

## Debito estero e fragilità finanziaria nell'ottica dei paesi emergenti\*

MARIO TONVERONACHI

### Introduzione

Scopo di queste note è discutere alcuni aspetti centrali dell'evoluzione e della gestione del debito estero seguendo la teoria della fragilità finanziaria proposta da Hyman Minsky (1986) e la sua successiva estensione al debito estero offerta da Jan Kregel (2004).

Minsky definisce la fragilità finanziaria in relazione alle strutture finanziarie che caratterizzano differenti tipologie di unità economiche in qualsiasi situazione, quindi non solo in periodi di stress. La fragilità finanziaria deve quindi essere tenuta distinta dall'instabilità finanziaria, la cui analisi dinamica richiede l'aggiunta di complesse relazioni causali tra le variabili selezionate. Tratterò solo marginalmente temi di instabilità finanziaria alla Minsky che, tra l'altro, dovrebbero a mio avviso essere sviluppati a un più basso livello di astrazione, cioè a un livello più vicino a casi specifici. La presente analisi è diretta in primo luogo a chiarire le condizioni che conducono alla fragilità finanziaria esterna, quella cioè relativa al servizio del debito estero, e a precisare la distinzione tra fragilità interna ed esterna.

Dopo aver delineato nella sezione 1 la teoria della fragilità finanziaria di Minsky, la sezione 2 sviluppa l'estensione della teoria minskiana all'analisi del debito estero proposta da Kregel. La sezione 3 analizza

---

□ Università degli Studi di Siena, Dipartimento di Economia Politica, Siena; e-mail: tonveronachi@unisi.it.

\* Il presente lavoro costituisce la versione rivista e ampliata di una lezione tenuta presso il Posgrado en Finanzas, Universidad Nacional de Uruguay, nell'agosto 2005. L'autore ringrazia Elisabetta Montanaro, Silvia Marchesi e due anonimi referees per gli utili commenti su una precedente stesura del lavoro.

gli effetti dell'apertura finanziaria sull'evoluzione della fragilità finanziaria in termini sia di posizioni finanziarie internazionali asimmetriche, sia in relazione alle diverse tipologie di flussi di capitale in entrata. La sezione 4 introduce la distinzione tra aspetti interni ed esterni della fragilità finanziaria, discutendo come l'interazione dinamica delle unità economiche, in esse includendo il governo e le sue politiche, possono influenzare il livello della fragilità finanziaria interna ed esterna e la sua distribuzione tra le diverse unità economiche che compongono il sistema economico. La sezione 5 riassume e commenta i risultati raggiunti.

## 1. Fragilità finanziaria

### 1.1. *Definizione delle posizioni*

Secondo Minsky ogni unità economica eredita dal passato un insieme di caratteristiche che possiedono gradi significativi di rigidità. In termini sintetici questa eredità è composta da un lato da stock di capitale fisico, finanziario e immateriale, e dall'altro lato da obblighi contrattuali, tra i quali una data struttura debitoria. Le varie forme di capitale sono la fonte dei redditi attesi per il futuro (qui considerati al netto dei costi necessari per sostenere la posizione), mentre dal debito derivano deflussi finanziari.

Una famiglia, un'impresa, un intermediario finanziario, uno stato o un paese possono essere analizzati in termini delle loro posizioni. Diversi saranno gli elementi dai quali ogni unità deriva i suoi guadagni correnti e futuri e la natura e la struttura temporale dei suoi deflussi finanziari. Ad esempio, in un dato momento la posizione di una famiglia può essere composta da una specifica dotazione di capitale umano (dal quale si attende di derivare la maggior parte dei suoi redditi futuri), da stock di capitale reale e finanziario (anch'essi fonte di redditi) e da dati livelli e strutture del debito (ad esempio quanto residua da un prestito ipotecario). Le varie forme di capitale e di debito possiedono differenti gradi di rigidità. Mentre a un estremo troviamo la non trasferibilità del capitale umano, accade spesso che passate decisioni sulle altre componenti possano essere modificate solo sostenendo elevati costi di transazione. Ciò restringe la gamma di azioni che una posizione può trovare conveniente perseguire quando si presenta la necessità di intervenire sui risultati presenti e futuri.

## 1.2. *Quasi rendite, liquidità e servizio del debito*

Un'unità economica si aspetta di guadagnare nei periodi futuri redditi operativi al netto dei costi di mantenimento della posizione (le quasi rendite  $Y_n$ ), di ottenere rendimenti netti dalle sue attività finanziarie ( $Y_f$ ) e deve prevedere pagamenti per interessi e ammortamenti ( $MD$ ) relativi al debito ( $D$ ). L'unità può coprire parte del servizio del debito attingendo ad attività liquide ( $L$ ) quando queste siano tenute in eccesso rispetto a quanto richiesto dalla normale operatività.<sup>1</sup> Possiamo quindi scrivere:

$$Y_{ni} + Y_{fi} + \Delta L_{i-1} \geq r_i D_{i-1} + MD_i \quad i = 1, \dots, n \quad (1)$$

dove  $r$  è il tasso medio d'interesse sul debito. Eventuali rendimenti delle attività liquide sono inclusi nei redditi finanziari attesi.

L'equazione 1 esprime un misto di aspettative e di pianificazione. Usualmente ci si attende che i redditi futuri saranno superiori al servizio del debito, producendo di conseguenza un surplus che rappresenta i profitti o i risparmi attesi. In alcuni periodi ci si può attendere il contrario, sopportando di conseguenza un deficit di liquidità che può essere colmato, almeno in parte, attingendo allo stock di attività liquide,  $L$ , che l'unità ha costituito al tempo 1 in previsione di simili circostanze. Abbiamo di conseguenza incluso nell'equazione 1 le aspettative circa l'utilizzazione di quelle attività in ogni periodo futuro  $i$ .<sup>2</sup> Quando comunque residua un deficit di liquidità, l'unità deve aggiungere nuovo debito.

In ogni periodo il valore del capitale netto ( $NC$ ) è dato dalla somma del valore attuale dei guadagni totali netti attesi ( $KY$ ), inclusi i redditi finanziari, e del valore della liquidità residua, a cui va sottratto il valore attuale del debito ( $KD$ ).

$$NC_i = K_i Y + L_i - K_i D \quad (2)$$

<sup>1</sup> Più correttamente sono incluse in  $L$  anche quelle attività la cui cessione non influenza l'operatività caratteristica dell'unità.

<sup>2</sup> Con l'esplicita considerazione delle variazioni di liquidità, come parte delle risorse che sono disponibili per il servizio del debito, è possibile offrire un'analisi più integrata di quella formalizzata in Minsky (1986).

La posizione è solvente quando il capitale netto è non negativo. Come vedremo nei prossimi paragrafi di questa sezione, la vitalità della posizione può dipendere non solo dalla realizzazione delle aspettative sui redditi futuri, ma anche dalle condizioni che caratterizzeranno in futuro i mercati finanziari. Con queste premesse possiamo procedere a riformulare le definizioni di Minsky di posizioni coperte, speculative e Ponzi.

### 1.3. Posizioni coperte

Una posizione coperta è soggetta a rischi operativi, ma non a rischi finanziari. Con riferimento all'equazione 1 si deve presumere che i valori di  $Y_f$ ,  $r$  e  $L$  siano predeterminati. Nel caso di  $Y_f$  e di  $r$  ciò significa che l'unità ha stipulato contratti finanziari a tassi d'interesse fissi; per  $L$  dobbiamo pensare che la liquidità consista di attivi monetari il cui valore non dipende dai prezzi di realizzazione. Condizione necessaria per avere una posizione coperta è l'aspettativa che i redditi attesi e la liquidità siano sempre in grado di coprire il servizio del debito:

$$Y_{ni} + \bar{Y}_{fi} + \Delta \bar{L}_{i-1} \geq \bar{r}_i D_{i-1} + MD_i \quad i = 1, \dots, n \quad (3)$$

dove  $\bar{Y}$ ,  $\bar{L}$  e  $\bar{r}$  si riferiscono a valori predeterminati.

Se in ogni periodo futuro queste aspettative sono convalidate, la posizione non è obbligata a cercare nuovi finanziamenti. Ne discende che *ex ante* la posizione è pianificata per non essere soggetta a rischi finanziari.

Minsky offre una definizione più complessa che trasforma le disuguaglianze dell'equazione 3 in uguaglianze per mezzo della considerazione esplicita dei margini di sicurezza. Data la variabilità dei risultati operativi, questi vengono calcolati al netto della loro varianza ( $\sigma_n^2$ ); questo valore netto viene poi moltiplicato per un coefficiente  $\tau < 1$ . Poiché è cruciale che la posizione rimanga liquida in ogni periodo futuro, le riserve di liquidità possono essere tenute in eccesso a calcoli precisi, seppur basati su aspettative, sul servizio del debito. Questa extra liquidità, rappresentata per mezzo del coefficiente  $\lambda < 1$ , costituisce un ulteriore margine di sicurezza.

$$(Y_{ni} - \sigma_n^2)\tau + \bar{Y}_{fi} + \lambda \Delta \bar{L}_{i-1} = \bar{r}_i D_{i-1} + MD_i \quad i = 1, \dots, n \quad (4)$$

I coefficienti che esprimono i margini di sicurezza sono valutati *ex ante* e possono essere rivisti ogni qualvolta la posizione sia soggetta a nuova valutazione, come quando per esempio chiede nuovi finanziamenti. In termini di valori capitalizzati, questi margini di sicurezza producono margini sul valore attuale dei rendimenti e della liquidità rispetto al valore attuale del debito:

$$\Phi K_i Y + \Gamma L_i = K_i D \quad (5)$$

dove  $\Phi$  e  $\Gamma$  sono inferiori all'unità. Dato che  $KY+L$  costituisce il valore attuale delle attività, possiamo definire il *leverage* "atteso" come:

$$\frac{K_i D}{K_i Y + L_i} \quad (6)$$

Più bassi coefficienti  $\tau$  e  $\lambda$ , e quindi  $\Phi$  e  $\Gamma$ , conducono a un più basso valore del *leverage* atteso, dato che significano più elevati margini di sicurezza. Questo particolare concetto di *leverage* è più significativo di quello usualmente utilizzato, che si riferisce a un singolo periodo. Si noti che nell'analisi di Minsky il livello del *leverage* non definisce la posizione come coperta, ma il livello dei suoi margini di sicurezza.<sup>3</sup>

Se col passare del tempo la posizione convalida i valori attesi di  $Y_n$ , essa beneficerà di un eccesso cumulativo di rendimenti e di liquidità sul servizio del debito, accumulando quindi profitti e/o risparmi (a seconda della natura dell'unità). Dato che in queste condizioni il *leverage* mostra un trend decrescente, l'unità può acquisire attività aggiuntive assumendo nuovo debito in una misura che può lasciare inalterato il suo livello iniziale del margine di sicurezza globale.

Questi risultati derivano dal seguire la logica di un sistema concorrenziale nel quale i profitti costituiscono la remunerazione del rischio assunto; i margini di sicurezza che conducono all'uguaglianza nell'equazione 5 divengono la remunerazione dei rischi nella misura in cui le aspettative sono convalidate.<sup>4</sup>

<sup>3</sup> Valutazioni non corrette dei margini di sicurezza possono comunque condurre a valutare erroneamente una posizione come coperta.

<sup>4</sup> Extra profitti che affluiscono a unità che operano in mercati con concorrenza imperfetta o oligopolistica sono incorporati nel valore di  $KY$ . Indipendentemente dal fatto che questi extra profitti possano condurre a margini di sicurezza meno stringenti,

Una posizione coperta è pianificata per essere liquida in ogni periodo futuro. Come vedremo in relazione alle posizioni speculative, se in uno o più periodi futuri la posizione non convalida le sue aspettative sui redditi operativi, al netto della loro varianza, essa può essere obbligata ad assumere nuovo debito. Questa illiquidità non attesa può trasformarsi in insolvenza se i costi associati al nuovo debito (correlati al tasso d'interesse del momento) sono tali da condurre il nuovo valore attuale dei rendimenti, aggiunto al valore residuale della liquidità, a livelli inferiori al nuovo valore attuale del debito.<sup>5</sup>

#### 1.4. Posizioni speculative

Una posizione speculativa è soggetta sia a rischi operativi, sia a rischi finanziari. Per essere significativi, i rischi finanziari devono essere tali da poter generare situazioni di insolvenza.

Conviene iniziare distinguendo due casi. Con riferimento all'equazione 1, il primo caso è associato a valori non predeterminati di  $Y_f$ ,  $r$  e  $L$ ; nel secondo caso la posizione è pianificata fin dall'inizio con un deficit di liquidità in alcuni, limitati, periodi futuri. In entrambi i casi la dipendenza della liquidità e della solvibilità dalle aspettative e dai margini di sicurezza si estende alle variabili finanziarie.

Se la posizione assume rischi finanziari in conseguenza della variabilità di  $Y_f$ ,  $r$  e  $L$ , abbiamo:

$$(Y_{ni} - \sigma_n^2)\tau + (Y_{fi} - \sigma_f^2)\eta + \Delta(L_{i-1} - \sigma_L^2)\lambda = \rho(r_i + \sigma_r^2)D_{i-1} + MD_i \quad (7a)$$

$$r_i \leq r_{\max} \text{ e } i = 1, \dots, n.$$

I margini di sicurezza si applicano ora a tutte le variabili attese, che sono pertanto considerate al netto della loro varianza e moltiplicate per parametri di sicurezza, con  $\tau$ ,  $\lambda$  e  $\eta$  inferiori all'unità e  $\rho > 1$ . È anche ragionevole supporre, seguendo Minsky, che l'uguaglianza dell'equazione 7a sia calcolata con riferimento a un valore massimo atteso del tasso d'interesse sul debito, necessario per porre un limite superiore

i mercati con concorrenza imperfetta rendono le loro unità intrinsecamente più sicure di quelle operanti in mercati altamente competitivi.

<sup>5</sup> Si rende così palese l'importanza di tenere extra liquidità o la possibilità, in genere accordata alle banche, di accedere alla liquidità a prezzi che non siano eccessivamente punitivi.

ai margini di sicurezza. Tassi d'interesse che oltrepassino nel futuro quel massimo possono trasformare un'illiquidità temporanea in insolvenza.

Il secondo tipo di posizione speculativa è pianificata fin dall'inizio con un deficit di liquidità in alcuni periodi futuri. Minsky si riferisce a pochi periodi iniziali, come è nel caso in cui siano presenti debiti a breve scadenza o per i rendimenti lordi nulli che caratterizzano la fase iniziale di un investimento industriale. Nei periodi successivi i redditi netti attesi saranno maggiori del servizio del debito. Assumendo valori predeterminati di  $Y_f$ ,  $L$  e  $r$ , possiamo scrivere:

$$Y_{ni} + \bar{Y}_{fi} + \Delta \bar{L}_{i-1} < \bar{r}_i D_{i-1} + MD_i \quad i = 1, \dots, d \quad (7b)$$

$$(Y_{ni} - \sigma_n^2)\tau + \bar{Y}_{fi} + \lambda \Delta \bar{L}_{i-1} = r_i D_{i-1} + MD_i \quad r_i \leq r_{\max} \quad i = d + 1, \dots, n$$

Il deficit di liquidità dei primi periodi forza l'unità a tornare sui mercati finanziari per ottenere nuovi fondi. Dato che le condizioni alle quali il nuovo debito è contratto influenzano i pagamenti futuri per servire il nuovo valore del debito, il tasso d'interesse per i periodi successivi non è predeterminato. Tassi d'interesse ben al di sopra del valore massimo atteso possono trasformare un'illiquidità temporanea in insolvenza.

In entrambi i casi la presenza di rischi finanziari richiede che l'uguaglianza dell'equazione si ottenga con margini di sicurezza globalmente superiori rispetto al caso di una posizione coperta, quindi con un *leverage* atteso inferiore.

Le posizioni speculative possono presentarsi con entrambe le caratteristiche dei due casi sopra esaminati. Come per il caso delle posizioni coperte, la convalida delle aspettative produce profitti (o risparmi); dato che il margine di sicurezza globale è ora più elevato, anche i profitti risultanti da quella convalida risultano superiori:<sup>6</sup> maggiori rischi richiedono maggiori profitti lordi attesi.

<sup>6</sup> Questo accade quando i margini non comportano costi addizionali o perdite di rendimento. In caso contrario si ha un'effettiva, seppur parziale, copertura della posizione, quindi minori rischi residuali. Possiamo quindi distinguere il caso di una copertura effettiva, derivante dal mantenere extra liquidità, dalla copertura potenziale legata ai margini di sicurezza sui rendimenti attesi.

Se i tassi d'interesse dovessero nel futuro aumentare al di là dei limiti per i quali la posizione è stata pianificata, può verificarsi uno stato d'insolvenza se il margine globale di sicurezza si rivela insufficiente. Il peggior scenario si verifica quando una discesa nei redditi operativi, dovuta ad esempio a un rallentamento macroeconomico o ad una recessione, si accoppia a un marcato incremento dei tassi d'interesse, dovuto alla componente priva di rischio e/o a quella di *spread* per il rischio.

Il grado di fragilità finanziaria di un sistema economico è quindi definito dall'importanza delle posizioni speculative. Ne discende che «maggiore è il peso della finanza speculativa, maggiore l'importanza di prevenire l'emergere di tassi d'interesse molto elevati» (Minsky 1986, p. 339). Occorre sottolineare che la finanza speculativa può caratterizzare qualsiasi tipo di unità economica e non solo l'intermediazione finanziaria. Si spiega quindi perché Minsky adotti un'impostazione unitaria per l'analisi dei fenomeni reali e finanziari e perché suggerisca di guardare all'economia dalla prospettiva di una banca d'investimenti di Wall Street.

### 1.5. Posizioni Ponzi

Una posizione Ponzi è di norma associata a schemi fraudolenti, di tipo piramidale, dove il pagamento di rendimenti inusualmente elevati attrae una quantità crescente di investitori. Il trucco sta nel fatto che quei pagamenti derivano dall'utilizzazione del capitale dei nuovi entranti. Quando il tasso di incremento dei nuovi contributi rallenta, è tempo di chiudere il negozio e scappare col bottino.

Più in generale si ha una posizione Ponzi quando ci si attende che per molti periodi futuri il servizio del debito richiede di ricorrere a debito addizionale e/o alla vendita di attività liquide. Il risultato è un indebitamento crescente e comunque una continua discesa del capitale netto dell'unità. Se questa struttura è pianificata in vista di un evento finale (o di pochi eventi) che possano rendere solvibile la posizione, quest'ultima è ultra speculativa (un termine che Minsky usa in alcuni dei suoi lavori), ma non necessariamente fraudolenta. Al limite si ha:

$$Y_{ni} + Y_{fi} + \Delta L_{i-1} \leq r_i D_{i-1} + MD_i \quad i = 1, \dots, n-1 \quad (8)$$

$$Y_{ni} + Y_{fi} > r_i D_{i-1} + MD_i \quad i = n$$

dove in alcuni dei primi (n-1) periodi l'uguaglianza può essere ottenuta vendendo attività liquide.

Ovviamente questa struttura è estremamente fragile, data la lunga sequenza di periodi nei quali la posizione deve rifinanziarsi, a qualsiasi condizione che il mercato finanziario detti, e/o deve continuamente abbattere il proprio capitale netto vendendo attività liquide. Inoltre, la sua solvibilità è legata a pochi eventi futuri favorevoli, possibilmente a un singolo evento di tipo El Dorado, come Minsky suggestivamente lo chiama. Grandi schemi di investimento possono possedere caratteristiche Ponzi se devono iniziare con forti dosi di liquidità e/o devono costantemente aumentare il loro indebitamento, al contempo ricevendo pagamenti vincolati a stati di avanzamento dei lavori: aumenti non attesi dei costi, ritardi di esecuzione e aumenti dei tassi d'interesse possono facilmente rendere insolvente la posizione.

Escludendo schemi fraudolenti, ciò che caratterizza una posizione Ponzi è quindi una cronica deficienza di flussi di cassa rispetto al servizio del debito, al punto che parte degli interessi debbano essere capitalizzati. Inoltre, dato che la sua solvibilità dipende da pochi eventi favorevoli attesi per un futuro piuttosto lontano, il grado di fiducia sulla sua solvibilità è piuttosto basso. Dato che per questo tipo di posizione il flusso di cassa è per definizione inesistente o comunque insufficiente per la maggior parte dei periodi futuri, i margini di sicurezza possono consistere solamente di riserve di attività liquide, il cui volume è comunque limitato dal loro elevato costo-opportunità. Rispetto a una posizione speculativa, uno schema Ponzi è quindi caratterizzato da una diversa struttura dei suoi flussi di cassa futuri, molto più concentrati nella posizione Ponzi, da una solvibilità molto più sensibile a variazioni del tasso d'interesse e da una continua erosione del capitale netto fino all'eventuale convalida degli eventi favorevoli attesi. Inoltre, mercati finanziari con un minimo di razionalità dovrebbero offrire a queste posizioni solo finanziamenti di breve termine. In queste condizioni

«l'emergere di valutazioni scettiche sul realizzarsi del grande evento allontana la disponibilità di quei fondi che sono necessari per

mantenere il progetto a galla. *Un aumento nella proporzione della finanza Ponzi, al punto che essa non costituisca più un evento raro, è un indicatore che la fragilità della struttura finanziaria si colloca in una zona di pericolo per il verificarsi di una deflazione da debiti»* (Minsky 1986, p. 341, corsivo nell'originale).

### 1.6. Alcune considerazioni su fragilità finanziaria e instabilità

La fragilità finanziaria di una posizione dipende dalla sua sensibilità alle condizioni offerte dai mercati per rifinanziare il suo debito, in termini del costo e della disponibilità di fondi. Il suo rischio residuale dipende anche dalla presenza di contratti di copertura – ad esempio tassi d'interesse fissi sui contratti di debito – e dai margini di sicurezza con i quali la posizione è stata pianificata. Sebbene il *leverage* non sia di per sé causa di fragilità finanziaria, il suo livello influenza il grado di fragilità.

Da un punto di vista macroeconomico l'importanza e le caratteristiche delle posizioni speculative e Ponzi definisce il grado di fragilità finanziaria di un sistema economico, influenzando la sua propensione a generare crisi finanziarie e reali. Il termine deflazione da debiti, proposto da Irving Fisher negli anni 1930 e poi adottato da Minsky, indica la trasformazione della fragilità in instabilità, con processi dinamici nei quali l'insolvenza di posizioni Ponzi e speculative, e la trasformazione di posizioni coperte in posizioni speculative e Ponzi, si associa a crisi che divengono sempre più profonde e generali, influenzando allo stesso tempo la sfera reale e quella finanziaria. L'impossibilità di onorare i debiti è il tratto centrale di questa dinamica.

La probabilità di una crisi, la sua forza e i suoi meccanismi di trasmissione dipendono anche dalla struttura del sistema economico, in particolare da come i rischi sono generati e poi allocati. Se, per esempio, sono le banche a sopportare la maggior parte dei rischi, sono esse i parafulmini che con maggior probabilità trasformano la somma delle decisioni intertemporali incoerenti in una crisi. Se sono le famiglie a sopportare la maggior parte dei rischi – una situazione questa verso la quale sembrano dirigersi molte economie –, è la loro reazione alla non convalida delle loro posizioni che, principalmente tramite le decisioni di consumo e la capacità di servire il debito, provoca una reazione a catena nella sfera finanziaria e in quella reale. Nell'impostazione di Minsky lo stato deve mantenere bassa la fragilità finanziaria sistemica e deve interve-

nire con forza allo scoppio di una crisi. In altri termini, il suo dovere è di mantenere l'incoerenza del sistema entro limiti accettabili.

Ne deriva che la significatività della definizione di Minsky di fragilità finanziaria dipende sostanzialmente dall'essere in grado di trattare e dare sostanza a processi di instabilità in modi che non sono disponibili alla teoria ortodossa. Come pure definizioni, le posizioni di Minsky possono essere il punto di partenza per teorie molto diverse della dinamica economica. Le analisi di Minsky sulla fragilità finanziaria e sull'instabilità non sono comunque compatibili con la visione sottostante il monetarismo e le teorie che ne sono derivate. I fondamenti della teoria keynesiana costituiscono ovviamente ciò che divide l'analisi di Minsky da quella ortodossa. È la natura dinamica del capitalismo e la (vera) incertezza circa il futuro che conducono a distinguere gli schemi keynesiani di equilibri dinamici multipli da teorie basate sull'unicità dell'equilibrio. L'interazione tra il risultato dell'oggi e le aspettative su un futuro lontano e incerto è responsabile dello specifico sentiero dinamico verso cui si indirizza un'economia. Il rifiuto da parte della teoria ortodossa della teoria dell'instabilità di Minsky, in quanto basata su comportamenti irrazionali, si fonda sulla finzione di un'economia statica nella quale i risultati futuri sono conosciuti con certezza, anche ammettendo dati stati di natura. Se il futuro è incerto, l'irrazionalità risiede negli elementi aggiuntivi che la teoria ortodossa deve poi introdurre per trattare processi di instabilità, e non in una teoria che è costruita razionalmente su ciò che solo in parte è noto (si veda anche Kregel 1997). I paragrafi che seguono sono basati sulla concezione di razionalità di Keynes e di Minsky.

## 2. Fragilità finanziaria e debito estero

Per debito estero si intende qui debito denominato in valuta estera e tenuto fuori dai confini del paese debitore. Guardando alle relazioni tra un paese e il resto del mondo, la bilancia dei pagamenti registra le fonti della formazione del debito e del suo servizio per l'intera economia, quindi sia per il settore privato che per quello pubblico. Consideriamo un paese con

un debito estero netto positivo (*NFD*); in termini assoluti le variazioni del debito sono uguali al saldo della bilancia delle partite correnti (*CA*):<sup>7</sup>

$$NFD - NFD_{-1} \equiv -CA \equiv -NX - NFI - UT \quad (9)$$

dove *NX* sono le esportazioni nette,<sup>8</sup> *NFI* i redditi netti dall'estero, *UT* i trasferimenti unilaterali; tutte le variabili sono espresse in valuta estera in modo da evidenziare i vincoli derivanti dalla bilancia dei pagamenti. Un deficit di *CA* aumenta *NFD*.

Possiamo a questo punto estendere l'analisi di Minsky alle condizioni di liquidità relative a un paese nei confronti del resto del mondo:

$$NX_i + r_i^{FA} FA_{i-1} + UT_i + \Delta FR_i \geq r_i^{FD} FD_{i-1} + MD_i \quad i = 1, \dots, n \quad (10)$$

dove  $r^{FA}$  è il tasso di rendimento delle attività finanziarie estere (*FA*),  $\Delta FR$  è la variazione delle riserve estere (utilizzate per smussare sbilanci temporanei di liquidità),  $r^{FD}$  è il tasso medio d'interesse sul debito estero (*FD*) e *MD* è il debito in scadenza. A parte le variazioni delle riserve in valuta, le disuguaglianze dell'equazione 10 esprimono l'aspettativa che in ogni periodo futuro i flussi in entrata di valuta estera dovuti alle esportazioni nette, al reddito da attività estere e ai trasferimenti unilaterali siano superiori o inferiori a quanto richiesto per il servizio del debito.

Le partite correnti della bilancia dei pagamenti mostrano, in ogni periodo, la posizione dell'economia in termini della sua liquidità in valuta estera. Per un paese la cui moneta nazionale non sia una valuta internazionale, l'illiquidità valutaria significa che nel mercato locale dei cambi l'offerta di valuta è inferiore alla relativa domanda. Ciò obbliga alcune unità in deficit (quelle con deficit valutari tra entrate e pagamenti) a contrarre nuovo debito nei mercati internazionali, quindi debito estero di norma denominato in valuta estera. Questo costituisce un flusso di capitale in entrata che è registrato nel *capital and financial account* della bilancia dei pagamenti per un ammontare pari al deficit delle partite correnti. Mentre le politiche nazionali possono evitare una situazione di generale illiquidità per le posizioni denominate nella propria moneta, le unità con un debito estero netto sono esposte ai termini

<sup>7</sup> Le riserve in valuta estera sono al momento incluse nel debito estero netto.

<sup>8</sup> Le esportazioni nette sono definite come la differenza tra esportazioni e importazioni e includono merci e servizi.

e alla disponibilità di fondi esistenti nei mercati finanziari internazionali. Ne segue che la storia passata e le prospettive delle partite correnti della bilancia dei pagamenti risultano critiche nel determinare il grado di fragilità estera di un paese, cioè il rilievo per l'intera economia di posizioni speculative e Ponzi definite in termini di valuta estera. Una lunga successione di consistenti deficit delle partite correnti produce un consistente debito estero, aumentando l'importanza per il paese dell'insieme delle sue posizioni speculative e Ponzi in valuta, siano esse private o pubbliche, rendendole una caratteristica sistemica.

Ciò ha conseguenze di rilievo quando si passa da illiquidità e fragilità all'insolvenza e al *default*. In genere quando si parla di insolvenza e di *default* di un paese ci si riferisce al debito estero sovrano. Se il debito estero assunto dal settore privato è modesto, questa identificazione è accettabile. Quando, al contrario, il volume del debito estero privato rende le posizioni private speculative e Ponzi in valuta un carattere sistemico dell'economia, la loro eventuale insolvenza dovuta all'esposizione estera provoca di fatto una crisi paese che richiede qualche forma di intervento pubblico. In queste condizioni non è raro che lo stato trovi qualche via per spostare il carico della posizione sull'estero dal settore privato a quello pubblico.<sup>9</sup> Nel discutere nelle pagine che seguono la posizione di un paese in termini del suo debito estero, della sua fragilità finanziaria e della sostenibilità del debito non si limiterà quindi l'argomentazione al settore pubblico. Il saldo delle partite correnti della bilancia dei pagamenti porta necessariamente a unità i risultati del comportamento di molti agenti indipendenti, con conseguenze che possono essere avvertite dall'intero sistema.

Abbiamo visto che la solvibilità di una posizione generica si fonda su un valore capitalizzato dei suoi redditi futuri superiore al valore attuale del suo debito. Per un paese la solvibilità equivale alla sostenibilità del suo debito estero, cioè alla sua capacità di onorare perlomeno i suoi futuri pagamenti in conto interessi, denominati in valuta estera. Come per le posizioni in generale, il problema non risiede necessariamente nella cancellazione del debito, ma nel pagamento degli interessi, ora denominati in valuta estera, e nelle condizioni alle quali la posizione può rinnovare il suo debito in scadenza.

---

<sup>9</sup> Sarebbe interessante analizzare quanti dei numerosi *default* sovrani del passato abbiano avuto le loro ultime e predominanti origini nel settore privato.

Se ci si attende che in qualche periodo futuro l'afflusso di valuta estera derivante dal surplus della bilancia commerciale non sarà sufficiente a pagare il servizio del debito, il paese si trova chiaramente in una posizione speculativa. La possibile presenza di tassi d'interesse indicizzati accresce la natura speculativa della posizione. In una prospettiva di lungo termine, anche la sola necessità di rinnovare il debito pone il paese in posizione speculativa. Se ci aspettiamo che per molti periodi futuri l'afflusso di valuta estera dal commercio internazionale sarà inferiore a quanto è necessario per pagare gli interessi sul debito, il paese è in posizione Ponzi e il debito estero è destinato a crescere. Legare, come propongono molti analisti, la sostenibilità del debito alla stabilità di qualche misura relativa (come il rapporto debito/esportazioni nette o il rapporto tra debito e reddito nazionale, entrambi espressi in valuta estera) significa accettare che il paese permanga in uno schema Ponzi (questo è il significato di un valore di  $CA$  persistentemente negativo), sebbene si limiti in questo modo la crescita del deficit delle partite correnti e si limiti quindi la dinamica dello schema piramidale.

Se riformuliamo l'equazione 9, assumendo per semplicità la costanza delle riserve in valuta (assumendo cioè l'equilibrio della bilancia dei pagamenti)<sup>10</sup> e non considerando i trasferimenti unilaterali, possiamo scrivere:

$$NFD - NFD_{-1} \equiv -CA \equiv -NX + r^{NFD} NFD_{-1} \quad (11)$$

Il deflusso lordo di valuta estera per interessi produce un aumento del debito estero nella misura in cui il valore assoluto delle esportazioni nette è inferiore al servizio del debito. Inoltre, se  $g_{NFD}$  è il tasso di crescita del debito netto, dall'equazione 11 si deriva:

$$g_{NFD} \equiv r^{NFD} - \frac{NX}{NFD_{-1}} \quad (12)$$

dove il tasso di crescita del debito estero netto dipende dalla differenza tra il costo unitario del debito netto accumulato e il suo rendimento unitario, entrambi espressi in valuta estera.

Le identità 11 e 12 si riferiscono a un singolo periodo. Ai fini di un'analisi di sostenibilità dobbiamo considerarle lungo un orizzonte

<sup>10</sup> Si adotta in questo modo una prospettiva di medio-lungo termine.

temporale significativamente lungo, anche in considerazione della struttura temporale non uniforme del debito. Da questo punto di vista, che è necessariamente di previsioni e di disegno di scenari futuri, si possono riformulare le posizioni di Minsky e i loro margini di sicurezza. Partendo dall'equazione 10 si possono tratteggiare alcune strutture temporali tipiche delle equazioni 11 e 12. La tavola 1 riporta le possibili posizioni di un paese nei confronti del suo debito estero.<sup>11</sup>

TAVOLA 1

Posizione del paese	Debito estero netto	Caratteri tipici	Margini di sicurezza
Coperta	Zero	Deviazioni modeste e temporanee dall'equilibrio della bilancia commerciale	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Riserve in valuta</li> <li>- Politiche monetarie e fiscali</li> <li>- Coefficienti prudenziali sulle esportazioni nette</li> </ul>
Speculativa	Positivo, ma non crescente in termini assoluti	Surplus della bilancia commerciale, sufficiente per pagare gli interessi sul debito (equilibrio delle partite correnti)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Riserve in valuta</li> <li>- Politiche monetarie e fiscali</li> <li>- Coefficienti prudenziali sulle esportazioni nette</li> </ul>
Ponzi sostenibile	Positivo e crescente in termini assoluti ma costante in termini di $NX$ , cioè con un tasso di crescita costante	Surplus della bilancia commerciale, ma deficit delle partite correnti. Interessi parzialmente capitalizzati	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Riserve in valuta</li> <li>- Basso grado di indebitamento</li> </ul>
Ponzi non sostenibile	Positivo e crescente in termini di $NX$ , cioè con un tasso di crescita in continuo aumento	Deficit della bilancia commerciale e delle partite correnti	

La condizione più naturale per un paese in posizione coperta è quella di avere, nel tempo, un debito estero nullo. Dato che i deficit della bilancia commerciale sono necessariamente temporanei e di valore limitato, essi possono essere prontamente affrontati per mezzo di va-

<sup>11</sup> La gran parte di quanto segue si basa su Kregel (2004).

riazioni nelle riserve valutarie e nel successivo breve termine da politiche monetarie e fiscali restrittive. Decelerando la crescita del reddito nazionale, quelle politiche riequilibrano le partite correnti principalmente diminuendo le importazioni. Le politiche pubbliche sono qui viste come margini di sicurezza nella misura in cui sono strumenti che il debitore può usare per influenzare la convalida della sua posizione coperta. Modesti e temporanei deficit della bilancia commerciale sono richiesti per limitare l'ammontare delle riserve valutarie (e gli interventi del Fondo Monetario Internazionale), ma principalmente per limitare gli effetti negativi delle politiche restrittive, che perderebbero altrimenti credibilità. Questo era sostanzialmente il sistema concepito con gli accordi di Bretton Woods. I margini di sicurezza per questo tipo di posizione sono quindi funzione di quanto un paese detiene di riserve valutarie (e dell'accesso ai finanziamenti del FMI), della credibilità delle sue politiche restrittive e dei coefficienti prudenziali sull'evoluzione delle sue esportazioni nette. In via di principio una posizione coperta potrebbe essere associata a un debito netto positivo se quest'ultimo fosse stato assunto con tassi d'interesse fissi e se la posizione avesse coperto i rischi relativi al rinnovo del suo debito (sulla disponibilità e sul costo). Dato che il costo di questi contratti deve essere limitato per non produrre un deficit delle partite correnti, l'ammontare del debito dovrebbe comunque essere basso e tale dovrebbe rimanere.

Una posizione speculativa si caratterizza per un debito sistematicamente positivo e per un surplus della bilancia commerciale che copra il servizio del debito, così che quest'ultimo non cresca in termini assoluti.<sup>12</sup> Rispetto a una posizione coperta, una posizione speculativa richiede una condizione più stringente per la bilancia commerciale, in quanto necessita di un surplus. Tipicamente si è in questo caso in un ambito di apertura finanziaria, con finanziamenti tipicamente ottenuti sui mercati e solo eccezionalmente dal FMI, e con tassi di cambio aggiustabili. Rispetto a una posizione coperta la struttura della bilancia dei pagamenti è ora caratterizzata dalla presenza della *capital and financial*

<sup>12</sup> Un afflusso di fondi esteri può verificarsi indipendentemente da quanto è richiesto per bilanciare un deficit delle partite correnti. Come mostra l'equazione 12, questi fondi non cambiano la posizione debitoria netta se non influenzano la bilancia delle partite correnti (ad esempio aumentando le importazioni o i pagamenti di redditi verso l'estero); con una bilancia delle partite correnti invariata, questi fondi aumentano necessariamente le riserve valutarie e/o il valore delle attività detenute all'estero dai residenti. Ne discende che un aumento non temporaneo nel debito netto riflette sempre un disequilibrio di tipo Ponzi.

*balance*. In queste condizioni i tassi di cambio reagiscono alla bilancia globale, e non solo agli squilibri delle partite correnti. Per una posizione speculativa i margini di sicurezza restano gli stessi di una posizione coperta, con alcuni dubbi circa l'efficacia di politiche monetarie restrittive; producendo maggiori tassi d'interesse, che attraggono maggiori fondi esteri, esse smorzano la dinamica delle esportazioni a causa degli effetti sul tasso di cambio.

Sebbene sia caratterizzata da un deficit delle partite correnti e dalla necessità di contrarre nuovo debito per il pagamento degli interessi, la posizione Ponzi che possiamo ottimisticamente chiamare sostenibile mantiene costante il suo grado di indebitamento e quindi il tasso di crescita del debito (si veda l'equazione 12). Questa posizione deve soddisfare condizioni ancor più stringenti per la bilancia commerciale, dato che le esportazioni nette devono nel tempo crescere in valore assoluto allo stesso tasso del debito. L'unico sostanziale margine di sicurezza può essere un basso livello iniziale di indebitamento (debito netto su esportazioni nette), grazie al quale la crescita richiesta per le esportazioni risulta contenuta. Data l'elevata sensibilità delle partite correnti a un dato shock, le riserve valutarie possono servire per smussare piccole deviazioni, ma il loro valore dovrebbe essere davvero elevato per contrastare gli effetti di shock significativi.<sup>13</sup> Per lo stesso motivo politiche monetarie e fiscali restrittive sono in questo caso molto meno credibili rispetto a una posizione speculativa, in quanto richiedono interventi molto più forti. Il *default* sul debito estero assume ora una preoccupante probabilità.

La posizione Ponzi non sostenibile trascura qualsiasi requisito prudenziale, producendo un continuo aumento del tasso di crescita del debito netto. Presenta tipicamente deficit della bilancia commerciale e delle partite correnti e un aumento del grado di indebitamento; solo un'aspettativa di tipo El Dorado sulle sue future partite correnti potrebbe indurre alcuni prestatori amanti del rischio a rifinanziare il suo crescente indebitamento. In un contesto di maggiore buon senso diviene rapidamente impossibile accedere a nuovi finanziamenti, da cui il *default*.

In linea con l'analisi proposta da Minsky per un'economia chiusa, le condizioni per la transizione da posizioni speculative a Ponzi sono create durante periodi di espansione, in questo caso a livello internazionale. Permettendo di onorare ripetutamente il servizio del debito, que-

<sup>13</sup> Per una discussione sulla strategia di indebitarsi per finanziare «nient'altro che i bilanci di liquidità del paese» si veda Kregel (2004, p. 584).

sti periodi abbassano il rischio percepito sia dai datori che dai prenditori di fondi, abbassando così i margini di sicurezza.<sup>14</sup> In queste condizioni una decelerazione della crescita, non necessariamente un suo tasso negativo, e un modesto aumento dei tassi d'interesse sono sufficienti per produrre un default.

### 3. Fragilità finanziaria asimmetrica e tipologie di finanziamento

Torniamo all'affermazione secondo la quale alcuni analisti non sembrano preoccuparsi che un paese emergente resti in una posizione Ponzi sostenibile. In effetti, alcuni (ad esempio Rogoff 2003) giungono a vedere in questo il nuovo ordine finanziario internazionale per le prossime decadi, con i paesi sviluppati caratterizzati dall'invecchiamento della popolazione che esportano i loro risparmi (ma in genere mantenendoli denominati in valute internazionali) per poter pagare le loro pensioni future; questi paesi devono equilibrare un conto capitale e finanziario negativo con un saldo positivo delle partite correnti. All'altro estremo si situano i paesi emergenti che dovrebbero bilanciare gli afflussi netti di capitale con partite correnti in passivo. Chiaramente siamo di fronte a posizioni finanziarie fortemente asimmetriche: mentre i paesi sviluppati vedrebbero accrescere i loro attivi netti sull'estero, risultando come posizioni super coperte, i paesi emergenti accumulerebbero debito netto restando strutturalmente in posizione Ponzi. Come vedremo successivamente in questa sezione, questo scenario che possiamo chiamare dei "paesi in via di invecchiamento" è solo una delle spiegazioni a supporto dell'apertura finanziaria con i paesi emergenti in posizione Ponzi. Vediamo comunque in maggior dettaglio gli aspetti reali e finanziari della questione.

Per quanto concerne la produzione, l'assunto sottostante lo scenario dei paesi in via di invecchiamento è che una migliore allocazione dei fondi finanziari dovrebbe aumentare la crescita mondiale, condizione necessaria per migliorare le prospettive pensionistiche di quei paesi. Questa può già costituire una conclusione discutibile, dato che la più

<sup>14</sup> Si veda Kregel (1997), che considera questo risultato come l'effetto di azioni razionali da parte dei datori e dei prenditori di fondi, le cui valutazioni sui margini di sicurezza sono fatte guardando più all'esperienza recente che a risultati futuri altamente imprevedibili.

recente esperienza non mostra che i paesi emergenti si caratterizzino per più elevati tassi di crescita della produttività, specie quando si specializzano nella produzione e nell'esportazione di vecchi e nuovi tipi di *commodities* (Kregel 2004). Né la teoria della crescita basata sul capitale umano conduce necessariamente a quei risultati desiderati. Se i paesi emergenti non sperimentano aumenti significativi e sostenibili del tasso di crescita della produzione e delle esportazioni, una limitata maggiore crescita può non bilanciare i più elevati trasferimenti netti di risorse reali per servire il debito, rendendo arduo per questi paesi oltrepassare la barriera dello sviluppo. Questo è l'aspetto reale di una posizione Ponzi non sostenibile ed è quanto l'esperienza passata mostra quando osserviamo i deflussi netti finanziari e le "decadi perdute" che hanno caratterizzato molti paesi emergenti (Kregel 2004).<sup>15</sup> Ma anche sperimentando consistenti tassi di crescita della produzione e delle esportazioni i paesi emergenti dovrebbero rimanere in una posizione Ponzi, quindi estremamente fragile, dato che devono essere intrappolati nel deficit delle partite correnti richiesto dallo scenario dei paesi in via di invecchiamento. Queste asimmetrie pongono lo scenario internazionale su una lama di rasoio estremamente affilata, la cui fragilità finanziaria risulta direttamente collegata all'incidenza dei paesi Ponzi.<sup>16</sup>

Con riferimento alle consistenze finanziarie, asimmetrie nelle posizioni finanziarie producono inoltre differenti capacità di assorbire e di reagire a shock esterni. Paesi con sostanziose attività sull'estero hanno ampie riserve di ricchezza finanziaria, sebbene a differenti gradi di liquidità, per assorbire shock avversi. Ci vollero due guerre mondiali per

<sup>15</sup> Non ci si deve quindi stupire di fronte al fenomeno di "serial defaulter countries". Per una rassegna storica si veda Eichengreen (1991) e Reinhart e Rogoff (2004).

<sup>16</sup> Di fatto gli ultimi anni hanno mostrato un quadro piuttosto diverso dallo scenario dei paesi in via di invecchiamento. Le perturbazioni finanziarie della seconda metà degli anni 1990 hanno indotto diversi paesi emergenti ad adottare un controllo attivo sui loro tassi di cambio al fine di mantenere o di aumentare la loro competitività internazionale e di accrescere le loro riserve valutarie. In molti casi si è giunti a considerare l'accumulazione di riserve valutarie come la politica più efficace per costruire margini di sicurezza contro possibili futuri shock esterni. Il recente significativo aumento nel prezzo dei *commodities* ha contribuito a rinforzare questa politica. Finché perdurano queste condizioni i paesi sviluppati dell'emisfero occidentale troveranno difficile ottenere quel surplus strutturale delle partite correnti che è necessario per bilanciare i loro deflussi di capitale, muovendosi pertanto verso la condizione di paesi debitori netti. In questo scenario la fragilità finanziaria caratterizzerà sia un certo numero di paesi emergenti che alcuni paesi sviluppati, sebbene ci si possa attendere che, se affetti da un'elevata fragilità finanziaria, i più forti paesi sviluppati faranno uso dei loro significativi poteri di reazione.

quasi distruggere la posizione super coperta della Gran Bretagna. Le politiche fiscali e monetarie possono in questo caso essere usate con mano lieve e la loro adozione è credibile. Paesi con debito estero netto elevato e crescente non hanno ammortizzatori a cui ricorrere mentre hanno pesanti obblighi da soddisfare; le severe politiche di aggiustamento che sarebbero necessarie a fronte di uno shock sono raramente possibili.

La posizione teorica più generale per giustificare l'apertura finanziaria dei paesi emergenti si riferisce al loro difetto di risparmi (*saving gap*), cioè alla necessità che fondi esteri colmino il deficit tra i risparmi interni e il loro potenziale di investimento e di crescita. In termini di identità derivate dai conti nazionali espressi in moneta interna:

$$GNP \equiv C + G + I + CA \cdot e \quad (13)$$

$$GNP \equiv C + G + S \quad (14)$$

dove *GNP* è il prodotto nazionale lordo, *C+G* è la somma del consumo privato e pubblico, *I* sono gli investimenti, *CA* la bilancia delle partite correnti ora espressa in valuta estera, *e* è il tasso di cambio (moneta locale per unità di valuta estera) e *S* sono i risparmi nazionali lordi. Come conseguenza:

$$S \equiv I + CA \cdot e \quad (15)$$

Dato un deficit delle partite correnti, i fondi esteri partecipano assieme ai risparmi nazionali al finanziamento degli investimenti interni. Dobbiamo ricordare che l'equazione 15 è un'identità contabile. Da essa si possono derivare nessi causali differenti a seconda delle ipotesi che occorre aggiungere per ottenere risultati teorici. Secondo la teoria ortodossa è il difetto di risparmi interni rispetto agli investimenti che produce partite correnti in deficit rendendo necessario un afflusso di capitale per colmare quella differenza. Adottando un'impostazione keynesiana è invece la bassa competitività del paese che produce sia un *CA* negativo, sia bassi livelli interni di reddito e di risparmio.<sup>17</sup>

Dato che un deficit di *CA* pone il paese in posizione Ponzi, l'evento El Dorado di Minsky è ora la capacità di utilizzare l'afflusso di

<sup>17</sup> Non si considerano gli effetti dell'ineguale distribuzione del reddito sui risparmi, che è comunque un problema rilevante per molti paesi emergenti.

fondi per ottenere livelli bilanciati o positivi di *CA* in futuro, cioè di spostarsi da una posizione Ponzi a una speculativa o coperta. A questo fine è cruciale accelerare la dinamica delle esportazioni nette. Un tema centrale in queste discussioni è se esista una relazione tra il modo di finanziare il debito e la dinamica delle esportazioni nette.

Vi sono prima di tutto significative differenze nel grado di fragilità finanziaria se l'afflusso di capitali è costituito da investimenti finanziari esteri (FFI) o da investimenti diretti esteri (FDI). Guardando ai paesi individualmente e non raggruppati in blocchi, gli FDI diminuiscono la liquidità del debito, spostando il rischio dalla sfera finanziaria tipica degli FFI (rinnovo periodico del debito) alla sfera reale (permanenza dei vantaggi di localizzazione).

Per quanto concerne la dinamica del debito, ciò che conta è comunque se le due tipologie di fondi influenzano in modi distinti il costo del debito e la dinamica delle esportazioni nette.

Gli investimenti finanziari esteri sono fondi che entrano nel sistema finanziario del paese come investimenti di portafoglio (nel mercato dei capitali) o come prestiti al settore bancario. Secondo la teoria tradizionale esiste un legame meccanico tra l'offerta di fondi e la loro domanda a fini di investimento produttivo, un legame rappresentato dalla flessibilità dei tassi d'interesse. Abbassando il vincolo di liquidità, l'afflusso di capitale dovrebbe stimolare la domanda di fondi da parte delle imprese non finanziarie, producendo maggiori investimenti e un più elevato tasso di crescita. Di fatto un paese in posizione speculativa o Ponzi è soggetto a un significativo rischio paese, per cui è in grado di attrarre quei fondi solo offrendo elevati tassi reali d'interesse. Anche accettando la discutibile ipotesi che i rendimenti degli investimenti produttivi siano più elevati nei paesi emergenti che nei paesi sviluppati, elevati *spread* di rischio possono significativamente ridurre quel vantaggio. Inoltre, anche se questi fondi allentano il vincolo di liquidità, la domanda di fondi per investimenti dipende criticamente dalle aspettative sulla domanda futura che non sono direttamente influenzate dalla disponibilità di fondi. In queste condizioni è altamente probabile che un'ampia quota di quei fondi sia assorbita da prenditori con basso merito di credito (che, come le posizioni Ponzi, sono indifferenti ai livelli dei tassi d'interesse), da prenditori che lavorano in settori protetti dalla concorrenza internazionale (che di conseguenza non favoriscono la dinamica delle esportazioni) e/o che rimanga nel circuito finanziario con possibili effetti destabilizzanti sui prezzi delle attività finanziarie. La posizione

finale esterna di un paese può non migliorare; al contrario, un aumento del servizio del debito può peggiorarla.

L'altra opzione, quella degli investimenti diretti, è spesso considerata, anche dal FMI, come un quasi debito. Vista come un modo per importare migliori tecnologie e *management*, ci si attende che gli FDI porteranno ad aumentare i vantaggi comparati del paese e quindi ad aumentare la futura dinamica delle sue esportazioni nette. Gli effetti positivi netti di lungo termine degli FDI devono materializzarsi come un aumento negli afflussi di valuta dovuti alle esportazioni nette non inferiore dei conseguenti deflussi dovuti al servizio del debito (esportazione dei profitti). Su questa materia devono essere presi in considerazione molti caratteri specifici. Se la produzione derivante dagli FDI si dirige sia al mercato interno che a quello internazionale, è solo rispetto a quest'ultimo che si sostanziano i benefici netti in valuta. Dato che i profitti sono in parte riespatriati, si ha un deflusso netto di valuta fino a quando le esportazioni si materializzano, e anche allora solo se la loro quota sulla produzione totale è significativa. I benefici netti dipendono quindi dai settori interessati dagli FDI. Minore è la quota degli FDI che si dirigono ai settori con forte orientamento alle esportazioni, meno diretto e apprezzabile è il loro contributo al miglioramento dei vantaggi comparati. L'Argentina del periodo precedente all'ultimo *default* sul debito estero costituisce un esempio interessante.<sup>18</sup> Le numerose e importanti privatizzazioni degli anni 1990 furono in gran parte appannaggio di capitale estero. Dato che, come di norma, la maggior parte delle imprese pubbliche appartenevano a settori protetti dalla concorrenza estera, l'afflusso di capitali esteri ha avuto un'influenza molto indiretta, se ne ha avuta, sulla competitività del paese. Altri investimenti esteri interessarono il settore agricolo, già in possesso di vantaggi comparati, col risultato di aumentare il valore dei profitti riespatriati. È stato stimato che per l'Argentina solo un terzo dei profitti delle imprese straniere erano reinvestiti localmente, il restante veniva riespatriato. In più, la quota degli FDI che ha interessato la produzione di *commodities* ha lasciato il paese con i suoi problemi tradizionali di elevata instabilità di prezzi e quantità e di bassa elasticità alla crescita del commercio mondiale, per non menzionare il tema controverso del peggioramento di lungo termine dei suoi rapporti di scambio. Forse ancor più importante è stato l'aumento del contenuto di

<sup>18</sup> Per quanto segue si veda Tonveronachi (2006).

importazioni mostrato dai settori oggetto degli FDI. Su questi temi l'Argentina è lungi dall'essere un'eccezione, sebbene mostri caratteri estremi. Essendo queste le condizioni più usuali che non quelle astratte proposte dai più convinti sostenitori degli FDI, il risultato in termini di aumenti delle esportazioni per unità di reddito nazionale resta incerto, mentre il persistente e significativo deflusso dei profitti e una più elevata propensione alle importazioni sono piuttosto certi. Di nuovo, nel lungo termine il grado di fragilità finanziaria del paese può aumentare.

Con ciò non si vuole affermare che l'apertura finanziaria produca necessariamente risultati negativi, ma solo che generalizzazioni in un senso o nell'altro non sono accettabili. Nel discutere questioni come il grado di apertura finanziaria si deve operare a un livello di astrazione più basso di quello in genere adottato, prendendo in considerazione le condizioni specifiche che caratterizzano un paese particolare e il suo ambiente esterno.

#### 4. Fragilità esterna e interna

Si è finora trattato un paese come se fosse una singola unità, mentre l'impostazione di Minsky si basa sulle relazioni contrattuali tra differenti unità nazionali. Il passo successivo è quindi considerare il paese come composto da macro-settori, ad esempio le famiglie, il settore finanziario, il settore reale e quello pubblico. In un'economia aperta ogni settore può essere definito in termini delle posizioni di Minsky con le attività, il debito, i redditi e il servizio del debito che possono essere denominati in parte in moneta nazionale e in parte in valuta estera. Questo ci induce a distinguere tra fragilità finanziaria interna ed esterna. Mentre la prima è legata alle definizioni di Minsky in termini della moneta locale, per la seconda si deve considerare come le diverse unità economiche partecipano alla formazione della posizione esterna del paese.

La differenza sostanziale tra la fragilità finanziaria esterna e quella interna dipende dal fatto che l'accumulazione di attività interne non coincide con l'acquisizione della valuta estera necessaria per il servizio del debito estero. Per illustrare questa differenza vediamo alcuni esempi estremi. Il paese è in posizione Ponzi nelle sue relazioni esterne, ma

il settore privato e quello pubblico non sono in posizione Ponzi in termini interni, cioè in termini della moneta locale; ad esempio il debito pubblico è costante e il settore privato aumenta il suo debito in linea con le sue attività denominate in moneta locale.<sup>19</sup> Alternativamente, la posizione Ponzi esterna è generata da un settore privato che in termini interni è in posizione coperta o speculativa, mentre lo stato, con il suo debito denominato solo in moneta nazionale, è internamente in posizione Ponzi. Si può anche avere il caso nel quale la posizione esterna del paese è coperta, con i settori privato e pubblico internamente in posizione Ponzi. Infine, disaggregando il settore privato, il paese è esternamente in posizione Ponzi, il settore famiglie possiede consistenti attività all'estero ma un più elevato debito interno, mentre i settori finanziario, reale e pubblico hanno scarso debito interno ma sono fortemente indebitati all'estero.

Questi esempi aiutano a chiarire che le condizioni che danno luogo all'instabilità finanziaria in un'economia aperta possono coprire un'ampia gamma di casi diversi, le cui differenze sistemiche hanno rilevanti conseguenze sulla dinamica del debito e sugli interventi che si possono applicare per garantire la sostenibilità dello stesso. Ciò significa che la dinamica dell'instabilità e le politiche stabilizzatrici non possono essere ridotte a pochi semplici modelli e ricette.

Gli esempi suggeriscono inoltre che la somma delle fragilità finanziarie interna ed esterna è il risultato di un'interazione complessa tra le diverse tipologie di unità economiche che costituiscono la struttura del sistema economico. I processi di generazione e di allocazione dei rischi è intrinsecamente dinamica, con le azioni e le risposte delle diverse unità che spostano i rischi tra le stesse unità, spesso cambiando in conseguenza il livello globale e la distribuzione della fragilità finanziaria. Da un punto di vista sistemico, quello proprio delle autorità

<sup>19</sup> Il settore pubblico può essere analizzato seguendo la metodologia adottata in precedenza per un sistema paese. Il settore pubblico con un debito strutturalmente positivo non è in posizione coperta. Con un debito costante (sostanziale equilibrio nel tempo del bilancio statale) si ha una posizione speculativa, data la necessità di rinnovare il debito e dato che in alcuni casi i suoi tassi d'interesse sono indicizzati. Con deficit di bilancio il debito aumenta e lo stato si trova in posizione Ponzi. Si ha uno schema Ponzi sostenibile se il debito aumenta allo stesso saggio del prodotto nazionale. Se parte del debito è denominato in valuta estera, lo stato partecipa alla dinamica del debito estero. Esiste comunque una differenza cruciale tra la parte del debito pubblico denominata in moneta interna e la parte denominata in valuta estera. Mentre per la prima lo stato ha il potere di diminuirla o cancellarla per mezzo del suo controllo sulla moneta e sulle tasse, per la seconda si devono trovare i mezzi per ottenere valuta estera.

pubbliche, due sono gli aspetti di maggior interesse: l'insieme delle regole interne ed esterne capaci di mantenere la fragilità finanziaria su un basso profilo e l'insieme delle politiche monetarie e fiscali considerate adeguate per mantenere bassa la fragilità finanziaria e per ripristinare condizioni gestibili quando l'illiquidità minaccia la solvibilità. In un contesto di apertura internazionale il problema è complicato dal fatto che le azioni e reazioni private e pubbliche influenzano non solo la fragilità finanziaria interna, ma anche quella esterna.

Solo per maggior chiarezza consideriamo le politiche pubbliche. Non vi è dubbio che l'intervento pubblico può peggiorare la fragilità finanziaria del paese quando, per esempio, lo stato si indebita per l'acquisto di materiale bellico. Se il problema per molti paesi emergenti è quello di aumentare la loro competitività, la spesa pubblica dovrebbe essere sicuramente diretta a creare quelle condizioni per mezzo di impegni seri nel campo degli investimenti in infrastrutture e nell'educazione. Ciò significa che per molti paesi la struttura della spesa pubblica e della tassazione è più importante del semplice equilibrio del bilancio pubblico.

Nelle ultime decadi si è indicato ai paesi in posizione Ponzi non sostenibile un comportamento virtuoso composto principalmente, se non esclusivamente, da surplus del bilancio pubblico, almeno di quello primario (cioè anteriore al pagamento degli interessi sul debito), di politiche monetarie risolutamente volte a combattere l'inflazione e dall'apertura dell'economia ai flussi esteri di beni, servizi e capitali. L'idea sottostante è che queste politiche virtuose conducano in generale ad aumentare i risparmi interni netti e la competitività, abbassando il rischio paese e di conseguenza lo *spread*.

Nell'opinione dei suoi sostenitori un surplus primario, orientato a bilanciare i conti complessivi, libera risparmi che sono quindi utilizzati dal settore primario, aumentando così la crescita e la produttività del sistema e/o diminuendo direttamente il deficit delle partite correnti. Poiché i risparmi interni sono la somma dei risparmi privati ( $S_p$ ) e dei risparmi pubblici ( $T-G$ ), dove  $T$  indica le entrate pubbliche, dall'equazione 15 possiamo derivare la seguente identità:

$$S_p + e \cdot CA \equiv I + (G - T) \quad (16)$$

cioè, *ex post*, gli investimenti e il deficit pubblico sono finanziati da risparmi privati e dai flussi esteri che bilanciano le partite correnti. Molti analisti utilizzano questa identità per derivare una relazione causale di-

retta tra il deficit pubblico e le partite correnti. Dovrebbe essere ovvio che non è permesso derivare questo risultato causale dal semplice riferimento a un'identità contabile. La ricerca di un surplus primario può immediatamente produrre effetti negativi sulla crescita, i risparmi, i profitti d'impresa e quindi sugli investimenti, e quindi di nuovo su crescita e così via, producendo una spirale negativa. Con bassa crescita non possiamo attenderci il fiorire di investimenti privati, nazionali o esteri, se non parzialmente nei settori protetti caratterizzati da forti poteri di mercato; questo non influenza comunque positivamente le esportazioni. Come già sottolineato, dovendo affidarsi alla sola diminuzione delle importazioni, queste politiche dovrebbero incorporare misure estremamente decise.<sup>20</sup>

La crescita economica può essere ancor più danneggiata se le severe politiche fiscali si accompagnano a severe politiche monetarie con mete inflazionistiche. L'indubbio effetto di queste politiche è di produrre elevati tassi d'interesse che si oppongono alla riduzione del deficit pubblico. Alti tassi d'interesse inducono inoltre molti operatori a preferire investimenti finanziari a quelli reali, come nel caso delle banche che a fronte degli alti rendimenti del debito pubblico spostano una quota considerevole delle loro attività in quella direzione, con l'effetto di razionare il settore privato. Frenando la creazione di nuova capacità produttiva e aumentando il costo dei finanziamenti, queste politiche producono effetti contrari a quelli desiderati, dando forza a fenomeni sottostanti di inflazione da costi e da domanda.

Se rallentando la crescita queste politiche riescono a migliorare la posizione esterna del settore pubblico e solo marginalmente quella del paese nel suo insieme, è il settore privato che deve affrontare una maggiore fragilità finanziaria, interna ed esterna. Che la più elevata fragilità finanziaria tenda a concentrarsi sul settore finanziario, sul settore reale o sulle famiglie dipende dalle condizioni specifiche dell'allocazione globale dei rischi. Ovviamente la storia non termina qui, dato che ci si possono attendere reazioni da parte delle unità del settore privato danneggiate da questi spostamenti nelle fragilità finanziaria e reale.

Ancora una volta il ruolo svolto dalle specifiche condizioni che caratterizzano un dato paese rendono difficilmente generalizzabile un

---

<sup>20</sup> Inoltre, come nota Kregel (2004), essendo la spesa in infrastrutture e in educazione la parte più flessibile della spesa pubblica, quindi la parte più facile da tagliare, questi tagli tendono a rinforzare nel lungo termine la trappola del sottosviluppo.

solo tipo di risultati. L'analisi che ho qui proposto in termini molto generali suggerisce la necessità di considerare come l'interazione delle forze all'interno di un sistema economico possa influenzare la fragilità esterna, e come viceversa quest'ultima sia difficilmente tenuta sotto controllo in un sistema nazionale non coordinato.

## 5. Conclusioni

La riformulazione che ho proposto delle definizioni minskiane di posizioni coperte, speculative e Ponzi ha teso a incorporare in maniera più esplicita il ruolo della liquidità e delle attività finanziarie, cercando al contempo di chiarire il ruolo dell'indebitamento tramite la definizione del *leverage* atteso.

Si è poi schematizzata l'estensione della teoria di Minsky ai temi del debito estero offerta da Kregel, che ha aiutato a caratterizzare in modo più diretto i caratteri esterni della fragilità finanziaria e il ruolo dei margini di sicurezza, principalmente riserve valutarie e politiche pubbliche credibili. Alcune semplici equazioni derivate da identità contabili sono state poi utilizzate per chiarire i legami tra i differenti tipi di posizione e la dinamica del debito estero.

La distinzione che ho proposto tra posizioni Ponzi sostenibili e non sostenibili è stata suggerita dall'indulgenza che analisti e agenzie di *rating* mostrano verso paesi e governi che tengono l'economia "aperta e amica del mercato", sebbene si trovino con schemi piramidali esterni e interni a mala pena sotto controllo. Da qui la discussione sulle implicazioni di posizioni finanziarie internazionali asimmetriche per mostrare come esse possano influenzare la fragilità finanziaria mondiale.

Infine, distinguendo tra aspetti interni ed esterni della fragilità finanziaria, si è mostrato come l'interazione dinamica delle unità economiche, in esse incluso il governo e le sue politiche, possa influenzare sia la distribuzione, sia il livello della fragilità finanziaria interna ed esterna.

Il fine che si è inteso perseguire in queste note è delineare e chiarire uno schema metodologico che possa aiutare a riconsiderare in termini unificati la maggior parte dei fenomeni e delle politiche attinenti all'instabilità finanziaria interna e internazionale. A questo stadio si è voluto derivare da quello schema più suggerimenti per ricerche future che specifiche proposte teoriche.

BIBLIOGRAFIA

- EICHENGREEN, B. (1991), "Historical research on international lending and debt", *Journal of Economic Perspectives*, vol. V, no. 2, pp. 149-69.
- KREGEL, J. (1997), "Margins of safety and weight of the argument in generating financial fragility", *Journal of Economic Issues*, vol. XXXI, no. 2, pp. 543-48.
- KREGEL, J. (2004), "Can we create a stable international financial environment that ensures net resources transfers to developing countries?", *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 26, no. 4, pp. 573-90.
- MINSKY, H. (1986), *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University Press, Yale.
- REINHART, C. e K. ROGOFF (2004), "Serial default and the 'paradox' of rich-to-poor capital flows", *American Economic Association, Papers and Proceedings*, vol. 94, no. 2, pp. 53-58.
- ROGOFF, K. (2003), "The IMF strikes back", *Foreign Policy*, January/February.
- TONVERONACHI M. (2006), "The role of foreign banks in emerging countries. The case of Argentina, 1993-2000", *Investigación Económica*, enero-marzo, pp. 15-60.