesia e Thailandia³⁰.

Riforme dell'FMI, modifiche normative e innovazioni riguardanti il settore privato

Oltre alla nuova enfasi sulla condizionalità a livello microeconomico, l'approccio dell'FMI ha subito altre modifiche:

Codice di buona condotta: l'FMI ha elaborato un codice di buona condotta per la politica fiscale e per quella monetaria.

Raccolta di informazioni e attività di sorveglianza: l'FMI ha messo a punto un sistema speciale di diffusione dei dati (Special Data Dissemination Standard), che consente di

monitorare, per ogni paese, una serie di dati finanziari ed economici. In collaborazione con la Banca Mondiale e con la consulenza delle autorità di vigilanza, delle banche centrali e del settore privato, l'FMI raccoglie e analizza le informazioni pubblicate nei rapporti relativi all'osservanza degli standard e dei codici.

Nuovi tipi di prestito: la Supplemental Reserve Facility (SRF), creata dall'FMI nel dicembre 1997 e utilizzata per la prima volta in favore della Corea del Sud, permette all'FMI di concedere cospicui prestiti a breve termine³¹ a tassi più elevati rispetto a quelli praticati normalmente. La SRF è divenuta rapidamente uno dei principali strumenti di finanziamento dell'FMI. Nell'aprile del 1999 l'FMI ha istituito una linea di credito a tasso non penalizzante (Contingent Credit Line – CCL) per facilitare la rapida erogazione di fondi a paesi membri in possesso di determinati requisiti preventivamente definiti. L'utilizzo della linea di credito è condizionato al giudizio dell'FMI circa la capacità o meno del paese di risolvere i propri problemi. Il paese deve presentare anticipatamente richiesta per accedere a una CCL³².

Oltre alle riforme dell'FMI, sono in corso tentativi per ricercare soluzioni private specifiche di problemi riguardanti singoli paesi. Sebbene le linee di credito ufficiali siano relativamente limitate e pertanto molto probabilmente insufficienti da sole a evitare una crisi, tali tentativi sono degni di interesse. Antesignana a questo riguardo è stata

l'Argentina (Messico, Indonesia e Sud Africa hanno successivamente concluso accordi analoghi), duramente colpita dalla "crisi Tequila" nel 1995, che determinò, nel corso di un trimestre, una riduzione dei depositi bancari nell'ordine del 18 per cento e una flessione del 5 per cento del PIL. Il 20 dicembre 1996 la banca centrale concordò con 14 banche internazionali la concessione di un'opzione di liquidità pari a 6,1 miliardi di dollari (l'8 per cento dei depositi). Secondo tale accordo, la banca centrale aveva l'opzione di vendere attività nazionali³³, quali titoli di Stato, contro dollari statunitensi con clausola di riacquisto. La durata media del programma era di tre anni, la commissione fissa di apertura della linea di credito era in media di 32,5 punti base e il tasso di interesse all'incirca superiore di 2 punti percentuali rispetto al LIBOR. Per accedere a questa linea di credito in pratica non sussistevano condizioni, dato che la banca centrale poteva esercitare l'opzione a patto che il paese non fosse insolvente sul proprio debito estero³⁴.

La linea di credito era intesa come strumento estremo di difesa per evitare la corsa agli sportelli bancari. Le banche erano obbligate a detenere liquidità sotto forma di riserve internazionali remunerate per un ammontare pari al 20 per cento dei depositi. Aggiungendosi alle riserve internazionali in eccesso detenute dalla banca centrale (10 per cento dei depositi), al momento dell'accordo si intendeva che la linea di credito con le istituzioni finanziarie private

dovesse essere attivata solo nel caso di uno shock di liquidità superiore al 30 per cento dei depositi.

Come ha tuttavia rilevato Giannini (2002), non dovremmo aspettarci che simili accordi costituiscano un sostituto perfetto del denaro pubblico. Innanzitutto, come abbiamo già messo in evidenza, gli ammontari considerati sono relativamente limitati. In secondo luogo, essi devono rimanere linee di credito a tutti gli effetti. Se tali linee di credito sono a fronte di garanzie collaterali di elevata qualità e sono inoltre soggette a richieste di margini, esse aumentano solo in misura limitata la liquidità del paese. Infatti, la linea di credito è una fonte di liquidità alternativa a quella fornita dal possesso di attività stanziabili come garanzia collaterale; e la richiesta di margini elimina una parte dell'assicurazione che è l'essenza di una linea di credito. In terzo luogo, fatto importante, le banche interessate all'accordo potrebbero voler coprire le proprie posizioni, per esempio vendendo titoli di Stato allo scoperto. Tale comportamento potrebbe compromettere la gestione del rischio paese, dato che l'indebitamento di un paese è la somma dei prestiti privati e pubblici erogati da creditori esteri.

Da ultimo, le autorità di vigilanza stanno modificando la normativa prudenziale che regola gli investimenti delle istituzioni finanziarie nelle economie emergenti. In generale, la definizione di norme prudenziali valide è alquanto difficile, in particolare per gli investimenti transfrontalieri. Per esempio, l'accordo di Basilea del 1988, che armonizza i re-

quisiti di adeguatezza del capitale per le banche, richiede un livello di capitale proprio di 8 centesimi per dollaro investito in un prestito (con scadenza superiore a un anno) a una banca o a uno Stato sovrano non appartenenti all'OCSE (coefficiente di rischio del 100 per cento), pari a 0 per l'investimento in un titolo di uno Stato sovrano appartenente all'OCSE, e a 1,6 centesimi per un prestito a una banca appartenente all'OCSE (coefficiente di rischio del 20 per cento). Chiaramente, il criterio dell'appartenenza o meno all'OCSE non è sufficientemente rappresentativo delle situazioni individuali. Per ironia della sorte, il Messico e la Corea del Sud sono divenuti membri dell'OCSE poco prima dell'esplosione delle rispettive crisi, il che ha ulteriormente accresciuto i prestiti bancari concessi a tali paesi³⁵.

La creazione di nuovi strumenti derivati e la capacità delle banche di assumere posizioni attraverso le loro interrelazioni con operatori ad alta leva finanziaria, fortemente esposti alle fluttuazioni dei tassi di interesse e dei tassi di cambio (come il fondo Long Term Capital Management durante la crisi russa del 1998), implicano nuovi problemi per la normativa prudenziale. Per esempio, mentre non vi è ragione di regolamentare gli operatori ad alta leva finanziaria, non garantiti dal denaro pubblico, i rischi di portafoglio, di credito e di controparte assunti dalle banche attraverso le loro interrelazioni con tali operatori devono essere correttamente valutati dalle autorità di vigilanza.

Le nuove norme proposte nel giugno 1999 dal Comita-

to di Basilea per la vigilanza bancaria includono l'utilizzo di valutazioni del debito sovrano formulate da agenzie private specializzate nella ponderazione dei rischi, lasciando la possibilità alle banche di più grandi dimensioni di utilizzare le proprie valutazioni interne (seguendo il cosiddetto "approccio del modello interno"). L'utilizzo di tali valutazioni accelererebbe sicuramente la fuga dei capitali dai paesi in cui si stanno profilando difficoltà finanziarie. Queste indurrebbero le banche a trovare affannosamente una via d'uscita (e probabilmente a prestare allo scoperto) sulla base del fatto che le banche dei paesi industriali stanno utilizzando denaro pubblico e non solo denaro proprio³⁶.

CAPITOLO II

IL PUNTO DI VISTA DEGLI ECONOMISTI

Molti dei più brillanti economisti ed esponenti della comunità finanziaria hanno espresso la propria opinione sulle recenti crisi e sull'elaborazione di una nuova architettura finanziaria internazionale³⁷. Mentre vi è ampio consenso su quanto accaduto, vi è minore convergenza di opinioni su quello che dovrebbe essere fatto. Ciononostante, possiamo identificare un nucleo di proposte comuni (insieme, come sempre, ad alcuni dissensi) accanto a diverse problematiche sulle quali gli economisti non concordano. Con una qualche forzatura, chiameremo il primo la "visione di consenso".

La visione di consenso

I sette pilastri della visione di consenso

La maggior parte delle raccomandazioni concorda su alcuni aspetti.

Eliminazione dei disallineamenti valutari. Un elevato livello di indebitamento in valute estere rende un paese molto vulnerabile a un deprezzamento del tasso di cambio e al

concomitante rischio di liquidità e di insolvenza corso dalle banche e dalle imprese. Di conseguenza, l'assenza di una gestione del rischio paese nel suo insieme pone la politica monetaria di fronte a un difficile dilemma³⁸. Una politica monetaria restrittiva volta alla difesa del tasso di cambio rischia di indurre una severa recessione, mentre un allentamento della politica monetaria determina un deprezzamento del tasso di cambio e probabilmente il fallimento di imprese e banche pesantemente indebitate in valuta.

Una proposta, su cui tutti concordano, è pertanto quella di eliminare i disallineamenti nella composizione per valuta delle attività e passività, perlomeno per quanto riguarda le banche e il governo. Inoltre, molti suggeriscono che l'accumulazione di riserve internazionali rassicurerebbe gli investitori stranieri sul valore dei propri investimenti.

Eliminazione dei disallineamenti nelle scadenze. Al fine di evitare il deflusso di capitali a brevissimo termine, molti chiedono un allungamento delle scadenze del debito, così come l'adozione di misure che incoraggino alternative all'indebitamento a breve termine, quali investimenti diretti esteri e investimenti da parte di filiali di banche estere.

Rafforzamento delle infrastrutture istituzionali. In risposta ai meccanismi di governo inadeguati, che hanno danneggiato molti paesi in crisi, l'opinione prevalente sostiene che le riforme volte a rafforzare le istituzioni, come l'adesione ai principi universali della normativa relativa ai mercati finanziari elaborata dalla IOSCO (International Organization of

Securities Commissions) e a quella relativa alla contabilità predisposta dallo IASC (International Accounting Standard Committee), avrebbero il merito di assicurare gli investitori esteri e di contribuire a prevenire le crisi.

Miglioramento della vigilanza prudenziale. La maggior parte della normativa prudenziale dei paesi in crisi soddisfaceva i requisiti internazionali fissati dall'Accordo di Basilea (1988, emendato nel 1996). Caratteristica della natura stessa di tali requisiti è di essere alquanto imperfetti (nonostante gli sforzi dedicati alla loro elaborazione da parte del Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria) e di lasciare un ampio margine di discrezionalità alle autorità nazionali di vigilanza. In effetti, il rispetto dei requisiti in numerosi paesi in crisi si è rivelato piuttosto insoddisfacente, dando luogo a una inadeguatezza del capitale e a una elevata esposizione al rischio. L'opinione prevalente è che debba essere rafforzato il rispetto delle norme prudenziali esistenti.

Trasparenza a livello di paese. La maggior parte degli economisti suggerisce che gli investitori esteri debbano essere informati in modo regolare e con la massima trasparenza sulla struttura del debito e delle passività fuori bilancio del paese.

Coinvolgimento dei creditori privati. Vi è ampio consenso sulla desiderabilità (sebbene non sulla fattibilità) di spingere gli investitori ad accollarsi parte degli oneri in caso di crisi³⁹. Si sostiene che questa partecipazione costringerebbe gli investitori ad agire con maggiore responsabilità e a con-

cedere finanziamenti solo a paesi con variabili economiche di fondo soddisfacenti.

Non vi è accordo sul fatto che tale coinvolgimento sia in effetti praticabile per i crediti a breve termine (in assenza di rinnovo concordato degli stessi). Mentre è generalmente condivisa l'opinione che il coinvolgimento dei creditori possa essere facilitato dalla presenza di clausole di azione collettiva (nello stesso modo gli investitori parteciparono alle perdite sui crediti bancari sindacati degli anni settanta), De Gregorio *et al.* (1999) sostengono che la politica del coinvolgimento non è temporalmente coerente, dato che è improbabile che le istituzioni finanziarie internazionali (IFI) restino passive e lascino sviluppare la crisi nel caso i creditori rifiutino di rinunciare a parte dei loro crediti. Eichengreen e Rühl (2000) concordano su questo punto e aggiungono che anche se il coinvolgimento degli investitori privati avesse successo in un dato paese, ciò potrebbe indurre gli investitori a modificare la composizione del proprio portafoglio in favore di paesi di grandi dimensioni, per i quali il coinvolgimento è meno probabile; ciò avrebbe implicazioni sistemiche.

Evitare tassi di cambio fissi. Il lettore probabilmente resterà sorpreso del fatto che, nella discussione relativa alla posizione degli economisti sulle crisi internazionali, ho rimandato a un momento successivo le opinioni sul regime di cambio. Due sono le ragioni di questa scelta. Innanzitutto, molte delle crisi recenti sembrano essere state innescate da valori squilibrati

delle variabili economiche di fondo senza una correlazione particolare con il regime di cambio. Il regime di cambio, tuttavia, ha un importante impatto sulla soluzione della crisi e sulle sue conseguenze. In secondo luogo, è possibile riscontrare sia un consenso sia opinioni discordi. Vi è ampio consenso⁴⁰ sul fatto che tassi di cambio fissi costituiscano un problema quando i mercati finanziari vengono deregolamentati e che i paesi con movimenti di capitale liberalizzati dovrebbero scegliere tra un regime di cambio fluttuante e uno di cambio rigidamente fisso (*hard pegs*)⁴¹.

Burnside *et al.* (1999, 2001) suggeriscono di abbandonare prima possibile i regimi di cambio fisso e tanto la Commissione Meltzer (2000) quanto Sachs-Woo (2000) raccomandano di evitare sistemi di cambio quasi fisso o aggiustabile. Le opzioni attualmente favorite riguardano *currency boards* e unioni valutarie (Dornbusch) e tassi di cambio flessibili (Eichengreen), anche se molti paesi preferiscono tuttora regimi di cambio intermedi. È chiaro tuttavia che, indipendentemente dal regime di cambio, continueranno a verificarsi crisi di portata nazionale, siano esse innescate da cattive politiche economiche, da un rialzo dei prezzi del petrolio, da un forte calo dei prezzi delle materie prime, da una modifica dei tassi di interesse internazionali, da una maggiore concorrenza sui mercati internazionali o da una recessione internazionale.

Una critica

È innegabile che muoversi nella direzione indicata dai pilastri della visione di consenso ridurrebbe il rischio di crisi e pertanto rassicurerebbe gli investitori internazionali. La visione di consenso solleva però alcune questioni importanti.

Innanzitutto quella della funzione-obiettivo: prevenire le crisi non può costituire di per sé un obiettivo. Dopo tutto, proibendo il ricorso all'indebitamento nei confronti dell'estero si eliminerebbe completamente il pericolo di una crisi! Pertanto, la domanda che ci si deve porre è quanto siano desiderabili quelle politiche una volta che sia stato individuato un obiettivo ben definito, privo di ambiguità. Questa domanda porta a mettere in discussione la validità dei primi due pilastri, relativi a forme pericolose di finanziamento. Vi è il fastidioso sospetto che si affrontino i *sintomi* e si ignorino le cause di fondo. Come sostiene Jeanne (2000) rispetto ai disallineamenti delle valute e delle scadenze:

“È, tuttavia, difficile valutare i meriti relativi di tali riforme senza capire le ragioni sottostanti che danno origine ai disallineamenti nella situazione patrimoniale di un paese emergente”.

Le proposte di riforma che mirano a eliminare le forme pericolose di finanziamento possono essere fuorvianti se si basano esclusivamente sulla considerazione dell'effetto *ex post* (dopo la crisi) dei disallineamenti e ignorano sia la loro

razionalità, sia il loro impatto sociale sugli incentivi *ex ante* (prima della crisi) del governo.

Per esempio, Jeanne (1998, 2000) e Kashyap (1999) sostengono che il debito a breve termine è la reazione naturale dei creditori esteri di fronte all'incertezza circa il rimborso finale del debito⁴². Mantenere un'opzione di uscita è una protezione classica del creditore contro comportamenti scorretti del debitore. Jeanne (2000) ha elaborato un interessante modello del disallineamento delle scadenze, in cui il vantaggio dell'indebitamento a breve termine su quello a lungo termine è che la minaccia di una fuga dei creditori, provocata dalle condizioni delle variabili di fondo, induce il governo ad attuare un riequilibrio di bilancio⁴³. Il costo è dato dalla possibilità che si realizzi una fuga dei creditori non indotta dall'andamento delle variabili di fondo. Egli analizza l'impatto delle varie proposte nell'ambito del proprio modello e mostra, per esempio, che tassare i flussi di debito a breve termine provoca sempre un peggioramento del livello di benessere. Ciò mette in evidenza l'importanza di guardare anche alle determinanti di fondo delle crisi e non solo ai sintomi.

La possibilità che ci si stia limitando alla cura dei sintomi suggerisce la necessità di tornare ai principi basilari.

In secondo luogo, e presumendo che siano davvero desiderabili, ci si potrebbe chiedere perché queste prescrizioni non siano state finora seguite e, nel caso debba essere rimosso qualche ostacolo, quale forma prenderanno in futu-

ro. L'opinione di consenso deve dunque affrontare il problema del perché ricette considerate infallibili non sono state utilizzate. Al riguardo, essa si trova di fronte a una scelta difficile tra due ipotesi.

Incompetenza. Secondo tale ipotesi, le riforme proposte non sono mai state attuate in quanto i politici e i burocrati del paese in questione erano del tutto incompetenti. Sep-pure ciò è probabilmente accaduto in taluni casi, non prenderei tale ipotesi troppo seriamente, perlomeno non come ipotesi universale. Innanzitutto, i governi spesso ignorano i consigli della comunità internazionale quando questi si scontrano con i propri interessi politici. In secondo luogo, se questa ipotesi fosse vera, l'FMI e le altre IFI avrebbero un compito straordinariamente chiaro: i loro esperti dovrebbero solo "catechizzare" i politici e i burocrati (forse in privato, dato che questi ultimi potrebbero non voler ammettere la propria incompetenza). Politici e burocrati sarebbero poi disposti ad accettare e seguire scrupolosamente i consigli ricevuti. Questa ipotesi sembra decisamente irrealistica.

Interesse. Secondo tale ipotesi, le proposte non sono mai state attuate perché i governi non avevano interesse a farlo. Anche se tra le due questa è l'ipotesi che preferisco, essa non è, *così come è formulata*, senza problemi. Essa suggerisce che quelle proposte, per essere messe in atto, dovrebbero essere *imposte* dall'esterno ai paesi e ai relativi governi legittimamente eletti. Tale atteggiamento paternalistico si scon-

tra con le preoccupazioni frequentemente avanzate dagli esperti circa la necessità che i principi siano condivisi dalle autorità del paese e con le critiche rivolte all'arroganza dell'FMI.

Le opinioni divergenti e il principio del ribaltamento

Pur avendo raggiunto una visione di consenso sui sette pilastri descritti in precedenza, gli economisti non concordano su molte altre questioni. Vorrei provare a spiegare perché sono in disaccordo (e potrebbero continuare a esserlo finché non verrà raggiunto un consenso sul terreno *empirico*): a livello astratto, la contrapposizione trae origine da una cruciale *relazione inversa tra incentivi ex ante (antecedenti la crisi) ed efficienza ex post (risoluzione soddisfacente della crisi)*. Risoluzioni ordinate potrebbero risultare in contrasto con gli incentivi, forniti a paesi e investitori, volti a evitare la crisi stessa. In altre parole, la fiducia è spesso l'immagine riflessa dell'azzardo morale.

Pur rischiando una semplificazione eccessiva, per ogni questione distinguerò gli economisti tra quelli che pongono l'accento sugli incentivi *ex ante* per creditori e debitori e quelli che mirano a risoluzioni efficienti delle crisi (le posizioni individuali variano a seconda del problema). I primi (per convenienza li definirei i "falchi") si focalizzano sulla deterrenza e raccomandano sanzioni severe nei confronti dei paesi che non si comportano correttamente e

degli investitori internazionali che prestano somme eccessive. Sostenendo che le crisi non possono essere sempre prevenute, i secondi (le “colombe”) si preoccupano soprattutto che le crisi vengano gestite in modo ordinato.

Il principio del ribaltamento stabilisce che per tutte le strategie di interesse esiste un conflitto implicito tra gli incentivi *ex ante* e l'efficienza *ex post*. Non vi è niente di sorprendente in questo conflitto, che è lo stesso a cui si trovano di fronte le imprese quando predispongono un piano di finanziamento e una strategia di controllo. Vorrei illustrarlo con riferimento ad alcune questioni.

Concessione di liquidità dell'FMI. L'FMI si è mosso nella direzione di prestatore di ultima istanza, adottando nel 1997 un meccanismo di finanziamento di emergenza per rendere più veloci le erogazioni e aumentare la possibilità di finanziare i debitori in arretrato con i pagamenti (cioè, di finanziare un paese che è in arretrato con i pagamenti ai creditori privati e non abbia ancora rinegoziato i debiti)⁴⁴. Questo mutamento è coerente con i suggerimenti di molti economisti (le colombe) che hanno una posizione più “morbida” su tale questione⁴⁵.

I falchi, per esempio Schwartz (1999), si oppongono con decisione al ruolo di prestatore di ultima istanza dell'FMI, sostenendo che esso incoraggia i paesi (o gli investitori) a eccedere nel prendere a prestito (o nel concedere finanziamenti). Altri, pur essendo favorevoli a tale ruolo, sottolinea-

no l'opportunità di introdurre restrizioni. Per esempio, la Commissione Meltzer (2000) raccomanda che i prestiti dell'FMI siano a breve termine (alcuni mesi), siano concessi a un tasso penalizzante, abbiano la priorità rispetto a quelli degli altri creditori e siano garantiti da titoli di Stato. Certamente, vi sono dei limiti agli obiettivi che tali prestiti possono conseguire. Così come avviene per le banche, per le quali finanziamenti a tasso penalizzante o premi di assicurazione sui depositi indicizzati all'adeguatezza di capitale aggraverebbero le difficoltà e renderebbero ancora più forte l'azzardo morale⁴⁶, i prestiti di emergenza a tasso penalizzante, se da un lato forniscono migliori incentivi *ex ante* rispetto ai prestiti di emergenza a tasso non penalizzante, dall'altro sono in conflitto con una efficace gestione *ex post* della crisi. Inoltre, i prestiti a brevissimo termine, quasi per definizione, non possono essere completamente garantiti. Se si utilizzano attività reali per garantirli e renderli pertanto quasi privi di rischio, allora le stesse attività non possono essere utilizzate per forme alternative di finanziamento; in altre parole, garantire i prestiti a brevissimo termine significa escludere altre forme di finanziamento.

Condizionalità dell'FMI. Il concetto di condizionalità è stato recentemente esteso fino a comprendere un ampio spettro di politiche macroeconomiche e di istituzioni.

Su questo aspetto, le colombe, un gruppo di critici di sinistra e di destra, sostengono che le politiche dell'FMI

sono troppo invadenti (Feldstein 1998⁴⁷), non rispettano il principio della condivisione delle autorità locali e nuociono alle fasce povere della popolazione (Commissione Meltzer, 2000) o sono troppo severe (Stiglitz)⁴⁸.

Controlli dei movimenti di capitale. La posizione convenzionale degli economisti in materia di controlli dei movimenti di capitale ha sostenuto fino a poco tempo fa che l'integrazione finanziaria è positiva per il paese che riceve fondi e che i controlli sui movimenti di capitale, oltre a non essere sempre efficaci, hanno un effetto negativo sul benessere. Il motivo principale alla base dell'ampio consenso è il fatto che un paese può attingere alle fonti internazionali per finanziare il proprio sviluppo e diversificare il rischio. È stato anche sostenuto che gli investimenti esteri favoriscono lo sviluppo dei mercati finanziari nazionali e che quelli diretti sono portatori di nuova tecnologia all'industria nazionale.

Questa concordanza di vedute è stata di recente messa in discussione. Mentre Summers (2000) chiede che vengano eliminate le distorsioni⁴⁹ che portano ad accumulare eccessivamente debito a breve termine e sostiene che i controlli dei flussi a breve termine tendono nel tempo a essere inefficaci e a scoraggiare l'integrazione dei mercati finanziari che può costituire una importante fonte di stabilità, molti altri eminenti economisti hanno chiesto l'introduzione di restrizioni, dirette o indirette, sui flussi di capi-

tale. Baghwati (1998) sostiene che i benefici derivanti dall'integrazione finanziaria riguardano solo gli investimenti diretti a lungo termine. Krugman (1998) propone una specie di "coprifuoco" per le uscite di capitali. Fra coloro che propongono controlli dei movimenti di capitale a breve termine vi sono Sachs-Woo (2000), Eichengreen (1999, che si esprime in favore di tasse sugli afflussi di capitale a breve termine simili a quelle imposte dal Cile⁵⁰) e Caballero (2000, il quale sostiene che può essere giustificato tassare gli afflussi di capitale a seconda delle circostanze, cioè eliminando la tassazione durante i periodi di difficoltà)⁵¹.

Tralasciando la questione tecnica se i controlli sui movimenti di capitale siano realmente efficaci o possano essere elusi in vario modo⁵², così come la possibilità che essi possano favorire fenomeni di corruzione, molti concorderebbero sul fatto che tassare gli investimenti esteri a breve termine riduce *ex post* la probabilità di una crisi e rende *ex ante* più difficile per un paese accedere a finanziamenti, dato che vi è una ragione per cui gli investitori esteri non sono disposti a finanziare a lungo termine.

Considerazioni analoghe valgono anche con riferimento alla proposta che la sospensione dei pagamenti sia approvata dall'FMI o a quelle che incoraggiano la sospensione della convertibilità⁵³. Alcune recenti proposte⁵⁴ hanno spinto nella direzione di piani di ristrutturazione del debito sul modello del "capitolo 11"⁵⁵.

Rinegoziazioni ordinate. Su tale questione le colombe includono Eichengreen e Portes (1995, 1997, si veda anche Portes 2000), che hanno sostenuto la necessità di istituire comitati di creditori⁵⁶. L'idea generale è quella di agevolare la rinegoziazione del debito estero in modo da evitare che, in situazioni di crisi finanziaria, vengano liquidate attività che non dovrebbero esserlo. I contratti di prestito dovrebbero essere modificati al fine di rendere più chiara la rappresentanza dei creditori, mediante l'introduzione di una clausola di rappresentanza collettiva per gli accordi relativi ai titoli emessi da paesi sovrani e quindi consentire a una maggioranza qualificata di creditori di concordare le condizioni di ristrutturazione del debito⁵⁷. La gestione ordinata della crisi sarebbe pertanto resa possibile dalla concessione da parte dell'FMI di "finanziamenti in arretrato", cioè di finanziamenti che sono concessi anche quando il paese è in arretrato nei pagamenti nei confronti dei creditori privati.

Come noto, le emissioni obbligazionarie sono di norma più difficili da rinegoziare dei prestiti bancari sindacati, che coinvolgono un numero nettamente inferiore di creditori. Molti titoli obbligazionari di paesi sovrani sono emessi secondo le leggi dello Stato di New York⁵⁸. La rinegoziazione non è facilitata da tale ordinamento giuridico, che non prevede norme contrattuali tali da consentire a maggioranze qualificate di modificare i termini del contratto obbligazionario e di imporre tali modifiche agli obbligazionisti di minoranza. Il requisito dell'unanimità costituisce un incen-

tivo per gli obbligazionisti di minoranza a intralciare il processo di rinegoziazione, al fine di ottenere un trattamento favorevole da parte del debitore o al fine di cedere i propri crediti ad altri creditori. I titoli obbligazionari sottoposti alla legislazione del Regno Unito prevedono invece norme che facilitano la convocazione di una riunione degli obbligazionisti e permettono a una maggioranza qualificata di sottoscrivere accordi che siano vincolanti anche per la minoranza.

Su tale questione, le colombe propongono anche che l’FMI abbia un ruolo di coordinatore nel processo di risoluzione delle crisi (per esempio, Feldstein 1998, Fischer 1999).

Tra i falchi vi sono investitori professionali preoccupati che una maggiore capacità di rinegoziare i debiti in una situazione di difficoltà finanziaria renda più probabile il ripetersi della crisi in futuro⁵⁹. Roubini (2000) analizza le recenti ristrutturazioni del debito obbligazionario in Pakistan, Ucraina, Russia ed Ecuador; tali ristrutturazioni sono avvenute attraverso offerte di scambio di titoli di debito e, nel caso di Russia ed Ecuador, i titoli non prevedevano clausole di azione collettiva. Egli sostiene che queste ultime hanno avuto un ruolo minore nel facilitare la rinegoziazione del debito. Se da un lato Roubini riconosce che le offerte di scambio di titoli di debito sono agevolate dalla presenza di clausole di azione collettiva che permettono di evitare situazioni di stallo, dall’altro esprime preoccupazio-

ne sulla possibilità che la fase di rinegoziazione possa divenire eccessivamente burocratica.

Le violazioni “irrealistiche” della sovranità

Sostenendo che non si deve avere fiducia nei governi e nelle istituzioni dei paesi, diversi economisti hanno suggerito di trasferire a nuove istituzioni sovranazionali i diritti fondamentali di controllo degli Stati sovrani. Cooper (1994) propone la creazione di una moneta e di una banca centrale mondiale, Sachs (1995) quella di una corte internazionale per i fallimenti, Kaufman (1998), Krugman, Eatwell e Taylor propongono che venga costituita un'autorità mondiale che regoli i mercati finanziari, e Soros una banca centrale internazionale che agisca come prestatore di ultima istanza.

Mentre concordo con Eichengreen (1999, 2000), che definisce tali proposte “*castelli in aria*”, sostenendo che esse sono piuttosto irrealistiche in questa fase, credo anche che dovremmo ascoltare i visionari, dato che alcuni trasferimenti di potere ad autorità sovranazionali, prima impensabili, si sono registrati in passato. Tuttavia, tali proposte dovrebbero essere analizzate in un contesto più ampio e non solo come rimedio alle crisi in atto. In particolare, esse dovrebbero essere valutate alla luce della ricerca recente e futura nel campo della interpretazione economica dei com-

portamenti politici, che riguarda la dimensione ottimale dei paesi e del grado di sussidiarietà.

Le teorie

Due sono attualmente gli approcci interpretativi alle crisi dei paesi emergenti⁶⁰, con implicazioni molto diverse per quanto riguarda gli interventi di politica economica: l'approccio dei "fondamentali" e quello del "panico".

L'approccio dei "fondamentali"

L'approccio cosiddetto dei "fondamentali", sviluppato forse con maggiore convinzione da Corsetti-Pesenti-Roubini (1999) e da Burnside, Eichenbaum, Rebelo (1999, 2000, 2001), riconduce le crisi alla debolezza delle variabili di fondo delle economie. Esso riprende e amplia l'interpretazione tradizionale (per esempio, Krugman 1979) secondo la quale le crisi di bilancia dei pagamenti sono scatenate da squilibri delle variabili di fondo (saldo di conto corrente e disavanzo pubblico associati con shock alle ragioni di scambio, distorsioni degli investimenti o situazioni di debolezza politico-istituzionale). Tuttavia, tale interpretazione era stata ritenuta decisamente inadeguata a spiegare le crisi recenti. Per esempio, le variabili economiche di fondo nei paesi dell'Asia orientale erano apparentemente molto solide: nessun disavanzo di bilancio o disavanzi modesti, livelli

contenuti del debito pubblico, inflazione bassa, tassi di risparmio elevati.

L'approccio dei "fondamentali" sostiene che le apparenze ingannano. In particolare, la bassa capitalizzazione del settore bancario e una cattiva gestione del rischio di cambio hanno aumentato fortemente le passività implicite dei governi. Quando a metà degli anni novanta i paesi emergenti dell'Asia orientale sono stati colpiti da numerosi shock (crescente concorrenza delle esportazioni cinesi, recessione in Giappone, apprezzamento del dollaro dopo il 1995), che hanno indotto ulteriori difficoltà finanziarie e hanno reso gli investitori internazionali consapevoli della gravità della situazione, i flussi di capitale hanno rapidamente cambiato di segno.

La forza della teoria dei "fondamentali" è che essa si basa su una fragilità del sistema bancario e su garanzie implicite fornite dai governi ai depositanti nazionali ed esteri ampiamente documentate. Essa argomenta in modo convincente che le valute dei paesi in crisi dovevano deprezzarsi in modo da riflettere i valori di fondo delle variabili economiche.

Meno evidente è ciò che l'approccio dei "fondamentali" implica per l'FMI e per altre istituzioni finanziarie internazionali (IFI). Se accettiamo che il principio della sovranità di un paese deve essere rispettato, il fatto che, forse a causa di un capitalismo di consorteria (*crony capitalism*), alcuni governi (per esempio il Messico nel 1995, i paesi

asiatici) abbiano lasciato i rispettivi paesi con enormi disavanzi fiscali e recessioni generalizzate non dovrebbe costituire motivo di intervento, per quanto devastante possa essere il risultato. In fin dei conti, la cattiva gestione da parte del governo degli Stati Uniti della crisi delle casse di risparmio negli anni ottanta o lo scandalo del Crédit Lyonnais in Francia (per quanto con minori conseguenze in termini relativi) sono sempre stati considerati questioni di politica interna, motivo di preoccupazione soprattutto per gli elettori nazionali.

È stato talvolta sostenuto che le crisi dei paesi emergenti sono diverse, dato che vi è un'imponente somma di denaro a rischio che è di proprietà estera. Questo punto tuttavia richiede un approfondimento. Dopo tutto, gli investitori esteri prestano su base volontaria e non sono direttamente colpiti dal fatto che i depositi bancari nei paesi emergenti siano (involontariamente) garantiti dai contribuenti. Per contro, la comunità internazionale potrebbe essere danneggiata se l'FMI o i governi dei paesi creditori venissero coinvolti nel salvataggio del paese debitore. L'aspettativa di un salvataggio internazionale – il “gioco dell'azzardo morale” – sembra essere stata presente nel caso della Russia nel 1998 (nei fatti, quell'aspettativa finì per non realizzarsi). Se si verifica uno stallo nelle trattative fra i creditori e il paese debitore, i governi dei paesi creditori, nella misura in cui ricavano consistenti guadagni dal commercio con il paese debitore o sono interessati per ragioni

geopolitiche al mantenimento della stabilità in quel paese, potrebbero trovarsi nella condizione di dover contribuire agli accordi di rinegoziazione (Bulow-Rogoff 1988, 1989). In presenza di tali “sovvenzioni *ex post*”, creditori che operino in un regime di concorrenza sono disponibili ad aumentare il prestito per ogni dato tasso di interesse, e il paese debitore può appropriarsi del surplus corrispondente.

Le somme prestate dai creditori ufficiali, seppure enormi in una prospettiva storica, sono tuttavia rimaste limitate rispetto alle dimensioni delle crisi recenti e inoltre hanno beneficiato dello status⁶¹ di crediti preferenziali. In effetti, sono poche le evidenze che i trasferimenti ufficiali associati con i grandi piani internazionali di sostegno siano commisurati a quelli interni. Summers (2000) sostiene che ciò non si è registrato per le crisi recenti. Brealey (1999) analogamente ritiene esagerata la preoccupazione che la prospettiva di un salvataggio dell’FMI generi un pericolo di azzardo morale:

“I sussidi connessi con i prestiti dell’FMI sono di entità trascurabile se paragonati alle perdite subite dagli investitori internazionali in Asia orientale, in Russia e in Brasile”.

Jeanne e Zettelmeyer (2000, 2001) forniscono alcune evidenze empiriche. Dato che le perdite dirette sostenute dai creditori ufficiali in seguito a importanti salvataggi internazionali possono sottostimare quelle effettive (alcuni prestiti, infatti, vengono rinnovati), essi considerano “lo scenario più pessimistico”, in cui i crediti dell’FMI attual-

mente in essere non vengano ripagati. Ricontrano che questi ultimi sono alquanto modesti e che è il contribuente nazionale, non quello internazionale, quello su cui ricade in ultima analisi l'onere di “pagare il conto”⁶².

Dibattito: che cosa è “l'azzardo morale”? dov'è la sostanza?

Ho evitato di utilizzare il termine “azzardo morale”, sebbene l'approccio dei “fondamentali” sia a volte definito anche dell’“azzardo morale”. Il problema è che in letteratura “azzardo morale” ha assunto significati diversi e ciascuno di essi ha implicazioni di politica economica nettamente differenti. Cerchiamo quindi di mettere ordine tra le diverse interpretazioni.

La prima e più frequente fa riferimento all'azzardo morale dal lato del governo del paese che riceve fondi. Il punto di partenza dell'approccio dei “fondamentali” – secondo cui il governo accumula significative passività implicite attraverso un'azione di vigilanza bancaria “lassista” – fa riferimento a una importante forma di azzardo morale del governo. La concessione di garanzie implicite o esplicite del governo che portano a un eccesso di indebitamento da parte degli operatori nazionali è di conseguenza comunemente denominata “azzardo morale del debitore”⁶³. Come discuteremo nel capitolo V, vi sono molte altre importanti forme di azzardo morale del governo, con diverse implicazioni.

Secondo l'approccio dei fondamentali, in ultima analisi è il contribuente nazionale a “pagare il conto”. Più in ge-

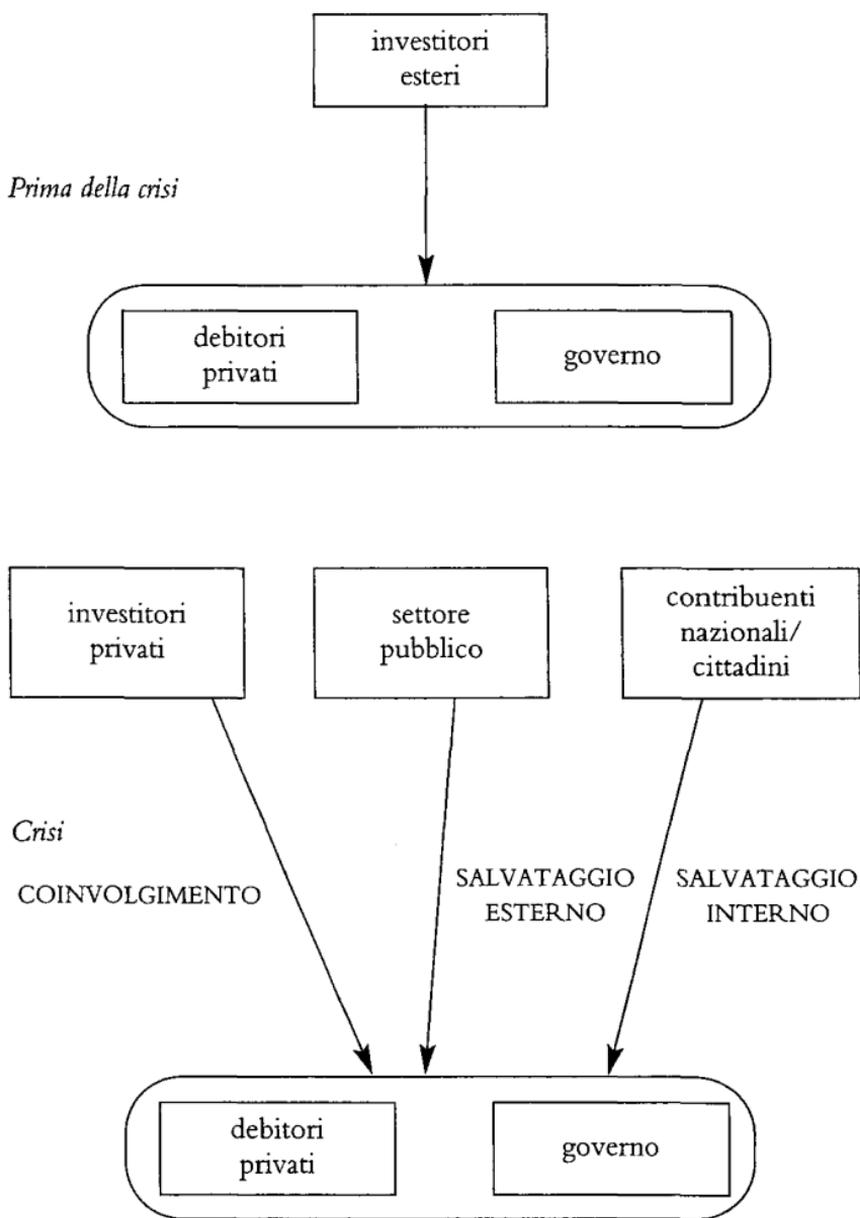


Figura 3. *Suddivisione dell'onere finanziario*

nerale, un aspetto determinante degli incentivi, come è riconosciuto ampiamente nella letteratura, è chi sostiene i costi. Approssimativamente vi sono tre possibili “vittime”: i contribuenti nazionali, gli investitori internazionali il valore delle cui attività si è deprezzato o i cui crediti divengono inesigibili o oggetto di rinegoziazione, e il “settore ufficiale” (qui definito come le IFI e i ministeri del Tesoro dei paesi industriali), che può incorrere in perdite nei tentativi di salvataggio: si veda la figura 3.

Come abbiamo visto, l'onere talvolta ricade interamente sui contribuenti nazionali, come successe in Messico nel 1995⁶⁴. Più spesso, tuttavia, esso viene suddiviso in larga misura tra i contribuenti nazionali e gli investitori internazionali. Questi ultimi subiscono una perdita di valore del proprio portafoglio azionario, l'insolvenza dei propri crediti o la rinegoziazione degli stessi mediante il coinvolgimento del settore privato. Nonostante che molti sostengano che l'FMI e il governo degli Stati Uniti⁶⁵ siano intervenuti in salvataggio, i salvataggi di origine esterna sono stati relativamente limitati, come accennato in precedenza. A onor del vero, il fatto che la maggior parte dei debiti sia stata ripagata non significa di per sé che sostegni finanziari su larga scala non si configurassero come salvataggi esterni, perché tali prestiti potrebbero essere stati molto rischiosi al momento in cui sono stati accordati. In ogni caso, con volumi di prestiti ufficiali in continuo aumento, non possiamo escludere la possibilità di salvataggi futuri.

Il concetto di “azzardo morale del creditore”, sebbene utilizzato spesso, è più delicato. Approssimativamente, esso ha due significati: un eccesso di prestiti nella fase precedente la crisi e un tentativo di spostare l’onere in caso di crisi (cioè di appropriarsi di fondi che provengono dal salvataggio ufficiale o dai contribuenti nazionali). Anche assumendo che gli investitori agiscano sulle base di aspettative che riguardano la disponibilità di risorse ufficiali o dei contribuenti, il concetto di esposizione eccessiva da azzardo morale (in letteratura chiamato anche “il gioco dell’azzardo morale”) – il mercato scommette sul salvataggio – così come è formulato solleva qualche perplessità. Gli investitori sono motivati dalle aspettative di profitto e reagiscono agli incentivi che vengono loro offerti. Certamente, gli investitori internazionali possono essere ben lieti di erogare crediti a banche e aziende deboli, se sanno che queste ultime saranno salvate da un intervento esterno o interno. Biasimare gli investitori per il fatto che essi reagiscono, meccanicamente, agli incentivi distorti dal governo del paese ricevente e/o dai creditori ufficiali è davvero un tentativo da parte di questi ultimi di negare le proprie responsabilità⁶⁶. Il problema relativo alle strategie degli investitori per spostare l’onere finanziario durante una crisi merita, invece, maggiore attenzione.

Nota: altre teorie dei fondamentali. Mentre l’approccio dei “fondamentali” dominante enfatizza i salvataggi operati dai

governi, Caballero e Krishnamurthy (2001b) sottolineano come siano le variabili di fondo del settore privato a essere responsabili delle crisi da inefficienza. Il loro punto di partenza è l'importante questione del se e perché i privati che si indebitano risultino sottoassicurati rispetto al rischio di shock interni e di deprezzamento del tasso di cambio, in quanto contraggono debiti denominati in dollari. I debiti denominati in valuta estera comportano, per le imprese le cui attività sono denominate in valuta nazionale, gravi shock di liquidità quando il tasso di cambio si deprezza. Caballero e Krishnamurthy dimostrano che le imprese non hanno nessun incentivo a sotto-assicurarsi, se i mercati finanziari nazionali sono ben sviluppati, ma contraggono debiti in valuta estera in eccesso se i mercati finanziari nazionali sono inefficienti⁶⁷. Tale risultato scaturisce da una reazione eccessiva a shock che interessano singoli paesi nel caso in cui il sistema finanziario interno sia poco sviluppato.

Invece, Burnside *et al.* (2001) sostengono che sono le garanzie del governo che rendono ottimale per le banche avere un disallineamento in valuta tra le proprie attività e passività non coperto dal rischio di cambio.

La teoria del “panico” o degli “equilibri multipli”

Numerosi economisti (ad esempio, Calomiris 1999, Cole-Kehoe 1998, Chang-Velasco 1999, Feldstein 1998, Masson 1999 a, b, Obstfeld 2000, Sachs 1998) per spiegare le recenti crisi hanno fatto ricorso a una analogia con le “corse

allo sportello”. Queste possono verificarsi quando i depositanti e i creditori a breve termine si rifiutano di rinnovare i propri crediti alle banche chiedendone il pagamento immediato. La banca, che svolge una funzione di trasformazione delle scadenze e ha quelle più lunghe dal lato degli attivi, è quindi costretta a liquidare alcune attività a lungo termine sostenendo un costo. Ciò accresce la preoccupazione degli altri creditori/depositanti di non poter recuperare il proprio investimento e li induce a liquidare rapidamente il proprio credito. È probabile che il risultato finale sia socialmente inefficiente. In particolare, i creditori nel loro insieme potrebbero avvantaggiarsi se ciascuno di essi potesse (ipoteticamente) impegnarsi a rinnovare i propri crediti, a meno che il singolo creditore abbia effettivamente bisogno di denaro. Analogamente, molti economisti hanno sostenuto che gli investitori internazionali potrebbero cercare di abbandonare in fretta un paese prima che lo facciano gli altri e che questo comportamento, pur individualmente razionale, è collettivamente irrazionale e danneggia il paese debitore:

“Non vi è alcun motivo basato sui ‘fondamentali’ per la calamità finanziaria in Asia a eccezione dello stesso panico finanziario... L’Asia non sta soffrendo di una crisi nelle variabili economiche di fondo, ma di una fuga di capitali a breve termine che si autogiustifica, fuga alimentata dalla convinzione di ciascun investitore che tutti gli altri stanno facendo altrettanto. Poiché i crediti a breve termine sono superiori alle riserve valutarie, è ‘razionale’ per ciascun investitore agire in tal modo” (Sachs, 1997).

Secondo questa interpretazione, come nei modelli originali di corsa agli sportelli delle banche di Bryant (1980) e di Diamond-Dybvig (1983), il panico è solo uno dei possibili risultati (se gli altri depositanti non ritirano i propri crediti anche io non ho nessuna ragione di farlo). La teoria del panico quindi è stata criticata perché mancante di capacità previsiva⁶⁸. Recentemente, tuttavia, sono stati messi a punto modelli più complessi, che possono prevedere risultati unici (panico o non panico): si vedano Morris-Shin (1998) e Rochet-Vives (2000).

Se confrontata con la teoria dei “fondamentali”, quella del panico ha implicazioni molto diverse. Poiché le cause della crisi non sono gli squilibri nelle variabili economiche di fondo, politiche economiche restrittive possono peggiorare la situazione (esacerbare la crisi) invece di migliorarla. Piuttosto, la teoria del panico porta a concludere che le crisi dovrebbero essere prevenute sia evitando forme di indebitamento pericolose, sia concedendo l’accesso a linee di credito. A questo fine possono essere utilizzati molti strumenti:

- controlli dei movimenti di capitale (per esempio controlli sui deflussi di capitale per eliminare il panico, obblighi di riserva infruttifera per limitare l’indebitamento con l’estero a breve termine);
- eliminazione dei disallineamenti di valuta e di scadenza nell’indebitamento con l’estero;
- sospensioni dei pagamenti con il consenso dell’FMI

- (sospensioni del servizio del debito, sospensione della convertibilità) o conversioni di titoli di debito in azioni;
- linee di credito rese disponibili dall’FMI o da grandi istituzioni finanziarie private (come nel caso dell’Argentina e del Messico).

Con tanti strumenti a disposizione, è difficile comprendere come sia possibile che si verifichi una crisi. Di conseguenza, la teoria del panico è in qualche modo incompleta poiché non tiene conto delle risposte istituzionali effettivamente praticabili per risolvere il problema sottostante. Il fatto che i meccanismi che impediscono la corsa agli sportelli non vengano sempre attivati suggerisce che vi siano in gioco forze politiche ed economiche più complesse, che devono essere tenute in considerazione prima di trarre con sicurezza le implicazioni di politica economica della teoria del panico. Questa, così come si presenta, non riesce a dare pienamente conto dell’esistenza delle crisi, motivo per cui non fornisce ancora fondamenta sicure sulle quali basare prescrizioni di politica economica. La mia reazione istintiva, tuttavia, è che valga la pena proseguire la ricerca in questa direzione. Infatti, la teoria del panico è utile come riferimento per descrivere ciò che può accadere in particolari circostanze, e (nelle versioni che prevedono un risultato unico) per analizzare i tempi e la dinamica delle crisi.

CAPITOLO III

I TRATTI ESSENZIALI DELL'ARGOMENTAZIONE E IL SUO MESSAGGIO DI FONDO

Sulla discussione del capitolo II aleggia l'ombra di una domanda persistente: che cosa stiamo cercando di fare? Evitare le crisi non è uno scopo in sé; dopo tutto, se si proibisse l'indebitamento estero, si eliminerebbe completamente la minaccia che esso dia luogo a una crisi! La questione è piuttosto quella di quanto siano auspicabili specifiche linee di intervento, tenendo conto dell'obiettivo ben definito e non ambiguo che si sta cercando di raggiungere. A questo proposito, sono sorpreso dal fatto che le proposte di una nuova architettura finanziaria internazionale raramente formulino con chiarezza la funzione-obiettivo. Oppure, ed è pressoché la stessa cosa, dal fatto che esse offrano una gamma di obiettivi: evitare le crisi finanziarie, risolverle in modo ordinato, economizzare sul denaro dei contribuenti, proteggere gli investitori esteri, rispettare la sovranità del paese, limitare la variabilità del prodotto, impedire il contagio, agevolare il paese nell'accesso ai fondi, promuovere la crescita di lungo termine, costringere a riforme strutturali, in aggiunta ai più tradizionali obiettivi dell'FMI

in termini di conto corrente, di riserve internazionali e di inflazione. Ci sono semplicemente troppi obiettivi, per non parlare del fatto che molti di essi sono tra loro incompatibili! È chiaro che dobbiamo tornare ai principi primi e individuare, se ve ne sono, quei fallimenti del mercato che giustificano l'esistenza delle IFI.

Iniziamo la nostra trattazione teorica esponendo gli elementi essenziali dell'argomentazione, rinviando i dettagli ai capitoli che seguono.

Il problema di un debitore tipico.

Sforzandoci di individuare gli aspetti essenziali del problema, siamo indotti a reiterare l'ovvia osservazione che l'oggetto elementare di analisi è la relazione tra un "debitore" (il paese) e un "finanziatore" (la comunità finanziaria internazionale).

Per ottenere i fondi, chiunque voglia prendere a prestito deve porre in essere alcune regole di comportamento che saranno applicate sia prima che dopo la risoluzione dell'incertezza. Qualunque accordo relativo alla concessione di un finanziamento deve risolvere il problema basilare di assicurare gli investitori sulla prospettiva di recupero dei propri capitali. Nel fare ciò, l'accordo deve essere strutturato in modo da conseguire un equilibrio appropriato tra i costi e i benefici di meccanismi alternativi di finanziamento e di controllo (l'attribuzione dei diritti di controllo e del flusso

di cassa, la definizione di una struttura di monitoraggio, la gestione del rischio e della liquidità, le procedure fallimentari e di salvataggio).

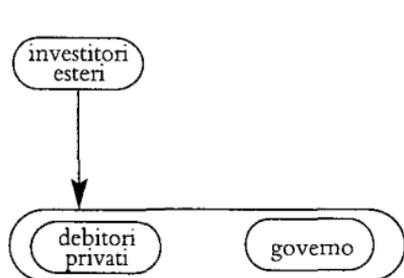
La tutela degli investitori produce vantaggi per i debitori più ancora che per i creditori, almeno fino a quando questi ultimi siano tra loro in concorrenza per entrare in affari con il debitore.

Perché l'indebitamento estero è diverso?

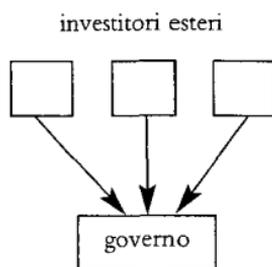
L'esigenza di porre in essere accordi di finanziamento che riassicurino gli investitori sulle prospettive di recupero del proprio capitale esiste sia a livello nazionale che a livello internazionale. Ciò che rende quest'ultima situazione speciale è la presenza di un "terzo giocatore", il governo del debitore, che condivide con i debitori privati nazionali i diritti di controllo che non sono in capo agli investitori e che è in grado di influenzare in misura rilevante il guadagno da questi effettivamente ottenuto; gli investitori, tuttavia, non trattano direttamente con il governo del debitore. Poiché il rendimento per gli investitori è influenzato dal comportamento di due agenti, il debitore e il suo governo, io chiamo questa situazione un *problema di agenzia duplice* (figura 4).

Il governo non ha *incentivi* a tutelare pienamente gli investitori esteri e ha i *mezzi* che gli consentono di evitarlo. L'utilità per un governo di ridurre il rendimento sugli in-

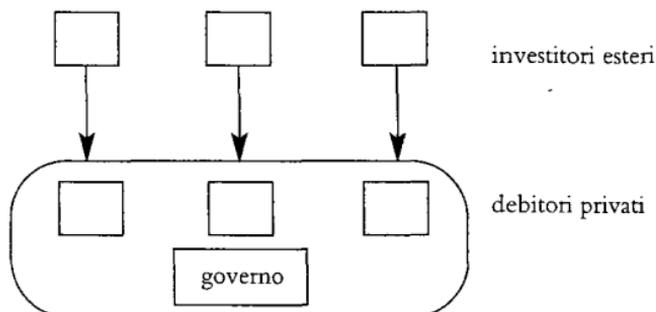
vestimenti esteri non è maggiore di quella che il proprietario di una casa otterrebbe dal darle fuoco dopo averla assicurata. I governi non traggono vantaggi, di per sé, dallo svalutare i titoli in possesso degli stranieri e nella maggior parte dei casi non lo fanno volentieri. Piuttosto, ciò che accade è che essi siano al margine meno cauti di quanto dovrebbero; non prenderanno quelle precauzioni che potrebbero ridurre la probabilità di una crisi se il prenderle dovesse comportare un costo politico rilevante.



*Prospettiva di agenzia duplice.
Indebitamento del settore privato*



*Prospettiva di agenzia comune.
Indebitamento sovrano*



*Prospettiva di agenzia comune e duplice.
Indebitamento del settore privato*

Figura 4

Gli incentivi a favorire, al margine, gli interessi nazionali nei confronti degli investitori esteri possono essere rintracciati o nella necessità, propria delle democrazie, di dar conto del proprio operato, che induce i governi a compiacere i propri elettori, o nella presenza di conflitti di interesse e di fenomeni di “cattura”, che spingono a privilegiare specifici gruppi di interesse. I mezzi sono costituiti dagli ampi diritti di controllo detenuti dai governi, l'importanza dei quali è molto maggiore in un contesto internazionale che a livello nazionale, poiché una miriade di azioni del governo può influenzare il tasso di cambio e, più in generale, i rendimenti conseguiti dagli investitori esteri.

Questa stessa compresenza di ampi poteri discrezionali e di incentivi distorti (a sfavore degli investitori esteri) genera una seconda differenza cruciale tra l'indebitamento nel proprio paese da parte di un'impresa e l'indebitamento internazionale: il *problema di agenzia comune*, che si presenta direttamente nel caso dell'indebitamento da parte di uno Stato sovrano e, indirettamente, anche nel caso dell'indebitamento privato, come conseguenza del problema di agenzia duplice. Quando più creditori prestano a uno stesso debitore, ogni creditore non tiene conto dell'influenza che il suo stesso erogare un credito e le condizioni contrattuali a cui ciò avviene hanno sugli altri creditori. Questa esternalità associata al credito è presente anche nell'indebitamento di un'impresa, che ha rapporti con un gran numero di azionisti, obbligazionisti e detentori di vari tipi di titoli. Ma alcune delle risposte a que-

sto problema di agenzia comune, che sono state messe a punto avendo in mente i problemi dell'impresa, non trovano un corrispettivo naturale nel contesto internazionale.

Le risposte al fallimento del mercato: aspetti istituzionali e interventi di politica economica

I problemi posti da rapporti di finanziamento su scala internazionale sono alleviati se qualche istituzione (per esempio l'FMI) agisce come controllore delegato per conto degli investitori ed è in grado di negoziare con il governo, riequilibrando così i problemi di agenzia duplice e comune, in definitiva a vantaggio del paese debitore.

Questa prospettiva fornisce un quadro concettuale nel quale valutare le attuali proposte di ridefinizione dell'architettura finanziaria internazionale e individua le ragioni di una rinnovata attenzione sui compiti dell'FMI. In questo schema concettuale deve essere possibile rintracciare le ragioni prime per la presenza, negli accordi finanziari esistenti, di alcune specifiche caratteristiche, in modo da evitare il rischio di trattare soltanto i sintomi del problema, e considerare l'impatto di accordi finanziari ottimali tra privati sugli incentivi e sul comportamento del governo. L'assenza, nelle relazioni di credito tra privati, degli incentivi miranti a limitare il problema di "azzardo morale" da parte del governo ha numerose implicazioni, intuitive anche se in genere non considerate esplicitamente.

CAPITOLO IV

LIQUIDITÀ E GESTIONE DEL RISCHIO IN UNA ECONOMIA CHIUSA

Una questione centrale affrontata in questo libro è in che misura un paese somigli a (o differisca da) un qualsiasi debitore. Per inquadrare il problema dobbiamo ricapitolare le principali caratteristiche degli accordi di finanziamento. Il mio esame del finanziamento di un'impresa sarà schematico e altamente selettivo e si concentrerà sui temi più importanti per i capitoli che seguiranno. Per ovvie ragioni, porrò particolare enfasi sulle questioni inerenti ai diritti di controllo e alla gestione del rischio e della liquidità. Quindi affronterò la nozione e il ruolo della liquidità nazionale⁶⁹ prima di passare, nel prossimo capitolo, al contesto internazionale.

Il finanziamento d'impresa: principi organizzativi fondamentali

La finanza d'impresa consiste nell'insieme di istituzioni e linee d'azione che rendono credibile il recupero dell'investimento da parte del creditore, e consentono in tal mo-

do al debitore quell'accesso ai fondi che altrimenti non avrebbe luogo. La finanza d'impresa si occupa quindi di come vincolare il reddito che deve essere impegnato a favore degli investitori.

Da questo punto di vista, tutte le istituzioni e le pratiche della finanza d'impresa, i rapporti di solvibilità, i requisiti di liquidità, le linee di credito, l'analisi della durata finanziaria, l'allineamento di crediti e debiti per ciascuna valuta, i meccanismi di governo dell'impresa e i principi che presiedono alla gestione dei fallimenti hanno una logica comune. Essi riflettono l'esistenza di un divario tra il valore totale generato dall'attività produttiva e l'importo (inferiore) che può essere credibilmente promesso agli investitori esterni; in mancanza di un termine migliore, chiameremo quest'ultimo "reddito impegnabile". Il *divario tra valore e reddito impegnabile* è dovuto all'esistenza di due fattori, o due tipi di reddito non impegnabile. In primo luogo gli "interni" all'impresa ottengono dalla loro posizione benefici che sono personali, di cui cioè non possono appropriarsi i finanziatori esterni (l'occupazione, il prestigio, gratifiche accessorie, ecc.). In secondo luogo, può essere necessario fornire agli "interni" gli incentivi finanziari appropriati se le loro preferenze nelle scelte di politica aziendale devono essere in qualche misura allineate con quelle degli investitori; in mancanza di tali incentivi finanziari, essi potrebbero imbarcare l'impresa nella realizzazione di progetti di scarso valore generale, ma in cui essi hanno un interesse particola-

re, o nella costruzione di “imperi aziendali”; potrebbero prestare scarsa attenzione ai costi di subappalti o del lavoro, non controllare adeguatamente le procedure di gestione del rischio dei propri collaboratori, dedicare troppo poco tempo ai compiti derivanti dalla loro posizione, impegnandosi più del dovuto in attività alternative (consigli di amministrazione, attività politica, investimenti in altre imprese), attribuirsi gratifiche eccessive, favorire i propri amici o impegnarsi in un’ampia gamma di comportamenti a proprio favore. In sintesi, e dal punto di vista dell’investitore, essi potrebbero comportarsi in modo “non corretto”.

Il fatto che gli investitori esterni non possano (e in realtà possano non volere) appropriarsi dell’intero valore prodotto dall’impresa è l’essenza del razionamento del credito, secondo il quale alcuni progetti socialmente auspicabili non ricevono finanziamenti dai mercati dei capitali; esso ha però implicazioni molto più ampie⁷⁰.

Per accedere ai fondi, le imprese devono adottare misure volte a rassicurare gli investitori circa la prospettiva di recuperare il loro investimento. Un primo punto che vale la pena notare è che la tutela degli investitori ha la sua giustificazione non tanto nella protezione dei creditori, quanto soprattutto nel beneficio che essa apporta ai debitori. La tutela degli investitori mira a mettere i debitori in condizione di accedere ai fondi. Infatti, date le condizioni del mercato e in presenza di mercati dei capitali concorrenziali, una promessa di rendimento agli investitori esterni più

credibile si traduce in una concorrenza più intensa per erogare il prestito; gli investitori sono allora disponibili a fornire più fondi, erogare il prestito a tassi di interesse inferiori, richiedere minori garanzie, impegnare più liquidità, e riservare per sé minori diritti di controllo. Per contro, una tutela dell'investitore più debole produce, nel migliore dei casi, tassi di interesse più elevati e condizioni più stringenti⁷¹, nel peggiore l'assenza completa del finanziamento.

Questo fatto fondamentale, previsto dalla teoria e corroborato dall'evidenza empirica, non implica che gli investitori non abbiano incentivi a esercitare pressioni per una maggiore tutela. Essi hanno in realtà due ragioni per farlo. In primo luogo, una maggiore tutela produce benefici sulle attività in essere, frutto dei precedenti investimenti. In secondo luogo, essa fa lievitare i nuovi investimenti e quindi la domanda di risparmio. Una maggiore domanda di risparmio fa salire il tasso di rendimento di equilibrio sul mercato del capitale. In sintesi abbiamo i seguenti principi.

PRINCIPIO 1 (beneficiari): In mercati dei capitali concorrenziali, i debitori sono i diretti beneficiari di una maggiore tutela degli investitori, poiché la concorrenza porta gli investitori a offrire i benefici della tutela ai debitori. Gli investitori ne beneficiano indirettamente nella misura in cui il connesso aumento degli investimenti fa salire il tasso di rendimento di equilibrio.

Tranne che in casi banali, le misure intraprese per rassicurare gli investitori sono necessariamente costose per le imprese e ne riducono il valore attuale netto (VAN; per brevità, da qui in avanti semplicemente “valore”). Una analogia diretta è quella con un imprenditore che ipoteca la casa di famiglia, che ha un elevato valore affettivo, a garanzia di un prestito bancario. Il fatto di ipotecare la casa fa lievitare il reddito garantito agli investitori, il reddito impegnabile, ma poiché esso implica un trasferimento di proprietà inefficiente nel caso in cui l'imprenditore non rimborsi il prestito, questo tipo di accordo distrugge valore. Questa inefficienza può rappresentare il costo che l'imprenditore sostiene per accedere al finanziamento. Più in generale si può affermare quanto segue.

PRINCIPIO 2 (sostituibilità tra reddito impegnabile e valore): i debitori si trovano a dover accettare una riduzione del valore se vogliono offrire un aumento del reddito impegnabile.

L'esempio descritto, in cui la garanzia offerta in pegno si riduce di valore, fornisce l'intuizione sottostante a questo principio; vediamone anche qualche altra applicazione.

a) *Meccanismi di governo dell'impresa*

Consideriamo, in primo luogo, gli istituti che presiedono al governo dell'impresa. Essi implicano elevati costi di transazione, ritardi e mancanza di flessibilità nell'assunzione

di decisioni a livello manageriale, diffusione di informazioni che possono essere utili ai concorrenti, e distrazione dei dirigenti dai compiti principali. I meccanismi di governo dell'impresa sono essenzialmente volti ad aumentare il reddito impegnabile. Il fatto che i debitori sono disponibili a incorrere nei costi che quei meccanismi comportano è una chiara prova della sostituibilità tra reddito impegnabile e valore.

b) *Monitoraggio attivo e speculativo*

I debitori possono aumentare il reddito impegnabile ricorrendo a organismi di controllo. Vi sono due tipi di controllo che corrispondono orientativamente alla famosa distinzione di Hirschman (1970) tra "voce" e "uscita". Gli organismi di controllo attivo ricevono diritti di controllo per intervenire nella gestione ed evitare azioni che possano ridurre i rendimenti. Essi rappresentano un gruppo eterogeneo: consigli di amministrazione, speculatori, grandi azionisti, operatori in *venture capital*, principali creditori bancari, e così via.

Mentre il controllo attivo punta a migliorare la prestazione finanziaria futura dell'impresa, il monitoraggio speculativo si propone di misurare il valore attuale delle attività per gli investitori. I controllori speculativi, anche chiamati controllori passivi, "fotografano" lo stato attuale dell'azienda e agiscono di conseguenza. Tale misurazione è utile per retribuire gli amministratori (per esempio attraverso opzioni sulle azioni dell'impresa), adeguare la liquidità e accedere ai fondi, o far scattare determinate clausole

previste in accordi preesistenti. Controllori speculativi sono, tra gli altri, gli analisti del mercato azionario, gli investitori in offerte pubbliche di vendita, i detentori di debito a breve termine (che misurano il valore delle attività in essere per valutare l'opportunità di rinnovare il loro debito), e le agenzie che valutano il merito di credito.

Entrambi i tipi di monitoraggio sono piuttosto dispendiosi per l'impresa. Ciò nondimeno, molte imprese pagano per essere valutate, sostengono costi considerevoli per essere quotate in borsa, o accettano di pagare remunerazioni aggiuntive a un investitore in *venture capital* o a una banca che si faccia carico di una quota predominante del finanziamento. Di nuovo, esse sacrificano valore per aumentare i redditi che potrebbero essere dati in garanzia.

c) *Diritti di controllo*

Gli imprenditori, per poter ottenere credito, cedono malvolentieri i diritti di controllo agli investitori. Il numero di diritti ai quali rinunciano dipende dalla solidità del loro bilancio. Imprese con bilanci solidi (capitale netto elevato, grande quantità di garanzie reali, flusso di redditi garantiti) non hanno bisogno di cedere agli investitori un controllo elevato. Di solito si indebitano nei confronti del mercato, e sebbene le clausole inerenti alle obbligazioni limitino la loro libertà di azione, solo una frazione relativamente piccola dei diritti di controllo è in questo caso effettivamente ceduta. Imprese con un bilancio più debole si indebitano nei

confronti delle banche e accettano condizioni più restrittive. Imprese con un bilancio debolissimo, come le imprese che hanno appena avviato un'attività in un settore ad elevata tecnologia (con nessun capitale netto iniziale, nessuna garanzia reale e nessun flusso di redditi garantiti) si rivolgono a investitori in *venture capital*, ai quali conferiscono una quota elevata dei diritti di controllo, o diventano divisioni di imprese più grandi, e anche in questo caso la rinuncia ai diritti di controllo è sostanziosa. Attribuire diritti di controllo agli investitori è un modo per assicurarli sulle prospettive di recuperare il loro capitale.

I successivi due principi si concentrano sull'attribuzione di diritti di controllo molteplici.

PRINCIPIO 3 (domanda relativa per diritti di controllo): l'attribuzione ottimale dei diritti di controllo agli investitori dovrebbe conferire loro quelli per i quali essi hanno la più elevata propensione relativa a pagare, cioè quei diritti che consentono agli investitori di proteggere i loro interessi senza creare un danno sostanziale al debitore.

Questo principio è di facile intuizione⁷². Dotare gli investitori di un diritto di controllo ne rafforza la tutela e quindi accresce il reddito impegnabile. Ma l'esercizio del controllo da parte degli investitori crea anche delle esternalità negative sui soggetti interni all'impresa, come nel caso del ridimensionamento di un progetto o della liquida-

zione delle attività dell'impresa da parte dei creditori che acquisiscono il controllo in seguito a insolvenza. La regola generale è che i diritti dovrebbero essere conferiti agli investitori se il controllo da parte di questi ultimi determinasse comportamenti che accrescano il valore dell'impresa (in questi casi, quindi, il controllo dell'investitore è in grado di aumentare tanto il reddito impegnabile quanto il valore). Gli investitori ricevono anche alcuni diritti di controllo che influenzano negativamente il valore dell'impresa, determinati sulla base della disponibilità relativa a pagare. Il numero di diritti siffatti conferiti agli investitori dipende, come abbiamo visto, dalla solidità del bilancio del debitore.

Per fornire un esempio banale di questo principio, la vita privata del debitore o le sue scelte in fatto di abbigliamento di solito hanno un impatto trascurabile sul rendimento percepibile dall'investitore, ma hanno un'importanza notevole per il debitore; ci aspetteremmo quindi che gli investitori non abbiano diritti di controllo al riguardo. In modo analogo, la scelta dei collaboratori più stretti da parte dei massimi dirigenti di un'impresa spesso esercita un'influenza sulla vita di questi ultimi molto maggiore di quella che ha sulla remunerazione degli investitori; ci aspetteremmo quindi notevoli gradi di libertà nella scelta dei collaboratori, tranne che in quelle situazioni in cui questa scelta dovesse avere conseguenze sostanziali sui risultati rilevanti per l'investitore e in cui lo stato patrimoniale dell'impresa non sia molto solido (e in effetti gli investitori in *venture ca-*

pital possono imporre agli imprenditori che avviano una nuova impresa di assumere collaboratori specializzati nel campo di attività dell'impresa stessa). Al contrario, non ci si aspetterebbe che i debitori abbiano ampi diritti formali⁷³ di controllo in tema di investimenti a lungo termine, di politiche di distribuzione degli utili, di gestione del rischio, o di struttura della retribuzione dei dirigenti.

Questo ci porta al principio successivo, egualmente intuitivo, riguardante l'evoluzione temporale del controllo. Può essere utile ora considerare la sequenza temporale schematica spesso utilizzata in economia finanziaria (si veda la figura 5).

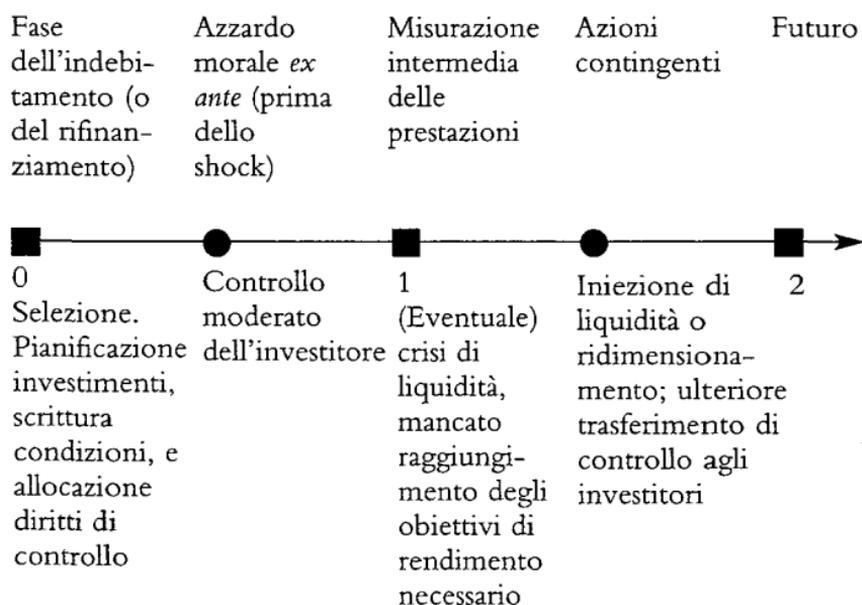


Figura 5

Come mostra la figura 5, l'ammontare del finanziamento e le condizioni a esso relative non dovrebbero essere fissati una volta per tutte nella fase iniziale del finanziamento; piuttosto, dovrebbero evolvere con l'informazione che viene via via accumulata. Nella ideale sequenza temporale si identifica una fase intermedia, nella quale si acquisisce una qualche informazione sulla prestazione dell'impresa (profitto a breve termine, bisogni di liquidità, ...). C'è un problema di azzardo morale del debitore (con la possibilità di sprecare il denaro dell'investitore) sia prima sia dopo la fase intermedia.

La "fase zero" è la fase iniziale del finanziamento (più avanti nella trattazione, ne daremo una definizione alternativa, considerando il caso in cui la fase zero sia preceduta da accordi finanziari e comporti una rinegoziazione di tali accordi). Nella fase zero gli investitori hanno una valutazione della solidità della situazione patrimoniale del debitore e insieme con quest'ultimo elaborano piani finanziari e di investimento, fissano le condizioni del finanziamento e stabiliscono i criteri per l'attribuzione dei diritti di controllo. La fase uno è una fase intermedia di valutazione della prestazione, nella quale si acquisisce l'informazione relativa all'efficienza gestionale fino ad allora mostrata. La prestazione che viene considerata può riguardare i guadagni correnti o le prospettive future. In questa fase, e in conformità con il piano originario delineato nella fase zero, il ri-finanziamento, il reinvestimento e l'allocazione dei flussi di

cassa e dei diritti di controllo sono riconsiderati. Infine, la fase due è un modo sintetico per riferirsi agli sviluppi futuri.

PRINCIPIO 4 (condizionalità): l'attribuzione del flusso dei rendimenti, della liquidità e dei diritti di controllo dovrebbe essere condizionata agli sviluppi osservabili nel bilancio del debitore.

La condizionalità obbedisce alla semplice logica degli incentivi, analoga a quella del bastone e della carota. Mentre dare in pegno la casa di famiglia aumenta il reddito impegnabile, darla in pegno solo in caso di inadempienza del debitore aumenta gli incentivi per quest'ultimo a evitare l'insolvenza. Impegnare la casa in modo non condizionato (ossia, venderla di fatto a termine) contribuisce maggiormente a generare reddito impegnabile, senza tuttavia modificare la struttura degli incentivi, perché i creditori ricevrebbero l'immobile in tutti i casi e non solo in caso di insolvenza: il pegno non fornirebbe alcun incentivo a migliorare la prestazione dell'investimento. Di conseguenza, considerazioni legate al problema di agenzia spesso impongono che il trasferimento del bene impegnato sia condizionato alla prestazione del debitore.

Nel caso dei diritti di controllo, la condizionalità torna utile per un altro obiettivo, oltre a quello di originare incentivi *ex ante*. Essa riflette anche il fatto che gli incentivi

per il comportamento scorretto *ex post* del debitore sono più elevati tanto più debole risulta essere il suo bilancio nella fase intermedia. Un debitore che resti in possesso di un pacchetto azionario esiguo nella propria impresa ha l'incentivo, in condizioni di difficoltà, o a lasciare che il deterioramento prosegua senza intervenire o a intraprendere azioni molto rischiose nel tentativo di riprendersi. Pertanto, la difesa degli investitori diviene più importante quando il bilancio si è deteriorato. Il principio di un trasferimento condizionato dei diritti di controllo obbedisce dunque a una doppia motivazione.

Il principio di condizionalità è ben illustrato dall'analisi di Kaplan e Strömberg (1999) sugli accordi di finanziamento per imprese innovative. Essi mostrano che l'allocatione dei diritti sui flussi di cassa e dei diritti di controllo e la disponibilità di finanziamenti sono condizionati, dal punto di vista contrattuale, a misurazioni oggettive dei risultati finanziari e non finanziari: i rendimenti al netto degli interessi e delle tasse, la ricchezza netta, il completamento del piano aziendale, l'approvazione di brevetti, il prezzo di vendita dei titoli, la funzionalità produttiva o il completamento di un'alleanza strategica. Ciò che è di particolare interesse per la nostra discussione sui diritti di controllo (qui misurati attraverso i diritti di voto, i diritti connessi con la partecipazione al consiglio di amministrazione e i diritti di liquidazione – ossia il diritto a obbligare la società a ripagare, per esempio, i fondi investiti in capitali di

rischio o a liquidare) è il fatto che l'investitore in questo tipo di accordi ottiene il controllo completo se la società registra risultati deludenti; per contro, l'imprenditore mantiene un maggiore controllo se la società consegue buoni risultati, dato che l'investitore trattiene i diritti sui flussi di cassa ma rinuncia a quelli di controllo⁷⁴.

L'elemento chiave di tali accordi è il trasferimento condizionato dei diritti di controllo. Negli accordi di finanziamento di imprese innovative, gli investitori generalmente detengono all'inizio ampi diritti di controllo, ai quali rinunciano in caso di buoni risultati gestionali. Per contro, e in linea con quanto trattato precedentemente, nel caso di debitori che possono vantare una solida posizione patrimoniale, l'evoluzione che si tenderà a osservare è più probabilmente quella che inizia con l'attribuzione di una quota modesta dei diritti di controllo all'investitore, che aumenta sensibilmente nel caso di risultati gestionali insoddisfacenti (fig. 5). In effetti, uno schema diverso, ma tuttavia simile, è da osservarsi nelle società per le quali l'insolvenza nei confronti di un creditore o la violazione di altre clausole contrattuali fa scattare lo spostamento del controllo dagli azionisti ai creditori. Tale spostamento influisce in maniera avversa sulla società, dato che i diritti sui flussi di cassa da parte dei creditori rendono questi ultimi molto più conservatori nella gestione e nelle politiche di investimento rispetto agli azionisti.

Da ultimo, l'utilizzo della terminologia ("condiziona-

lità”) è motivato dall’interpretazione alternativa della fig. 5. Come notato in precedenza, si può anche pensare alla fase zero come a un periodo di ristrutturazione, in cui i debiti precedenti della società vengono rinegoziati. Condizionalità, per esempio, può significare che il rinnovo del credito o le iniezioni di capitale sono condizionate al raggiungimento di obiettivi formulati in termini di risultati di breve o medio termine.

PRINCIPIO 5 (vincolo di bilancio “aggiustabile”): l’accordo contrattuale ottimale tra debitore e finanziatore potrebbe risultare non coerente dal punto di vista temporale. Al fine di fornire incentivi *ex ante* al debitore, le due parti potrebbero accordarsi su condizioni particolarmente severe imposte al debitore nel caso di risultati insoddisfacenti; qualora questa eventualità dovesse realizzarsi, le due parti potrebbero poi scegliere di non applicare *ex post* le condizioni stabilite dal contratto.

Per esempio, e con riferimento alla sequenza temporale rappresentata nella fig. 5, immaginiamo che la misura della prestazione dell’impresa nella fase uno sia il profitto, e che questo dipenda in misura determinante dal comportamento del debitore nella fase zero. Sarebbe ottimale per il debitore e per l’investitore accordarsi per liquidare le attività alla fase uno nel caso di risultati insoddisfacenti osservati a quello stadio, e ciò al fine di fare pressione sul debitore. Ma

supponiamo che le attività dell'impresa nella fase uno abbiano un valore maggiore se l'impresa continua a operare, nel senso che il profitto di cui l'investitore potrà in seguito appropriarsi (che, è opportuno ricordarlo, è inferiore al valore totale della prosecuzione dell'operazione, poiché esso non include quella parte di reddito trattenuta dagli "interni" all'impresa) eccede il valore di liquidazione delle attività, e supponiamo inoltre che l'attività del debitore sia indispensabile affinché l'impresa continui a operare. In queste circostanze la minaccia di liquidazione delle attività non è credibile, dato che il passato è passato e che sia il debitore che gli investitori vorranno rinegoziare il loro accordo iniziale con reciproco vantaggio in caso di risultati insoddisfacenti. L'aspettativa di tale rinegoziazione, tuttavia, indebolisce gli incentivi *ex ante*.

PRINCIPIO 6 (gestione della liquidità e del rischio): la base logica per la gestione di liquidità e rischio è la possibilità di essere esposti in futuro al razionamento del credito. Il debitore trae beneficio dall'impegno ad assicurarsi parzialmente, sebbene non necessariamente in modo completo, contro il rischio di razionamento del credito.

Le imprese e le banche hanno diversi modi per accumulare liquidità. Esse detengono attività liquide, quali titoli di Stato, oppure obbligazioni "sicure" emesse dal settore privato. Si procurano inoltre linee di credito presso le isti-

tuzioni finanziarie. Questa liquidità non viene concessa gratuitamente. Le obbligazioni altamente liquide e i titoli di Stato danno rendimenti modesti e le linee di credito comportano costi diversi (provvigioni, saldi compensativi). Il solo fatto che imprese e banche siano pronte a impegnarsi in tal senso e a sostenere costi per garantirsi il finanziamento futuro prova con chiarezza che esse dubitano che una strategia di finanziamento del tipo “aspetta e spera”, consistente nell’emissione di nuovi titoli quando sorge il bisogno di rifinanziamento, sia in grado di fornire i capitali sufficienti. Vale a dire, le imprese e le banche acquistano, a un costo non trascurabile, un’assicurazione contro l’eventualità di un futuro razionamento del credito.

La gestione del rischio obbedisce alla stessa logica. Mentre l’accumulo di liquidità ha come scopo l’incremento del *livello* della disponibilità dei fondi futuri, la gestione del rischio riguarda la riduzione della *variabilità* di tali fondi. La semplice giustificazione della gestione del rischio è quella di porre al riparo le decisioni operative e di reinvestimento di banche o imprese da rischi che esse non possono controllare: fluttuazioni dei cambi, rischio di tasso d’interesse, morte di un dipendente che svolge funzioni essenziali, e così via⁷⁵.

Sebbene una qualche copertura assicurativa sia desiderabile, una copertura totale può non esserlo, almeno per due ragioni⁷⁶. In primo luogo, l’assicurazione in genere porta con sé fenomeni di azzardo morale: disporre di un’assicura-

zione contro, per esempio, le fluttuazioni dei profitti a breve termine e la concomitante minaccia di restrizioni creditizie non pongono problemi se tali fluttuazioni sono dovute a eventi non controllabili dall'impresa (per esempio, di natura macroeconomica); possono porre invece problemi se le predette fluttuazioni dipendono in larga misura da scelte manageriali. In secondo luogo, assicurarsi direttamente contro shock alle politiche di reinvestimento (in alternativa ad assicurarsi contro la variabilità dei ricavi destinati a coprire quegli shock) è particolarmente costoso in una situazione di restrizione creditizia. Nella misura in cui il debitore ha impegnato le proprie risorse nella fase iniziale, un rifinanziamento futuro è sempre a carico, in un modo o nell'altro, degli investitori. Questi ultimi chiederanno quindi se esiste un reddito impegnabile in misura sufficiente per sostenere un rifinanziamento di dimensioni elevate⁷⁷.

Concludiamo questa rassegna molto selettiva con la discussione di un altro tema, che ha un'importante controparte nel contesto internazionale: la molteplicità degli investitori e la possibilità che si manifestino tra loro fenomeni di esternalità. La molteplicità di crediti e di creditori nelle aziende dà luogo a un potenziale problema di agenzia comune, in cui i fornitori di fondi a un'impresa possono non internalizzare le esternalità che il loro prestito impone sugli altri fornitori di fondi. Cioè, gli investitori – considerati individualmente – non hanno incentivi a tenere conto dell'impatto del loro rapporto di prestito (livello e struttura

dell'investimento, monitoraggio, esercizio dei diritti di controllo) sulla remunerazione degli altri investitori. Tali esternalità esistono anche se tutti gli investitori hanno, nei confronti dell'impresa, diritti di natura simile; quando i diritti sono differenziati sorgono nuovi problemi.

La figura 6 riassume le potenziali inefficienze che possono verificarsi in una situazione caratterizzata da un problema di agenzia comune e le risposte istituzionali che sono state escogitate per affrontare i vari problemi. Vale la pena sottolineare ancora una volta che mentre il centro dell'analisi verte sul danno arrecato da investitori individuali ad altri investitori, tale danno è in definitiva sopportato dal

Problema	Esternalità in fase di contrattazione	Azione collettiva	Eterogeneità
Potenziale inefficienza	Livello e struttura del prestito inefficiente	Insuccesso nel monitorare le clausole e il loro rispetto; mancato intervento	Esternalità nel prendere decisioni
Risposta istituzionale	Trasparenza (nel e fuori dal) bilancio, limiti al ricorso all'indebitamento e diritti di prelazione nei crediti	Rappresentanza	Clausole contrattuali, disegno degli strumenti finanziari, ambito legale

Figura 6. *Agenzia comune*

debitore, che deve concedere in cambio migliori condizioni agli investitori e può perfino perdere l'accesso al mercato dei capitali se non riesce a trovare risposte soddisfacenti.

Esternalità in fase di contrattazione. Il primo tipo di esternalità tra gli investitori può denominarsi "esternalità in fase di contrattazione". Per capire meglio può essere utile un'analogia con il mercato delle assicurazioni. È noto sia agli assicuratori sia agli economisti teorici (a partire da Pauly nel 1974) che la proibizione dell'esclusività nei contratti di assicurazione porta alla sovrassicurazione e quindi a misure insufficienti di prevenzione da parte dell'assicurato (che naturalmente finisce col pagare premi più elevati e in definitiva ci rimette). Quando una compagnia di assicurazione concede all'assicurato un po' più di assicurazione al margine, le due parti non internalizzano l'esternalità negativa (minore sforzo da parte dell'assicurato) esercitata sugli altri assicuratori⁷⁸.

Analogamente, lo specifico disegno contrattuale (alla fase zero nella figura 5) tra un investitore o un gruppo di investitori di solito influisce sulle remunerazioni degli altri soggetti che hanno investito nell'impresa. Si consideri, per esempio, la possibilità che il debitore sfrutti la dispersione tra gli investitori per indebitarsi "troppo". Intuitivamente, l'eccesso di indebitamento, o l'equivalente eccesso di finanziamento, non possono manifestarsi se ciascun investitore può verificare che il debitore non integri il credito ricevuto vendendo nuovi titoli ad altri investitori. La più

grande minaccia per la possibilità di incassare il proprio titolo di credito, naturalmente, è l'emissione da parte del debitore di nuovi titoli con un diritto di prelazione uguale o addirittura superiore⁷⁹, o che abbiano una scadenza più ravvicinata. Ma anche i crediti con minore diritto di prelazione rispetto a quelli già esistenti costituiscono una minaccia per questi ultimi, in quanto diminuiscono gli incentivi del debitore e lo spingono dunque a prestare minore attenzione alla propria attività imprenditoriale o a trarne benefici personali. Le esternalità contrattuali possono anche portare a una inefficiente *struttura* del finanziamento. La coppia debitore-investitore non internalizza il beneficio determinato da un allungamento della scadenza dei rimborsi per i detentori di crediti a lungo termine nei confronti dell'impresa. Ciò può avere come risultato un debito troppo spostato sul breve termine, che esaurisce la liquidità dell'impresa e mette a repentaglio gli investimenti a lungo termine.

In pratica, buona parte dell'eccessivo indebitamento viene eliminata mediante due caratteristiche contrattuali: clausole che impongono limiti all'emissione di titoli con diritto di prelazione uguale o maggiore oppure, più in generale, all'indebitamento complessivo⁸⁰; clausole di accelerazione che fanno maturare crediti a lungo termine in caso di inadempienza di crediti a scadenza più breve. Le clausole contrattuali non eliminano completamente l'eccesso di finanziamento, ma ne riducono sensibilmente la portata.

Azione collettiva. Anche i detentori di titoli di una stessa categoria generano esternalità reciproche, indipendentemente dal livello e dalla struttura dell'indebitamento. Se essi sono numerosi, nessuno di loro è incentivato a partecipare alla fase di disegno dell'accordo di finanziamento⁸¹, né al successivo controllo dell'impresa e all'esercizio delle opportunità di controllo disponibili per la categoria di titoli considerata. Questo problema può per esempio rivelarsi particolarmente acuto per l'azionariato diffuso e, in caso di crisi, per una vasta platea di detentori di obbligazioni o per i depositanti bancari.

Come nel caso di esternalità contrattuali, si sono sviluppate nel tempo istituzioni in grado di far fronte in maniera migliore al problema di *free riding* che emerge in casi di azione collettiva. Questo problema è stato affrontato in diversi modi. In caso di obbligazioni emesse da imprese, il problema dell'azione collettiva diminuisce nella misura in cui esse sono altamente "sicure" (il loro valore è in questo caso solo lievemente influenzato dall'effettiva prestazione dell'impresa). Tuttavia, anche nel caso di obbligazioni "sicure" si può porre un problema di inadempienza e sono stati ideati due istituti al fine di ridurre i costi di transazione associati alla rinegoziazione delle obbligazioni: le offerte di cambio, che permettono alla direzione dell'impresa di progettare una soluzione (di solito una conversione di crediti in partecipazioni azionarie) che deve essere approvata da una maggioranza qualificata di obbligazionisti; l'obbligazio-

zionista fiduciario, che rappresenti tutti gli obbligazionisti nelle rinegoziazioni. Passando a un tipo di rappresentanza degli interessi degli investitori caratterizzata da una maggiore "intensità informativa", menzioniamo: le autorità di regolamentazione prudenziale, con il compito di proteggere la platea dei depositanti bancari e degli assicurati; le istituzioni a cui viene delegato il controllo da parte degli azionisti: investitori principali (il grosso azionista, l'investitore in *venture capital*, il finanziatore specializzato in acquisizioni con capitale di prestito), consigli di amministrazione e controllo del mercato dei capitali (*proxy fights* e acquisizioni di controllo).

Eterogeneità dei crediti. Diversi detentori di titoli hanno interessi diversi, semplicemente perché vantano diritti diversi nei confronti dell'impresa. Un ben noto esempio è l'antagonismo fra gli azionisti, i quali sono interessati al potenziale reddituale e ad alcune forme di assunzione del rischio, e gli obbligazionisti, i cui incentivi li rendono più conservatori e che si preoccupano del valore delle garanzie collaterali di cui verrebbero in possesso in caso di inadempienza⁸².

Il problema che nasce dalla eterogeneità dei crediti è stato esaminato e risolto in vari modi: clausole contrattuali (come nel caso di clausole che limitano la distribuzione dei dividendi o l'accumulo dei debiti da parte degli azionisti) congiunte alla trasparenza di informazioni dettagliate sul

bilancio e sulle attività fuori bilancio della società; assetto normativo (come nel caso della protezione degli azionisti di minoranza); vari istituti (come le procedure fallimentari) relativi alla rinegoziazione in caso di crisi.

PRINCIPIO 7 (come affrontare problemi di agenzia comune): le esternalità derivanti dalla presenza di problemi di agenzia comune sono pervasive nell'indebitamento delle imprese. Varie risposte istituzionali, come trasparenza, disegno degli strumenti finanziari, rappresentanza, sono state introdotte per far fronte efficacemente, anche se non perfettamente, ai problemi relativi alle esternalità contrattuali, all'azione collettiva e alla eterogeneità dei crediti.

L'offerta di liquidità in ambito nazionale

Discuteremo più avanti nel testo l'esigenza di un prestatore internazionale di ultima istanza⁸³. Per seguire tale discussione occorrono alcune informazioni generali sul fondamento logico dell'offerta di liquidità a livello nazionale.

Le imprese e le istituzioni finanziarie, per avere una ragionevole probabilità di essere in grado di far fronte alle esigenze di liquidità, possono detenere titoli presso altre imprese e altre istituzioni finanziarie, da rivendere in caso di necessità. La liquidità creata nell'ambito del settore privato è denominata "liquidità interna". È intuitivo, ed è stato confermato dall'analisi teorica⁸⁴, che la "liquidità inter-

na” è sufficiente⁸⁵ a soddisfare le esigenze del settore privato quando:

a) le crisi affrontate dal settore privato siano indipendenti;

b) la “liquidità interna” sia adeguatamente allocata all’interno del settore privato.

In assenza di shock aggregati al sistema economico (condizione di cui al punto “a”), eventi favorevoli e sfavorevoli tendono a compensarsi e non occorre che l’assicurazione provenga dall’esterno del settore privato, purché le possibilità di assicurazione reciproca siano adeguatamente sfruttate (condizione di cui al punto “b”). Quest’ultima condizione suggerisce l’opportunità di mettere in comune la liquidità complessiva al livello di intermediari finanziari, poiché una scelta di gestione “autarchica” dei fabbisogni di liquidità da parte di ciascuna impresa lascerebbe con un eccesso di liquidità⁸⁶ quelle fortunate (senza esigenza di liquidità) e quindi creerebbe uno spreco di liquidità aggregata. La “liquidità interna” si rivela sufficiente in assenza di shock aggregati per la stessa ragione per cui, per esempio, il rischio di incidente o di incendio può essere coperto attraverso l’assicurazione automobilistica o contro gli incendi⁸⁷.

In presenza di shock aggregati, tuttavia, il settore privato deve ricercare assicurazione esterna. Opportunità di assicurazioni esterne possono essere offerte dall’esistenza di *liquidità esterna nazionale* fornita dallo Stato oppure da *liquidità esterna estera* fornita dal resto del mondo.

Questo paragrafo analizza il primo tipo di liquidità esterna, rinviando la disamina dell'altro al capitolo VI. È comunque necessario fare una precisazione per rendersi conto dell'importanza della liquidità esterna nazionale, anche per un paese che abbia scelto di liberalizzare completamente i movimenti di capitali e che abbia quindi accesso alla liquidità esterna dall'estero. Le argomentazioni potranno apparire al lettore, in questa fase, un po' ellittiche, ma saranno chiarite nei prossimi due capitoli. Si potrebbe credere che, purché gli shock aggregati a livello mondiale siano relativamente modesti, il settore privato di un paese possa ottenere tutta la liquidità necessaria sui mercati finanziari internazionali. Per esempio, le banche thailandesi possono acquistare obbligazioni del Tesoro degli Stati Uniti, un portafoglio rappresentativo dell'indice S&P 500, o procurarsi una linea di credito presso un consorzio di grandi banche internazionali per potersi assicurare da shock che siano specifici di un singolo paese. In realtà, come vedremo, la possibilità di contrarre queste forme di assicurazione estera è limitata. L'indebitamento totale estero, tra le cui componenti rientra la provvista di liquidità, è limitato dall'entità delle garanzie collaterali del paese che hanno valore nel contesto internazionale. L'acquisto di obbligazioni del Tesoro degli Stati Uniti comporta un indebitamento estero che si pone come sostitutivo di un indebitamento (sempre sull'estero) destinato a investimenti produttivi, se i finanziatori esteri si attendono perdite di denaro in caso di

shock (ossia, se i titoli sono in effetti utilizzati come uno strumento di assicurazione). Un analogo ragionamento è possibile per le linee di credito internazionali. Inoltre, non è chiaro se sia auspicabile una situazione in cui gli investitori esteri assicurino totalmente un paese contro i suoi shock macroeconomici. La liquidità internazionale fa ricadere sugli investitori esteri una parte dei costi relativi alla soluzione della crisi causata da shock macroeconomici avversi, e pertanto crea azzardo morale per il governo nella misura in cui questo non ne internalizzi completamente gli interessi, e sia quindi più propenso a evitare il costo di mettere in pratica quelle precauzioni che renderebbero meno probabile il verificarsi di shock avversi.

Noi, pertanto, condividiamo l'opinione diffusa tra banchieri e finanziari secondo cui la liquidità esterna nazionale è importante. La fonte di tale liquidità è lo Stato. Lo Stato ha un ruolo unico nella provvista di liquidità, per esempio⁸⁸ attraverso la fornitura di una assicurazione dei depositi con premi non indicizzati, sportelli di sconto, requisiti di adeguatezza patrimoniale indicizzati, politica monetaria anticiclica, sistemi pubblici di previdenza e assistenza sociale o assicurazione implicita di fondi pensione privati, assicurazione contro la disoccupazione e gestione del debito pubblico.

Come sempre, un'analisi dell'intervento dello Stato deve partire dalla domanda di fondo: che cosa può fare lo Stato che il settore privato non possa, o non voglia fare? La nostra argomentazione principale si basa sull'impossibilità

dei consumatori/investitori di fornire sufficiente assicurazione direttamente al settore privato. Il reddito impegnabile da parte dei consumatori è relativamente basso rispetto al loro reddito totale, perché essi non possono dare in pegno il loro capitale umano futuro. Tale impossibilità deriva da numerosi fattori: vincoli legali, costi di transazione, possibilità di trasferire all'estero o di nascondere le risorse, e (per le generazioni future) impossibilità di contrattare. Qualunque sia la ragione, il fatto è che i consumatori non offrono linee di credito (non garantite) alle imprese⁸⁹.

A nostro parere, il ruolo dello Stato nella fornitura di liquidità aggregata (e più in generale nella vita economica) scaturisce dai suoi *unici diritti di controllo*. Tali diritti comprendono il potere di monopolio, tra l'altro, sulla tassazione delle persone fisiche e giuridiche, sulla vigilanza prudenziale, sulla politica monetaria, sull'imposizione del rispetto di leggi a tutela della concorrenza, sul sistema giuridico, sui regolamenti del mercato del lavoro, sulla politica del tasso di cambio della banca centrale.

Pur concentrandoci sulle implicazioni del primo tra questi diritti di controllo, che è alla base di aspetti (determinanti essenziali dell'offerta di liquidità) quali la funzione del prestatore di ultima istanza, l'assicurazione pubblica dei depositi, l'assicurazione pubblica contro la disoccupazione, il sistema previdenziale pubblico e la fornitura di titoli di Stato sicuri, non dobbiamo dimenticare che molti altri diritti di controllo esercitati dal governo influenzano la liquidità aggregata.

Attraverso la scelta di requisiti di adeguatezza patrimoniale, di requisiti di liquidità, di autorizzazioni e di interventi coercitivi, gli organi di vigilanza prudenziale influiscono sulla ripartizione del rischio tra i depositanti (in assenza di assicurazione pubblica dei depositi) o i contribuenti (in presenza di assicurazione pubblica dei depositi) da un lato, e le banche e quindi, più in generale, il settore delle imprese dall'altro. Per esempio, la possibilità che si allentino i requisiti in periodi di crisi riduce la domanda di liquidità da parte delle banche. Analogamente avviene per i premi di assicurazione dei depositi, che non sono indicizzati alla salute economica delle banche: un andamento non correlato con il ciclo dei premi di assicurazione dei depositi assicura le banche contro tassi di interesse elevati e una contrazione dei depositi a seguito di shock bancari negativi.

Il sistema giuridico influisce sulla liquidità in vari modi. In un contesto in cui siano più articolati e specifici i meccanismi di controllo delle imprese aumenta il loro reddito impegnabile e, per un dato livello di investimenti, consente loro di ottenere maggiori finanziamenti tramite l'emissione di nuove *tranches* di titoli già quotati. Procedure fallimentari efficienti hanno un effetto analogo. Naturalmente, va adottata una certa cautela in tale contesto, in quanto gli stessi fattori consentono anche maggiori livelli di investimento e quindi maggiore fabbisogno di liquidità. La regolamentazione del mercato del lavoro influenza la ripartizione del rischio tra i lavoratori e le imprese.

Il potere dello Stato di sottoporre i consumatori a tassazione implica che esso può far sì che sia impegnabile parte del reddito delle generazioni presenti e future. Ciò comporta che l'equivalenza ricardiana - la neutralità della politica fiscale e del debito da parte dello Stato - non regge; lo Stato può aiutare i consumatori e le imprese a sfruttare le reciproche opportunità di assicurazione: *il settore delle imprese può vantare crediti contingenti espliciti o impliciti nei confronti del governo; questo, a sua volta, li vanta nei confronti dei consumatori*. In altre parole, il potere unico dello Stato di sottoporre i consumatori a tassazione lo rende un intermediario nella provvista di liquidità.

La liquidità esterna è simile a un'opzione: il settore delle imprese non ne ha bisogno finché tutto va bene, ma ne percepisce il valore in caso di shock macroeconomici avversi. Pertanto, sembra naturale rendere contingente almeno parte della provvista pubblica di liquidità. Sebbene, generalmente, le cedole sulle obbligazioni di Stato non siano indicizzate alla salute economica delle imprese, altre politiche pubbliche in pratica fanno sì che la provvista di liquidità sia condizionata al verificarsi di determinati eventi:

- politiche monetarie accomodanti, che abbassino i tassi di interesse in fase di recessione, aumentano il valore delle obbligazioni non scadute e quindi la ricchezza dei loro possessori. Le tradizionali politiche monetarie anticicliche sembrano così determinare, in qualche misura,

una provvista di liquidità contingente. Ma, in tale contesto, dobbiamo riconoscere i limiti della loro efficacia: la politica monetaria ha il suo massimo impatto sui tassi a breve termine, mentre ha un'influenza minore sui prezzi delle obbligazioni a lungo termine;

- tolleranza nella condotta dell'attività di vigilanza, sportelli di sconto e premi non ciclici sulle assicurazioni pubbliche dei depositi sono tutti fattori che in caso di necessità forniscono liquidità alle banche;
- contributi previdenziali prociclici, assicurazione pubblica contro la disoccupazione e misure simili forniscono all'occorrenza liquidità alle imprese.

Le obbligazioni di Stato possono migliorare l'efficienza economica fornendo liquidità al settore delle imprese. In particolare, esse contano sul potere dello Stato di sottoporre a tassazione il reddito personale per consentire ai consumatori, indirettamente e credibilmente, di offrire liquidità al settore societario.

Sulla base di queste considerazioni si è tentati di interpretare il venir meno, negli USA dei primi anni novanta, del cosiddetto *equity premium puzzle* come conseguenza (non intenzionale) degli ampi disavanzi pubblici degli anni ottanta. Il cospicuo aumento di emissioni di obbligazioni del Tesoro degli Stati Uniti ha ridotto il premio di liquidità associato alle obbligazioni, avvicinando così il rendimento obbligazionario a quello azionario⁹⁰.

Non è tuttavia necessariamente vero che il debito pubblico accresca la liquidità aggregata. Tutto dipende dall'incidenza attesa del corrispondente onere fiscale. Per capire questa affermazione, va ricordato che il meccanismo di provvista di liquidità attraverso l'emissione di obbligazioni del Tesoro poggia su un futuro trasferimento di ricchezza tra consumatori e imprese. Se, invece, gli operatori economici anticipassero che il Tesoro ripagherà le proprie obbligazioni per il tramite di imposte al settore delle imprese, non si avrebbe più creazione di liquidità. La liquidità esterna viene allora creata a spese del valore del settore societario e quindi della liquidità interna⁹¹.

CAPITOLO V

IDENTIFICAZIONE DEL FALLIMENTO DEL MERCATO: I PAESI SONO DEBITORI ORDINARI?

Le proposte esaminate nel capitolo II sono trasposizioni dirette dei principi basilari di adeguatezza patrimoniale, di gestione della liquidità e del rischio e di governo dell'impresa per le società e per le istituzioni finanziarie. Eppure, se spesso si identificano i paesi con imprese, di cui dovrebbero condividere i principi di governo e di finanziamento, altrettanto spesso si dichiara che essi hanno caratteristiche proprie che li rendono in qualche modo diversi. In questo capitolo saranno valutate tali obiezioni e verranno delineate le premesse del mio punto di vista. Pur condividendo l'opinione che i paesi sono diversi, a sostegno di tale affermazione presenterò ragioni differenti da quelle solitamente addotte.

L'analogia e alcune potenziali differenze

I paesi sono, per molti aspetti, simili a debitori ordinari. Mancando delle risorse necessarie per finanziare progetti con un valore attuale netto (VAN) elevato, si trovano co-

stretti a contrarre prestiti all'estero. I concetti di "afflussi di capitale" e di "investitori esteri" corrispondono a quelli di "approvvigionamento esterno" e di "finanziatori" della finanza aziendale. Come nel caso del finanziamento dell'impresa, esiste un divario tra il VAN dei progetti e il reddito che può essere offerto in garanzia agli investitori esteri (il reddito impegnabile). Gli investitori potrebbero, cioè, non essere in grado di mettere le mani su tutti i proventi dei loro investimenti.

La ragione, in parte, è la stessa delle imprese: gli "interni" godono di benefici privati, e in aggiunta devono ricevere adeguati incentivi per "comportarsi bene". Per un'altra parte, tuttavia, è specifica al contesto internazionale: gli investimenti finanziati dagli stranieri vengono utilizzati per produrre sia beni oggetto di scambio internazionale (beni commerciabili), sia beni che non sono invece oggetto di scambio internazionale (beni non commerciabili), e poiché per definizione gli stranieri non hanno domanda di beni non commerciabili, tali beni rappresentano un reddito non impegnabile a vantaggio degli stranieri, una specie di "beneficio privato" automaticamente goduto dal paese in questione. Più precisamente, il singolo debitore può sempre offrire in garanzia parte dei suoi beni non commerciabili ai finanziatori esteri, ma questi devono scambiarli con altrettanti beni commerciabili (con un linguaggio poco preciso, possiamo dire che i finanziatori esteri devono convertire la valuta nazionale in dollari); ed è a questo punto che il vin-

colo aggregato diventa cogente. In generale i residenti detengono un ammontare limitato di risorse commerciabili non vincolate, da poter scambiare con beni non commerciabili. La capacità di un paese di contrarre prestiti è pertanto limitata non solo dai problemi di agenzia tipicamente incontrati anche dai debitori nazionali, ma anche dalla misura del suo “collaterale internazionale”⁹².

I paesi sono anche esposti a shock reali (prezzi delle materie prime, prezzo del petrolio, svalutazioni competitive, recessioni di importanti partner commerciali, e così via) proprio come le imprese. Tutto ciò suggerisce che una semplice ridenominazione delle variabili permette l'applicazione alla finanza internazionale di principi standard della finanza d'impresa. E fin qui, nessun problema.

Tuttavia, questa semplice, e forse semplicistica analogia, ha suscitato un certo numero di obiezioni.

- È molto più facile che passi impunita l'insolvenza di un governo rispetto al proprio debito estero, o quella del settore privato derivante da congelamenti imposti dal governo, piuttosto che l'insolvenza di un debitore ordinario. L'assenza di un tribunale internazionale per le procedure fallimentari con ampi poteri coercitivi implica la mancanza, per i paesi, di una parte di quei meccanismi a tutela del mantenimento degli impegni che agiscono invece nei confronti dei debitori ordinari. È utile, a tale riguardo, ricordare la distinzione tipica tra “capacità di pagare” e “disponibilità a pagare”. Il vincolo di

natura politica solitamente diventa cogente prima che si raggiunga il vincolo di natura tecnica (la capacità materiale di effettuare il rimborso)⁹³.

Certo, la comunità internazionale può imporre a un paese inadempiente una serie di sanzioni. Come sostenuto da Bulow e Rogoff (1988, 1989), i paesi inadempienti potrebbero trovarsi di fronte a sanzioni finanziarie, vale a dire al congelamento di attività finanziarie e reali detenute all'estero (per esempio, i conti bancari potrebbero essere bloccati e gli aerei sequestrati). Soprattutto, essi possono trovarsi di fronte a sanzioni giuridiche e commerciali, quali la perdita del beneficio di potersi avvalere della legge internazionale⁹⁴.

Tali sanzioni incontrano due ostacoli. In primo luogo, esse influenzano in maniera diversa i diversi soggetti che le impongono. Per esempio, i paesi con forti legami commerciali o politici con il paese inadempiente potrebbero non acconsentire a tali sanzioni. Inoltre, e a meno che un'organizzazione centralizzata, quale l'Organizzazione mondiale del commercio (OMC), non riesca a imporre sanzioni a quei paesi che non puniscono il paese inadempiente, l'applicazione delle sanzioni incontra i problemi usuali legati alla tendenza al *free riding*. In secondo luogo, tali sanzioni sono per lo più inefficienti (confrontate con un puro e semplice trasferimento di ricchezza dal paese inadempiente ad altri). Esiste pertanto un forte incentivo a rinegoziarle,

una volta che il paese sia divenuto inadempiente. In altre parole, anche qualora si disponesse di meccanismi coercitivi per applicare le sanzioni, queste potrebbero mancare di “credibilità intertemporale” e ciò spiega, in parte, perché non osserviamo lunghi periodi di punizione dopo che un paese sia divenuto inadempiente nel proprio debito estero.

- Gli investitori non possono sostituire i dirigenti dell'impresa insolvente: i paesi sono sovrani e quindi i creditori esteri non possono estromettere i governi che non abbiano difeso i loro interessi.
- Non esiste un prestatore internazionale di ultima istanza (PIUI) in grado di emettere base monetaria.

Tali argomentazioni, per quanto corrette, sembrano di per sé irrilevanti. Relativamente alle prime due, e a qualunque altra basata sul concetto che in un contesto internazionale il reddito impegnabile è basso e gli incentivi sono difficili da determinare, bisogna ricordare che nel contesto nazionale c'è un'ampia varietà di debitori. Alcuni, in verità, hanno situazioni patrimoniali solide. Altri, quali le imprese appena avviate e che operano in settori tecnologicamente avanzati, hanno invece situazioni patrimoniali più deboli: nessun capitale azionario iniziale, nessuna garanzia collaterale e nessun reddito garantito da impegnare a favore degli investitori; inoltre, sebbene l'investitore possa avere il diritto di disfarsi dell'imprenditore, quest'ultimo può trovarsi in posizione così forte all'interno dell'impresa (o il

suo apporto può essere indispensabile) da far ritenere il licenziamento un'opzione non realistica. Con ciò, non intendo naturalmente sostenere che i paesi sono come imprese appena avviate. Non lo sono. Piuttosto, la lezione da trarre dalla finanza d'impresa è che “la stessa misura non calza per tutti”, e che le stesse premesse comuni danno luogo a un'ampia gamma di accordi finanziari qualitativamente simili ma quantitativamente molto diversi. Il fatto che gli accordi contrattuali siano molto specifici e varino con il contesto in cui si applicano non nega l'universalità dei principi sottostanti. In altre parole, il fatto che i paesi (debitori) siano soggetti a sanzioni limitate non dovrebbe, di per sé, indurci a mettere da parte le conclusioni basilari circa gli accordi di finanziamento.

Per quanto concerne l'assenza di un vero e proprio PIUI, e come osservato per esempio da Calvo (1988, 2000b), i prestatori di ultima istanza nelle economie avanzate non stampano moneta, ma emettono titoli di debito per finanziare operazioni di salvataggio dei propri sistemi finanziari. Anche la terza argomentazione non sembra dunque particolarmente rilevante.

Un'interpretazione in termini di “agenzia duplice”

A mio parere, un elemento fondamentale per l'analisi dell'indebitamento internazionale riguarda la natura e l'e-

esercizio dei diritti di controllo che influenzano i risultati conseguiti dai debitori privati (imprese o banche):

punto di vista da "agenzia duplice"

1) *I diritti di controllo che non vengono attribuiti agli investitori e influenzano la prestazione del debitore privato sono effettivamente ripartiti tra quest'ultimo e il suo governo, dando così luogo a una situazione di agenzia duplice.*

2) *Gli investitori stipulano contratti con il debitore e non con il governo.*

3) *Il problema di agenzia duplice è molto più importante in un'economia finanziariamente integrata che in una finanziariamente isolata, per due ragioni:*

- il governo ha meno incentivi a difendere gli interessi degli investitori quando questi non votano o, più generalmente, hanno un'influenza limitata sul piano politico;

- il governo ha maggiori gradi di libertà nel contesto di un'economia aperta, perché può agire sulla composizione produttiva in termini di beni commerciabili e non commerciabili.

I governi al giorno d'oggi godono di diritti di controllo molto più ampi e intervengono nelle economie dei propri paesi molto più diffusamente rispetto al precedente periodo di elevata integrazione economica (quello anteriore alla prima guerra mondiale). Prima di discutere l'argomento più in dettaglio, analizziamo come i numerosi diritti di controllo detenuti in modo esclusivo dal governo in materia fiscale, monetaria, di tasso di cambio, tassazione e infra-

struttura istituzionale possano avere un impatto sul rendimento percepito dagli investitori in generale, e dagli investitori esteri in particolare⁹⁵.

a) *Diritti di controllo che influenzano il tasso di cambio*

Il rimborso percepito dagli investitori esteri è, in ultima istanza, composto da beni commerciabili. Qualunque azione del governo che riduca l'ammontare di beni commerciabili con cui gli investitori esteri possono essere compensati⁹⁶ può esercitare su di essi un'esternalità negativa (gli investitori esteri sono in realtà interessati, diciamo così, ai dollari piuttosto che ai beni commerciabili in sé. Parleremo di "beni commerciabili" come sinonimo di "dollari", ignorando il fatto che la correlazione tra i due concetti non è perfetta. Anche quando detengono attività denominate in valuta nazionale, gli stranieri ricevono alla fine un rimborso in dollari, euro o yen. Le attività sull'interno detenute da stranieri possono essere convertite a un tasso di cambio accettabile solo se il paese produce abbastanza beni commerciabili).

Tra gli esempi di azzardo morale da parte del governo concernenti la composizione produttiva in termini di beni commerciabili e non commerciabili possiamo ricordare:

- incoraggiare l'incanalamento degli investimenti verso il settore dei beni non commerciabili, per lo più beni immobili;
- non costituire adeguati fondi di dotazione per gli investimenti atti a promuovere le esportazioni, per esempio

gli investimenti in infrastrutture pubbliche per il turismo;

- dilapidare le riserve di valuta estera, come quando il governo utilizza le riserve estere ottenute in un intervento sterilizzato per incrementare la spesa interna in beni commerciabili o difende senza successo un livello prefissato del cambio;
- tassare le esportazioni;
- evitare di diversificare le esportazioni, rendendo così più rischioso il rimborso agli stranieri;
- incoraggiare scelte finanziarie del settore privato interno che comportino il disallineamento di crediti e debiti dal punto di vista della valuta di denominazione o della scadenza, anche in questo caso rendendo più rischioso il rimborso agli stranieri⁹⁷;
- incoraggiare una svalutazione o un deprezzamento del cambio (per esempio, attraverso la monetizzazione dei disavanzi pubblici) quando gli stranieri detengono attività denominate in valuta nazionale;
- intraprendere quelle attività caratterizzate da azzardo morale tipicamente sottolineate nella letteratura critica / commentari sul debito sovrano⁹⁸: sospensione della convertibilità, dichiarazione di una moratoria sul debito, ripudio del debito, nazionalizzazione delle attività estere.

Quindi, anche se tralasciamo quelle forme dirette di espropriazione che sono soggette a sanzioni (le ultime in-

dicate nella lista), restano molti altri modi, meno evidenti e diretti, in cui il governo può avere un impatto sul reddito percepito dagli investitori esteri. Certo, è possibile che la maggior parte di tali attività abbia altre importanti conseguenze macroeconomiche e possa in tal modo causare perdite per alcuni gruppi di residenti. Di ciò si terrà conto nel decidere che tipo di azioni intraprendere, ma questo non mette in discussione il punto di fondo (che sarà approfondito più avanti in questo capitolo): al margine, nel valutare la desiderabilità di linee di intervento alternative, il governo probabilmente mancherà di internalizzare pienamente il valore dei crediti degli investitori esteri.

La prova indiretta dell'incentivo per il governo a comportarsi in tal modo è offerta proprio dai meccanismi messi in atto dai vari paesi volti a garantire, sia pure parzialmente, il rispetto dell'*impegno* a non mettere a repentaglio gli interessi degli stranieri. In passato, uno di tali meccanismi, volto a contrastare l'eccessivo indebitamento del settore privato, è consistito nel collegare l'indebitamento in valuta estera della banca centrale alla previsione di esportazioni. Alcuni paesi emanano leggi che impongono limiti al proprio disavanzo o al proprio debito pubblico. Un'altra strategia ancora, che sarà successivamente discussa in dettaglio, consiste nell'adesione all'FMI, in modo analogo all'utilizzo dell'adesione all'OMC nell'ambito delle politiche commerciali.

È chiaro che questi meccanismi, volti a garantire il rispetto degli impegni, sono molto imperfetti. Per esempio,

impegni relativi al disavanzo o al debito pubblico sono poco efficaci se i governi locali (per esempio, le regioni) godono di notevole autonomia fiscale e di indebitamento⁹⁹; inoltre, e cosa più importante, i dati relativi sono soggetti a manipolazioni. Ciò è valido anche per gli impegni sulle riserve nette¹⁰⁰.

b) *Diritti di controllo che influenzano in generale il reddito percepito dagli investitori*

Come nel caso di un'economia chiusa, varie azioni del settore statale influenzano la misura in cui i finanziatori possono recuperare i loro investimenti:

- infrastruttura istituzionale: modifiche alle leggi relative al controllo dell'impresa, alle procedure fallimentari, alle risorse impiegate per garantirne il rispetto;
- fornitura di liquidità: creazione e gestione della liquidità interna (si veda il cap. IV);
- modifiche alle leggi su tassazione, lavoro e ambiente.

Tali interventi influenzano a priori, indiscriminatamente, gli investitori nazionali ed esteri. Tuttavia, nella misura in cui un'infrastruttura istituzionale meno sviluppata avvantaggi (*ex post*, anche se non necessariamente *ex ante*) imprenditori e dirigenti nazionali, e le decisioni riguardo alle leggi su tassazione, lavoro e ambiente influenzino principalmente i residenti, ne risulterebbe una tendenza discriminatoria nelle decisioni del governo.

A questi diritti di controllo si possono aggiungere quelli che influenzano le passività pubbliche e, quindi, il probabile esercizio dei diritti di controllo da parte del governo in futuro. Nella misura in cui condizioni economiche future più sfavorevoli rendano più probabile un atteggiamento del governo meno incline ad assecondare le esigenze degli investitori in generale, e di quelli esteri in particolare, azioni correnti che aumentino le passività future del governo, *indirettamente* riducono il rendimento percepibile dagli investitori. Tra tali azioni possiamo ricordare un ammorbidimento della vigilanza prudenziale (riduzione dei requisiti di adeguatezza patrimoniale per le banche in difficoltà, concessione di crediti basati sul valore corrente di mercato della garanzia collaterale, anziché sul valore che tale collaterale avrebbe in caso di crisi del paese, sorveglianza negligente sulla prassi di gestione del rischio) e l'incorrere in disavanzi fiscali.

Quest'ampia gamma di diritti di controllo implica che gli investitori esteri si trovino di fronte a problemi di azzardo morale "di squadra"¹⁰¹, che si verificano in situazioni in cui i risultati rilevanti per il "principale" dipendono dallo sforzo congiunto di due (o più) agenti. Nel caso che stiamo esaminando, l'eventuale rimborso dei fondi concessi a un debitore nazionale dipende in maniera decisiva dal comportamento sia del debitore sia del governo. Inoltre, questo problema di agenzia duplice è asimmetrico. Sebbene i finanziatori possano strutturare i diritti sui flussi di

cassa, i diritti di controllo e l'organizzazione degli investimenti in maniera tale da alleviare il problema di azzardo morale del debitore, essi non contrattano con il governo. L'ampia gamma di diritti di controllo di quest'ultimo e i suoi incentivi, oggetto del prossimo paragrafo, rendono particolarmente rilevante nel contesto in esame la nozione di agenzia duplice.

Gli incentivi del governo

Per procedere nell'analisi, dobbiamo tentare di prevedere l'uso che il governo farà dei diritti di controllo esclusivi descritti nel paragrafo precedente. Non si può fare, al riguardo, un'unica previsione, perché la situazione, in particolare quella politica, varia sostanzialmente da paese a paese. Ciò nondimeno, ritengo che sulla base dei principi generali in precedenza richiamati si possano formulare previsioni in merito al comportamento del governo.

Una possibilità è che il governo abbia interessi finanziari nel settore privato o che, più in generale, si verifichino condizioni in cui il governo sia "prigioniero" di qualche gruppo di pressione (come conseguenza di amicizie, corruzione o per timore di un colpo di Stato). Gli episodi di "capitalismo di consorteria" forniscono un esempio di queste possibilità: in molte economie in via di sviluppo gran parte delle attività delle imprese è in mano ad alcune

famiglie con stretti legami con il potere politico (si pensi all'ex regime di Suharto in Indonesia e di Marcos nelle Filippine)¹⁰².

La possibilità che gli incentivi del governo siano in linea con gli interessi dei debitori nazionali ha il merito della semplicità analitica, in quanto il governo eserciterebbe i suoi diritti di controllo allo stesso modo in cui (*ex post*) lo avrebbero fatto i debitori. Da un punto di vista analitico questo produce un modello simile a quello appropriato al caso di un singolo debitore, con la sola, ma sostanziale differenza che i singoli finanziatori non possono contrattare con lo Stato né le clausole che specificano l'accordo di finanziamento né la ripartizione (condizionata) dei diritti di controllo¹⁰³.

Un'altra possibilità è che il governo sia prossimo alle elezioni e voglia ingraziarsi l'elettorato, compiacendolo¹⁰⁴. Questa situazione non è necessariamente incoerente con la prima, in quanto il governo potrebbe voler favorire le imprese nazionali in quelle decisioni che le mettono in conflitto con gli interessi degli investitori esteri. L'ipotesi della compiacenza, comunque, offre una maggiore gamma di comportamenti del governo, dal momento che non esclude la possibilità che quest'ultimo voglia favorire altri gruppi di interesse nazionali.

La mia interpretazione teorica richiede solo che il governo possa avere incentivi a privilegiare gli interessi nazionali su quelli degli investitori esteri; non escludo che i governi in qualche modo internalizzino il benessere degli

investitori esteri, come conseguenza del desiderio di mantenere l'accesso ai mercati internazionali, purché questo meccanismo di reputazione non sia così potente da eliminare qualunque forma di azzardo morale nei confronti degli investitori esteri.

Discussione

Sembra opportuna a questo stadio una breve pausa, per riflettere con maggiore attenzione sulla rilevanza delle precedenti considerazioni in merito ai diritti di controllo dei governi e ai loro incentivi.

a) Ma non è la stessa cosa in un'economia chiusa?

Il governo americano non influisce forse sui rendimenti derivanti dall'investire nella General Motors, in Intel o in una giovane impresa della Silicon Valley? La risposta è affermativa ma, in un contesto di economia chiusa, il problema di agenzia duplice è molto meno importante per le due ragioni già esposte: gli investitori sono investitori nazionali, e pertanto l'incentivo a distorcere le decisioni a loro sfavore è ovviamente minore. Gli stranieri non votano e hanno una limitata influenza sul piano politico. Inoltre, esistono molti meno modi di ridurre il reddito percepito dagli investitori perché, in questo caso, le azioni del governo non avrebbero un impatto sul tasso di cambio.

Potrebbe darsi il caso che, sebbene non sia in grado di influenzare il valore della propria moneta rispetto al resto degli Stati Uniti, lo Stato del Texas, diciamo, possa comunque esercitare un impatto sul prezzo dei beni commerciabili relativamente a quello dei beni non commerciabili, per esempio incoraggiando investimenti in beni immobili o in altri prodotti che siano consumati soprattutto localmente, piuttosto che nel resto degli Stati Uniti. Ma la gamma di strumenti a disposizione per queste operazioni è piuttosto limitata.

b) *Rapporto con la teoria basata sui “fondamentali”*

La teoria che enfatizza il ruolo dei “fondamentali”, esaminata nel capitolo II, mette per lo più in luce il ruolo, nel generare le crisi, delle garanzie implicite fornite dal governo agli intermediari finanziari. Anche il punto di vista che ho presentato pone l’accento sulla possibilità per il governo di agire discrezionalmente, sebbene io consideri una gamma più ampia di comportamenti discrezionali. La teoria dei “fondamentali” si incentra su problemi che sono soprattutto interni, poiché le vittime delle azioni del governo sono i contribuenti e i lavoratori nazionali colpiti dalla recessione che segue la crisi; in un certo senso, essa descrive un caso estremo in cui il governo non esercita alcuna esternalità negativa sugli stranieri¹⁰⁵. Secondo la mia prospettiva, invece, se analizziamo le (potenziali) esternalità sugli investitori esteri, le implicazioni di politica economica saranno radicalmente diverse.

c) Quanto è importante l'azzardo morale?

Alcuni economisti considerano poco rilevante il ruolo dell'azzardo morale da parte del governo. Per esempio, De Gregorio *et al.* (1999) sostengono quanto segue:

“Si direbbe che l'azzardo morale da parte del governo non sia molto diffuso. L'evidenza è che, dopo una crisi, la maggior parte dei governi perde potere, non solo nei paesi democratici; inoltre, i governi sono ben consapevoli di questo tipo di sviluppo. La crisi stessa rappresenta un duro colpo alla loro pretesa competenza economica; spesso colpisce alcuni degli interessi privati che possono essere stati fondamentali per insediarli al potere. Infine, i programmi dell'FMI che seguono la crisi ne erodono ulteriormente il potere.”

Certamente c'è del vero in questa affermazione. Tuttavia, credo non autorizzi a concludere che l'azzardo morale da parte del governo non è importante per l'infrastruttura finanziaria internazionale, e ciò per due ragioni.

In primo luogo, il fatto che un dirigente possa perdere il suo lavoro quando l'azienda è in difficoltà non gli impedisce di comportarsi male. Certo, la minaccia della perdita del posto costituisce un incentivo che tende a far convergere gli interessi del dirigente con quelli dell'impresa, ma non è sufficiente a impedire comportamenti scorretti. Per garantire una configurazione adeguata degli incentivi è necessario che ne vengano introdotti altri, così come è necessario che siano opportunamente strutturati i meccanismi di governo dell'impresa. Analogamente, il governo – a parità di tutte le altre condizioni – vorrebbe che gli stranieri ve-

nissero rimborsati, ma quando le azioni in grado di ridurre la probabilità di insolvenza comportano costi sul piano politico interno, il governo potrebbe non internalizzare pienamente i diritti degli stranieri e finire per prendere precauzioni insufficienti.

Inoltre, la minaccia della perdita del lavoro può, in alcune circostanze, *aumentare* l'azzardo morale. In particolare, un dirigente il cui rendimento sia stato mediocre ha un incentivo ad assumere rischi eccessivi (scommettendo sulla – improbabile – eventualità di un successo che lo faccia “risorgere”). E, si noti, nulla di quanto detto è specifico dell'impresa: per esempio, gli stessi incentivi si applicano ai politici di fronte a una rielezione.

In secondo luogo, e cosa più importante, la maggior parte dei commentatori fornisce una definizione ristretta dell'azzardo morale da parte del governo. Il termine si riferisce all'aspettativa degli investitori di un salvataggio da parte del governo (magari con l'aiuto di creditori ufficiali), ossia un sottoinsieme del secondo tipo di forme di azzardo morale che abbiamo in precedenza elencato. È molto meno probabile che azioni con un impatto diretto sul valore delle attività degli investitori esteri (in particolare, nell'esercizio di quei diritti di controllo che influenzano la composizione produttiva in termini di beni commerciabili e non commerciabili) generino una reazione politica sfavorevole.

d) *I diritti sovrani possono essere ceduti?*

Abbiamo visto che i debitori privati, accettando di rinunciare a parte dei loro diritti di controllo in caso di prestazione insufficiente, riescono a migliorare le condizioni di accesso al finanziamento. Può la stessa idea essere applicata ai governi, nella misura in cui le loro azioni si ripercuotono sul rendimento percepito dagli investitori esteri? È chiaro che uno Stato sovrano non può rinunciare ai diritti di controllo con la stessa facilità di un'impresa; in pratica, tuttavia, si osservano forme di rinuncia anche da parte di Stati sovrani. L'adesione all'FMI impone vincoli; inoltre, sebbene non sempre completamente applicate alla lettera, le numerose voci nella lista di condizionalità dei pacchetti di salvataggio dell'FMI (capitolo I) e la diffusa sensazione che le condizioni imposte siano difficili da rispettare dimostrano che, in caso di difficoltà, sono ammesse ulteriori violazioni della sovranità nazionale.

Aver a che fare con diritti sovrani, pertanto, non richiede la negazione dei principi generali in precedenza discussi, ma limita soltanto la serie di condizioni imponibili. Ancora una volta, però, questa osservazione non è esclusiva dei paesi (anche se, rispetto al caso delle imprese, assume per i paesi una maggiore rilevanza). I creditori di un'azienda in difficoltà sarebbero incapaci di far rispettare un pacchetto di salvataggio che richiedesse ai lavoratori una settimana composta da cinquanta ore di intenso lavoro, o alla direzione dell'impresa la diffusione di informazioni che la

danneggiassero. Nel contesto finanziario internazionale, l'implicazione è che l'impatto della rinuncia ai diritti in questione sul paese non dovrebbe essere così negativo da far preferire al governo di sacrificare la propria reputazione e affrontare le sanzioni¹⁰⁶ piuttosto che tener fede ai propri impegni. Al riguardo, una guida può essere fornita dal principio in base al quale dovrebbe contare, nel decidere a quali diritti di controllo rinunciare, la disponibilità relativa a pagare un premio per il controllo, in quanto esso consente di individuare quei diritti che arrecano il minor danno al paese per un dato livello di protezione degli investitori.

Questo punto fa luce su un primo collegamento tra il concetto di "condivisione" – l'idea che il paese senta come proprie e si impegni volontariamente a rispettare le politiche di intervento delineate in un pacchetto di salvataggio – e la condizionalità. Da un punto di vista astratto (secondo la teoria dei costi di agenzia), un agente farà un lavoro migliore per il suo principale se i suoi obiettivi sono in linea con quelli di quest'ultimo¹⁰⁷. Nel nostro particolare contesto, e per quelle condizioni la cui effettiva realizzazione richiede in modo essenziale la cooperazione del paese, la congruenza tra gli obiettivi è fondamentale. Pertanto, le condizioni che richiedono al paese la sua adesione dovrebbero comportare un certo grado di condivisione (la condivisione, in questo caso, non è un obiettivo ma una necessità). Discuteremo di un secondo collegamento nel capitolo VI.

Una prospettiva di agenzia comune

Introduciamo ora il secondo ingrediente fondamentale della nostra argomentazione, la presenza di un problema di agenzia comune, e procediamo esaminandolo nel contesto del debito sovrano (altrettanto rilevante si mostrerà, come vedremo, per l'indebitamento del settore privato).

Sebbene l'importanza delle crisi di debito che coinvolgono esclusivamente il settore privato continuerà a crescere con il ridursi del ruolo del governo, le crisi di debito "vecchio stile", che coinvolgono uno Stato sovrano sono e continueranno a essere importanti (tra queste possiamo ricordare quelle che hanno riguardato Messico, Russia, Brasile, e più recentemente Ecuador, Pakistan, Romania e Ucraina).

Se lo Stato sovrano dovesse contrarre prestiti con un singolo prestatore, i due stipulerebbero un contratto reciprocamente vantaggioso, tenendo naturalmente conto dei problemi di agenzia inerenti al rapporto di indebitamento. Anche se questi limitassero seriamente i vantaggi che le due parti possono trarre dallo scambio, e influenzassero quindi significativamente la dimensione e i termini dell'accordo di finanziamento, non si verificherebbe alcun fallimento del mercato: l'accordo che ne deriverebbe sarebbe semplicemente il migliore possibile tra le due parti. Per contro, una situazione in cui il governo contraesse prestiti (simultaneamente o sequenzialmente) con più prestatori è carica di potenziali fallimenti del mercato.

Come discusso nel capitolo IV, il paese debitore è penalizzato dall'assenza di un "super-contratto" che preveda la necessità, per il governo e per tutti i suoi finanziatori, di sedersi allo stesso tavolo e definire insieme i termini del loro rapporto. Le esternalità sugli altri prestatori che l'accordo di finanziamento tra un prestatore e il governo non riesce a internalizzare provocano inefficienze che, in un mercato competitivo dei capitali, sono traslate dal finanziatore al debitore (il paese).

Adattando la discussione del capitolo IV all'indebitamento sovrano, il problema di agenzia comune può portare a un eccesso di indebitamento. Quando un finanziatore concede un prestito a un paese già eccessivamente indebitato, entrambi sono pienamente consapevoli del fatto che il nuovo prestito aumenterà la difficoltà per quel paese di far fronte a tutti i suoi debiti. Il finanziatore, tuttavia, non se ne preoccupa particolarmente, in quanto è compensato da un adeguato premio per il rischio; gli altri finanziatori, d'altra parte, vedono il loro credito svalutato. In modo simile, il problema di agenzia comune può influenzare la composizione, e non solo l'ammontare, dell'indebitamento. Spostando la struttura della scadenza dei prestiti verso il breve termine, il singolo finanziatore e il governo non internalizzano la potenziale riduzione di valore dei crediti a lungo termine degli altri investitori, indotta da un aumento della probabilità che il paese possa trovarsi a corto di liquidità nel breve o medio termine.

Il governo e i finanziatori esteri idealmente vorrebbero coordinarsi – in un “super-contratto” – per risolvere questo problema di esternalità da contrattazione. A tal fine, si renderebbe necessario elencare i numerosi modi in cui il governo potrebbe ipotecare il futuro concedendo prestiti all'estero, direttamente o indirettamente, creare una struttura di monitoraggio per verificare la trasparenza dei rapporti governativi, e imporre l'assoggettamento a condizioni e a sanzioni in caso di violazioni del contratto. Ricordando la discussione sul problema di agenzia comune presentata nel capitolo IV, è qui che sorge il problema dell'azione collettiva¹⁰⁸. Come avviene per l'indebitamento delle imprese, il problema dell'azione collettiva riguarda il monitoraggio dell'accordo di finanziamento, l'intervento in caso di violazione, e la rinegoziazione in caso di difficoltà. I singoli investitori hanno un incentivo del tutto sub-ottimale a impegnare risorse per adempiere tali compiti, ed è probabile che emergano problemi di *free riding*.

In tutto ciò, non vi sono differenze concettuali con la situazione di un'impresa che contragga prestiti con più investitori. Il problema fondamentale, in tal caso, è la possibilità di trovare per il debito sovrano risposte analoghe a quelle concepite per l'indebitamento delle imprese. Affronteremo il problema nei due capitoli che seguono.

Concludiamo questo paragrafo sottolineando che il problema di agenzia comune è rilevante anche per l'indebitamento del settore privato. Ricordiamo la situazione di

agenzia duplice: gli investitori esteri possono stilare contratti con i debitori privati che riflettano adeguatamente la divergenza dei reciproci obiettivi, ma non possono farlo con il governo, nonostante che l'esercizio di diritti di controllo esclusivi del governo influenzi i rendimenti che loro percepiranno. Come discuteremo a lungo nel capitolo VI, questa situazione genera problemi di esternalità da contrattazione e azione collettiva. Le singole coppie investitore-debitore non tengono conto dell'impatto dei loro accordi di finanziamento sugli incentivi del governo, e quindi sui rendimenti percepiti da altri agenti del settore privato. E, nella misura in cui l'azzardo morale del governo può essere alleviato attraverso la stipula di impegni vincolanti, il monitoraggio di tali impegni e l'imposizione di sanzioni in caso di violazioni, è verosimile che i problemi di *free riding* che abbiamo indicato come presenti nel caso del credito sovrano si riproducano anche, in analoga misura, nel caso del debito privato. Per questa ragione, applicheremo la nostra "ipotesi di rappresentanza" (capitolo VI) indifferentemente all'indebitamento privato e a quello sovrano.

CAPITOLO VI

IMPLICAZIONI DELLA PROSPETTIVA DI AGENZIA COMUNE E DUPLICE

Questo capitolo approfondisce le implicazioni del fallimento del mercato identificato nel capitolo V. L'azzardo morale dei governi limita l'accesso di un paese al finanziamento. Il governo di un paese è un agente comune a tutti gli investitori esteri sia nei prestiti sovrani sia, a causa della struttura di agenzia duplice, nei prestiti al settore privato. L'accesso del paese a più ampie e convenienti forme di finanziamento è favorito se il problema dell'agenzia comune viene attenuato con l'introduzione di un "supervisore delegato" e se le politiche pubbliche affrontano direttamente il fallimento del mercato, piuttosto che i suoi sintomi. Infine, il bisogno di un supervisore delegato e la natura delle politiche differiscono da paese a paese secondo schemi identificabili. Le implicazioni per l'architettura finanziaria internazionale saranno illustrate nel capitolo VII.

Implicazione 1: l'ipotesi di rappresentanza

a) Il quadro generale

Possiamo ora condurre un esperimento concettuale e

cercare di identificare l'accordo che il paese (settore privato nazionale e governo insieme) vorrebbe concludere con gli investitori esteri al momento dell'ingresso dei capitali nel paese stesso, se tale contrattazione fosse effettivamente possibile. Per condurre questo esperimento concettuale è utile tornare all'analogia con la finanza d'impresa tracciata nel capitolo IV e adattata al contesto internazionale nella figura 7.

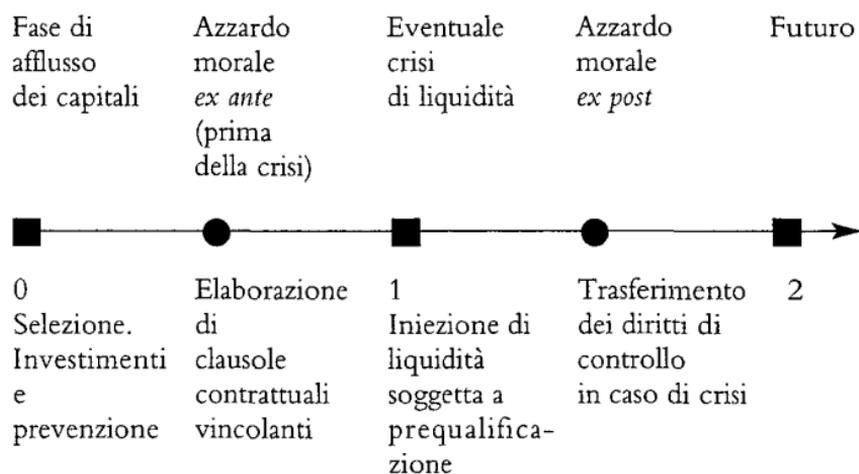


Figura 7

Per consentire a se stesso e al proprio settore privato l'accesso a livelli e forme di finanziamento più convenienti, il governo vorrebbe ridurre l'estensione del suo azzardo morale rispetto al capitale straniero. Seguendo i principi enunciati nei capitoli IV e V, ciò significa:

- impegnarsi a rendere trasparenti l'indebitamento e l'esposizione al rischio del paese (Stato e settore privato) attraverso un flusso sistematico di informazioni, nello stesso modo in cui le imprese accettano di favorire la leggibilità dei propri bilanci e si impegnano a limitare il proprio indebitamento e a gestire con prudenza il rischio;
- elaborare politiche (o clausole contrattuali) che impediscano al governo, o rendano meno conveniente, la riduzione di valore delle attività nelle mani degli investitori stranieri. La scelta di queste clausole dovrebbe obbedire al “principio della disponibilità relativa a pagare” (principio 3). Ciò significa che esse dovrebbero essere classificate in base al rapporto tra la loro efficacia nel proteggere gli investitori e il costo per il paese;
- accettare il principio di condizionalità, secondo cui i diritti di controllo aggiuntivi trasferiti ai creditori in caso di prestazione insoddisfacente obbediscono alla stessa logica del contratto originale.

b) *L'ipotesi di rappresentanza.*

L'attuazione degli impegni elencati qui sopra – limiti di prestito, trasparenza, politiche volte a ridurre il disallineamento tra gli incentivi del governo e gli interessi degli investitori, condizionalità – deve tener presente il problema dall'agenzia comune. La credibilità di tali impegni è legata alla presenza di un “supervisore delegato”.

A questo riguardo si può tracciare un'interessante ana-

logia con la regolamentazione bancaria. La maggior parte del debito bancario è detenuta da piccoli creditori. Nella visione di molti banchieri, centrali o privati, la regolamentazione è motivata, in particolare, dalla necessità di proteggere questi piccoli risparmiatori, che sono per lo più “non sofisticati”, nel senso che non sono in grado di comprendere le complessità delle poste dentro e fuori il bilancio delle loro banche, e (molto più importante per il nostro scopo, considerato che gli investitori internazionali sono invece piuttosto sofisticati) sono *free riders*, che non controllano le loro banche. Per questo, vi è un *potenziale* fallimento del mercato, in quanto un bene pubblico – il monitoraggio della banca da parte dei suoi creditori – deve essere fornito da qualcuno. Ma siccome i depositanti individuali non hanno incentivo a tenere la banca sotto controllo, qualcuno deve farlo per loro. In collaborazione con Mathias Dewatripont (1994a), ho sostenuto che l'autorità preposta alla regolamentazione del sistema bancario, attraverso varie attività, dovrebbe rappresentare i depositanti. Queste attività hanno luogo *ex ante* - controllare che la banca rispetti i requisiti di adeguatezza patrimoniale volti ad assicurare che vi sia capitale sufficiente per proteggere i depositanti, assicurarsi che la banca stia facendo le cose giuste in termini di gestione del rischio – ed *ex post* – in caso di crisi, intervenire per chiudere o ristrutturare la banca, oppure obbligare a dismettere certe attività e imporre vincoli nella conduzione degli affari.

L'analogia non si ferma, però, con l'ipotesi di rappresentanza. Un fattore chiave per un soddisfacente assolvimento dei rispettivi compiti è la costruzione di una solida reputazione da parte di entrambi i tipi di supervisori (finanziatore internazionale e banca). Mentre l'identificazione del fallimento del mercato vincola la missione dell'agente *a livello concettuale*, essa lascia comunque molta discrezionalità nella sua attuazione. Esattamente come per la supervisione bancaria e, probabilmente anche di più, nella supervisione dei prestiti sovrani il diavolo si nasconde nei dettagli. Accertare se un paese è "sottocapitalizzato" o ha un *value at risk* troppo elevato è questione altamente tecnica che a tutt'oggi non consente una codificazione soddisfacente. E mentre la raccomandazione di "selezionare le condizioni che difendono gli interessi dell'investitore al minor costo per il paese" è chiara, formulare una lista di queste condizioni è compito arduo. L'istituzione/agenzia finanziaria internazionale deve raggiungere *ex post* un non facile compromesso tra la protezione degli interessi stranieri e la necessità di non infliggere un trattamento troppo duro al paese. Infine, anche la reputazione è cruciale per la credibilità del meccanismo di pre-qualificazione e dei programmi *ex post*¹⁰⁹. La capacità di costruzione e mantenimento della reputazione da parte dell'agente è facilitata dall'esistenza di una chiara missione e, come sosterremo nel capitolo VII, da un certo grado di indipendenza da pressioni politiche, ma non è in nessun modo una conclusione scontata.

c) *Condivisione e condizionalità*

L'analisi fa luce sul dibattito attuale tra condivisione – l'idea che il paese dovrebbe volontariamente sottoscrivere le politiche previste nel “pacchetto di salvataggio”, sostenuta per esempio dall'attuale direttore generale dell'FMI, Horst Köhler¹¹⁰, e (tra quelli che si dicono contrari alla condizionalità) dalla Commissione Meltzer e da Jeff Sachs – da una parte, e il tradizionale approccio della condizionalità dall'altra.

In ogni dato momento, la condizionalità e la condivisione del programma sembrano incompatibili, semplicemente per definizione: non vi è alcun bisogno di obbligare qualcuno a fare ciò che avrebbe fatto in ogni caso. Ora, condizionalità e condivisione possono essere conciliate separandole temporalmente. Come dimostra l'analisi, condizionalità *ex post* (fase 1) e prequalificazione *ex ante* (fase 0) sono perfettamente compatibili con la condivisione *ex ante*.

Per illustrare questo punto, è utile tornare ai principi 2 e 4 del capitolo IV, e illustrarli nel caso di un'impresa o di una banca. In questo caso, la prequalificazione prende la forma di un'appropriata gestione dei rischi, di restrizioni delle linee di attività, e di massimali ai rapporti di indebitamento oppure requisiti di adeguatezza del capitale. Un ulteriore insieme di misure entra in gioco se l'azienda o la banca cominciano ad avere problemi, e cioè *ex post*. Queste misure per esempio richiedono al regolatore bancario di intervenire e imporre condizioni alla banca. Queste condi-

zioni servono a due scopi: agiscono come meccanismo di disciplina, e come tali scoraggiano la banca dal cacciarsi nei guai; restringono per la banca la possibilità, quando si trova in difficoltà, di tentare il tutto per tutto assumendosi rischi molto elevati. Similmente, quando un'azienda prende a prestito – da una banca o da detentori di obbligazioni – sottoscrive una serie di clausole che trasferiscono i diritti di controllo ai creditori in caso di rendimenti insoddisfacenti – per esempio, la mancata restituzione del debito a breve termine. Il debitore *ex ante* ne trae beneficio e dunque è spinto a sottoscrivere a queste condizioni, una situazione simile alla condivisione.

Implicazione 2: analisi delle scelte di policy.

Come discusso nel capitolo II, vi è consenso diffuso sul fatto che i disallineamenti nella composizione per valuta e per scadenza delle poste di bilancio (così come altri fattori correlati quali la bassa penetrazione degli investimenti esteri nell'attività bancaria nazionale) hanno un impatto molto dannoso sui paesi e dovrebbero essere evitati a tutti i costi.

Questo consenso contro forme pericolose di finanza può essere fuorviante come principio generale. Il prestito a breve termine, denominato in valuta estera, costituisce una *limitazione all'azzardo morale dei governi*. Si supponga per esempio che le obbligazioni di un paese siano denominate

nella valuta nazionale. Allora, il governo avrebbe incentivo a consumare (o a indurre all'interno del paese il consumo di) beni commerciabili e a promuovere la produzione di beni non commerciabili, una strategia che alla fine potrebbe lasciare gli investitori esteri a mani vuote (considerato che essi non sanno che farsene dei beni non commerciabili). Similmente, il debito a breve termine consente agli stranieri di ritirarsi rapidamente dal paese se il governo comincia a comportarsi male.

La mia principale tesi è che, fino a quando i governi non danno uguale peso agli interessi nazionali e a quelli esteri, l'efficienza delle modalità di prestito decentralizzato a uno Stato sovrano deve essere valutata alla luce del loro impatto sugli incentivi governativi. È necessario sottolineare che *creditori e debitori non hanno alcun incentivo personale a restringere l'azzardo morale dei governi*. Una società o una banca di un paese e i suoi finanziatori di regola assumono le previsioni macroeconomiche come date, sapendo che il loro accordo di finanziamento avrà un impatto trascurabile sul comportamento del governo. Quindi non vi è alcuna ragione che la soluzione di mercato corrisponda al risultato che si otterrebbe in presenza di coordinamento: vi sono externalità contrattuali.

Per dirla diversamente, il precedente avvertimento a non giungere a conclusioni affrettate sulle forme di debito da considerarsi pericolose *suggerisce* semplicemente che queste conclusioni potrebbero essere infondate. L'avvertimento è

basato su un ragionamento che guarda all'incentivo collettivo. La divergenza tra incentivi individuali e collettivi, però, richiede un'ulteriore analisi, alla quale passiamo ora.

Denominazione delle passività

Per fornire una prima illustrazione delle esternalità contrattuali, si consideri la scelta al margine degli investitori stranieri tra investire nel settore dei beni commerciabili e investire nel settore dei beni non commerciabili. L'espressione "investire nel settore dei beni non commerciabili" deve essere intesa in senso generale come l'acquisizione di diritti il cui valore è legato al rapporto di conversione tra beni commerciabili e non (rappresentato dal tasso di cambio). Dunque ciò ricomprende non soltanto il prestito a produttori di beni non commerciabili e gli investimenti diretti nei settori delle telecomunicazioni e dell'energia, ma anche i prestiti a banche o a conglomerati che abbiano investimenti sostanziali in beni non commerciabili (compreso il settore immobiliare nazionale) e la cessione di garanzie costituite da beni non commerciabili (come le proprietà immobiliari commerciali). Quest'ultimo punto è un po' sottile e richiede un supplemento di riflessione. Il debito in dollari verso un creditore straniero, garantito da beni immobili, è in un certo senso denominato in parte in valuta nazionale, in quanto il mancato adempimento del debitore trasferisce agli investitori stranieri un diritto il cui valore è fortemente sensibile al tasso di cambio.

La combinazione di azzardo morale del governo e del problema di agenzia comune implica che, contrariamente all'opinione convenzionale, i processi di mercato possono produrre un'eccessiva denominazione in valuta nazionale (nel senso generale appena definito) dei diritti degli investitori stranieri. Per capire perché, si noti che il valore in gioco per gli investitori stranieri in caso di deprezzamento della valuta è più alto quando l'investimento marginale è in valuta nazionale invece che straniera. Per questo, mentre l'interesse complessivo dell'investitore straniero va in direzione di una moneta nazionale forte, il mercato non fornisce sufficienti incentivi al governo affinché prenda precauzioni che diminuiscano la probabilità di deprezzamento della valuta nazionale. In questo contesto adottando politiche – o costringendo il paese ad adottare politiche – che incoraggino l'indebitamento in valuta nazionale semplicemente si aggrava l'azzardo morale.

È interessante notare che la portata e la direzione dell'azzardo morale del governo dipendono dalla combinazione intertemporale di input e output commerciabili e non commerciabili. Fondamentali identici implicano che, in circostanze diverse, gli investitori stranieri potrebbero essere danneggiati da un apprezzamento piuttosto che da un deprezzamento della valuta. Si consideri un'impresa nazionale produttrice di beni di esportazione che contrae un prestito all'estero per acquistare macchinari e apparecchiature e il cui unico altro input sia il lavoro locale (si pensi a una ma-

nifattura di pasta per carta in Finlandia). Un deprezzamento della valuta riduce il prezzo relativo di questo lavoro rispetto all'output internazionale e come tale comporta un beneficio per gli investitori stranieri. L'azzardo morale del governo in una nazione caratterizzata da imprese di questo tipo prende la forma di un apprezzamento eccessivo della valuta. E il problema di agenzia duplice comporta che un incremento nelle attività detenute da non residenti in valuta nazionale mitighi l'azzardo morale del governo.

Struttura per scadenza delle passività

Applicando un ragionamento simile alla struttura per scadenza del debito, si può vedere che la soluzione di mercato può essere (anche se non necessariamente) tendente verso scadenze *lunghe*. Si supponga per semplicità che imprese nazionali prendano a prestito in valuta straniera; che debbano restituire il debito a breve termine utilizzando i ricavi netti nazionali e gli introiti da esportazioni; e che questi ricavi netti nazionali siano positivi. Il debito a breve termine è costoso per i debitori individuali, che corrono il rischio di perdere liquidità nella fase intermedia. Quindi in generale essi sceglieranno una qualche combinazione di debito a breve e a lungo termine. Supponiamo ora che tutte le imprese nazionali modifichino al margine la composizione del loro debito, in modo che essa contenga un po' più di debito a breve termine e un po' meno di debito a lungo termine. Le imprese nazionali allora diverranno un

po' più vulnerabili a un deprezzamento del tasso di cambio, perché quest'ultimo riduce il valore dei loro ricavi netti nazionali e dunque drena liquidità. Un governo che dà un peso sostanziale al benessere delle imprese nazionali ci penserà due volte prima di adottare politiche, come l'esaurimento delle riserve ufficiali, che potrebbero portare a un deprezzamento della valuta.

Il punto fondamentale sul quale occorre soffermarsi, quindi, è che senza un'ulteriore analisi, non vi è alcuna presunzione teorica che gli investimenti esteri siano distorti in favore del debito rispetto al capitale, in favore del debito a breve termine rispetto al debito a lungo termine, o in favore di un debito denominato in dollari rispetto al debito denominato in valuta nazionale. Un'azione che intenda incidere sulla struttura dei contratti di finanziamento privati deve considerare il suo impatto sul comportamento dei governi.

Inoltre, gli argomenti sopra esposti non dovrebbero essere male interpretati come un'apertura a politiche rischiose da parte del governo. In effetti, una gestione del rischio paese che non comporti o riduca l'azzardo morale è desiderabile. Per esempio, politiche che potrebbero risolversi in una pura scommessa sulle riserve internazionali della banca centrale non sono raccomandabili¹¹.

Per illustrare ciò, si consideri il caso di una azienda di produzione di materie prime di proprietà del governo il cui prezzo internazionale sia soggetto a larga incertezza. Un'assicurazione diretta contro le fluttuazioni di prezzo ottenuta mediante l'acquisto di derivati è uno strumento di

protezione migliore rispetto all'indebitamento sovrano in valuta nazionale. Quest'ultimo in effetti comporta un'assicurazione, attraverso il deprezzamento del cambio, quando il prezzo mondiale della materia prima crolla, dal momento che implica la restituzione di un debito minore in valuta straniera, ma aggrava l'azzardo morale del governo perché rende il deprezzamento della valuta meno costoso per il paese. È interessante notare che il Messico ha emesso obbligazioni legate al petrolio.¹¹²

Il regime di cambio.

I responsabili delle scelte di politica economica, gli accademici e l'opinione pubblica hanno rivolto molta attenzione a qualche spettacolare crisi valutaria associata a tassi di cambio rigidi. Sarebbe illusorio, però, pensare che il sottostante problema sparisca con l'avvento di tassi di cambio flessibili. Il disallineamento tra le preferenze del governo e quelle della comunità internazionale non scompare con un mutamento del regime di cambio. Per questa ragione, l'analisi sin qui condotta non ha delineato una distinzione tra, per esempio, "deprezzamento" (una caduta nel valore della moneta) e "svalutazione" (un aggiustamento del valore nominale di una moneta a un livello più basso).

L'estensione e le implicazioni dell'azzardo morale di un governo, però, dipendono dal regime di cambio. Nelle crisi

descritte nel capitolo I, i livelli fissati si sono rivelati molto costosi per i paesi e hanno accresciuto le loro difficoltà.

È forse difficile capire perché, a dispetto del largo consenso intellettuale sul fatto che tassi di cambio rigidi sono inadeguati in un mondo con elevata mobilità dei capitali, i paesi sono stati così riluttanti ad abbandonarli. Uno sguardo agli incentivi governativi offre una possibile risposta a questo interrogativo. Si supponga che gli investitori stranieri siano avversi al deprezzamento in quanto le loro attività nel paese avranno un valore maggiore (in termini di dollari) se la moneta del paese rimane "apprezzata". L'aspettativa di una moneta forte, di conseguenza, comporta un beneficio per i debitori nazionali, che possono prendere a prestito di più e a condizioni migliori. Un governo che voglia aiutare i debitori nazionali allora vuole inviare segnali agli investitori stranieri che la moneta nazionale rimarrà forte. Un simile segnale è un cambio fisso.

Un cambio prefissato è costoso poiché mette a rischio il benessere nazionale in caso di crisi. Il governo può sprecare le riserve internazionali nel vano tentativo di mantenere il livello fissato. Ma un governo che ha maggiore probabilità di riuscire a mantenere il cambio trova anche relativamente più economico fissarne il livello rispetto a un governo con una probabilità minore di mantenerlo. Questa proprietà sottende l'uso di un cambio rigido come segnale. Come spesso avviene in situazioni in cui agenti economici cercano di fornire un'informazione attraverso segnali co-

stosi¹¹³, il risultato può essere inefficiente. Può esserci una “rigidità eccessiva”, un’altra forma di azzardo morale¹¹⁴.

Confronti tra paesi

Ho sostenuto che, come regola generale, la presenza di un rappresentante degli investitori stranieri e un disegno accorto degli interventi di politica economica facilitano l’accesso di un paese a un più elevato livello di finanziamento con modalità più convenienti. Non bisogna però aspettarsi che tutti i paesi abbiano, in egual misura, bisogno di meccanismi di governo e di controllo per essere in grado di attirare capitali stranieri. L’analisi condotta in precedenza suggerisce che le dimensioni del problema dipendono dall’estensione dell’azzardo morale del governo.

L’estensione dell’azzardo morale del governo a sua volta dipende da:

- (i) la “dimensione” dell’indebitamento;
- (ii) i diritti di controllo detenuti dal governo;
- (iii) gli incentivi politici del governo.

Per quanto concerne il punto (i), si noti che la dimensione non è tutto e che una determinante migliore dell’azzardo morale è l’effettiva esposizione degli stranieri nei confronti del paese. Per esempio, il finanziamento straniero garantito dai ricavi del petrolio non è veramente a rischio. Similmente, i titoli a breve termine sono meno a rischio di

quelli a lungo termine. Abbiamo osservato inoltre che l'impatto sugli investitori esteri delle scelte del governo dipende dalla natura della tecnologia di produzione (input e output commerciabili o non commerciabili) e dalla denominazione valutaria delle loro attività finanziarie.

Per quanto riguarda il punto (ii), i diritti di controllo detenuti dal governo, i paesi in cui i governi hanno un grado di libertà minore dovrebbero di regola avere una domanda inferiore di vincoli esterni.

Da ultimo, consideriamo il punto (iii). Gli incentivi politici del governo dipendono fortemente da considerazioni di *political economy* che attengono all'interpretazione in chiave di razionalità economica dei comportamenti politici. Non farò alcun tentativo di fornire una panoramica complessiva dell'impatto della politica sugli incentivi rilevanti, ma mi accontenterò piuttosto di illustrare come essa può influire sul problema dell'azzardo morale¹¹⁵.

Si considerino per esempio i costi di una strategia che si affidi alle riserve internazionali per ritardare l'aggiustamento macroeconomico e stimolare i consumi nazionali. Supponiamo che il deprezzamento della valuta che ne deriva avvantaggi i debitori nazionali (considerando che i loro ricavi provengano dalle esportazioni e che i loro costi siano costituiti dal solo lavoro nazionale), e che i lavoratori/consumatori siano danneggiati dal deprezzamento (per esempio, perché il prezzo dei beni di importazione sale). Ci si potrebbero aspettare interventi del governo nettamente

diversi a seconda dei destinatari dei benefici immediati dell'azione governativa. Un governo nelle mani dell'industria è probabile che propenda per una moneta debole, mentre uno che cerca il consenso dei consumatori cercherà di mantenere apprezzata la valuta. Ma si possono facilmente immaginare altre situazioni, in cui i fondamentali indurranno differenti preferenze dei gruppi di interesse e, conseguentemente, anche diversi risultati politici. Inoltre, il potere relativo dei vari gruppi di interesse è condizionato dal paese e dal periodo storico, in quanto per esempio dipende dalle preoccupazioni elettorali del governo in carica (o dall'assenza di tali preoccupazioni).

Vi è bisogno di un prestatore internazionale di ultima istanza?

Passiamo da ultimo alla questione del prestatore di ultima istanza (PUI)¹¹⁶. Come discusso nel capitolo II, un certo numero di esperti ha tracciato un'analogia tra crisi di liquidità nazionali e crisi nella bilancia dei movimenti di capitali, sostenendo che la finanza internazionale ha bisogno di un prestatore internazionale di ultima istanza (PIUI) allo stesso modo in cui i paesi hanno sviluppato il credito di ultima istanza da parte della banca centrale e più in generale dello Stato.

Per meglio definire questa descrizione, si deve rilevare che gli esperti concordano sulla non desiderabilità di salva-

taggi su larga scala di paesi sovrani. Come è ben noto, il costo di simili salvataggi è un implicito sussidio che incoraggia *ex ante* un eccessivo indebitamento da parte del paese (o, il che è equivalente, il sovrafinanziamento da parte degli investitori stranieri). Una questione a parte riguardo ai grandi salvataggi finanziari è quella del reperimento dei fondi. Come è noto, è difficile tassare su scala globale senza un governo mondiale. Può essere quindi arduo trovare il denaro necessario per finanziare tali grandi salvataggi anche se questi fossero ritenuti desiderabili.

Detto ciò, dovremmo renderci conto che il finanziamento di emergenza da parte di un PIUI non può essere per definizione completamente sicuro. Molti osservatori tracciano una distinzione tra “illiquidità” e “insolvenza”. Questa distinzione è ingiustificata. Non vi è mai illiquidità senza almeno qualche sospetto di insolvenza: se fosse *noto* che un paese (o anche una società) in sofferenza è solvibile, allora il paese potrebbe immediatamente ricevere assistenza da un finanziere privato (o da un consorzio di finanzieri privati).

La mia principale tesi al riguardo è che l’analogia con la funzione del PUI nazionale è fuorviante. Ho sostenuto nel capitolo IV che la liquidità a livello nazionale è scarsa e che il governo gioca perciò un ruolo chiave nel fornire liquidità, di cui un importante aspetto è quello del ruolo di prestatore di ultima istanza durante le crisi bancarie. La questione è diversa a livello internazionale. Non vi è a priori alcuna scarsità di liquidità internazionale. Una banca

tailandese può acquistare obbligazioni del Tesoro statunitense, obbligazioni denominate in euro, o assicurarsi una linea di credito con grandi banche internazionali. Il limite non è la loro disponibilità complessiva, ma la loro disponibilità verso un paese con limitate garanzie internazionali (si veda Holmström-Tirole 2002).

Così, l'esigenza di un PIUI è meno sentita rispetto al caso nazionale poiché vi è molta liquidità internazionale in giro.

Questo non significa necessariamente che non si possa rinvenire una più limitata funzione di PIUI come strumento di rinegoziazione dei contratti. Per esempio, l'FMI è diventato di recente un gestore di crisi dando a prestito a paesi in arretrato nei pagamenti verso creditori privati (ma assumendo rischi limitati) e organizzando le negoziazioni tra gli investitori esteri e il governo. La questione della gestione delle crisi ha due dimensioni: positiva (come operare) e normativa (dovremmo facilitare i processi di risoluzione delle crisi?).

Cominciamo con la questione positiva. Come hanno notato in molti, l'FMI non è strettamente necessario per questa funzione. Le banche commerciali agiscono di concerto in tempi di crisi e senz'altro il coordinamento privato delle banche creditrici ha giocato un ruolo importante nel caso delle crisi sud coreana e brasiliana. I detentori di obbligazioni sono più numerosi ma, come nel caso dell'indebitamento delle imprese, le offerte di scambio e le clausole di azione legale collettiva possono facilitare il riscal-

denzamento o la riduzione del valore nominale delle obbligazioni. Si può sostenere, d'altra parte, che l'FMI sia il naturale gestore delle crisi nella misura in cui il sostegno a breve termine consenta di guadagnare tempo per la rinegoziazione, e la condizionalità che esso amministra sia parte della negoziazione.

La questione normativa non è semplice come sembra. In base al principio del ribaltamento (si veda il capitolo II), una più efficiente soluzione della crisi riduce il costo della crisi stessa per il governo, e quindi la rende più probabile. In effetti, la letteratura teorica della contrattazione ha più volte enfatizzato gli effetti negativi della rinegoziazione. Gli argomenti teorici in favore della rinegoziazione sono che (a) in una situazione di agenzia comune/finanziamento non coordinato la rinegoziazione può portare benefici¹¹⁷ e (b) i contratti possono essere in qualche modo incompleti e la rinegoziazione può aiutare a completarli. La mia impressione al riguardo è che i sostenitori delle risoluzioni efficienti delle crisi hanno ragione a evidenziare i benefici *ex post* rispetto ai costi *ex ante*. Ma la questione è in ultima analisi di natura empirica.

CAPITOLO VII

IMPLICAZIONI ISTITUZIONALI: QUALE RUOLO PER IL FONDO MONETARIO INTERNAZIONALE?

Questo capitolo discute le due questioni fondamentali (e fortemente dibattute) sul FMI: la sua missione e i suoi meccanismi di governo. Come vedremo, le due questioni sono connesse.

Dal fallimento del mercato al disegno della missione

La missione originale dell'FMI, quale definita a Bretton Woods nel 1944, era quella di sostenere un sistema di tassi di cambio rigidi ma modificabili. All'epoca forti restrizioni sulla mobilità dei capitali diedero risalto alle problematiche connesse alle bilance dei pagamenti. L'FMI di conseguenza, e per molti anni, enfatizzò la supervisione delle politiche fiscali e monetarie. I suoi clienti potevano ben essere paesi sviluppati (per esempio l'Italia nel 1964 e il Regno Unito nel 1967). E la limitata mobilità dei capitali implicava che l'FMI svolgesse un ruolo minimo come gestore delle crisi¹¹⁸.

Il contesto odierno è abbastanza diverso da quello originario. Gli squilibri in conto capitale spesso predominano

sulle considerazioni di conto corrente. I clienti sono paesi con introiti medio-bassi e con un forte debito estero. E l'FMI è spesso trascinato nel ruolo di gestore delle crisi. In qualche modo questi sviluppi devono aver modificato la missione dell'FMI. Ma qual è questa missione?

Ho osservato in precedenza che troppi obiettivi vengono attribuiti all'FMI nell'ambito del dibattito politico sul suo ruolo. Questi obiettivi creano una mancanza di focalizzazione; inoltre essi sono spesso in conflitto. Una istituzione multilaterale, come qualsiasi organizzazione, non dovrebbe essere un *fac totum*, che fa un po' di tutto ma non eccelle in nessuna attività. Indipendentemente dal merito degli argomenti presentati in questo libro, il lettore concorderà sul fatto che criteri multidimensionali non sono un segno di buona economia, e che un'analisi coerente richiede una funzione-obiettivo chiaramente determinata, basata essa stessa su una chiara identificazione di un fallimento del mercato.

Per sottoporre me stesso alla mia disciplina e al rischio (la certezza!) di essere semplicistico, mi sia consentito fornire alcune osservazioni su che cosa la comunità internazionale potrebbe tentare di realizzare in via prioritaria (lasciando da parte per il momento l'importantissimo problema della lotta alla povertà). In base al capitolo IV, le prospettive di agenzia comune e duplice suggeriscono un modo naturale di riposizionare l'FMI. Nel caso di prestiti al settore privato, la prospettiva di agenzia duplice si fonda

sull'osservazione che gli investitori stranieri contrattano con debitori individuali e non con il loro governo, dal che deriva un fallimento del mercato. Il benessere del paese aumenterebbe se il governo negoziasse con gli investitori stranieri in modo coordinato. Lo stesso può dirsi per i prestiti sovrani, per i quali l'assenza di una contrattazione unificata con il governo richiede l'introduzione di un supervisore delegato.

Ciò suggerisce che il ruolo dell'FMI è quello di sostituirsi ai contratti mancanti tra il governo e i singoli investitori stranieri e quindi di aiutare il paese debitore a beneficiare pienamente della liberalizzazione dei suoi movimenti di capitale. Dunque l'FMI dovrebbe agire quale supervisore delegato e fiduciario degli interessi stranieri proprio per facilitare un accesso favorevole del paese al capitale estero. Vale la pena sottolineare che gli interessi del capitale straniero non sono quelli che contano nella funzione-obiettivo da un punto di vista *ex ante*. Dopo tutto, mercati dei capitali competitivi genereranno *ex ante* tassi di rendimento equi per gli investitori, indipendentemente dal grado di instabilità finanziaria. Il concetto di condivisione *ex ante* significa che l'interesse del paese è messo in primo piano¹¹⁹.

Il concetto di monitoraggio delegato sta alla base della (controversa) impostazione dell'FMI in termini di prequalificazione e condizionalità¹²⁰ (che ancora lascia aperta la questione pratica di quali clausole *ex ante* e condizioni *ex post* possano essere effettivamente richieste, ma questo è un

altro discorso). Con questa impostazione, l'FMI offre un servizio di monitoraggio ai suoi membri, consentendo loro di avere accesso a maggiori e migliori fonti di finanziamento¹²¹. La posizione qui sostenuta si sovrappone all'approccio standard richiamando l'attenzione sul fallimento del mercato che giustifica l'esistenza delle istituzioni finanziarie internazionali. L'identificazione del fallimento del mercato ci consente di analizzare la missione dell'istituzione e le risposte di *policy* nell'ambito di una visione unitaria.

Inutile dire che la rifocalizzazione dell'FMI come difensore ufficiale (e non solo di fatto) del rigore non dovrebbe avvenire a danno dei paesi poveri¹²². Di conseguenza è importante che i programmi antipoverà¹²³ del Fondo siano adottati altrove, per esempio nell'ambito della Banca Mondiale (che trarrebbe anche vantaggio dalla focalizzazione in corso). La lotta alla povertà è fondamentale, e dovrebbe essere potenziata; ma non sembra essere la missione naturale dell'FMI. Come quest'ultimo ha da tempo percepito, la riduzione della povertà non può essere oggetto di condizionalità.

Nel resto del capitolo si tratterà dei meccanismi di governo delle organizzazioni multilaterali alle quali è assegnata la funzione di monitoraggio delegato.

I meccanismi di governo

L'altra questione estremamente dibattuta circa l'FMI è quella dei suoi meccanismi di governo. L'FMI ha storica-

mente goduto di un non trascurabile livello di autonomia nonostante l'elevatissimo grado di controllo politico sul piano formale. In realtà, la struttura di governo dell'FMI in teoria somiglia poco a quella di una banca centrale, essendo fortemente politica. La decisione ultima spetta al Consiglio dei governatori, composto da 182 ministri finanziari o governatori delle banche centrali. Poiché il controllo diretto di un siffatto Consiglio è praticamente impossibile, un Comitato *ad interim* (rinominato International Financial and Monetary Committee nel 1999), composto dai ministri finanziari di 24 paesi, provvede a un'ulteriore sorveglianza. L'ordinaria amministrazione è delegata al Comitato esecutivo, composto da 24 direttori esecutivi, che si incontrano tre volte a settimana (più frequentemente in caso di crisi). I direttori esecutivi che siedono nel Consiglio devono rispondere del loro operato ai rispettivi governi. In pratica, lo staff permanente ha un potere decisionale sostanziale. Ciò significa che ha un sostanziale "controllo reale" a fronte di un "controllo formale" quasi nullo.

Sia nei circoli accademici (un'autorevole e interessante eccezione è De Gregorio *et al.*, 1999) sia, in particolare, nell'opinione pubblica è crescente l'impressione che l'FMI non dia conto della propria azione¹²⁴ in misura sufficiente. Per affrontare la questione della responsabilità ottimale dell'FMI, torniamo a esaminare alcuni principi di organizzazione.

L'assunzione delle decisioni nelle imprese cooperative

Ogni organizzazione è gestita quotidianamente dalla sua dirigenza ed è controllata dai suoi supervisori. Nel contesto di un'organizzazione specializzata in finanza internazionale, l'organizzazione multilaterale è destinata ad avere un consiglio di amministrazione molto eterogeneo. I governi vanno raramente d'accordo sulle linee di azione. Ciò si può più facilmente notare nell'area degli aiuti allo sviluppo. L'aiuto dei paesi donatori, con l'eccezione di quelli nordici, è stato in passato molto condizionato da considerazioni commerciali, politiche e militari e, tranne che nei discorsi teorici, non ha necessariamente posto l'obiettivo umanitario in primo piano. Gli stessi problemi emergono nel contesto della stabilità finanziaria. Il governo degli Stati Uniti è stato accusato di aver fatto pressione sull'FMI perché continuasse a finanziare la Russia prima della crisi del 1998 anche se il paese non aveva rispettato le precedenti condizioni¹²⁵. Più in generale, considerazioni regionali, culturali, strategiche o commerciali comportano che un gruppo di paesi influenti nell'ambito dell'organizzazione siano incentivati a fare pressione affinché vengano adottate politiche indulgenti nel caso in cui un paese non riesca a mantenere i suoi impegni. Al contrario, paesi influenti privi di tali interessi ma con elevate partecipazioni finanziarie nel paese in crisi possono fare pressione affinché vengano imposte condizioni eccessivamente onerose.

I più recenti studi in campo economico hanno sottolineato la difficoltà di gestire organizzazioni per conto di un gruppo molto eterogeneo di membri. Conflitti di interesse nel consiglio di amministrazione provocano continue dispute, commercio di voti e scambio di appoggi. Tali conflitti focalizzano anche l'attenzione della dirigenza sulla delicata ricerca di compromessi che siano graditi a tutti; i dirigenti quindi perdono il senso chiaro della missione e diventano abili politici. Le difficoltà incontrate da organizzazioni con membri molto eterogenei sono, per esempio, documentate da Hansmann nel suo studio del 1996 sulle cooperative. Hansmann dimostra la fondatezza empirica dei benefici derivanti dall'avere una compagine omogenea di soci. Egli mostra che le cooperative di successo tendono a essere quelle costruite intorno a un semplice obiettivo condiviso da tutti i membri. Le organizzazioni multilaterali, sfortunatamente, non possono permettersi questo lusso. Nella migliore delle ipotesi, tali organizzazioni possono essere dotate di una chiara missione, sulla quale i membri concordano in linea di principio, anche se hanno interessi divergenti in caso di applicazione del principio generale a uno specifico paese.

L'economia del controllo sull'operato dell'istituzione

Anche se tutti i delegati dei governi fossero d'accordo sull'esatto ruolo delle organizzazioni multilaterali, esisterebbe ancora un problema comune a tutte le istituzioni democratiche: i rappresentanti sono responsabili nei confronti

degli elettori e quindi hanno un incentivo a compiacerli. Vogliono dimostrare che rappresentano gli interessi degli elettori, che le rispettive priorità coincidono. Ciò spesso comporta che i politici pensano *con* gli elettori invece che *per* gli elettori. In poche parole, sono troppo sensibili all'opinione pubblica.

Non c'è alcun dubbio che dare conto del proprio operato di per sé è una buona cosa. È importante che i funzionari pubblici siano sensibili ai desideri dell'elettorato e non perseguano strategie motivate da interesse personale. Tuttavia, le basi della democrazia rappresentativa, come si è concretizzata per esempio nei principi esposti durante le Rivoluzioni americana e francese, sono la necessità di delegare parte del processo decisionale a rappresentanti, che hanno più tempo e stimolo per acquisire informazioni rilevanti per le decisioni rispetto ai singoli elettori, e quella di impedire a questi rappresentanti di seguire istruzioni impartite dal loro elettorato. Questi scopi sono però vanificati quando i rappresentanti eletti si comportano in modo da compiacere i pregiudizi dell'elettorato, così da accrescere le probabilità della propria rielezione.

Nel contesto di un'organizzazione multilaterale, il vero pericolo è che i rappresentanti dei paesi membri attribuiscono maggior peso all'impatto della loro posizione sull'opinione pubblica dei propri paesi piuttosto che agli obiettivi dell'organizzazione che sono chiamati a gestire. Questo problema è aggravato dal fatto che un'opinione o un voto

di un rappresentante di un paese membro ha un impatto di importanza secondaria sulla decisione finale, ma sostanziale sulla sua reputazione nazionale.

Un modo per disincentivare l'uso della votazione nell'ambito di organizzazioni multilaterali per lanciare segnali all'elettorato nazionale è quello di imporre la formazione delle decisioni a porte chiuse e di non tollerare fughe di notizie alla stampa (di sicuro non un compito semplice); questa regola da un lato garantisce ai rappresentanti dei paesi membri una certa indipendenza, dall'altro può far sì che essi assumano maggiore consapevolezza della missione dell'organizzazione. Questa impostazione è seguita fino a un certo punto dal Comitato esecutivo dell'FMI. I 24 direttori esecutivi (che, ricordiamo, sono responsabili nei confronti dei governi dei loro paesi o gruppi di paesi) decidono di solito all'unanimità e raramente mettono a verbale i loro voti o le opinioni discordanti. *Data l'attuale struttura di controllo*, questa mancanza di trasparenza è, a mio avviso, probabilmente saggia. Essa solleva i direttori esecutivi dalla necessità di lanciare segnali in modo permanente ai propri governi e all'opinione pubblica dei rispettivi paesi, e quindi consente loro di identificare più facilmente gli obiettivi dell'organizzazione.

Ciò non significa naturalmente che io sia favorevole alla scarsa trasparenza come regola generale. Al contrario, una maggiore trasparenza sarebbe molto auspicabile in un contesto in cui i direttori esecutivi fossero più indipendenti. L'in-

centivo di un direttore esecutivo indipendente a compiacere il suo committente politico è molto ridotto. La trasparenza ha quindi un benefico impatto sugli incentivi, poiché aumenta la preoccupazione per la situazione che si lascerà in eredità¹²⁶. Va notato a tale riguardo che la pubblicazione di verbali, voti e opinioni discordanti attuata presso la Corte suprema degli Stati Uniti e in alcune banche centrali (come nel caso di Stati Uniti, Regno Unito e Giappone) riguarda istituzioni che sono indipendenti dal potere politico.

In molte democrazie c'è stato un chiaro trasferimento di potere a favore di autorità indipendenti, quali banche centrali, agenzie di regolamentazione, magistrati. Il vantaggio nell'affidare il processo decisionale a individui liberi da interessi elettorali è una netta diminuzione dell'incentivo a compiacere l'opinione pubblica. Il costo dell'indipendenza naturalmente è che le autorità possono sottrarsi al controllo e imporre ai cittadini i propri interessi personali.

In questo contrasto tra responsabilità politica e indipendenza, la seconda è particolarmente preziosa o quando le decisioni sono molto tecniche (l'elettorato ha scarse conoscenze specifiche e quindi è probabile che i suoi pregiudizi siano errati) e il loro effetto molto differito, o quando le maggioranze possono opprimere le minoranze. Intuitivamente, il costo della compiacenza dei politici nei confronti dell'opinione pubblica è alto quando questa è probabilmente errata¹²⁷ o quando le preferenze della maggioranza sono probabilmente divergenti rispetto al benessere sociale.

Di particolare interesse per il nostro scopo è l'elevata complessità tecnica delle questioni relative al sistema finanziario. Non c'è dubbio che le questioni relative alla stabilità finanziaria internazionale siano molto complesse e quindi raramente sono comprese in modo corretto dai non specialisti del settore. Ciò getta qualche dubbio sull'efficacia dell'azione volta a rendere conto del proprio operato. D'altro canto, ci sono legittimi motivi di preoccupazione se ai tecnocrati incaricati di sorvegliare il sistema finanziario internazionale viene rilasciato una sorta di assegno in bianco. In conclusione, è necessario un certo controllo politico "a distanza". L'intervento politico dovrebbe principalmente verificare che l'istituzione adempia alla sua missione nel lungo periodo, ma il mandante politico non dovrebbe interferire nelle singole decisioni. In tale contesto, i tecnocrati sarebbero incentivati a eseguire la propria missione, per effetto sia della preoccupazione circa la situazione che lasceranno in eredità, sia del timore di non essere riconfermati una volta scaduto il mandato. Questo ci porta alla conclusione che le missioni dell'ente, che dovrebbero essere determinate con riferimento a ben identificati fallimenti del mercato, hanno anche conseguenze sulla struttura degli incentivi.

Prima di passare alla questione della focalizzazione, sottolineiamo che la focalizzazione non è la panacea di tutti i mali e che altri incentivi complementari hanno la loro importanza. Per esempio, la presenza di uno staff altamente professionale (com'è tradizionalmente il caso dell'FMI e

della Banca Mondiale) non è solo fonte di legittimazione, ma anche di incentivi, al punto che i membri di staff più competenti e specializzati tendono a essere più interessati alla loro eredità intellettuale. Secondo linee analoghe, la presenza di un consiglio di amministrazione rispettato e completamente indipendente può aiutare l'ente ad acquisire una missione specifica.

I vantaggi della focalizzazione

Oltre a essere una risposta a un ben definito fallimento del mercato, la missione qui conferita all'FMI comporta i vantaggi connessi alla specializzazione. Vale quindi la pena di riesaminare l'argomento teorico in favore della focalizzazione. A essere onesti, c'è ancora una conoscenza limitata in economia e nelle scienze politiche su come strutturare gli enti governativi e inculcare in loro il senso della missione. Ma alcune idee generali cominciano a emergere.

Focalizzazione. Nel suo studio classico sulle burocrazie governative, Wilson (1989) dimostra in modo convincente che gli enti governativi più efficienti sono quelli con un chiaro senso di missione. Diversamente dalle imprese a fini di lucro, il cui chiaro obiettivo è quello di massimizzare il profitto, gli enti governativi per loro stessa natura sono destinati a promuovere l'internalizzazione di svariate esternalità e quindi tendono ad avere una lunga lista di obiettivi; in un certo senso sono una società portatrice dei molteplici interessi della cittadinanza¹²⁸. Le analisi empiriche di

Wilson mostrano i vantaggi che possono essere conseguiti rinunciando a porsi legittimi obiettivi particolari per focalizzarsi su una data missione.

L'analisi teorica delle preoccupazioni di carriera in imprese con molti compiti è ampiamente coerente con la visione di Wilson¹²⁹. L'efficienza di enti come l'FMI deve essere valutata dalle autorità politiche e dai posteri. L'interesse dei dirigenti di un ente circa ciò che lasceranno, la loro permanenza al lavoro o ogni altro incentivo collegato alla valutazione dell'efficienza li rende particolarmente responsabili se il rendimento può essere valutato rispetto a un chiaro obiettivo.

Compiti contrastanti e divisione del lavoro. I vantaggi derivanti dalla focalizzazione sono particolarmente importanti quando l'ente si confronta con compiti che non solo richiedono, ciascuno, l'utilizzo delle stesse risorse, ma contrastano anche sulle finalità che si vogliono conseguire. Per esempio, è difficile chiedere a un ente fornitore di energia di accrescere le vendite di elettricità fornendo un servizio migliore e bassi prezzi e nello stesso tempo di ridurre le vendite di elettricità attraverso programmi di gestione della domanda; o domandare a un avvocato di svolgere contemporaneamente il compito di pubblico ministero. Obiettivi contrastanti richiedono la creazione di "difensori" con obiettivi di parte¹³⁰.

Il bastone e la carota. Mentre le precedenti argomentazioni riguardavano gli incentivi dell'ente, un diverso tipo di argomentazione può essere svolto in relazione all'impatto

benefico della focalizzazione del controllore sugli incentivi del controllato. La regolamentazione degli agenti economici può essere facilitata conferendo diritti di controllo contingenti agli enti di regolamentazione con differenti incentivi: ciò significa che i diritti di controllo dovrebbero essere conferiti a un ente “debole” quando il rendimento è buono e trasferiti a uno “forte” quando il rendimento è insufficiente. Nello stesso modo in cui un’impresa ordinaria deve sottostare alle condizioni fissate da creditori prudenti quando è messa in mora¹³¹, così un’impresa pubblica vede il suo controllo effettivo passare da un amichevole “ministro con portafoglio” a un meno amichevole ministro delle finanze quando le sue esigenze di indebitamento diventano serie. A dire il vero, il ricorso a un grande bastone in caso di mora non è privo di costi, per la semplice ragione che l’indigenza può derivare dalla cattiva sorte e non solo da un comportamento scorretto.

I costi della focalizzazione

La focalizzazione è altamente consigliabile e sta alla base del principio di separazione dei compiti tra gli enti internazionali, le cosiddette OMx (dove O sta per organizzazione, M per mondiale, e x per il settore di cui si occupano: sanità, ambiente, finanza, sviluppo, e così via). Parlando in generale, le OMx esistenti (FMI, BM, BRI, OMS, ONU, OMC, OIL, e così via) o quelle che saranno istituite possono essere raggruppate in tre categorie:

- “enti risolti-esternalità”, che mirano a impedire ai paesi di essere fonti di esternalità negative l’uno per l’altro: guerre, danni ambientali, restrizioni commerciali, ecc.;
- “enti ad azione collegiale”, che mirano a coordinare l’azione dei paesi più ricchi nei confronti dei paesi meno favoriti in termini di sviluppo, sanità, istruzione, e così via. La loro ragion d’essere sta nel fatto che il corrispondente bene pubblico – per semplificare, aiutare i poveri – è fornito in quantità insufficiente dai donatori bilaterali (che cercano di agire indipendentemente l’uno dall’altro) e che il denaro allocato da questi donatori può essere distribuito in modo inefficiente in relazione a considerazioni politiche piuttosto che per motivi umanitari;
- enti “fornitori di servizi”, che forniscono servizi di certificazione ai paesi con riferimento alle loro pratiche nei settori lavorativo, sociale e bancario o in relazione alla loro stabilità finanziaria.

Per esempio, l’Organizzazione mondiale del commercio è un ente “risolti-esternalità”, la Banca Mondiale un ente ad azione collegiale, e l’FMI è un fornitore di servizi (secondo le argomentazioni esposte in questo libro). Inevitabilmente, comunque, i compiti delle OMx presentano una certa sovrapposizione; per esempio le politiche dell’FMI influenzano il benessere dei poveri nei paesi debitori. La conseguenza del principio di specializzazione è l’emersione di “conflitti intersettoriali”. Gli enti internazionali non possono far ri-

corso a servizi di arbitrato, a differenza di quanto accade con i ministeri di un governo, che sono anch'essi strutturati secondo il principio di specializzazione, ma che si avvalgono del primo ministro per risolvere i propri conflitti.

Per risolvere conflitti intersettoriali tra OMx, Jacques *et al.* (2000) suggeriscono una procedura a tre fasi (naturalmente a condizione che ci sia tempo sufficiente per l'attuazione della procedura, lo schema va corretto in situazioni di crisi): (1) un ente la cui decisione può sfavorevolmente influenzare il compimento della missione di un altro ente chiede a quest'ultimo un parere motivato; (2) l'ente che deve assumere decisioni si attiene al parere dell'altro ente oppure motiva la decisione di non attenersi al parere stesso; (3) i conflitti seri sono risolti da un ente deputato a risolverli. Le fasi (1) e (2) sembrano interessanti. Lasciando che gli "avvocati" esprimano le proprie opinioni è probabile che aumenti l'attenzione delle organizzazioni per ciò che tramanderanno ai posteri. La fase (3) solleva la complessa questione della missione dell'ente deputato a risolvere i conflitti, e può quindi richiedere un'ulteriore elaborazione.

Concorrenza tra enti

Una questione interessante, che tratterò solo brevemente, è quella della desiderabilità della concorrenza tra molti enti internazionali. L'esempio della concorrenza è quello standard: se l'FMI, si dice, fa un lavoro scadente nell'aiutare i paesi ad avere accesso ai fondi o impone una condiziona-

lità inefficiente (per esempio, impone condizioni *ex post* i cui costi per il paese debitore sono sproporzionati rispetto ai benefici per la comunità internazionale), i paesi potranno rivolgersi a un altro ente che fornirà il finanziamento con una migliore certificazione o con soluzioni meno costose. Per usare un'analogia (e con l'ovvia precisazione che la missione dell'FMI è abbastanza diversa da quella di un'agenzia per la valutazione del merito di credito), se Moody's e Standard & Poors fanno ripetutamente un lavoro scadente nel valutare le obbligazioni emesse da società che si rivolgono a loro, queste società si rivolgeranno ad altre agenzie per la valutazione del merito di credito.

Detto ciò, in questo tipo di attività la concorrenza non si ottiene facilmente. Una buona conoscenza di un paese richiede un considerevole investimento e uno staff specializzato, elementi non riproducibili così facilmente¹³². Un ingrediente chiave per l'attuazione della missione di un'agenzia è, come abbiamo visto, la sua buona reputazione: nel monitorare accuratamente, nel domandare garanzie per l'investitore ma condizioni eque per il paese, e nel fare in modo che queste condizioni siano rispettate. La buona reputazione è tanto più difficile da sviluppare, tanto più piccolo è il numero dei paesi con i quali l'agenzia interagisce. Un terzo costo potenziale della concorrenza tra enti preposti alla stabilità finanziaria sorge quando la crisi di un paese ha ampie conseguenze sistemiche. A meno che i paesi interessati dagli effetti indiretti della crisi in un altro de-

terminato paese siano controllati dalla stessa agenzia che controlla quest'ultimo, possono verificarsi esternalità tra agenzie.

Soluzioni private

Un'altra questione interessante, su cui per brevità non mi dilungherò, è se la funzione di monitoraggio delegato possa essere esercitata da un gruppo di creditori privati e pubblici.

Tali "soluzioni private" possono essere state rese obsolete dall'esistenza dell'FMI; ma nemmeno l'evidenza empirica e la riflessione teorica appaiono incoraggianti. Gruppi come i club di Parigi e di Londra sono focalizzati sulla rinegoziazione (rispettivamente di debiti sovrani nei confronti di creditori ufficiali e di banche commerciali), e sono insufficientemente impegnati nelle altre attività di prequalificazione, monitoraggio e condizionalità, che sono parte di un'appropriata attività di controllo. In un solo caso¹³³, il Perù nel 1976, creditori privati tentarono di gestire la condizionalità dopo che il governo peruviano chiese a un consorzio di sei grandi banche statunitensi un prestito senza accordo preventivo con l'FMI, e accettò alcune condizioni e il monitoraggio delle banche su queste stesse condizioni. L'esperienza si risolse in un fallimento. Le condizioni non furono rispettate, e i banchieri, evidentemente temendo polemiche e cattiva pubblicità, trovarono piuttosto difficile vigilare sul comportamento del governo.

Forse non dovremmo essere sorpresi dall'evidente incapacità dei creditori privati, o dei creditori ufficiali bilaterali, di interagire in modo credibile con i governi nell'offrire loro strumenti per assumere impegni. I creditori privati non sembrano proprio avere i requisiti necessari per questa attività; nemmeno i creditori pubblici, i cui incentivi sono spesso distorti da considerazioni commerciali, culturali o militari. E soprattutto, essi sono molto eterogenei: un tipico gruppo di creditori privati conterrebbe azionisti e creditori, detentori di obbligazioni a breve e a lungo termine e detentori di partecipazioni nel settore pubblico e in quello privato. Gli interessi sarebbero quindi piuttosto divergenti. Un processo decisionale efficiente ed efficace difficilmente scaturisce da consessi così eterogenei.

CAPITOLO VIII

CONCLUSIONI

Per concludere, mi sia consentito ricapitolare la mia tesi:

- la mancanza di una chiara missione per l’FMI e l’attuale focalizzazione sui sintomi piuttosto che sulla causa suggeriscono l’opportunità di tornare a riflettere su quale sia il fallimento del mercato che è all’origine dei problemi osservati;
- il fallimento del mercato sottolineato in questo libro ha origine dall’assenza di una contrattazione con il governo, nonostante il fatto che quest’ultimo abbia modi più o meno sottili per influire sul rendimento degli investitori stranieri;
- affinché un paese abbia accesso a maggiori e migliori finanziamenti, gli investitori stranieri hanno bisogno di essere rappresentati. L’FMI potrebbe quindi agire come un sorvegliante delegato, così da riequilibrare a vantaggio del paese debitore i problemi di agenzia comune e duplice;
- seguendo questa impostazione, l’FMI giocherebbe il ruolo di fiduciario e, forse, quello di gestore delle crisi,

mentre avrebbe un ruolo limitato come prestatore di ultima istanza. C'è carenza di liquidità internazionale per quei paesi diventati incapaci di garantire credibilmente il rendimento promesso agli investitori; non sembra esserci invece una vera carenza di liquidità internazionale globale;

- infine, le politiche che si occupano dei sintomi piuttosto che delle cause possono rivelarsi errate. Per esempio, gli investitori stranieri potrebbero non aver bisogno di essere rassicurati mediante un allungamento della scadenza del debito o la sua ridenominazione in moneta locale.

Più in generale spero che ulteriori ricerche basate sulla prospettiva dell'agenzia comune e duplice possano rivelarsi utili per identificare una gamma di politiche di intervento e di istituzioni atte a consentire alle economie dei mercati emergenti di meglio beneficiare della liberalizzazione del conto capitale della bilancia dei pagamenti.

NOTE

1 Summers (2000).

2 131 Paesi dei 181 membri dell'FMI hanno dovuto affrontare problemi creditizi fra il 1980 e il 1995 (FMI 1996).

3 Per esempio, la Commissione Meltzer, o più precisamente la Commissione consultiva sugli istituti finanziari internazionali (International Financial Institution Advisory Commission), presieduta da Alan Meltzer, nella relazione al Congresso USA (2000), considera come ruolo dell'FMI quello di limitare l'incidenza delle crisi, riducendone la gravità, la durata e le conseguenze.

4 Si vedano, per esempio, Bordo *et al* (2001), Caballero (2000), Corsetti (1999), De Gregorio *et al* (1999), Dornbusch (1998), Eichengreen (1999a), Fischer (1998a,b), Hunter *et al* (1999), Kenen (2000), McKinnon–Pill (1990), Mussa *et al* (2000), Obstfeld–Rogoff (1998), Portes (1999), Rogoff (1999), Sachs–Radelet (1995), Sachs–Warner (1995), Summers (1999, 2000), Woo *et al* (2000), Banca Mondiale (1997, 1998), *World Economic Outlook* (1998). Alcuni osservatori effettuano una distinzione più precisa fra le crisi degli anni ottanta e quelle degli anni novanta. Michel Camdessus, ex direttore generale dell'FMI, ha definito quella del Messico del 1994-95 come la prima crisi finanziaria del XXI secolo. Tale distinzione risulta poco utile ai nostri fini, tenendo conto dell'obiettivo circoscritto di questo capitolo.

5 Tuttavia, affinché un segnale di questo tipo sia credibile, deve risultare meno oneroso eliminare i controlli sui deflussi di capitale per un

governo che sia seriamente intenzionato a liberalizzare i movimenti di capitale rispetto a quanto lo sarebbe per un governo che non sia invece altrettanto determinato nel portare avanti tale processo. Si veda Bartolini-Drazen (1997) per una formalizzazione di questo concetto.

6 Banca Mondiale (1997).

7 Banca Mondiale (1997).

8 Si veda Gourinchas *et al.* per un'analisi dell'evidenza empirica sull'esplosione del flusso di prestiti. Fra l'altro, questo studio suggerisce che la crescita esplosiva dei prestiti non è dannosa per l'economia, sebbene essa accresca notevolmente la probabilità di una crisi bancaria o di bilancia dei pagamenti. Inoltre, la quota di debito a breve termine aumenta con l'investimento durante la fase di accumulo dei prestiti.

9 Banca Mondiale (1997).

10 *The Economist* (1999).

11 Per una discussione più esauriente sul consistente aumento dei flussi di capitali dai paesi industriali ai PVS si vedano De Gregorio *et al.* (1999) e *The Economist* (1999). È da notare, tuttavia, che nonostante questo forte aumento è ancora piccola la quota di capitale che si sposta dai paesi ricchi a quelli poveri. Kraan *et al.* (2000) presentano utili evidenze empiriche sui "portafogli per paese". Basandosi su un campione di 68 paesi, responsabili di oltre il 90 per cento della produzione mondiale, dal 1966 a tutto il 1997, essi mostrano fra l'altro che quei paesi detengono una piccola quota di attività lorde e che queste attività sono in gran parte prestiti. Per esempio, i paesi industriali detengono il 3,3 e il 3,9 per cento della loro ricchezza rispettivamente in attività e passività azionarie estere. Queste proporzioni sono circa dell'11 per cento per quanto riguarda le attività e passività della voce prestiti esteri. A tale proposito, è noto che raramente si osserva una copertura relativa al "rischio paese". Oltre il 90 per cento dei portafogli finanziari degli Stati Uniti e del Giappone (e l'89 e 85 per cento dei portafogli francese e tedesco, rispettivamente) è investito in attività nazionali (French-Poter-

ba 1991), che a loro volta presentano una correlazione positiva con la ricchezza non finanziaria degli individui (capitale umano). È altresì ben noto che, fra paesi, il consumo è meno correlato della produzione, in contrasto con quanto sembrerebbe suggerire la diversificazione di portafoglio. Si veda Lewis (1999) per una rassegna accurata della “preferenza per il proprio paese” (*home bias*) relativamente al possesso di azioni e al consumo.

12 Calvo (1998, 2000) sostiene che la cartolarizzazione dei debiti inesigibili dei paesi sovrani secondo il piano Brady ha spinto gli istituti finanziari ad analizzare con maggiore attenzione le variabili di fondo delle varie economie e li ha resi più disponibili ad acquistare titoli dei paesi corrispondenti.

13 Questo fatto è ben documentato da Kaminsky e Reinhart (1999). Per uno studio su Cile, Finlandia, Messico e Svezia si veda anche Goldfajn-Valdes (1997).

14 Si vedano, per esempio, Diaz-Alejandro (1985) e Harberger (1985).

15 Per esempio, la Thailandia offriva agevolazioni fiscali su prestiti esteri *off-shore*. Per contro, a Taiwan gli istituti bancari erano ben capitalizzati con lievi asimmetrie nella struttura per scadenza e nella composizione per valuta delle attività e delle passività. Nonostante un attacco speculativo sulla propria valuta, che ha costretto le autorità a lasciar fluttuare il tasso di cambio, l'economia di Taiwan ha risentito poco della crisi del 1997.

16 *The Economist* (1999).

17 Si ricorda che un intervento non sterilizzato è simile a una operazione di mercato aperto, a eccezione del fatto che le attività acquistate sono estere e non nazionali. Pertanto esso influisce sulla base monetaria interna. Per evitare effetti sulla base monetaria interna, la banca centrale può effettuare un intervento di compensazione con la vendita di titoli nazionali. Di conseguenza, un intervento sterilizzato equivale, in

sintesi, a un acquisto di attività estere contro vendita di attività nazionali (o viceversa).

18 Banca Mondiale (1997, grafico 1.5).

19 Da stime fornite da Rojas-Suarez-Weisbrod (1996) si calcola che agli inizi degli anni ottanta il costo della ristrutturazione del sistema bancario è stato pari al 19,6 per cento del PIL in Cile e al 13 per cento in Argentina, esso è ammontato a una cifra compresa fra il 4,5 per cento e l'8,2 per cento del PIL nei paesi scandinavi alla fine degli anni ottanta-inizio anni novanta. Le stime effettuate da Caprio-Honahan (1999) indicano che il costo medio dei salvataggi finanziari da parte dello Stato, su un campione di 59 crisi bancarie, è stato pari al 9 per cento del PIL nei PVS e al 4 per cento nei paesi industriali. Si veda anche la rassegna di Frydl (1999).

20 Una ulteriore ipotesi è quella secondo cui il contagio, in un contesto di equilibri multipli, è il risultato di correlazioni tra eventi non fondamentali ("macchie solari") (Masson 1999a,b). Per esempio, gli investitori esteri nel paese B considerano il fatto che vi sia una corsa agli sportelli nel paese A come il segnale di una futura corsa agli sportelli nel paese B, scatenando in quest'ultimo una corsa che si autoalimenta.

21 Si vedano, per esempio, Chang-Majnoni (2000), Corsetti *et al.* (2000), De Gregorio-Valdes (2000), Dornbusch *et al.* (2000), Goldfajn-Baig (2000), Kaminsky *et al.* (2000) e Van Rijckeghem-Weder (2000).

22 Il ruolo dell'FMI come gestore di crisi si è accresciuto in questi ultimi anni. Pur essendo menzionati, i compiti del Fondo nella gestione delle crisi non sono certamente enfatizzati nello statuto del 1944 (*Articles of Agreement*):

"Gli scopi del Fondo monetario internazionale sono:

(i) *promuovere la cooperazione monetaria internazionale attraverso una istituzione permanente che fornisca i meccanismi di consultazione e collaborazione sui problemi monetari internazionali;*

(ii) *facilitare l'espansione e la crescita equilibrata del commercio internazionale, e in tal modo contribuire all'incentivazione e al mantenimento*

di livelli elevati di occupazione e di reddito, e allo sviluppo delle risorse produttive di tutti i paesi membri, come obiettivi primari della politica economica;

(iii) promuovere la stabilità del cambio, mantenere accordi di cambio ordinati fra i paesi membri ed evitare svalutazioni competitive;

(iv) fornire assistenza nella creazione di un sistema di pagamenti multilaterale con riguardo alle attuali transazioni fra i paesi membri e con l'abolizione delle restrizioni valutarie che ostacolano la crescita del commercio mondiale;

(v) dare fiducia ai paesi membri mettendo a loro disposizione, in via temporanea e con le adeguate misure di tutela, le risorse ordinarie del Fondo, in modo da fornire loro l'opportunità di effettuare interventi correttivi della bilancia dei pagamenti evitando il ricorso a misure dannose per la prosperità nazionale e internazionale;

(vi) conformemente a quanto detto nei paragrafi precedenti, diminuire la durata e l'ampiezza degli squilibri delle bilance dei pagamenti internazionali dei paesi membri; gli scopi enunciati in questo Articolo costituiranno i principi-guida di tutte le scelte strategiche e le decisioni del Fondo. (Articolo I)

23 I piani di salvataggio possono eccedere il limite del triplo della quota dell'FMI nel caso in cui vengano coinvolti altri creditori bilaterali o altre Istituzioni Finanziarie Internazionali (IFI) oppure nel caso di contagio (sistemico).

24 Si veda anche Bernard-Bisignano (2000). Al riguardo, Haldane (1999), analizzando l'evidenza empirica, conclude che i programmi di salvataggio dell'FMI non riescono a rassicurare gli investitori internazionali.

25 Questa cifra è stata fornita da Hildebrand in De Gregorio *et al.* (1999), p118.

26 "L'accelerazione" si riferisce alla possibilità da parte dei detentori di certi titoli di chiedere il rimborso anticipato nel caso di insolvenza nei confronti di un altro titolo.

27 Si veda Roubini (2000) per un'ampia discussione del CSP, che include la questione di quali titoli di credito dovrebbero essere inclusi (obbligazioni, prestiti interbancari a breve termine, Euro obbligazioni, debito nazionale) e se il CSP debba includere o meno misure di controllo dei cambi e dei movimenti di capitale.

28 A tale riguardo, le richieste più comuni riguardano il miglioramento della raccolta fiscale (Russia) e la riduzione delle spese locali (Brasile).

29 Si veda il *World Economic Outlook* (1995, pag. 105) per una lista più esaustiva.

30 Si veda Radelet-Sachs (1998) per maggiori dettagli. Ulteriori considerazioni sui programmi dell'FMI si possono trovare in Dixit (2000), Kaufman-Kruger (2000), Hunter (1999), Masson (1999), Mussa-Savastano (1999).

31 Per gli aggiustamenti degli squilibri macroeconomici di più lungo termine (superiori ai tre anni), l'FMI può utilizzare diversi programmi: la *Extended Fund Facility* e la *Enhanced Structural Adjustment Facility* (a tassi di interesse minori per i paesi a basso reddito).

32 Il Rapporto della Commissione Meltzer del febbraio 2000 sostiene che, insieme all'esistenza di altri canali di finanziamento dell'FMI, i requisiti per inoltrare la richiesta spiegano perché nessun paese l'avesse ancora effettuata alla data del rapporto. La Commissione sostiene che una richiesta sarebbe interpretata come segnale di una crisi imminente.

Nel settembre 2000, l'FMI ha cercato di rendere più appetibile la CCL eliminando le spese di commissione, riducendo la penalizzazione sul tasso di interesse e allentando le condizioni relative al possesso dei requisiti.

33 Sussisteva un eccesso di collateralizzazione: i titoli dell'Argentina dovevano eccedere del 25 per cento il valore dei fondi erogati. Le risorse della Banca Mondiale/BIS (Banca Interamericana di Sviluppo)

sono utilizzate per la copertura di ulteriori richieste di incremento dei margini, rendendo la concessione di liquidità un accordo non esclusivamente privato.

34 Il governo messicano ha trovato un accordo per l'apertura di una linea di credito per circa 3 miliardi di dollari. Può far sorridere il fatto che la decisione del governo di prelevare 2,66 miliardi di dollari nel settembre 1998 scatenò molte controversie tra le banche finanziatrici (i tassi di interesse di mercato erano saliti dal momento della sottoscrizione dell'accordo).

35 Secondo la Banca dei regolamenti internazionali, i prestiti bancari erogati ai PVS sono stati pari a 931 miliardi di dollari, di cui 520 miliardi in prestiti a breve termine nel dicembre 1997.

36 Monfort-Mulder (2000) ritengono che i requisiti di capitale delle banche corrispondenti alle loro esposizioni nei confronti dei paesi emergenti sarebbero aumentati del 40 per cento in seguito alle modifiche dell'Accordo di Basilea. Essi criticano anche la qualità delle valutazioni fornite dalle apposite agenzie.

37 Il lettore troverà molto utile il materiale sull'argomento disponibile sull'eccellente sito Internet di Nouriel Roubini: <http://www.stern.nyu.edu/~nroubini/>.

38 Aghion *et al.* (1999, 2001), Bacchetta (2000) e Krugman (1999). Si veda Kenen (2001, capitolo 3) per una sintesi dell'evidenza empirica.

39 Rubin, in quel tempo Segretario al Tesoro americano, si espresse in tal senso il 21 aprile 1999. Si vedano anche America's Council on Foreign Relations (1999), Eichengreen (1999) e Sachs-Woo (2000).

40 Calvo (1998) e Williamson (1996,2000) si oppongono al nuovo consenso. Calvo (2000b) illustra le motivazioni a favore di un tasso di cambio rigidamente fisso. Si veda Kenen (2001, capitolo 3) per una eccellente sintesi e discussione critica di questioni recenti relative ai regimi di tassi di cambio. Gran parte della letteratura sui regimi di cambio affronta il problema dal punto di vista normativo (i paesi dovrebbero

adottare cambi fissi o flessibili?). La letteratura su come avvenga veramente la scelta del regime di cambio da parte di un paese è più scarsa. Tornell e Velasco (2000) elaborano l'opinione diffusa secondo cui, quando la spesa pubblica può essere finanziata dal signoraggio, il cambio fisso impone una maggiore disciplina fiscale, in quanto politiche fiscali "lassiste" finiscono per portare a un esaurimento delle riserve e alla fine dei cambi fissi. Nel loro modello l'onere della tassa da inflazione, associata a una politica fiscale "lassista", è distribuito nel tempo in un regime di cambi flessibili invece che spostato nel futuro, come avviene nel caso del cambio fisso; ciò potrebbe offrire una delle giustificazioni per l'adozione di un regime di cambi fissi.

41 I regimi di cambio rigidamente fissi fanno riferimento alla fissazione del tasso di cambio rispetto a una valuta forte e alla detenzione di riserve sufficienti (almeno equivalenti alla base monetaria) a difendere la parità fissata.

42 A onor del vero, alcuni disallineamenti nelle scadenze sono conseguenza delle politiche perseguite. Per esempio, la Corea del Sud ha sfavorito gli investimenti esteri a lungo termine. Ma è indubbio che la ragione principale alla base dei disallineamenti nelle scadenze sono le preoccupazioni degli investitori.

43 Allo stesso modo, il debito a breve termine obbliga una impresa a un comportamento scorretto: si vedano, per esempio, Calomiris-Kahn (1991), Jensen (1986) e Rey-Stiglitz (1994).

44 Nel 1998, l'FMI ha modificato la propria politica del 1989 che permetteva di erogare prestiti ai paesi membri dopo che fossero emersi arretrati di pagamento da parte di uno Stato sovrano nei confronti di banche commerciali, ma prima che fossero raggiunti accordi di ristrutturazione del debito. Le modifiche introdotte nel 1998 estendono l'ambito di applicazione agli arretrati di uno Stato sovrano nei confronti di altri creditori (non bancari) e agli arretrati di altri debitori non sovrani ai creditori privati purché originatisi dall'imposizione di controlli sui cambi.

45 Si vedano Allen-Gale (2000a), Chang (1999), Eichengreen (1999), Fischer (1999a,b), Krugman (1999a), Obstfeld (2000), Sachs (1998).

46 Si veda Dewatripont-Tirole (1994a) per un'analisi formale degli incentivi forniti da tali meccanismi.

47 Feldstein sostiene che l'atteggiamento dell'FMI in Asia è stato molto arrogante e ha usurpato responsabilità sovrane di quei paesi.

48 L'FMI è stato severamente criticato per la propria incoerenza temporale. Come abbiamo già detto, alcune delle politiche restrittive imposte ai paesi asiatici (ad es. gli obiettivi in termini di bilancio pubblico) sono state rapidamente allentate.

49 Restrizioni sugli investimenti diretti esteri o all'accesso da parte dei non residenti ai mercati dei titoli a lungo termine, e incentivi fiscali che favoriscono l'indebitamento bancario rispetto a quello azionario.

50 I requisiti di riserva non remunerata del tipo adottato in Cile (abbandonati nel 1998) sono equivalenti a una tassa sugli afflussi di capitale a breve termine. Dal 1992 fino al 1998, il 30 per cento degli afflussi è stato depositato senza remunerazione presso la banca centrale cilena per un anno. La tassa è pertanto più alta quanto minore è la scadenza del prestito.

51 Analogamente, un rapporto di un gruppo sponsorizzato dall'America's Council on Foreign Relations (che include Bergsten, Eichengreen, Feldstein, Goldstein, Krugman, Soros e Volcker) ha raccomandato l'utilizzo di una tassa sugli afflussi di capitale a breve termine per i paesi con sistemi finanziari deboli.

52 Una difficoltà è che gli operatori nazionali possono sottoscrivere contratti *offshore* di *swap* con detentori esteri di (quelli che appaiono) debiti a lungo termine. Si veda Garber (1998) per una rassegna dei possibili meccanismi che possono essere messi in atto per eludere i controlli sui movimenti di capitale.

53 Si ricorda per esempio che la Corea sospese il pagamento dei debiti a breve termine nel dicembre 1997.

54 Per esempio, Schwarcz (2000).

55 Si fa riferimento alla legge fallimentare degli Stati Uniti. Ai sensi del capitolo 11, l'impresa presenta domanda di fallimento, ma continua a essere diretta dallo stesso nucleo dirigenziale. Questo elabora e propone un piano di riorganizzazione aziendale che indica il modo in cui i debiti dell'impresa sono modificati o ridotti (per esempio, conversioni di debito in azioni, condono del debito, ecc.). Il piano di riorganizzazione deve essere approvato dalla maggioranza degli azionisti e dalla maggioranza di ogni tipo di creditori.

56 La proposta di Eichengreen-Portes ha avuto molta influenza nell'ambiente politico. Nel 1996 il Comitato Rey aveva raccomandato l'adozione di clausole di azione collettiva per rendere più agevole la ristrutturazione del debito obbligazionario. La proposta era stata accolta favorevolmente, fra l'altro, dal G-7 e dall'FMI.

57 In tale ambito, il G-10 (1996) aveva suggerito di includere clausole di votazione a maggioranza, di condivisione delle perdite e di non-accelerazione per le obbligazioni di paesi sovrani. Su tale questione il G-22 (1998) adottò un approccio simile. E Rubin, allora Segretario al Tesoro degli Stati Uniti, il 2 aprile 1999 sostenne fortemente tali clausole.

Eichengreen-Portes (1997) e De Gregorio *et al.* (1999) sostengono che i potenziali effetti segnaletici negativi per i paesi che adottano tali misure possono essere compensati consentendo al Fondo di effettuare prestiti a tassi più vantaggiosi a quei paesi che emettono titoli che contengono tali clausole.

58 Per maggiori dettagli si veda la nota dell'FMI su "The IMF Policy on Lending into Arrears to Private Creditors" del 1999.

59 Per esempio nel modello teorico di Jeanne (2000), l'istituzione di un comitato di creditori incaricato di rinegoziare il debito sovrano riduce i costi di una crisi e ha due effetti: uno positivo (riduzione dei costi connessi con le inevitabili fughe dei creditori) e uno negativo, connesso con la creazione di un incentivo avverso.

Jeanne sostiene giustamente che dovrebbe essere operata una distinzio-

ne tra misure, come l'istituzione di un comitato dei creditori, che agevolano una risoluzione ordinata, e misure che favoriscono il debitore, cioè che aumentano il potere contrattuale del debitore nella rinegoziazione del debito. L'effetto derivante dall'incentivo avverso sparisce se il debitore ha un potere contrattuale modesto. Mentre è relativamente semplice agevolare la rinegoziazione del debito sotto il profilo giuridico, è meno facile rendere più semplice la rinegoziazione e contemporaneamente limitare il potere contrattuale del debitore. Su tale argomento è necessaria una ricerca più approfondita.

60 Discussioni interessanti su tali teorie si trovano, per esempio, in Corsetti (1999) e Eichengreen (1999).

61 Come sostiene Roubini (2000, p26):

“L’idea semplicistica che un paese sovrano adotti politiche sconosciute che causino problemi finanziari in modo da ottenere l’assistenza finanziaria dell’FMI non è molto sensata. Innanzitutto tali politiche hanno costi molto elevati in termini di produzione, di inflazione e di altre misure di benessere; in secondo luogo, i paesi sovrani tendono a evitare di chiedere aiuto all’FMI dato che ciò è ritenuto costoso; in terzo luogo, l’assistenza finanziaria dell’FMI implica limitazioni, condizionalità e politiche di riequilibrio spesso dolorose.

D’altro lato, è vero che, anche se uno Stato sovrano non attua politiche sconosciute allo scopo di ottenere il sostegno dell’FMI, le sue politiche potrebbero essere al margine distorte verso comportamenti rischiosi ed erronei se vi è una qualche aspettativa di sostegno finanziario esterno in caso di difficoltà”.

L’aspettativa di un intervento esterno potrebbe essere rilevante soprattutto nel caso di paesi di grandi dimensioni le cui crisi avrebbero conseguenze sistemiche, quali la Russia, che era ritenuta “troppo nuclearizzata per fallire”.

62 *“Sulla base dell’evidenza accumulata, si valuta che un’economia emergente (cioè che appartiene all’indice “EMBI Global” della J.P. Morgan, un gruppo di 27 paesi emergenti relativamente avanzati) che prende a prestito per un importo pari al 10 per cento del proprio PIL ha una probabilità di risultare insolvente al massimo del 5 per cento – la probabilità di un “ciclo infinito” per questa classe di paesi. Il trasferimento implicito che ne risulta – dovuto al fatto*

che il tasso di interesse richiesto dall'FMI non tiene conto di tale rischio di insolvenza – è pertanto inferiore allo 0,5 per cento del PIL di quel paese. Se esso rappresenta l'1 per cento della popolazione e del PIL mondiali (tali valori corrispondono a quelli di una grande economia emergente, di dimensioni comprese tra quelle dell'Argentina e del Brasile), il costo pro capite del salvataggio per il contribuente internazionale sarebbe pari a meno di 0,0005 volte quello sostenuto dal contribuente nazionale. Bisogna sottolineare che persino queste piccole cifre si fondano sull'ipotesi estrema su cui è costruito il peggiore scenario possibile, ossia che nessuno dei debiti in essere sarà recuperato. Pertanto, una stima ragionevole del sussidio ex ante implicito nei finanziamenti dell'FMI sarà probabilmente di gran lunga minore”.

63 Si vedano, per esempio, Calvo (2000b) e Roubini (2000).

64 Molti osservatori sostengono che l'FMI induce azzardo morale anche se i suoi prestiti vengono completamente rimborsati. Secondo tale opinione, l'FMI permette al governo di un paese, “braccato” dai creditori, di trasferire le perdite dai debitori e dai creditori sul contribuente nazionale attraverso un prestito-ponte.

65 Per esempio, si discute spesso del fatto che l'FMI e il Tesoro degli Stati Uniti abbiano effettuato un salvataggio del Messico nel 1995. Si tratta di un uso improprio del termine, a meno che non si forniscano chiare evidenze a sostegno della tesi che i prestiti ufficiali probabilmente non sarebbero stati rimborsati e che i prestatori ufficiali siano stati semplicemente fortunati.

66 Per quanto riguarda i prestiti bancari, si può affermare che le banche creditrici estere non impegnano solo il proprio denaro, ma anche quello del proprio paese d'origine, dato che esse possono aver bisogno di essere salvate con fondi dei contribuenti in seguito alle perdite subite nei paesi in crisi. Questo problema, tuttavia, preoccupa in larga misura soprattutto le autorità di vigilanza e dei fondi di assicurazione dei depositi dei paesi industriali. Non vi è molta differenza tra gli investimenti del Crédit Lyonnais in imprese di dubbia profittabilità e i prestiti che concede a paesi in via di sviluppo predisposti a una crisi. In entrambi i casi è il contribuente francese a pagare il conto.

67 Invece, Burnside *et al.* (2001) sostengono che sono le garanzie del governo che rendono ottimale per le banche avere un disallineamento in valuta tra le proprie attività e passività non coperto dal rischio di cambio.

68 Alcuni sostenitori della teoria del panico in realtà considerano questa mancanza di capacità previsiva come un punto di forza in quanto le crisi recenti sono state raramente previste dagli analisti. D'altro canto, la teoria dei fondamentali e altre teorie possono essere coerenti con crisi imprevedute, poiché l'esposizione di un paese è difficile da misurare, come sosterremo in seguito. Inoltre, non è possibile escludere che nuovi avanzamenti nella conoscenza teorica ed empirica del funzionamento di questo nuovo tipo di crisi renderanno più facile prevederle in futuro. È da notare inoltre che gli approcci basati sulla teoria del panico potrebbero essere combinati con le teorie dei "fondamentali". In questo caso le crisi sono provocate in parte da fondamentali deboli e in parte dalle corse agli sportelli. Una descrizione di questo approccio misto è fornita da Chari-Kehoe (2001), secondo cui gli investitori esteri ricevono segnali privati sulla condizione di un paese e assumono (razionalmente, dal punto di vista individuale) comportamenti imitativi.

69 Il lettore può far riferimento a Holmström-Tirole (2001b) per una più ampia trattazione dei temi sviluppati in questo capitolo.

70 Porteremo avanti il nostro esame soprattutto in termini di incentivi per il debitore. La selezione avversa – la possibilità che il debitore sia meglio informato degli investitori nella fase contrattuale – e le questioni concomitanti relative alla selezione dei progetti sono anch'esse importanti, come documentato per esempio da Kaplan-Strömberg (2000); tranne poche eccezioni, essi giungono a conclusioni simili all'approccio che enfatizza i problemi di azzardo morale e di incentivo qui presentato.

71 Nel contesto internazionale, questa affermazione teorica è corroborata dall'evidenza empirica che mostra come nonostante i protratti negoziati e le ristrutturazioni, il rendimento realizzato sulle obbligazioni

dei paesi inadempienti non sia stato inferiore a quelli sulle obbligazioni nazionali prive di rischio (si veda per esempio Foreman-Peck 1994).

72 Si veda Aghion-Tirole (1997) per maggiori dettagli sull'allocazione di un controllo formale in base alla propensione relativa a pagare per i diritti.

73 Essi possono ancora disporre di un controllo reale dovuto al loro accesso unico all'informazione. Il che significa che gli investitori spesso approvano le proposte dei debitori per mancanza di idee migliori.

74 Un esempio del meccanismo che sposta l'allocazione dei diritti di controllo a seconda della situazione attuale è la conversione. Per esempio, se il prezzo dell'offerta pubblica di vendita eccede una soglia prefissata, l'investitore deve convertire i propri crediti in azioni e rinunciare ai diritti speciali di controllo.

75 Va notato che né l'acquisizione preventiva di liquidità né la gestione del rischio sarebbero attività svolte in un mondo quale quello ipotizzato dalla teoria di Arrow-Debreu. In assenza di restrizioni creditizie, ossia nel caso in cui l'intero valore possa essere garantito agli investitori, le politiche operative e di reinvestimento da parte delle imprese sarebbero interamente a termine e pertanto non dipenderebbero da shock sul reddito delle aziende. Analogamente, la gestione del rischio non sarebbe necessaria per gli ormai noti motivi illustrati da Modigliani-Miller. Per ulteriori dettagli sulla teoria della gestione del rischio, si vedano Froot *et al.* (1993) e Holmström-Tirole (2000).

76 Una terza ragione è illustrata in Holmström-Tirole (2000). Disporre di un'assicurazione contro il rischio aggregato, secondo la teoria finanziaria standard (per esempio, CAPM), richiede il pagamento di un premio per il rischio. Tale premio implica che un'impresa non dovrebbe assicurarsi completamente contro gli shock aggregati, ma invece dovrebbe sopportare una parte di tali rischi.

77 Per ulteriori ragguagli su questo punto si veda, per esempio, Holmström-Tirole (1998).

78 Il quadro teorico per situazioni concernenti un problema di agenzia comune è stato predisposto per primo da Bernheim-Whinston (1986a,b) nel caso di azzardo morale, e da Martimort (1992) e Stole (1991) nel contesto di selezione avversa. Si veda anche Bizer-De Marzo (1992). Dixit (1996) applica il paradigma dell'agenzia comune allo studio del disegno delle istituzioni. Un'eccellente rassegna dei problemi posti dalla presenza di esternalità alla contrattazione è fornita da Segal (1999).

79 Naturalmente, l'emissione di crediti con minori diritti di prelazione è ugualmente pregiudizievole se i tribunali li considerano allo stesso modo. Per questo motivo (oltre che per le possibili conseguenze di un maggior livello di indebitamento sugli incentivi degli "interni" all'impresa), le clausole possono limitare tutta l'emissione futura di debito (inclusi i "titoli spazzatura" (*junk bonds*)).

Sempre in tema di clausole che tutelano gli investitori nei confronti di crediti con minori diritti di prelazione, i contratti di debito includono anche una serie di clausole relative a una potenziale condotta scorretta da parte degli azionisti. Tali clausole non riguardano l'emissione, ma si rivolgono piuttosto alla distribuzione dei proventi agli azionisti (per esempio, dividendi eccessivi) che potrebbero lasciare i creditori a mani vuote, e alla sostituzione dei beni, cioè all'assunzione di rischi eccessivi (per esempio, limiti al passaggio da beni materiali a beni immateriali).

80 Ciò comprende clausole negative di garanzia, che impediscono alla società di garantire le attività oltre determinati livelli (diciamo, del 10 per cento).

81 Chiaramente, i contratti finanziari possono essere interamente redatti dal debitore. Tuttavia, in situazioni complicate esplicitare le conseguenze di alcuni tipi di clausole potrebbe rivelarsi particolarmente dispendioso in termini di tempo e risorse.

82 Jensen-Meckling (1976).

83 Il materiale che segue è tratto dal capitolo 4 di Holmström-Tirole (2001b) a cui si rinvia per ulteriori dettagli.

84 Si veda Holmström-Tirole (1998). Un'analisi importante condotta da Caballero-Krishnamurthy (1999, 2001a e b), Diamond-Rajan (2001) e Kiyotaki-Moore (2000) riguarda uno studio di situazioni in cui la liquidità potrebbe essere insufficiente anche in assenza di shock macroeconomici a causa di uno spreco di liquidità da parte del settore privato.

85 “Sufficienza” significa che se una riserva di valore priva di rischio (per esempio, obbligazioni del Tesoro Usa) fosse introdotta nell'economia, non avrebbe nessun effetto reale e non richiederebbe nessun premio di liquidità (come definito dalle usuali formule che stabiliscono i prezzi delle attività. Si rinvia il lettore a Holmström-Tirole 2001a per una definizione generale di premio di liquidità).

86 Che esse volontariamente non cedono alle imprese che ne hanno bisogno poiché queste ultime non offrono una remunerazione sufficiente.

87 Il fatto che le crisi di liquidità caratteristiche delle imprese possano essere endogene (soggette ad azzardo morale) non altera tale ragionamento.

88 Si veda Holmström-Tirole (2001b) per una discussione sulle altre modalità in cui lo Stato fornisce liquidità all'economia.

89 I consumatori contraggono consistenti passività future attraverso i mutui. Ma gran parte di tali passività è coperta dalla garanzia immobiliare e non ha, quindi, lo status di passività non garantita.

90 Il meccanismo addotto per spiegare il calo del premio azionario sembra funzionare in modo perverso se applicato alla situazione della fine degli anni novanta. La diminuzione del debito pubblico ridurrà i buoni e le obbligazioni del Tesoro come fonte di liquidità esterna. D'altra parte, quello che conta è la relazione tra domanda e offerta di liquidità esterna. Con prospettive migliori, anche la domanda di liquidità può essersi spostata nel recente passato. Si veda, inoltre, il *caveat* sul debito pubblico come liquidità, illustrato qui di seguito.

91 Diversamente dal caso dell'imposizione sulle persone fisiche, le autorità fiscali non sembrano avere molte possibilità intrinseche di ele-

vare il reddito impegnabile delle imprese, oltre quello che può già essere ottenuto dai finanziatori: un aumento dell'imposta societaria avviene in gran parte a spese del reddito impegnabile.

92 Secondo un'espressione di Caballero-Krishnamurthy (1999, 2001a, b).

93 Johnson (1997).

94 *“Riteniamo che la motivazione primaria del rimborso (dei prestiti) sia la minaccia delle sanzioni dirette che i creditori possono imporre ricorrendo ai tribunali del proprio paese ed esercitando la propria influenza sui legislatori nazionali. Tali sanzioni possono costare al paese debitore inadempiente la capacità di operare liberamente sui mercati finanziari e dei beni. Per esempio, se un paese ripudia i suoi debiti esteri, sarà costretto, per evitare sequestri, a condurre le proprie transazioni commerciali secondo modalità indirette e complicate. Per aggravare il problema, al paese sarà anche impedito il normale accesso al credito commerciale. I crediti commerciali a brevissimo termine, quali le accettazioni bancarie e le lettere di credito, sono di enorme importanza per la riduzione dei costi di transazione nel commercio internazionale. Le banche internazionali possono sfruttare economie di scala nel controllare i costi al fine di facilitare le transazioni fra importatori ed esportatori che a volte non fanno quasi nulla l'uno dell'altro ... Le sanzioni giuridiche possono anche rendere più difficile la stabilizzazione nel tempo dell'andamento dei consumi impedendo ai PVS di detenere apertamente attività nei paesi industriali per il timore di sequestri.”* (Bulow-Rogoff 1989, pp. 158-159)

95 L'elenco che segue, sebbene sia piuttosto lungo, non vuole essere esaustivo.

96 Lo studio di Caballero-Krishnamurthy (1999, 2001a,b) illustra molto efficacemente il ruolo del collaterale internazionale nelle crisi. Esso approfondisce temi piuttosto diversi da quelli qui discussi, perché in quel caso non si considera azzardo morale da parte del governo.

97 Si potrebbe obiettare che alcuni paesi meno sviluppati non hanno scelta, in quanto le attività denominate in valuta nazionale non hanno

“alcun mercato”. Ma l’assenza di tale mercato è endogena e altamente connessa con le considerazioni qui presentate.

98 I pionieri sono stati Eaton-Gersovitz (1981) e Bulow-Rogoff (1989).

99 Per esempio, l’Argentina o il Brasile, con il loro elevato grado di decentramento fiscale, possono avere, per tali ragioni, difficoltà a impegnarsi credibilmente in una restrizione di bilancio. Dillinger e Webb (1999) sostengono che il decentramento fiscale in Brasile ha rafforzato la recente crisi di bilancio e finanziaria.

100 Ne sono casi recenti Russia e Ucraina, le cui riserve nette si sono rivelate inferiori alle attese della comunità internazionale.

101 Holmström (1982).

102 In uno studio su 3.000 società quotate in borsa in nove paesi dell’est asiatico, Claessens *et al.* (2000) offrono un’affascinante descrizione della proprietà delle imprese in Asia. In molti paesi (il Giappone è un’eccezione), poche famiglie controllano una quota consistente delle attività delle imprese e del PIL. Analogamente a quanto succede in numerosi paesi europei, si può controllare un’impresa con un ammontare limitato di azioni grazie ad azioni di doppia classe (le azioni non comportano tutte gli stessi diritti di voto), a partecipazioni incrociate (le società possiedono azioni reciproche) e a strutture piramidali. Secondo Claessens *et al.*, oltre due terzi delle società dell’est asiatico sono controllate da un unico azionista; le 15 famiglie più importanti controllano il 50-70 per cento delle attività societarie in paesi come Thailandia, Filippine e Indonesia, e il 76 per cento e l’84 per cento del PIL rispettivamente in Malesia e Hong Kong; e in tali paesi le società più vecchie hanno la proprietà più concentrata.

103 La situazione è, pertanto, simile a quella di un agente di fronte al problema di incoerenza temporale, in quanto vorrebbe *ex ante* impegnarsi a tenere un comportamento che *ex post* non troverà conveniente mettere in atto; ossia, i suoi incentivi *ex post* sono dannosi *ex ante*. Bi-

sogna inoltre notare che il governo, questo scenario, potrebbe non internalizzare pienamente le perdite subite da terzi, come i contribuenti nazionali nella teoria del capitalismo di consorterìa. In tal caso, al suddetto problema di incoerenza temporale si aggiunge un problema di esternalità (si veda Jeanne-Zettelmeyer 2000).

104 Si veda Maskin-Tirole (2001) per una descrizione degli incentivi a ingraziarsi l'elettorato e delle sue implicazioni per il disegno delle istituzioni della politica.

105 Come discusso nel capitolo II, esiste una diversa teoria dei fondamentali, in cui il paese debitore e gli investitori esteri sono impegnati nel "gioco dell'azzardo morale" e cercano di indurre l'FMI e i governi dei paesi creditori a contribuire agli accordi di rinegoziazione. Questo gioco, in caso di successo, esercita ovviamente una esternalità negativa sugli investitori esteri.

106 Quali la negazione di accesso alle successive *tranches* del pacchetto di salvataggio, sanzioni commerciali, oppure la confisca delle attività finanziarie o di quelle collegate agli scambi commerciali.

107 Si veda De Bijl (1994).

108 Per brevità, non sarà qui trattato il problema dell'eterogeneità del credito. Nel debito sovrano, tale eterogeneità, per esempio, si esplica nella differenziazione delle scadenze, o nella presenza o meno di garanzie (come quelle basate sui redditi petroliferi). Inoltre, diversi prestatori ufficiali, o perfino privati, sono diversamente influenzati dall'insolvenza del paese. L'eterogeneità è ancora più pronunciata quando si aggiunge l'indebitamento del settore privato: gli interessi di chi compie investimenti diretti all'estero e di chi invece sottoscrive debito a breve termine, così come quelli dei detentori di credito privati, e dei finanziatori ufficiali, non sono certamente in linea.

109 Questa credibilità può essere sviluppata adottando programmi graduati nella tradizione della regolamentazione bancaria. Per esempio, il Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act, votato negli

USA nel 1991, definisce cinque livelli di capitalizzazione corrispondenti a cinque diversi livelli di intervento/rinuncia sui diritti di controllo da parte della banca.

110 Il 29 aprile 2001 l'International Monetary and Financial Committee dell'FMI ha pubblicato un comunicato che sostiene una "condizionalità semplificata". Questa mira a concentrarsi sulle condizioni relative a obiettivi macroeconomici per dare ai paesi debitori la possibilità di costruire un sostegno politico alle riforme. L'ampiezza della condizionalità è oggetto di un acceso dibattito, anche all'interno dell'FMI.

111 Al riguardo, un intervento sterilizzato potrebbe non essere neutrale anche se tutti i mercati (lavoro, beni, capitali) sono privi di frizioni. Le frizioni nel mercato dei capitali creano un margine per la non neutralità degli interventi sterilizzati in Caballero-Krishnamurthy (2001b). Lo scambio (in forma ridotta) di strumenti governativi a fronte di attività estere aumenta la quantità di riserve internazionali di cui può disporre il governo. Ciò potrebbe quindi indurre il governo a ricorrere a deficit fiscali o più in generale a consumare direttamente o indirettamente le riserve internazionali.

112 Su questa falsariga, Brealey (1999) suggerisce l'uso da parte del governo di *equity swaps* con pagamenti indicizzati al livello dell'indice di borsa nazionale. Questi *swaps* potrebbero infatti fornire un'utile assicurazione al paese, ma diversamente dalle obbligazioni indicizzate ai prezzi mondiali delle materie prime essi potrebbero aggravare l'azzardo morale dei governi, in quanto gli stranieri avrebbero un'ampia esposizione verso la borsa nazionale. Brealey suggerisce che l'indicizzazione potrebbe in alternativa essere basata su un indice di borsa regionale.

Similmente, le obbligazioni indicizzate al PIL (come quelle emesse dalla Bulgaria) possono aggravare il problema dell'azzardo morale.

113 Si vedano, per esempio, Spence (1974) e, nel contesto della finanza d'impresa, Ross (1977) e Myers-Majluf (1984); nel contesto della finanza internazionale, Jeanne (1999a,b).

114 Nella terminologia dell'economia dell'informazione, questa particolare forma di azzardo morale è chiamata "selezione avversa".

115 Le considerazioni di politica interna sono state molto enfatizzate nella teoria del commercio (per es., Bagwell-Staiger 2000, Grossman-Helpman 1994 e Maggi-Rodriguez Clare 1998). Secondo la mia opinione, hanno avuto un'attenzione insufficiente per quanto riguarda la questione del conto capitale della bilancia dei pagamenti.

116 La definizione standard di prestatore di ultima istanza (si vedano, per esempio, Bagehot nel 1873; il capitolo 7 di Freixas-Rochet 1997, e Allen-Gale 1998 e il capitolo 9 di 2000b) si riferisce alla responsabilità della banca centrale di soddisfare la domanda di base monetaria in tempi di crisi attraverso acquisti sul mercato aperto o operazioni di risconto condotte a tassi penalizzanti nei confronti di banche "solvibili ma illiquote". Si vedano, per esempio, De Bonis *et al.* (1999), Giannini (2002) e Kenen (2001) per discussioni sulla funzione del PIUI e la sua trasposizione in un contesto internazionale. Non esiste una banca centrale mondiale, e così definiremo un prestatore di ultima istanza come una istituzione che fornisce liquidità a un paese nel caso in cui i suoi creditori non intendano più mettere a disposizione i loro fondi.

117 La letteratura teorica sulla rinegoziazione in una situazione di agenzia comune include Martimort (1999) e Olsen-Torsvik (1993, 1995).

118 Al riguardo, l'articolo VI del suo statuto (Articles of Agreement) proibisce l'uso da parte di un paese membro delle risorse generali dell'FMI per finanziare un ampio e sostenuto deflusso di capitale. Nella misura in cui il finanziamento dell'FMI facilita la rinegoziazione, questo articolo in teoria (anche se non in pratica) limita il ruolo dell'FMI come gestore di crisi. Si veda Giannini (2002) per maggiori dettagli.

119 Come discusso nel capitolo VI, questa posizione è molto simile a quella che Mathias Dewatripont e io adottammo per fornire un trattamento integrato della regolamentazione prudenziale. In Dewatripont-Tirole (1994a), abbiamo cominciato dalla semplice ipotesi che i deposi-

tanti (razionalmente) sono soggetti a un problema di *free riding* nella supervisione della loro banca e hanno quindi bisogno di essere rappresentati. Questo principio organizzativo porta alla tesi che le autorità di supervisione dovrebbero avere una missione specifica, e cioè la tutela dei depositanti (o il fondo assicurativo dei depositi), piuttosto che un obiettivo generale e poco specializzato di massimizzazione del benessere.

120 L'aspetto dell'impegno è sottolineato, per esempio, anche da Sachs (1989), Claessens-Diwan (1990) e Rodrik (1996). Come abbiamo visto, mentre la condizionalità *ex post* è pratica consolidata, la condizionalità *ex ante* (prequalificazione) è ancora per lo più un'idea, dal momento che la CCL – lo sportello finanziario basato sulla prequalificazione – non è stata mai utilizzata.

121 Questo servizio non è fornito dagli erogatori di linee private di credito nei confronti degli Stati (come in Argentina, Messico e Sud Africa). Tali linee di credito non richiedono una funzione di monitoraggio delegato.

122 Ci sono realmente casi (capitalismo di consorteria) in cui disciplina e lotta alla povertà vanno di pari passo. Impedire al governo di essere tollerante nei confronti dei suoi amici ricchi e di spostare l'onere del debito nazionale al resto dell'economia (come in Asia) non sembra una cattiva idea sia dal limitato punto di vista della protezione dell'investitore (il governo può essere meno propenso ad aiutare gli amici se sa che sarà impossibilitato ad aiutarli in caso di crisi) sia dal punto di vista della protezione delle classi meno favorite della società.

123 L'FMI è stato criticato per avere tentato di assumere il ruolo di un'altra banca di sviluppo attraverso programmi quali quello di riduzione della povertà e promozione dello sviluppo, che forniscono prestiti a lungo termine a bassi tassi d'interesse ai paesi poveri. Mentre questa critica è a volte un nascosto tentativo di ridurre un tipo di aiuto nei confronti dei paesi poveri non utilizzabile per ragioni geopolitiche, i critici più seri considerano la questione come quella dell'allocazione ottimale dei compiti tra le agenzie internazionali.

124 È indiscutibile che questa tendenza non è specifica dell'FMI. Una simile critica è stata avanzata per esempio a proposito del deficit di responsabilità democratica dell'Organizzazione mondiale del commercio.

125 Gli Stati Uniti si trovano in una posizione particolarmente forte per influenzare le politiche dell'FMI grazie alla loro quota, pari al 17,56 per cento dei voti. Dato che moltissime decisioni dell'FMI richiedono una maggioranza pari all'85 per cento, gli Stati Uniti di fatto hanno un diritto di veto su queste decisioni e una certa influenza sulle altre decisioni (che richiedono una maggioranza del 70 per cento).

126 Per una formalizzazione dei vantaggi della trasparenza per i collegi formati da membri indipendenti e il suo costo per collegi composti da membri eletti, si veda Maskin-Tirole (2001), da cui è tratta la discussione in questo paragrafo.

127 Non associo questa errata concezione a una intrinseca incapacità degli elettori di comprendere le questioni. Piuttosto, il mio parere è che siamo tutti dei *free riders* nella sfera politica. Un elettore individualmente non ha influenza sui risultati politici e quindi razionalmente non impiega le ore, le settimane, o gli anni che sarebbero necessari a comprendere a fondo problemi quali i nessi causali dei processi decisionali, le crisi finanziarie internazionali o altre complesse questioni su cui i candidati alle elezioni e i programmi di governo potrebbero essere valutati.

128 Si veda Tirole (2001) per una discussione sugli incentivi e la struttura di governo in un contesto di società portatrice di interessi.

129 Si veda Dewatripont *et al.* (1999a,b).

130 Si veda Dewatripont-Tirole (1999).

131 Si veda Dewatripont-Tirole (1994b, 1996).

132 La riprova di ciò è fornita indirettamente dal fatto che i creditori privati di grandi dimensioni, pur seguendo abbastanza accuratamente i paesi, fanno ancora sostanziale uso di informazioni raccolte dall'FMI e dalla Banca Mondiale.

133 Discusso in Rodrik (1996) e Stallings (1979).

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

- Aghion, P. e J. Tirole (1997) "Formal and Real Authority in Organizations," *Journal of Political Economy*, 105: 1-29.
- Aghion, P., P. Bacchetta e A. Banerjee (1999) "Financial Liberalization and Volatility in Emerging Market Economies," in: P.R. Agènor, M. Miller, D. Vines e A. Weber (a cura di), *The Asian Financial Crises: Causes, Contagion and Consequences*, Cambridge University Press, pp 167-90.
- (2001) "Currency Crises and Monetary Policy in an Economy with Credit Constraints," *European Economic Review*, 45: 1121-50.
- Allen, F. e D. Gale (1998) "Optimal Financial Crises," *Journal of Finance*, 53: 1245-83.
- (2000a) "Optimal Currency Crises," University of Pennsylvania e NYU.
- (2000b) *Comparing Financial Markets*, MIT Press.
- America's Council on Foreign Relations (1999) *Safeguarding Property in a Global Financial System*, Institute for International Economics.
- Bacchetta, P. (2000) "Monetary Policy with Foreign Currency Debt," University of Lausanne, mimeo.
- Bagehot, W. (1873) *Lombard Street: A Description of the Money Market*, H.S. King.
- Bagwell, K. e R. Staiger (2000) "GATT-Think," mimeo, Columbia University e University of Wisconsin.
- Bartolini, L. e A. Drazen (1997) "Capital-Account Liberalization as a Signal," *American Economic Review*, 87(1): 138-54.

- Bernard, H. e J. Bisignano (2000) "Information, Liquidity and Risk in the International Interbank Market: Implicit Guarantees and Private Credit Market Failure," BIS Working Paper, n° 86.
- Bernheim, D. e M. Whinston (1986a) "Menu Auctions, Resource Allocation, and Economic Influence," *Quarterly Journal of Economics*, 101: 1-33.
- (1986b) "Common Agency," *Econometrica*, 54: 923-42.
- Bhagwati, J. (1998) "The Capital Myth: The Difference Between Trade in Widgets and Trade in Dollars," *Foreign Affairs*, 77: 7-12.
- Bizer, D. e P. De Marzo (1992) "Sequential Banking," *Journal of Political Economy*, 100: 41-61.
- Bordo, M., M. Eichengreen, D. Klingebiel e M. Soledad Martinez-Peña (2001) "Is the Crisis Problem Growing More Severe?," *Economic Policy*, 32: 51-75.
- Brealey, R. (1999) "The Asian Crisis: Lessons for Crisis Management and Prevention," Bank of England e London Business School, mimeo.
- Bryant, J. (1980) "A Model of Reserves, Bank Runs, and Deposit Insurance", *Journal of Banking and Finance*, 43: 749-61.
- Bulow, J. e K. Rogoff (1988) "Multilateral Negotiations for Rescheduling Developing Country Debt: A Bargaining Theoretic Framework," IMF Staff Papers 35. Ristampato in *Analytical Issues in Debt*, J. Frenkel, M. Dooley e P. Wickham (a cura di), IMF, Washington DC, 1989.
- (1989) "A Constant Recontracting Model of Sovereign Debt," *Journal of Political Economy*, 97: 155-78.
- Burnside, C., M. Eichenbaum e S. Rebelo (1999) "Prospective Deficits and the Asian Currency Crisis," mimeo.
- (2000) "On the Fundamentals of Self-Fulfilling Speculative Attacks," University of Rochester, Center for Economic Research WP468.
- (2001) "Hedging and Financial Fragility in Fixed Exchange Rates Regimes," *European Economic Review*, 45: 1151-94.
- Caballero, R. (2000) "Macroeconomic Volatility in Latin America: A View and Three Case Studies," mimeo, MIT.

- Caballero, R. e A. Krishnamurthy (1999) 'Emerging Markets Crises: An Asset Markets Perspectives,' mimeo, Department of Economics, MIT.
- (2001a) "Dollarization of Liabilities: Underinsurance and Domestic Financial Development," mimeo, MIT e Northwestern.
- (2001b) "International Liquidity Illusion: On the Risks of Sterilization," mimeo, MIT e Northwestern.
- Calomiris, C.W. (1999) "Moral Hazard is Avoidable," in W. Hunter, G. Kaufman e T. Krueger (a cura di), *The Asian Financial Crisis*, Kluwer.
- Calomiris, C. e C. Kahn (1991) "The Role of Demandable Debt in Structuring Optimal Banking Arrangements," *American Economic Review*, 81(3): 497-513.
- Calomiris, C. e A. Meltzer (1999) "Reforming the IMF," mimeo, Columbia Business School e Carnegie Mellon University.
- Calvo, G. (1998) "Balance of Payments Crises in Emerging Markets," mimeo, University of Maryland.
- (2000) "Capital Markets and the Exchange Rate," University of Maryland e Universidad Di Tella.
- (2000) "The Case for Hard Pegs in the Brave New World of Global Finance," mimeo, University of Maryland e Universidad Di Tella.
- Caprio, G. e P. Honohan (1999) "Restoring Banking Stability: Beyond Supervised Capital Requirements," *Journal of Economic Perspectives*, 13(4): 43-64.
- Chang, R. (1999) "Origins of the Asian Crises: Discussion," in W. Hunter, G. Kaufman e T. Krueger, (a cura di), *The Asian Financial Crisis*, Kluwer.
- Chang, R. e G. Majnoni (2000) "International Contagion: Implications for Policy," paper presented at the World Bank/Asian Development Bank/IMF conference on *International Financial Contagion: How it Spreads, How it Can Be Stopped*, Washington, DC, February 3-4.
- Chang, R. e A. Velasco (1999) "Liquidity Crises in Emerging Markets: Theory and Policy," in *NBER Macroeconomics Annual*, Bernanke, B. e J. Rotemberg (a cura di). Cambridge: MIT Press.

- Chari, V.V. e P. Kehoe (2001) "Hot Money," Federal Reserve Bank of Minneapolis Research Department Staff Report 228.
- Christoffersen, P. e V. Errunza (2000) "Towards a Global Financial Architecture: Capital Mobility and Risk Management Issues," *Emerging Markets Review*, 1: 3-20.
- Claessens, S. e I. Diwan (1990) "Investment Incentives: New Money, Debt Relief, and the Critical Role of Conditionality in the Debt Crisis," *World Bank Economic Review*, 4: 21-42.
- Claessens, S., S. Djankov e L. Lang (2000) "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporation," *Journal of Financial Economics*, 58 (1-2): 81-112.
- Coeuré, B. e J. Pisani-Ferry (2001) "Events, Ideas and Actions: An Intellectual and Institutional Retrospective on the Reform of the International Financial Architecture," mimeo, Conseil d'Analyse Economique, Paris.
- Cole, H. e T. Kehoe (1998) "A Self-Fulfilling Debt Crisis," Federal Reserve of Minneapolis Staff Report 211, July.
- Cooper, R. (1984) "A Monetary System for the Future," *Foreign Affairs*, 63: 166-184.
- Corsetti, G. (1999) "Interpreting the Asian Financial Crisis: Open Issues in Theory and Policy," *Asian Development Review*, 16 (2):18-63.
- Corsetti, G., M. Pericoli e M. Sbracia (2000) "A Perspective on Empirical Studies of Contagion and Interdependence," mimeo, Banca d'Italia.
- Corsetti, G., P. Pesenti e N. Roubini (1999) "What Caused the Asian Currency and Financial Crisis? Part I: A Macroeconomic Overview," mimeo.
- De Bijl, P. (1994) "Delegation of Responsibility in Organizations," Center DP 9469, Tilburg University.
- De Bonis, R., A. Giustiniani e G. Gomel (1999) "Crises and Bail-Outs of Banks and Countries: Linkages, Analogies and Differences," *The World Economy*, 22 (1):55-86.

- De Gregorio, J., B. Eichengreen, T., Ito e C. Wyplosz (1999) "An Independent and Accountable IMF", CEPR e ICMB.
- De Gregorio, J. e R.O. Valdes (2000) "Crisis Transmission: Evidence from the Debt, Tequila and Asian Flu Crises," paper presented at the World Bank/Asian Development Bank/IMF conference on *International Financial Contagion: How it Spreads, How it Can Be Stopped*, Washington, DC, February 3-4.
- Detragiache, E. e A. Spilimbergo (2001) "Short-Term Debt and Crises," mimeo, IMF.
- Dewatripont, M. e J. Tirole (1994a) *The Prudential Regulation of Banks*, MIT Press.
- (1994b) "A Theory of Debt and Equity: Diversity of Securities and Manager-Shareholder Congruence," *Quarterly Journal of Economics*, 109 (4): 1027-54.
- (1996) "Biased Principal as a Discipline Device," *Japan and the World Economy*, 8: 195-206.
- (1999) "Advocates," *Journal of Political Economy*, 107 (1): 1-39.
- Dewatripont, M., I. Jewitt e J. Tirole (1999a) "The Economics of Career Concerns, Part I: Comparing Information Structures," *Review of Economic Studies*, 66(1): 183-98.
- (1999b) "The Economics of Career Concerns, Part II: Application to Missions and Accountability of Government Agencies," *Review of Economic Studies*, 66(1): 199-217.
- Diamond, D. e P. Dybvig (1983) "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity," *Journal of Political Economy*, 91: 401-19.
- Diamond D. e R. Rajan (2001) "Liquidity Shortages and Banking Crises," mimeo, University of Chicago.
- Diaz-Alejandro, C. F. (1985) "Good-bye Financial Repression, Hello Financial Crash." *Journal of Development Economics* 19. Ristampato in A. Velasco (a cura di), *Trade, Development and the World Economy, Selected Essays of Carlos Diaz-Alejandro*. Blackwell, 1988.
- Dillinger, W. e S. Webb (1999) "Fiscal Management in Federal Democracies: Argentina and Brazil," Working Paper, World Bank.
- Dixit, A. (1996) *The Making of Economic Policy*, MIT Press.

- (2000) "IMF Programs as Incentive Mechanisms," mimeo, Princeton University.
- Dornbusch, R. (1998) "After Asia: New Directions for the International Financial System," Massachusetts Institute of Technology, manoscritto non pubblicato.
- Dornbusch, R., Y.C. Park e S. Claessens (2000) "Contagion: How It Spreads and How It Can Be Stopped," paper presented at the World Bank/Asian Development Bank/IMF conference on *International Financial Contagion: How it Spreads, How it Can Be Stopped*, Washington, DC, February 3-4.
- Eaton, J. e M. Gersovitz (1981) "Debt with Potential Repudiations," *Review of Economic Studies*, 48: 289-309.
- Economist, The (1999) "Survey of Global Finance: Time for a Redesign?"
- Eichengreen, B. (1999a) *Toward a New International Financial Architecture: A Practical PostAsia Agenda*, Institute for International Economics (1999b) "Bailing in the Private Sector," in W. Hunter, G. Kaufman e T. Krueger (a cura di), *The Asian Financial Crisis*, Kluwer. (2000) "Realistic and Romantic Reforms of the International Financial System," *CES Forum*, Center for Economic Studies, Munich, 8.
- Eichengreen, B. e R. Portes (1997) "Managing Financial Crises in Emerging Markets", in *Maintaining financial stability in a global economy: A Symposium Sponsored by the Federal Reserve of Kansas City*, Jackson Hole, Wyoming, August 28-30, 1997, p. 193-226.
- Eichengreen, B. e C. Rühl (2000) "The Bail-In Problem: Systematic Goals, Ad Hoc Means," mimeo, University of California Berkeley e World Bank.
- Feldstein, M. (1998a) "Refocusing the IMF," *Foreign Affairs*, 77: 20-33. (1998b) "What the IMF Should Do," *Wall Street Journal*, October 6.
- Fischer, S. (1998a) "The Asian Crisis: A View from the IMF," paper presented at the Midwinter Conference of the Bankers' Association for Foreign Trade, Washington, DC, January 22. (1998b) "Economic Crises and the Financial Sector," paper present-

- ted at FDIC Conference on Deposit insurance, Washington, DC, September 10.
- (1999a) "Reforming the International Financial System," mimeo, IMF.
- (1999b) "On the Need for an International Lender of Last Resort," *Journal of Economic Perspectives*, 13: 85-104.
- Foreman-Peck, J. (1994) *History of the World Economy : International Economic Relations Since 1850*, 2^a edizione, Harvester Wheatsheaf.
- French, K. e J. Poterba (1991) "Investor Diversification and International Equity Markets," *American Economic Review*, 81: 222-6.
- Freixas, X. e J.C. Rochet (1997) *Microeconomics of Banking*, MIT Press.
- Froot, K., D. Scharfstein e J. Stein (1993) "Risk Management: Coordinating Corporate Investment and Financing Policies," *Journal of Finance*, 48: 1629-58.
- Frydl, E. (1999) "The Length and Cost of Banking Crises," IMF WP 99/30, Washington DC.
- Garber, P. (1998) "Derivatives in International Capital Flow," NBER WP 6623.
- Giannini, C. (1999) "Enemy of None but the Common Friend of All? An International Perspective on the Lender-of-Last-Resort Function," *Princeton Essays in International Finance*, n°214.
- (2002) "Pitfalls in International Lending," in C. Goodhart e G. Illing (a cura di), *Financial Crises, Contagion and the Lender of Last Resort: A Book of Readings*, Oxford University Press.
- Goldfajn, I. e T. Baig (2000) "The Russian Default and the Contagion to Brazil," paper presented at the World Bank/Asian Development Bank/IMF conference on *International Financial Contagion: How it Spreads, How it Can Be Stopped*, Washington, DC, February 3-4.
- Goldfajn, I. e R. Valdes (1998) "Are Currency Crises Predictable," *European Economic Review*, 42: 873-85.
- Goldstein, M. (2001) "IMF Structural Conditionality: How Much is Too Much?" Institute for International Economics Working Paper, April.

- Gourinchas, P.O., R. Valdes e O. Landerretche (1999) "Lending Booms: Some Stylized Facts," mimeo, Princeton University, Central Bank of Chile e MIT.
- Grossman, G., e E. Helpman (1994) "Protection for Sale," *American Economic Review*, 84: 833-50.
- Group of 10 (G-10) (1996) *Resolving Sovereign Liquidity Crises*.
- Group of 22 (G-22) (1998) *Three Reports on International Financial Architecture Reform*.
- Haldane, A. (1999) "Private Sector Involvement in Financial Crises: Analytics and Public Policy Approaches," *Financial Stability Review* (7), Bank of England: 184-202
- Hansmann, H. (1996) *The Ownership of Enterprise*, Belknap Press.
- Harberger, A. (1985) "Lessons for Debtor Country Managers and Policy Makers," in G. Smith e J. Cuddington (a cura di), *International Debt and the Developing Countries*, World Bank.
- Hirschman, A. (1970) *Exit, Voice, and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations, and States*, Harvard University Press.
- Holmström B. (1982) "Moral Hazard in Teams," *Bell Journal of Economics*, 13: 324-40.
- Holmström B. e J. Tirole (1996) "Modelling Aggregate Liquidity," *American Economic Review Papers and Proceedings*, 86:187-91.
- (1998) "Private and Public Supply of Liquidity," *Journal of Political Economy*, 106(1): 1-40.
- (2000) "Liquidity and Risk Management," (JMCB lecture) *Journal of Money, Credit and Banking*, 32 (3): 295-319.
- (2001a) "LAPM: A Liquidity-Based Asset Pricing Model," *Journal of Finance*, 56: 1837-1867.
- (2001b) *Inside and Outside Liquidity*, Wicksell Lectures, forthcoming.
- (2002) "Domestic and International Supply of Liquidity", *American Economic Review Papers and Proceedings*, 92 (2): 42-45
- Hunter, W., G. Kaufman e T. Krueger (a cura di) (1999) *The Asian Financial Crisis*, Kluwer.

- International Monetary Fund (1996) *Macroeconomic Consequences and Causes of Bank Unsoundness*.
- International Monetary Fund (1999) "The IMF Policy on Lending into Arrears to Private Creditors", mimeo.
- Jacquet, P., J. Pisani-Ferry e D. Strauss-Kahn (2000) "Trade Rules and Global Governance: A Long-Term Agenda," mimeo, Conseil d'Analyse Economique, Paris.
- Jeanne, O. (1998) "The International Liquidity Mismatch and the New Architecture," mimeo, IMF.
- (1999a) "Foreign Currency Debt and the Global Financial Architecture," *European Economic Review Papers and Proceedings*, 44: 719-27.
- (1999b) "Foreign Currency Debt and Signaling," mimeo, IMF.
- (2000) "Debt Maturity and the Global Financial Architecture," CEPR DP2520.
- Jeanne, O. e C. Wyplosz (2001) "The International Lender of Last Resort: How Large is Large Enough?" WP 01/76 IMF e CEPR DP 2842, in M. Dooley, e J. Frankel (a cura di), *Managing Currency Crises in Emerging Markets*, NBER.
- Jeanne, O. e J. Zettelmeyer (2000) "International Bailouts, Financial Transparency, and Moral Hazard," mimeo, IMF.
- (2001) "International Bailouts, Moral Hazard, and Conditionality," *Economic Policy*, 33: 407-32.
- Jensen, M. (1986) "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers," *American Economic Review*, 76: 323-29.
- Jensen, M. e W.R. Meckling (1976) "Theory of the Firm, Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 3: 305-60.
- Johnson, O. (1997) "Policy Reform as Collective Action," IMF Working Paper n°163.
- Kahn, M. e S. Sharma (2001) "IMF Conditionality and Country Ownership of Programs," mimeo, IMF.
- Kaminsky, G. e C. Reinhart (1999) "The Twin Crises: The Causes of

- Banking and Balance-of-Payments Problems,” *American Economic Review*, 89(3): 473-500.
- Kaminsky, G., R. Lyons e S. Schmukler (2000) “Economic Fragility, Liquidity, and Risk: The Behavior of Mutual Funds during Crisis,” paper presented at the World Bank/Asian Development Bank/IMF conference on *International Financial Contagion: How it Spreads, How it Can Be Stopped*, Washington, DC, February 3-4.
- Kaplan, S. e P. Strömberg (1999) “Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts,” mimeo.
(2000) “How Do Venture Capitalists Choose Investments?,” mimeo, Graduate School of Business, University of Chicago.
- Kaufman, H. (1998) “Preventing the Next Global Financial Crisis,” *Washington Post*, January 28, A17.
- Kenen, P. (2001) “The International Financial Architecture. What’s New? What’s Missing?,” Forthcoming, Institute for International Analysis, Washington.
- Kiyotaki, N. e J. Moore (2000) “Inside Money and Liquidity,” mimeo, London School of Economics.
- Kraay, A., N. Loayza, L. Servén e J. Ventura (2000) “Country Portfolios,” mimeo, World Bank e MIT.
- Krugman, P. (1979) “A Model of Balance of Payments Crises,” *Journal of Money, Credit and Banking*, 11: 311-25.
(1999a) “Balance Sheets, The Transfer Problem, and Financial Crises,” in P. Isard, A. Razin, e A. Rose (a cura di) *International Finance and Financial Crises, Essays in Honor of Robert Flood Jr*, Kluwer e IMF.
(1999b) “Fire-Sale FDI,” mimeo, MIT.
- Kumar, M., P. Masson e M. Miller (2000) “Global Financial Crises: Institutions and Incentives,” IMF WP00/105.
- Lewis, K. (1999) “Trying to Explain Home Bias in Equities and Consumption,” *Journal of Economic Literature*, 37: 571-608.
- Litan, R. (1999) “Does the IMF Have a Future? What Should It Be?,”

- in W. Hunter, G. Kaufman e T. Krueger (a cura di), *The Asian Financial Crises*, Kluwer.
- Maggi, G. e A. Rodriguez-Clare (1998) "The Value of Trade Agreements in the Presence of Political Pressures," *Journal of Political Economy*, 106: 574-601.
- Martimort, D. (1992) "Multiprinciples under Adverse Selection", *Annales d'Economie et de Statistique*, 28: 1-38.
(1999) "Renegotiation Design with Multiple Regulators," *Journal of Economic Theory*, 88: 261-93.
- Maskin, E. e J. Tirole (2001) "The Politician and the Judge: Accountability in Government," mimeo.
- Masson, P. (1999a) "Contagion in Macroeconomic Models with Multiple Equilibria," *Journal of International Money and Finance*, 18(4): 587-602.
(1999b) "Contagion: Monsoonal Effects, Spillovers and Jumps Between Multiple Equilibria," in P. R. Agénor, M. Miller, D. Vines and A. Weber (a cura di), *The Asian Financial Crises: Causes, Contagion and Consequences*, Cambridge University Press.
- McKinnon, R., e H. Pill (1990) "Credible Liberalization and International Capital Flows: The 'Overborrowing Syndrom'," in T. Ito e A. Krueger (a cura di) *Financial Deregulation and Integration in East Asia*, University of Chicago Press.
- Meltzer Report (2000) *International Financial Institutions Reform: Report of the International Financial Institutions Advisory Commission*: <http://www.ids.ac.uk/eldis/ifiac.html>.
- Monfort, B. e C. Mulder (2000) "Using Credit Ratings for Capital Requirements on Lending to Emerging Markets Economies: Possible Impact of a New Basel Accord," IMF WP00/69.
- Morris, S. e H. Shin (1998) "Unique Equilibrium in a Model of Self-Fulfilling Currency Attacks," *American Economic Review*, 88: 587-97.
- Mussa, M. (1999) "Reforming the International Financial Architecture: Limiting Moral Hazard and Containing Real Hazard," mimeo, IMF.

- Mussa, M. e M. Savastano (1999) "The IMF Approach to Economic Stabilization," IMF Research Department WP99/104.
- Mussa, M., A. Swoboda, J. Zettelmeyer e O. Jeanne (2000) "Moderating Fluctuations in Capital Flows to Emerging Market Economies," in P. Kenen e A. Swoboda (a cura di), *Reforming the International Monetary and Financial System*, International Monetary Fund.
- Myers, S. e N. Majluf (1984) "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have," *Journal of Financial Economics*, 13: 187-221.
- Obstfeld, M. (1998) "The Global Capital Market: Benefactor or Menace?" *Journal of Economic Perspectives*, 12 : 81-101.
- Obstfeld, M. e K. Rogoff (1998) *Foundations of International Macroeconomics*, 3ª edizione, MIT Press.
- Olsen, T. e G. Torsvik (1993) "The Ratchet Effect in Common Agency: Implications for Regulation and Privatization," *Journal of Law, Economics, and Organization*, 9(1): 136-58.
(1995) "Intertemporal Common Agency and Organizational Design: How Much Decentralization?," *European Economic Review*, 39(7): 1405-28.
- Pauly, M.V. (1974) "Overinsurance and Public Provision of Insurance: The Roles of Moral Hazard and Adverse Selection," *Quarterly Journal of Economics*; 88(1): 44-62.
- Portes, R. (1999) "An Analysis of Financial Crisis: Lessons for the International Financial System," in W. Hunter, G. Kaufman e T. Krueger (a cura di), *The Asian Financial Crisis*, Kluwer.
(2000) "Sovereign Debt Restructuring: The Role of Institutions for Collective Action," mimeo, LBS e CEPR.
- Radelet, S. e J. Sachs (1998) "The East Asian Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects," *Brookings Papers on Economic Activity*, 1: 1-90.
- Rey, P. e J. Stiglitz (1994) "Short-Term Contracts as a Monitoring Device," NBER WP4514.
- Rochet, J.C. e X. Vives (2000) "Systemic Risk and the Lender of Last Resort," mimeo.

- Rodrik, D. (1996) "Why is There Multilateral Lending?," *Annual World Bank Conference on Development Economics 1995*, :167-205.
- Rogoff, K. (1999) "International Institutions for Reducing Global Financial Instability," *Journal of Economic Perspectives*, 13: 21-42.
- Rojas-Suarez, L. e S. Weisbrod (1996) "Banking Crises in Latin America: Experiences and Issues," in Hausmann, R. e L. Rojas-Suarez (a cura di), *Banking Crises in Latin America*, Inter-American Development Bank.
- Ross, S. (1977) "The Determination of Financial Structure: The Incentive Signalling Approach," *Bell Journal of Economics*, 8: 23-40.
- Roubini, N. (2000) "Bail-In, Burden Sharing, Private Sector Involvement (PSI) in Crisis Resolution and Constructive Engagement of the Private Sector," mimeo, NYU.
- Sachs, J. (1990) "Conditionality, Debt Relief, and the Developing Countries' Debt Crisis," in J. Sachs, (a cura di), *Developing Country Debt and Economic Performance: The International Financial System*, vol. 1, University of Chicago Press.
- (1995) *Do We Need an International Lender of Last Resort?* Princeton University, Frank Graham Memorial Lecture.
- (1997) "IMF is a Power unto Itself," mimeo.
- Sachs, J. e S. Radelet (1998) "The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects." *Brookings Papers on Economic Activity*, 1(l):74.
- Sachs, J. e A. Warner (1995) "Economic Reform and the Process of Global Integration," *Brookings Papers on Economic Activity*, 1: 1-118.
- Sachs, J. e W. T. Woo (2000) "A Reform Agenda for a Resilient Asia," in W.T. Woo e J. Sachs, *The Asian Financial Crisis: Lessons for a Resilient Asia*, MIT Press.
- Schwarcz, S. (2000) "Sovereign Debt Restructuring: A Bankruptcy Reorganization Approach," *Cornell Law Review*, 85.
- Schwartz, A.J. (1999) "Assessing IMF's Crisis Prevention and Management Record," in W. Hunter, G. Kaufman e T. Krueger (a cura di), *The Asian Financial Crisis*, Kluwer.

- Segal, I. (1999) "Contracting with Externalities," *Quarterly Journal of Economics*, 114 (2): 337-88.
- Soros, G. (1998) *The Crisis of Global Capitalism*, Public Affairs Press.
- Spence, M. (1974) *Market Signaling*, Harvard University Press.
- Stallings, B. (1979) "Peru and the US Banks: Privatization of Financial Relations," in R. Fagen, (a cura di), *Capitalism and the State in US-Latin American Relations*, Stanford University Press.
- Stiglitz, J. (1998) "The Role of International Financial Institutions in the Current Global Economy," address to the Chicago Council on Foreign Relations, Chicago, February 27.
- Stole, L. (1991) "Mechanism Design under Common Agency," capitolo 1 in PhD thesis, MIT, Department of Economics, e The Foerder Institute for Economic Research Working Paper n. 21.
- Summers, L. (1999) "Reflections on Managing Global Integration," *Journal of Economic Perspectives*, 13: 3-18.
(2000) "International Financial Crises: Causes, Prevention and Cures," (Richard Ely Lecture) *American Economic Review Papers and Proceedings*, 90: 1-16.
- Tirole, J. (2001) "Corporate Governance," *Econometrica*, 69 (1): 1-35.
- Tornell, A. e A. Velasco (2000) "Fixed vs Flexible Exchange Rates: Which Provides More Fiscal Discipline?," *Journal of Monetary Economics*, 45: 399-436.
- Van Rijckeghem, C. e B. Weder (2000) "Financial Contagion: Spillovers through Banking Centers," paper presented at the World Bank/Asian Development Bank/IMF conference on *International Financial Contagion: How it Spreads, How it Can Be Stopped*, Washington, DC, February 3-4.
- Wilson, J. Q. (1989) *Bureaucracy: What Government Agencies Do and Why They Do It*, Basic Books.
- Williamson, J. (1996) *The Crawling Band as an Exchange Rate Regime: Lessons from Chile, Columbia and Israel*, Institute for International Economics.

(2000) *Exchange Rate Regimes for Emerging Markets: Reviving the Intermediate Option*, Institute for International Economics.

Woo, W.T., J. Sachs, e K. Schwab (2000) *The Asian Financial Crisis: Lessons for a Resilient Asia*, MIT Press.

World Bank (1997) *Private Capital Flows to Developing Countries*, Oxford University Press.

World Bank (1998) *East Asia: The Road to Recovery*.

World Economic Outlook (1998) *Financial Turbulence and The World Economy*, International Monetary Fund, October.

EDIZIONE NON VENALE
STAMPATA A ROMA NEL MESE DI SETTEMBRE
DELL'ANNO DUEMILADUE