

Modelli di crisi valutarie e misure di politica economica *

POMPEO DELLA POSTA

Introduzione

Alcuni recenti contributi sulla crisi asiatica sostengono in maniera più o meno esplicita che ogni crisi valutaria possa essere spiegata dallo stato dei “fondamentali”, trascurando dunque il ruolo svolto dalle aspettative. Tale posizione potrebbe essere giustificata dall’osservare che le aspettative del settore privato dipendono anche dallo stato dei fondamentali, o che le stesse aspettative del settore privato possono essere interpretate come fondamentali *soft* dell’economia (Jeanne 2000). Poiché in molte situazioni le aspettative del settore privato variano (sia in maniera razionale che irrazionale) anche indipendentemente dallo stato dei fondamentali, tuttavia, il loro ruolo non dovrebbe essere ignorato nel valutare le misure di politica economica da adottare al fine di contrastare efficacemente l’instabilità dei mercati valutari. Ritengo dunque che i modelli con “clausola d’uscita”, nei quali si manifestano equilibri multipli all’interno di una zona grigia, soprattutto se integrati considerando la possibilità che variazioni esogene nello stato delle aspettative possano modificare l’ampiezza della zona grigia stessa, permettano di generalizzare le crisi valutarie meglio dei modelli esclusivamente basati sui fondamentali.

Il paragrafo 1 analizza la “prima” e la “seconda generazione” di modelli di crisi valutarie e la loro sintesi nei cosiddetti modelli con “clausola d’uscita”. Il paragrafo 2 si sofferma sui contributi che hanno

□ Università degli Studi di Pisa, Dipartimento di Scienze Economiche, Pisa; e-mail: peoposta@ec.unipi.it.

* Ringrazio Beniamino Moro e un *referee* anonimo per utili commenti e suggerimenti. Resto comunque il solo responsabile di ogni eventuale errore e omissione.

sottolineato il ruolo svolto sia dalla sfera finanziaria che da variazioni nello stato delle aspettative nel precipitare la crisi asiatica. Nel paragrafo 3 considero due possibili ragioni che potrebbero indurre a trascurare il ruolo svolto dalle aspettative. Il paragrafo 4 sottolinea le implicazioni per la politica economica derivanti dal considerare le aspettative del settore privato. Infine, alcuni commenti conclusivi sintetizzano i punti principali di questo articolo.

1. La “prima” e la “seconda generazione” di modelli di crisi valutarie

Il modello di Mundell-Fleming conclude che quando i tassi di cambio sono fissi e il capitale è libero di muoversi da un paese all'altro, una politica monetaria espansiva e divergente rispetto a quella seguita da un paese partner nell'accordo di cambio provoca una riduzione nelle riserve estere disponibili presso la banca centrale; nell'assenza di politiche di sterilizzazione, si assiste dunque a una riduzione dell'offerta di moneta. Da ciò segue che con cambi fissi e capitali perfettamente mobili, la politica monetaria non possa essere scelta autonomamente. La “prima generazione” dei modelli di attacchi speculativi (Krugman 1979, ripreso e semplificato da Flood e Garber 1984), reinterpreta questa conclusione ed evidenzia il legame fra andamento dei fondamentali e crisi valutarie. Le crisi valutarie sarebbero il risultato del comportamento di agenti razionali, i quali osservano che politiche monetarie eccessivamente espansive causano una graduale fuoriuscita di valuta. Poiché si assume che gli agenti siano in grado di calcolare il momento in cui le riserve estere a disposizione della banca centrale per la difesa della parità saranno esaurite, al fine di non subire perdite essi inizieranno l'attacco, e provocheranno perciò la svalutazione, in anticipo rispetto a tale momento. L'attacco avrà luogo, quindi, non appena il settore privato si rende conto dell'incompatibilità tra la politica seguita dall'autorità monetaria e il suo impegno a stabilizzare il tasso di cambio. Al fine di determinare formalmente tale condizione di assenza di arbitraggio, i modelli di “prima generazione” assumono che il tasso di cambio “ombra” (\tilde{e}), quello cioè che si avrebbe se i cambi fossero lasciati liberi di fluttuare, sia funzione sia dello stato dei fondamentali

(q), sia delle variazioni attese del tasso di cambio stesso (e^e). Tanto migliori sono le condizioni dei fondamentali, cioè tanto maggiore è q , tanto più apprezzato è il tasso di cambio (definito come le unità di valuta estera necessarie ad acquistare un'unità di valuta nazionale), cioè tanto maggiore è \bar{e} . Inoltre, poiché il tasso di cambio è capace di reagire con molta velocità a variazioni nelle aspettative, esso risulterà tanto più apprezzato quanto maggiore è l'apprezzamento atteso in futuro. Poiché in questi modelli si adotta l'assunzione di aspettative razionali, l'apprezzamento atteso in futuro dipenderà a sua volta dalle variazioni attese nei fondamentali, che indichiamo con q^e . Quando queste ultime sono univocamente determinate, anche il tasso di cambio "ombra" sarà determinato. Si può dunque esprimere il tasso di cambio "ombra" come $e(q, q^e)$, cosicché la parità valutaria sarà mantenuta fintanto che la somma tra $\bar{e}(q, q^e)$ e il costo dell'attacco, t , è maggiore del tasso di cambio fisso, \bar{e} , cioè fintanto che $\bar{e}(\theta, \theta^e) + t > \bar{e}$.¹ Nessuno speculatore, infatti, avrà interesse a vendere la valuta nazionale a un prezzo inferiore a quello "ombra" al quale potrebbe essere acquistata sul mercato una volta che i cambi fossero lasciati liberi di fluttuare. La presenza di costi di transazione, t , solitamente assunti come fissi in letteratura, inoltre, fa sì che l'attacco avvenga solo quando il guadagno derivante dalla vendita della valuta nazionale è tale da coprire i costi sostenuti per effettuare la transazione valutaria. La presenza di costi di transazione, dunque, permette di aumentare la stabilità del sistema. Nell'assenza di tali costi, infatti, la valuta verrebbe attaccata per valori dei fondamentali inferiori o uguali a \bar{q}^* , mentre quando la transazione valutaria comporta il sostenimento di un costo t , la vendita avverrà solo per valori dei fondamentali inferiori o uguali a \bar{q} (vedi figura 1).

Non appena il livello del fondamentale è tale per cui $\bar{e}(\theta, \theta^e) + t = \bar{e}$ avrà luogo l'attacco speculativo e la difesa del tasso di cambio verrà abbandonata. Esiste dunque un unico livello critico del fondamentale, \bar{q} , che separa la regione stabile da quella instabile, esiste cioè un \bar{q} al di sotto del quale la valuta nazionale sarà certamente attaccata e al di sopra del quale il tasso di cambio sarà mantenuto.² È opportuno

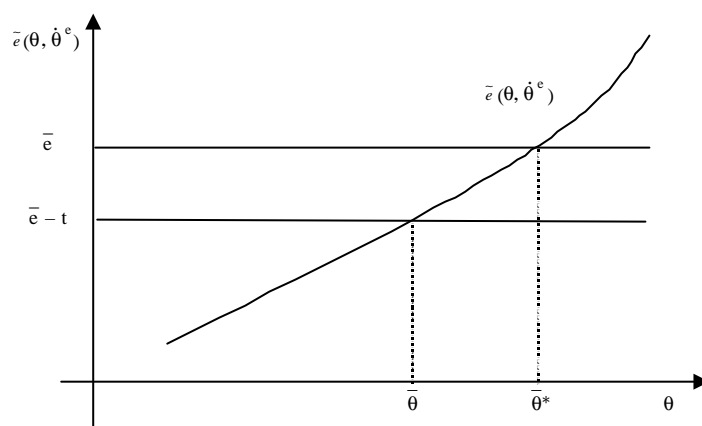
¹ Ringrazio Beniamino Moro per avermi suggerito di esprimere formalmente il tasso di cambio ombra come funzione implicita non solo del livello dei fondamentali, ma anche dei fondamentali attesi.

² Questa classe di modelli si basa, così come la maggior parte della letteratura seguente, sulle ipotesi fortemente restrittive che q , q^e , e $e(q, q^e)$ siano determinabili in

sottolineare che la ragione principale dell'unicità dell'equilibrio risiede nell'assunzione che il settore privato possa essere considerato come un agente unico cosicché è assente qualunque problema di coordinamento fra gli speculatori. In altre parole, gli agenti sono certi che, non appena la condizione di non arbitraggio sia soddisfatta, ognuno di essi parteciperà all'attacco, cosicché la banca centrale non potrà fare altro che abbandonare la difesa del tasso di cambio.³

FIGURA 1

ATTACCO SPECULATIVO APPENA $\bar{e} - t = \bar{e}(\theta, \hat{\theta}^e)$, CIOÈ APPENA $\theta = \bar{\theta}$



maniera univoca. Il tasso di cambio ombra, tuttavia, potrebbe dipendere non tanto dal valore oggettivamente determinato del fondamentale, q , quanto da una data percezione di esso, q^p . In effetti, si potrebbe immaginare q^p come risultante da una media ponderata dei singoli elementi che compongono il fondamentale. È sufficiente dunque una modifica dei pesi attribuiti ai singoli elementi per ottenere una percezione diversa di q^p . Inoltre, un mutamento esogeno della variazione dei fondamentali attesa in futuro potrà spostare la funzione $\bar{e}(q, q^e)$ come vedremo anche in seguito, producendo un diverso valore critico per q . È opportuno sottolineare, infine, che in generale si dovrebbe esprimere il tasso di cambio ombra come funzione del livello dei fondamentali e della variazione attesa nel tasso di cambio stesso. È solo accettando l'ipotesi di aspettative razionali che si può concludere che la variazione del tasso di cambio attesa in futuro dipenda dalla variazione dei fondamentali attesa in futuro. Se l'ipotesi delle aspettative razionali non fosse soddisfatta, come gran parte della letteratura sembra sostenere oggi, non sarebbe possibile dunque concludere in generale che $\bar{e}(q, e^e) = \bar{e}(q, q^e)$. In tal caso potrebbero aversi variazioni attese nel tasso di cambio anche nell'assenza di variazioni attese nei fondamentali. Tali limitazioni dovrebbero suggerire una grande cautela, soprattutto nel trarre indicazioni normative dalle conclusioni raggiunte in questi modelli.

³ Come vedremo, invece, la possibilità che la banca centrale non abbandoni la parità valutaria produce una zona di equilibri multipli.

Obstfeld (1986) mostrava, tuttavia, come anche una parità del cambio coerente con i fondamentali (identificati fino a quel momento con la politica monetaria, la politica fiscale e il vincolo dato dalla disponibilità di riserve estere) potesse essere soggetta ad attacchi speculativi *self-fulfilling*, cioè autorealizzanti: il solo fatto che i mercati decidano di vendere una valuta ritenuta, a torto o a ragione, debole, produrrebbe una fuoriuscita di riserve estere e potrebbe rendere impossibile la difesa del tasso di cambio.

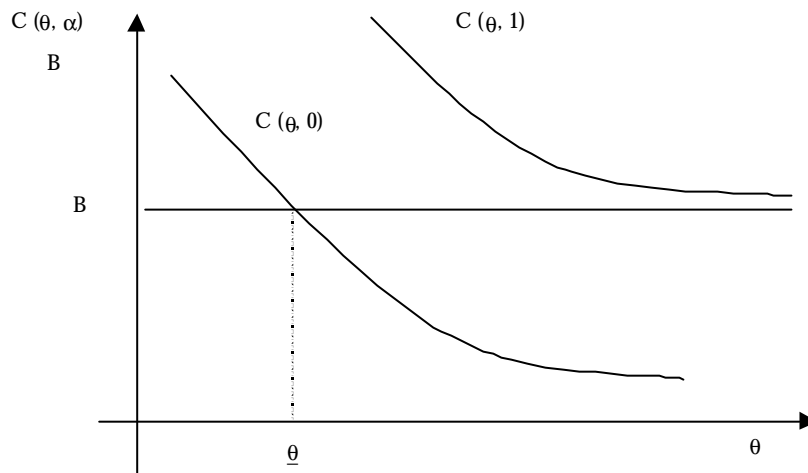
Modelli successivi (cosiddetti di “seconda generazione”) abbandonano l’impostazione secondo cui è la disponibilità fisica di riserve estere a determinare la sopravvivenza o meno di un sistema a cambi fissi (poiché mercati dei capitali efficienti permetterebbero di prendere a prestito qualunque ammontare di valuta, purché si sia disposti a pagare il tasso di interesse richiesto). Un tasso di cambio fisso, dunque, sarà credibile soltanto se minimizza la funzione di perdita della banca centrale, cioè soltanto se i costi non eccedono i benefici derivanti dalla difesa del cambio (Obstfeld e Rogoff 1995, Atkeson e Rios-Rull 1995). Seguendo Morris e Shin (1998), è possibile ipotizzare che la banca centrale ricavi un beneficio noto e costante, B , dalla fissazione del tasso di cambio (ad esempio grazie alla maggiore credibilità anti-inflazionistica che ne ricava). Il costo della difesa del cambio, C , tuttavia, sarà tanto maggiore quanto più debole è lo stato dei fondamentali, q , e quanto maggiore è la forza dell’attacco speculativo, cioè quanto maggiore è la proporzione di speculatori, indicata con a , che partecipano all’attacco stesso. La banca centrale abbandonerà certamente la difesa del cambio quando i fondamentali sono così deboli che anche in assenza di speculazione (cioè con $a = 0$) i costi superano i benefici. Ciò avverrà per valori di q inferiori a q , come mostrato nella figura 2.

Allo stesso tempo è ragionevole ipotizzare che, anche in presenza di fondamentali in ottimo stato, l’attacco condotto da una proporzione sufficientemente elevata di speculatori sia in grado di condurre i costi al di sopra dei benefici derivanti dalla difesa del cambio. Anche in tale contesto, dunque, un attacco speculativo potrebbe risultare sia da un peggioramento nello stato dei fondamentali, che da un peggioramento nello stato delle aspettative del settore privato, che, implicando un aumento di α , causerebbe uno spostamento della funzione $C(q, a)$ verso l’alto, facendo aumentare i costi in maniera tale da indurre l’autorità di governo a convalidare le aspettative stesse (vedi ancora fi-

gura 2). Pur avendo la capacità di costringere la banca centrale a lasciar fluttuare il cambio, gli speculatori, tuttavia, dovranno chiedersi se sia nel loro interesse che ciò avvenga.

FIGURA 2

COSTI E BENEFICI DELLA BANCA CENTRALE DERIVANTI
DALLA FISSAZIONE DEL TASSO DI CAMBIO



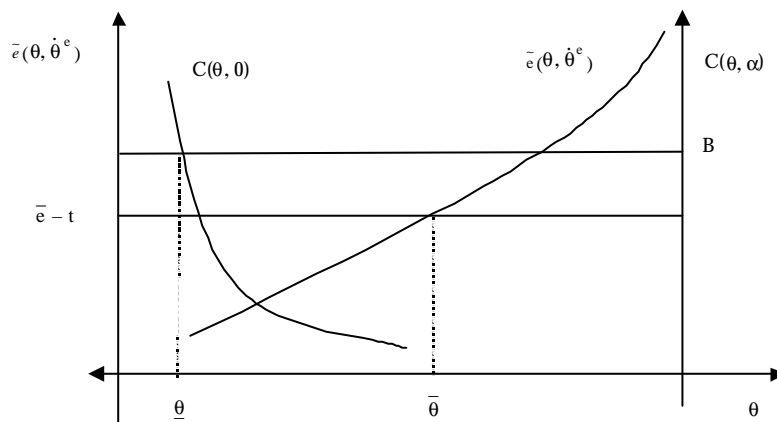
Considerando congiuntamente, dunque, la scelta ottima degli speculatori (che attaccano, come nei modelli di “prima generazione”, non appena la somma tra tasso di cambio ombra e costo di transazione ugualia il tasso di cambio fisso) e la scelta ottima della banca centrale (che svaluta, come nei modelli di “seconda generazione”, quando il costo della difesa del cambio supera il beneficio derivante dal suo mantenimento), Obstfeld (1994) mostra che i fondamentali: *a*) possono essere così in ordine da non temere la minaccia di alcun comportamento speculativo da parte del settore privato (per valori di $\theta > \bar{\theta}$); *b*) possono assumere valori tali per cui, anche in presenza delle migliori aspettative da parte del settore privato, la parità non è difendibile (per valori di $\theta < \bar{\theta}$); *c*) possono essere compresi all'interno di una “zona grigia” intermedia in cui non sono così fuori linea da causare una svalutazione anche in assenza di un attacco speculativo, ma neanche così in ordine

da essere insensibili a un mutamento delle aspettative del settore privato (per $\underline{\theta} < \theta < \bar{\theta}$), come mostrato nella figura 3.⁴

Come appare evidente, all'interno di tale zona grigia nella quale si presentano equilibri multipli, la condizione di non arbitraggio individuata originariamente da Krugman risulta violata, per cui un attacco speculativo autorealizzantesi potrebbe essere interpretato come un attacco speculativo di tipo fondamentale "ritardato". Il ritardo è dovuto proprio al fatto che, contrariamente a quanto assunto nei modelli di prima generazione, la crisi del sistema non necessariamente si manifesta quando $\theta \approx \bar{\theta}$. Poiché il settore privato non si comporta come un agente atomistico, infatti, esistono problemi di coordinamento fra gli speculatori: come nel famoso concorso di bellezza di Keynes, ciò che conta non è il fatto che gli speculatori conoscano il vero valore del tasso di cambio "ombra", ma che una proporzione sufficientemente elevata di loro condivida la medesima opinione.⁵

FIGURA 3

ZONA INSTABILE ($\theta < \underline{\theta}$), ZONA STABILE ($\bar{\theta} < \theta < \bar{\theta}$) E ZONA "GRIGIA" ($\underline{\theta} < \theta < \bar{\theta}$)



⁴ È possibile affermare dunque che «la debolezza dei fondamentali è una condizione necessaria per il verificarsi di attacchi speculativi autorealizzantisi» (Corsetti 1999, p. 3). E ancora che «la domanda da porsi non è se la crisi sia "giustificata" dai fondamentali, poiché tutti concordano sul loro ruolo, ma se i fondamentali siano tali da far sì che la crisi sia il risultato unico e inevitabile» (Obstfeld 1996, p. 395).

⁵ Morris e Shin (1998) presentano questo modello di equilibri multipli al solo scopo di dimostrare che, ipotizzando un'informazione imperfetta circa lo stato dei fondamentali, esiste un livello unico di questi ultimi che separa la regione instabile da quella stabile. Vedi Della Posta e Cheli (2001) per un'analisi critica di tali conclusioni.

L'esistenza delle tre regioni suindicate permette di riconciliare l'ipotesi di attacchi speculativi giustificati da divergenze nei fondamentali con l'ipotesi di attacchi speculativi autorealizzanti: un peggioramento nello stato delle aspettative non potrebbe determinare una crisi autorealizzante se i fondamentali "puri" (*hard*) fossero realmente in ordine, cioè se essi non appartenessero alla regione di instabilità.⁶

Tali modelli con "clausola d'uscita"⁷ ampliano il concetto di "fondamentale", includendo, accanto alla politica monetaria e a quella fiscale, indicatori macroeconomici quali il tasso di crescita dell'economia, il tasso di disoccupazione, di interesse o di inflazione. Le stesse aspettative del settore privato, inoltre, potrebbero essere considerate come componente dei fondamentali (tanto che Jeanne, 2000, le definisce *soft fundamentals*, in contrapposizione agli *hard fundamentals* suindicati).

2. Fragilità finanziaria e aspettative destabilizzanti

I modelli su descritti sono stati utilizzati anche al fine di interpretare le cause della crisi del Sud-Est asiatico.⁸ Krugman (1998) e Corsetti, Pesenti e Roubini (1998), ad esempio, nel sottolineare il ruolo svolto dall'azzardo morale nel causare un eccessivo indebitamento da parte del settore privato, riconducono la crisi a ragioni di tipo "fondamen-

⁶ Osserviamo, tuttavia, che un attacco valutario presenta elementi simili a quelli che caratterizzano le corse agli sportelli (*bank runs*). Applicando lo stesso approccio a quest'ultimo caso, quindi, si potrebbe concludere che i fondamentali sono solidi e "in ordine" solo quando le riserve bancarie sono tali da coprire tutti i depositi. In tale situazione, tuttavia, non avrebbe luogo la concessione di prestiti bancari, né il processo di creazione di moneta bancaria, una conclusione difficilmente accettabile. In altre parole, il fatto che le riserve non coprano esattamente i depositi potrebbe implicare l'esistenza di problemi di liquidità piuttosto che di solvibilità. La condizione di non arbitraggio isolata nei modelli di attacchi speculativi di "prima generazione", che risulta essere violata quando i fondamentali si trovano nella zona grigia, quindi, potrebbe non indicare una vera situazione di debolezza dei fondamentali.

⁷ Vedi Jeanne (2000) per una rassegna aggiornata della letteratura sugli attacchi speculativi. La definizione di modelli con clausola di uscita (*escape clause*) deriva dal fatto che l'impegno alla difesa del cambio non può essere ritenuto irrevocabile, ma permette appunto delle clausole di uscita, esercitate quando i costi del mantenimento della parità superano i benefici.

⁸ Per una descrizione accurata degli eventi che l'hanno caratterizzata vedi, fra gli altri, Corsetti, Pesenti e Roubini (1998).

tale". In effetti, secondo questa interpretazione, la presenza di garanzie implicite o esplicite sia sul debito del settore privato che su quello del settore pubblico avrebbe incoraggiato i creditori a concedere finanziamenti senza prestare troppa attenzione alla destinazione effettiva dei propri fondi, in maniera tale da produrre fenomeni di eccesso di prestiti, di indebitamento e di investimenti.⁹

Altri autori, invece, osservano come i fondamentali relativi alla finanza pubblica o alla sfera monetaria (ad es. il tasso di inflazione) fossero sostanzialmente in buone condizioni e attribuiscono le cause della crisi a mutamenti autorealizzanti nello stato delle aspettative (Goldstein 1998, Chang e Velasco 1998, Radelet e Sachs 1998).

Secondo Krugman (1999a) e Irwin e Vines (1999), tuttavia, tali interpretazioni non assegnavano un ruolo sufficientemente significativo all'elemento che a loro giudizio aveva caratterizzato la crisi asiatica, vale a dire la fragilità del sistema finanziario. Si rendeva perciò necessario il ricorso a una "terza generazione" di modelli di attacchi speculativi. Accettando, almeno in apparenza, la natura autorealizzante della crisi e dichiarando esplicitamente la "sconfitta" della sua posizione, Krugman (1999a) introduce dunque nell'analisi proprio il sistema finanziario.¹⁰ Secondo questa interpretazione, la crisi si sarebbe sviluppata in seguito a shock esogeni che hanno colpito paesi caratterizzati da indicatori finanziari in cattivo stato e che si sono propagati a paesi che presentavano condizioni simili, "contagiandoli" e modificando lo stato delle aspettative dei mercati.¹¹

⁹ Vi è chi ritiene, per esempio, che l'intervento del Fondo Monetario Internazionale (FMI) nel 1994 a sostegno del Messico, abbia prodotto l'aspettativa di un intervento, sempre da parte dello stesso FMI, anche nel Sud-Est asiatico.

¹⁰ Dopo aver risposto negativamente alla domanda "le crisi sono autorealizzanti?" (Krugman 1996), Krugman (1999a), basandosi sull'idea di "contagio", riconosce, sia pure con alcune qualificazioni sulle quali tornerò più avanti, la natura autorealizzante della crisi asiatica: «La crisi asiatica ha risolto la disputa tra sostenitori dell'ipotesi "fondamentalista" e sostenitori di quella "autorealizzante" (ero io che sbagliavo; Maury Obstfeld aveva ragione)» (Krugman 1999a, p. 1).

¹¹ Shock esogeni possono produrre sia variazioni nello stato dei fondamentali relativi fra due paesi (con esempi che vedremo successivamente), che, anche in assenza di tali effetti, mutamenti nello stato delle aspettative che si trasmettono da un mercato all'altro e da un paese all'altro in maniera autorealizzante. La natura autorealizzante del "contagio" emerge con chiarezza da quanto scrive Corsetti: «[L]a teoria strutturale e fondamentale della trasmissione internazionale delle crisi sottolinea il ruolo svolto dagli shock comuni e dai legami finanziari e commerciali tra i paesi. Il contagio si riferisce invece alla diffusione dell'instabilità finanziaria e valutaria che non è spiegabile in termini dei fattori summenzionati» (Corsetti 1999, p. 4).

Il ritiro dei capitali che ha seguito il verificarsi di tali shock avrebbe condotto alla necessità di riequilibrare le partite correnti attraverso il deprezzamento del tasso di cambio e/o attraverso manovre deflazionistiche. Entrambe queste misure avrebbero influenzato negativamente il bilancio di imprese e banche indebitate in valuta estera, contribuendo ad alimentare l'aspettativa di un deprezzamento: un peggioramento del tasso di cambio, infatti, aumenta il peso del debito espresso in valuta estera¹² e aggrava il passivo del bilancio; la contrazione dell'attività economica a sua volta riduce l'attivo. Se gli investimenti sono autofinanziati e dipendenti dalla ricchezza interna all'impresa (*wealth-constrained investments*) soprattutto a causa di imperfezioni nel mercato del credito, come nell'ipotesi di Bernanke-Gertler,¹³ la svalutazione del tasso di cambio, riducendo i profitti e in conseguenza gli investimenti, rischia di avere un effetto netto negativo sull'economia reale.¹⁴

Nel discutere le lezioni risultanti dalla recente crisi asiatica, ma riferendosi anche a diversi altri esempi relativi all'ultimo ventennio, anche Dornbusch (1999 e 2001), abbracciando implicitamente i modelli di "terza generazione", sottolinea il ruolo svolto dall'assetto finanziario di un'economia. Tralasciando la distinzione fra crisi valutarie autorealizzanti e "fondamentali", egli distingue, infatti, fra crisi *old-style*, causate esclusivamente dagli squilibri del conto corrente della bilancia dei pagamenti in un contesto di repressione finanziaria, e crisi *new-style*, determinate dal conto capitale della bilancia dei pagamenti in presenza di libero movimento dei capitali e caratterizzate da una commistione fra squilibri valutari (crisi valutaria) e squilibri nei bilanci pubblici e/o privati (crisi finanziaria):

«Una crisi *new-style* è caratterizzata da dubbi circa l'affidabilità dei bilanci di una parte significativa dell'economia – pubblica o privata

¹² Questo meccanismo evidenzia notevoli similitudini con la teoria della deflazione da debito elaborata negli anni Trenta da Fisher (1933) e riletta alla luce delle recenti teorie delle asimmetrie informative nel mercato del credito (vedi Di Martino 1999).

¹³ Paradossalmente, mi sembra di poter sottolineare come tale ipotesi male si adatti proprio al caso asiatico, caratterizzato da liberalizzazione finanziaria interna, *crony capitalism* e *over-borrowing*, come vedremo meglio in seguito.

¹⁴ Nel modello keynesiano in economia aperta un deprezzamento del tasso di cambio stimola le esportazioni. Questo effetto può essere però annullato dal meccanismo sopra descritto per cui l'effetto netto potrebbe risultare negativo (Krugman 1999b; Aghion, Bacchetta, Banerjee 2000).

– e circa il tasso di cambio. Se è originata da dubbi circa i bilanci, la fuga di capitali che ne deriva crea immediatamente dubbi sul tasso di cambio e viceversa. Immediatamente, la fuga di capitali esaurisce le riserve e causa una crisi valutaria» (Dornbusch 2001, p. 3).

Sebbene egli includa il “contagio” fra le possibili spiegazioni del *timing* della crisi asiatica, egli non ne riconosce tuttavia il carattere autorealizzante. La ragione di ciò risiede probabilmente nel fatto che, per Dornbusch, il dibattito crisi valutarie giustificate-crisi valutarie auto-realizzanti è irrilevante ai fini dell’individuazione di un assetto istituzionale capace di prevenire una crisi valutaria, dovuta a suo avviso senz’altro a ragioni “fondamentali”:

«in un’analisi *post-mortem*, volta a individuare un migliore assetto istituzionale, un’attenzione pressoché esclusiva dovrebbe essere rivolta ai bilanci, piuttosto che alle cause contingenti che possono aver determinato la crisi stessa» (Dornbusch 1999, p. 2).¹⁵

Altri autori (Chang 1998 e 2000; Chang, Palma and Whittaker 1998; Palma 1998) concentrano la propria attenzione esplicitamente sul ruolo svolto dalla fragilità finanziaria, sulla quale tanto si era soffermato Minsky. Essi tendono a distinguere fra cause “finanziarie” e cause “reali” della crisi (vedi in particolare Chang 1998) e osservano che nella crisi asiatica, mentre i fattori “reali” erano in ordine, la stessa cosa non poteva dirsi per le variabili “finanziarie”. Questa distinzione spiega anche la ragione per la quale le variabili “fondamentali” considerate da Palma (1998), evidentemente attinenti alla sola sfera reale nella sua interpretazione, non includono gli indicatori monetari (vedi *infra* nota 17).

Anche il ruolo delle aspettative, tuttavia, viene riportato al centro dell’attenzione da Chang (1998), il quale, riferendosi alla Corea, osserva come la crisi si sia prodotta anche se l’accumulazione di debito estero in rapporto al Pil fosse ben al di sotto del valore che identifica i paesi “meno indebitati” e anche se l’indice relativo al servizio sul debi-

¹⁵ Anche Krugman (1999b) rileva la molteplicità di cause, legate al verificarsi di shock esogeni ben individuabili, che possono condurre alla crisi: «Qualcosa, un accenno di instabilità politica, una crisi finanziaria in un paese che gli investitori ritengono simile al tuo, o perfino manipolazioni di mercato operate da grandi speculatori, causano un grande e improvviso deprezzamento. Questo deprezzamento interagisce con i bilanci e l’economia precipita nell’equilibrio di crisi» (Krugman 1999b, p. 2).

to fosse ben al di sotto della soglia di attenzione (*warning threshold*) indicata dalla Banca Mondiale.¹⁶ D'altro lato, come argomenta Palma:

«[in una fase iniziale] i banchieri e i finanziari erano felici di espandere i loro prestiti rapidamente verso l'Est asiatico, accettando differenziali che decrescevano proprio quando i "fondamentali" di queste economie si deterioravano, lo stock di debito privato a breve termine cresceva, i *ratios* di gestione aumentavano, i margini di profitto dei settori reali si riducevano, la corruzione e il "clientelismo" peggioravano e il livello degli investimenti in alcune economie, in particolare nei settori speculativi delle proprietà terriere, raggiungeva livelli che avrebbero prodotto sensazioni di vertigine anche in questa parte del mondo» (Palma 1998, p. 791).

Pur in presenza di segni di ripresa, però (per esempio in Corea, come osserva Chang 1998), l'ondata di fiducia si trasformò prima in timore e poi in un improvviso ritiro di capitali.

La posizione post-keynesiana oscilla dunque fra l'idea dell'instabilità finanziaria di Minsky, che riconduce a spiegazioni di tipo "fondamentale" (sia pure non riferite alla sua componente "reale"), e l'idea degli *animal spirits* di Keynes, legati invece a componenti irrazionali, non spiegabili in termini di "fondamentali" dell'economia, siano essi di natura monetaria o di natura reale.

Come vedremo anche in seguito, una possibile sintesi di tale posizione potrebbe essere individuata nella distinzione fra processi di liberalizzazione *interna*, che causano un peggioramento della componente finanziaria dei fondamentali, e processi di liberalizzazione *internazionale*, che generano una situazione di instabilità intrinseca, soggetta a mutamenti repentini nello stato delle aspettative anche nell'assenza di ragioni "fondamentali".

¹⁶ Chang (1998) osserva anche, però, che il rapporto fra debito a breve termine e debito totale superava il 50% ed era dunque molto elevato.

3. Una possibile difesa delle spiegazioni basate sui “fondamentali”

Le posizioni assunte da Krugman, Dornbusch e, sia pure con accenti diversi, dagli autori post-keynesiani che ho citato, sottolineano l'importanza dello stato di debolezza dei fondamentali. Vale la pena ribadire, tuttavia, che mentre per Dornbusch ciò significa l'assenza di qualsiasi componente di tipo autorealizzativo legata a variazioni nello stato delle aspettative, il punto di vista post-keynesiano considera tali aspetti. Per quanto riguarda Krugman poi, la sua posizione sembra reinterpretare e modificare la definizione di attacco speculativo “autorealizzantesi”, originariamente basata sull'interazione strategica fra settore privato e banca centrale. Nel sottolineare il ruolo svolto dagli shock esogeni piuttosto che quello svolto dall'interazione strategica fra giocatori diversi, dunque, egli riafferma implicitamente il ruolo svolto dalle variabili “fondamentali”, sebbene considerate in termini relativi e più ampi.

Esistono almeno due ragioni per ritenere condivisibile la posizione che assegna un ruolo centrale alle spiegazioni “fondamentali”: a) la difficoltà nel tracciare una distinzione tra mutamenti nei fondamentali e mutamenti nello stato delle aspettative; b) la difficoltà nel mostrare empiricamente la natura autorealizzante della crisi.

3.1. *Fondamentali e aspettative*

3.1.1. Fondamentali

Al fine di distinguere tra attacchi speculativi “fondamentali” e autorealizzantesi, diventa cruciale definire esattamente cosa si intenda per “fondamentale”. Tale definizione, tuttavia, e di conseguenza la distinzione tra “fondamentali” e “aspettative”, non è chiara.

I “fondamentali” sui quali la letteratura ha concentrato la propria attenzione sono indicatori macroeconomici sia quantitativi che qualitativi e relativi sia al settore pubblico che al settore privato. Nel primo gruppo di indicatori troviamo:

a) politica monetaria (basata sia sulla moneta interna – base monetaria – che sulla moneta esterna – M2, M3 –, sia in livelli assoluti

che come rapporto rispetto al Pil), tassi di interesse e conto capitale della bilancia dei pagamenti;

b) politica fiscale e debito pubblico, sia in livelli assoluti che come rapporto rispetto al Pil;

c) tasso di crescita, tasso di inflazione, tasso di cambio reale, commercio estero e conto corrente della bilancia dei pagamenti;

d) riserve estere, sia in termini assoluti che come rapporto rispetto a variabili monetarie e creditizie diverse (H, M1, M2, M3, debito pubblico, Pil e così via).¹⁷

Per quanto riguarda gli indicatori macroeconomici quantitativi relativi al settore privato, l'attenzione si concentra sui bilanci e si riferisce in particolare a diverse misure del debito privato (per esempio a breve o a lungo termine, denominato in moneta nazionale o in valuta estera), sia in livelli assoluti che come rapporto rispetto a diverse variabili.¹⁸

Agli indicatori summenzionati devono essere aggiunti quelli di natura qualitativa, che possono essere classificati all'interno della categoria dell'azzardo morale, comprendente anche fenomeni di corruzione e di clientelismo (*cronysm*).¹⁹ In presenza di azzardo morale, i debiti privati divengono eccessivamente elevati e rappresentano una passività potenziale (*contingent liability*) per il governo, che potrebbe essere ri-

¹⁷ Palma (1998) considera invece quali fondamentali il tasso percentuale di crescita del Pil, l'avanzo di bilancio (% del Pil), il conto corrente (% delle esportazioni), il tasso di cambio reale e il contributo dato al tasso di crescita del Pil dal consumo, dagli investimenti e dalle esportazioni del settore privato.

¹⁸ In letteratura, gli indicatori relativi al settore privato individuano la presenza di "fragilità finanziaria" (vedi per esempio Chang 1998; Chang, Palma e Whittaker 1998; Palma 1998; Radelet e Sachs 1998).

¹⁹ Il termine "clientelismo" (*chronysm*) si riferisce a «debolezze istituzionali e strutturali [... caratterizzate da] strutture economico-politiche di tipo "clientelare", condizioni aziendali non trasparenti e politiche governative malcondotte» (Chang, Palma and Whittaker 1998, p. 649). Secondo Chang non si tratta di un fenomeno fondamentalmente diverso dall'azzardo morale, dal momento che è uno dei diversi modi attraverso i quali quest'ultimo si manifesta. In effetti, i governi asiatici «fornivano garanzie volte alla promozione degli interessi dei loro alleati politici» (Chang 2000, p. 779). A giudizio dello stesso autore, tuttavia, il clientelismo non permetterebbe di spiegare il verificarsi della crisi asiatica. Dello stesso avviso sono Chang, Palma and Whittaker (1998), i quali distinguono, all'interno della classe dei fondamentali "puri", tra clientelismo e azzardo morale da un lato e carenza di regolamentazione ed eccesso di liquidità dall'altro, sostenendo che le cause della crisi asiatica debbano essere individuate in quest'ultima categoria.

tenuto implicitamente responsabile di essi. Perfino un solido indicatore relativo al settore pubblico, quale il rapporto fra debito pubblico e Pil o il rapporto fra debito pubblico e riserve estere, quindi, non dovrebbe essere necessariamente considerato affidabile, poiché rappresenterebbe soltanto il grado di indebitamento nominale e non quello effettivo del settore pubblico.²⁰

Accanto agli shock interni, che possono colpire le variabili su indicate, devono essere considerati anche gli shock esterni, relativi sia al conto corrente che al conto capitale della bilancia dei pagamenti. Nel primo gruppo troviamo:

a) shock di competitività, cioè shock che interessano sia i tassi di cambio con le valute estere che il prezzo dei prodotti importati o esportati;

b) guerre commerciali, causate anche da contrasti politici, minacce commerciali dai paesi in via di sviluppo, o accordi commerciali che provocano una diversione commerciale.

Gli shock “fondamentali” che influenzano il conto capitale sono principalmente quelli relativi ai tassi di interesse, che modificano la convenienza relativa nella detenzione di titoli fra un paese e l’altro.

3.1.2. Aspettative, liberalizzazione finanziaria internazionale e “contagio”

Nel contesto che stiamo considerando, le aspettative possono variare sia in conseguenza di shock interni ed esterni sui fondamentali, che a causa di shock apparentemente non correlati con essi. Più precisamente, lo stato delle aspettative può essere influenzato da:

a) shock sui fondamentali, che producono dunque (purché il settore privato non sia particolarmente miope) un doppio effetto sul sistema;

²⁰ Piuttosto che singolarmente, le variabili che compongono lo stato dei fondamentali dovrebbero essere considerate nel loro complesso, al fine di valutare l’esistenza di un equilibrio reale e finanziario fra di esse. Ringrazio Beniamino Moro per questa osservazione.

b) shock istituzionali interni, tali da causare ondate di ottimismo o di pessimismo (nuove leggi, istituzioni, regolamenti o deregolamentazioni e così via);

c) shock interni di natura politica, economica o sociale (crisi bancarie, rivolte sociali, crisi e scandali politici);

d) shock esterni di diversa natura che possono dare luogo a fenomeni di contagio e di *wake-up calls*.

Sebbene apparentemente chiara, tale classificazione è certamente discutibile. Krugman (1996), per esempio, suggerisce di ampliare la definizione di “fondamentale” includendovi anche le variabili di natura politica. In effetti, qualunque shock ha sicuramente un contenuto “fondamentale”, poiché contribuisce a determinare la valutazione delle prospettive economiche future (per esempio, può modificare il tasso atteso di crescita futura e di conseguenza il giudizio di sostenibilità del debito estero). Lo stato delle aspettative, quindi, non determina soltanto la valutazione delle variabili economiche future, ma influenza anche la stima delle condizioni economiche correnti. Jeanne, tuttavia, si chiede se le variabili politiche

«siano da includere fra i fondamentali oppure [...] svolgano il ruolo di variabili *sunspot* che coordinano le aspettative degli speculatori» (Jeanne 1997, p. 264).

Anche Krugman (1999b),²¹ contrariamente a Krugman (1996), include l'instabilità politica fra le possibili cause di “contagio” e conclude perciò che la crisi asiatica abbia avuto natura autorealizzante.²²

3.2. *Difficoltà empiriche nella distinzione fra spiegazioni basate sui fondamentali o sulle aspettative autorealizzanti*

Un ulteriore problema, oltre a quello risultante dalla difficoltà di distinguere fra fondamentali e aspettative, deriva dal fatto che la natura

²¹ Vedi la citazione di Krugman nella nota 15.

²² Una distinzione possibile fra shock sui fondamentali e shock sulle aspettative potrebbe essere basata sul fatto che mentre i primi sono direttamente quantificabili, i secondi hanno natura qualitativa e sono dunque soggetti a una valutazione necessariamente discrezionale.

autorealizzante di una crisi valutaria è difficilmente individuabile empiricamente, così come spiegato da Corsetti (1999, p. 14):²³

«Variazioni non spiegate nelle aspettative del settore privato soddisfano, per costruzione, *ogni* episodio di attacco speculativo e di crisi. Non vi è, dunque, alcun *contenuto empirico* in questi modelli, dal momento che essi non sono falsificabili. In effetti, la strategia empirica, seguita dagli studi a favore dei modelli di equilibri multipli, consiste nel verificare se i dati soddisfano i modelli basati su spiegazioni fondamentali della crisi, con l'obiettivo di mostrare le loro limitazioni e i loro problemi. Il fallimento empirico dei modelli basati sui fondamentali viene quindi presentato come evidenza in favore delle teorie degli equilibri multipli. Esistono molte ragioni per diffidare di tale procedimento. Come abbiamo notato sopra, i modelli di seconda generazione non sono falsificabili, e come tali essi non possono essere considerati, in un test, come ipotesi alternative ai modelli basati sui fondamentali. Non vi è alcun modo per risolvere questo problema sul terreno empirico».²⁴

La questione richiama alla mente il cosiddetto *peso problem*. Con tale espressione si descrive quella situazione in cui la debolezza di una data valuta risulta apparentemente ingiustificata, a causa dell'omissione di una o più delle variabili esplicative "fondamentali".

Radelet and Sachs (1998) ritengono di risolvere il problema stimando un modello probit nel quale la crisi del tasso di cambio dipende da un vettore di variabili economiche e istituzionali, fra le quali è incluso il rapporto tra debito a breve termine e riserve estere. Essi associano la presenza di debito a breve termine a problemi di liquidità, e quindi a crisi autorealizzanti, mentre la presenza di debito estero a lungo termine produrrebbe problemi di solvibilità e quindi crisi causate da fondamentali divergenti.²⁵ Poiché risulta che il rapporto fra debito estero a breve termine e riserve estere è altamente correlato con il

²³ Krugman (1996), Obstfeld (1996) e Tronzano (2001) raggiungono la medesima conclusione.

²⁴ A conferma di quanto scritto da Corsetti, possiamo osservare che Jeanne (1997), nel testare l'ipotesi che la crisi del 1992-93 possa avere avuto natura autorealizzante, considera quale "fondamentale" un vettore composto soltanto dal tasso di cambio reale, dalla bilancia commerciale e dal tasso di disoccupazione.

²⁵ Corsetti sintetizza questo punto scrivendo che «[l]e "variabili fondamentali" rilevanti in questa teoria (aspettative autorealizzanti-panico) sono la struttura per scadenza (*maturity structure*) e la denominazione valutaria del debito estero e interno» (Corsetti 1999, p. 4).

verificarsi di una crisi, essi concludono, in maniera che risulta, tuttavia, tautologica e quindi a mio avviso insoddisfacente, che quest'ultima si sia autorealizzata:

«Secondo l'ipotesi dell'instabilità dei mercati finanziari, si può prevedere che i paesi con un elevato rapporto fra debito a breve termine e attività a breve termine (misurato come il rapporto fra debito a breve termine [...] e riserve estere della banca centrale) siano più vulnerabili alla crisi. Un elevato rapporto fra debito a breve termine e riserve non indurrà necessariamente una crisi in un determinato anno, ma aumenta la probabilità che i creditori esteri si rendano conto che, in caso di panico, non vi sarebbero riserve estere sufficienti a saldare tutti i creditori a breve termine. Alternativamente, se si crede che la crisi sia una questione di solvibilità e di fondamentali, ci si può attendere che il debito totale esistente, indipendentemente dalla sua scadenza, sia più importante del debito a breve termine» (Radelet and Sachs 1998, p. 44).

4. Aspettative del settore privato e misure di politica economica

I punti sollevati nei paragrafi precedenti, e in particolare l'idea che ogni crisi possa essere spiegata, sia pure indirettamente, in termini di fondamentali, sembrano giustificare l'indifferenza di Dornbusch circa la presenza di elementi legati allo stato delle aspettative. Un approccio esclusivamente basato sui fondamentali, tuttavia, non permette di spiegare le ragioni per le quali un sistema a cambi fissi sia stabile anche quando i fondamentali non sono coerenti con l'impegno alla difesa del tasso di cambio, né consente di comprendere come possa verificarsi una crisi anche nell'assenza di variazioni nello stato dei fondamentali, o addirittura quando i fondamentali stanno migliorando. Data l'attenzione esplicita riservata *anche* al ruolo svolto dalle aspettative, dunque, a mio parere i modelli con "clausola d'uscita", caratterizzati dalla presenza di equilibri multipli, rappresentano le crisi valutarie manifestatesi negli ultimi decenni, e in particolare la crisi asiatica, meglio di quelli di "terza generazione" o di quelli implicitamente riconducibili a questi ultimi, come nel caso di Dornbusch. Come sappiamo, infatti, se gli speculatori riescono a coordinare le proprie azioni, una crisi valu-

taria potrebbe svilupparsi endogenamente, cioè autorealizzarsi, come conseguenza della consapevolezza da parte del settore privato che un attacco speculativo condurrebbe i costi della banca centrale nel difendere il tasso di cambio al di sopra dei benefici, così da costringere quest'ultima ad abbandonare la difesa della parità.²⁶

Abbiamo anche visto, tuttavia, come alcuni osservatori abbiano evidenziato il ruolo svolto da variazioni esogene e irrazionali nello stato delle aspettative, conseguenti a un mutamento nel *market sentiment*. Mentre è assolutamente condivisibile, infatti, la posizione che sostiene che i processi di liberalizzazione finanziaria *interna* contribuiscano a indebolire lo stato complessivo dei fondamentali (incluso in tale concetto quindi sia gli aspetti reali che quelli finanziari),²⁷ è necessario rilevare come la liberalizzazione finanziaria *internazionale* causi un'instabilità intrinseca dei sistemi a cambi fissi: i flussi di capitale risultanti da tali processi di liberalizzazione sono soggetti a *sunspots* che producono improvvisi cambiamenti sia nella loro intensità che nella loro direzione.²⁸ I *sunspots* non sono correlati con la situazione economica e non sono dunque causati né da comportamento razionale, né da shock di qualunque natura. Questo è in realtà quanto sostenuto originariamente da Keynes circa la presenza di *animal spirits*²⁹ irrazionali, spesso confusi con le aspettative autorealizzanti (ve-

²⁶ Secondo Corsetti (1999), ad esempio, le crisi valutarie possono essere causate rispettivamente da shock esogeni che riguardano i fondamentali, e dalle strategie seguite dal settore privato nei mercati delle attività, dei beni e del lavoro, che determinano il livello del tasso di interesse, l'inflazione salariale e quella dei prezzi.

²⁷ Dornbusch (2001), ad esempio, sottolineava come Hong Kong e Singapore, che presentavano bilanci del settore bancario in buono stato, non fossero stati colpiti dalla crisi asiatica. Accanto a essi, tuttavia, quale esempio di paese virtuoso che grazie a bilanci in ordine era riuscito a non farsi "contagiare" dalla crisi messicana del 1994 o da quella russo-brasiliana del 1999, egli citava anche l'Argentina, che dopo poco avrebbe subito un tracollo finanziario e valutario!

²⁸ Radelet e Sachs (1998) notano, per esempio, che Cina e Vietnam, che avevano ricevuto un ammontare molto limitato di capitale estero, non furono toccati dalla crisi asiatica. Il ruolo cruciale svolto da mercati finanziari eccessivamente liquidi e dalla loro volatilità è sottolineata anche, fra gli altri, da Stiglitz (1998) e Kregel (1998), citato in Palma (1998).

²⁹ L'idea che le recenti crisi finanziarie e valutarie possano essere derivate dall'instabilità intrinseca e dalla natura irrazionale di mercati finanziari scarsamente regolati, dovuta anche alla presenza di *animal spirits* keynesiani e al verificarsi di cicli di *mania, panic and crashes*, à la Kindleberger, piuttosto che da una debolezza nei fondamentali (come sostenuto invece da Dornbusch), è accettata da molti economisti, sia ortodossi che non ortodossi (vedi Chang 2000, nota 3, per una breve lista di essi).

di per esempio Krugman 1996 e Jeanne 2000), determinate invece in maniera razionale.³⁰

Integrando, dunque, l'approccio *escape clause* sia con le riserve avanzate sulle assunzioni relative alla determinabilità univoca di q e di $\bar{e}(q, q^e)$, sia con la possibilità che $\bar{e}(q, q^e)$ venga spostato in $\bar{e}'(q, q^e)$ da un peggioramento della variazione attesa nei fondamentali, dovuta per esempio a *sunspots* non razionali (vedi *infra*, nota 2), il ruolo svolto dai fondamentali risulterebbe sempre meno significativo rispetto a quello svolto dalle aspettative. Tale aggiunta al modello con "clausola di uscita" implica che una crisi valutaria possa avvenire anche a dispetto di quello che, prima del peggioramento delle aspettative, era ritenuto un buono stato dei fondamentali, cioè anche per valori compresi fra \bar{q} e \bar{q}' (vedi figura 4).³¹

In altre parole, la conclusione cui giunge l'approccio *escape clause*, per cui un attacco speculativo autorealizzantesi avrebbe successo soltanto in presenza di fondamentali "deboli", appartenenti alla regione instabile, non sarebbe necessariamente verificata, proprio perché l'ampiezza di tale regione non sarebbe determinabile in maniera univoca, ma dipenderebbe appunto dallo stato delle aspettative. Va da sé, tuttavia, che tanto migliore è la condizione dei fondamentali, tanto più ampia sarà l'area di stabilità, cioè tanto meno probabile sarà che un peggioramento delle aspettative possa condurre alla crisi.

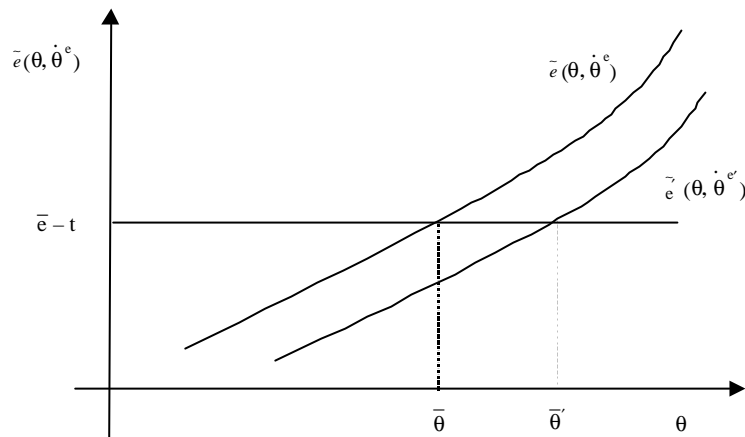
Tale quadro risulta pienamente compatibile, proprio per il peso assegnato sia alla componente delle aspettative (siano esse razionali che irrazionali) che a quella "fondamentale", con il punto di vista post-keynesiano che considera, insieme alla fragilità finanziaria, anche il ruolo svolto da mutamenti esogeni nel clima di mercato.

³⁰ Anche Farmer (1999) sottolinea la differenza tra *animal spirits* keynesiani, irrazionali, e aspettative autorealizzantesi, razionali.

³¹ Ricordo inoltre che è solo con l'ipotesi di aspettative razionali che una variazione attesa nei fondamentali si traduce in una variazione attesa nel tasso di cambio, cosicché se tale ipotesi non è verificata potranno aversi variazioni attese nel tasso di cambio anche indipendentemente da variazioni attese nei fondamentali. Ciò esalta ulteriormente il ruolo svolto dalle aspettative rispetto a quello svolto dai fondamentali.

FIGURA 4

SPOSTAMENTO DEL TASSO DI CAMBIO “OMBRA” DA $\bar{e}(\mathbf{q}, \dot{\mathbf{q}}^e)$ A $\bar{e}(\mathbf{q}, \dot{\mathbf{q}}^{e'})$
IN SEGUITO A UN PEGGIORAMENTO DELLE ASPETTATIVE SULLE VARIAZIONI
FUTURE DEI FONDAMENTALI



Trascurare il ruolo svolto dalle aspettative del settore privato, risultante sia dalla distinzione fra attacchi speculativi autorealizzanti e attacchi speculativi giustificati da divergenze nei fondamentali, che dalla presenza di *sunspots* o *animal spirits*, rende certamente più difficoltosa l'individuazione di un apparato istituzionale capace di contrastare efficacemente l'instabilità dei mercati valutarie. Ad esempio, se una crisi fosse strettamente autorealizzante (nel senso che avverrebbe anche in presenza di fondamentali "forti") o avesse natura irrazionale, l'introduzione di vincoli al movimento dei capitali o di una *Tobin tax* risulterebbe particolarmente appropriata.³² In effetti non vi sarebbe alcuna valida ragione per lasciare il capitale libero di muoversi da un paese all'altro quando esso è caratterizzato da movimenti "cumulativi" (Harcourt 2001) o da "contagio", piuttosto che da efficienza.³³

³² La conclusione di Eichengreen e Wyplosz (1993), relativa alla natura autorealizzante della crisi del 1992-93 dello SME, li porta a proporre l'adozione di una *Tobin tax*.

³³ Harcourt (1994) ritiene difficilmente adottabile una reintroduzione di vincoli al movimento dei capitali e propone invece l'imposizione di aliquote crescenti sulle transazioni valutarie, secondo la loro natura: aliquote basse per transazioni effettuate per ragioni commerciali o per investimenti a lungo termine e aliquote più elevate per

Se i mercati dei capitali fossero efficienti e completi (cosicché da un lato i movimenti dei capitali fossero determinati soltanto dai fondamentali dell'economia e dall'altro lato fosse sempre possibile prendere a prestito sui mercati dei capitali internazionali), una crisi valutaria potrebbe avere luogo soltanto in presenza di fondamentali divergenti. Se questo fosse il caso, allora sarebbe corretto non considerare la distinzione suddetta. Molto spesso, tuttavia, specialmente per i paesi emergenti, come abbiamo osservato, lo stato delle aspettative varia in modi che non sembrano correlati ad analoghe variazioni nello stato dei fondamentali.³⁴ Tali variazioni causano, specialmente nel caso degli stessi paesi emergenti, il verificarsi di fenomeni di razionamento del credito, dovuti a problemi di selezione avversa.³⁵ In generale, quindi, i mercati dei capitali sono tutt'altro che efficienti, anche perché in diverse situazioni storiche e geografiche

«i prestiti internazionali sono determinati dall'offerta piuttosto che dalla domanda di risorse finanziarie» (de Cecco 1990, p. 23).³⁶

transazioni effettuate a solo scopo speculativo. Dornbusch (2001) rileva però come aliquote basse possano essere inefficaci di fronte all'aspettativa di svalutazioni elevate. Il suo ragionamento, tuttavia, si basa sull'assunzione implicita che le crisi valutarie siano dovute a squilibri nei fondamentali e che esista una ragionevole certezza che la svalutazione avvenga nel giro di pochi giorni. In assenza di tali squilibri, che potrebbero giustificare una svalutazione elevata, e soprattutto in assenza di certezza circa il momento della svalutazione, infatti, anche aliquote di entità modesta sarebbero capaci di evitare il verificarsi di attacchi speculativi autorealizzanti. È da ricordare inoltre, che un'aliquota modesta su transazioni valutarie della durata di alcuni giorni si trasforma in un'aliquota molto elevata su base annua. La proposta di Tobin (1978), dopo un periodo di sostanziale indifferenza, ha ricevuto nell'ultimo decennio una notevole attenzione. Lo stesso Tobin, pur non aggiungendo ulteriori elementi alla sua idea originaria, ha confermato a più riprese di credere nell'efficacia dell'introduzione di una tassa sulle transazioni valutarie (Tobin 1994, 1996a e 1996b; Eichengreen, Tobin e Wyplosz 1995). Si vedano i diversi contributi contenuti in ul Haq, Kaul e Grunberg (1996) per una valutazione ampia e articolata della proposta di Tobin.

³⁴ Secondo Palma (1998, p. 791), ad esempio, i mercati finanziari internazionali «inizialmente esagerano le buone notizie e poi, successivamente, finiscono col male interpretare e infine con l'aggravare le cattive notizie».

³⁵ Wei (2001) mostra che i mercati finanziari nei mercati emergenti reagiscono in maniera asimmetrica a shock positivi o negativi: mentre i primi attraggono capitali in quantità relativamente limitata, i secondi causano grandi deflussi di capitale.

³⁶ Palma (1998, p. 790) distingue tra mercati dei venditori e mercati dei compratori (*sellers' and buyers' markets*) e sostiene che «i mercati finanziari internazionali sembrano funzionare in maniera ragionevolmente efficace solo quando sono mercati dei venditori (specialmente quando questi ultimi si possono permettere di prestare fondi a coloro che non ne hanno bisogno). Tuttavia, quando [...] la liquidità internazionale cresce in maniera tale che i mercati finanziari diventano mercati dei compratori [...],

Inoltre, se le crisi avessero natura esclusivamente autorealizzante o irrazionale, si giustificerebbe la presenza di un prestatore di ultima istanza, dato il suo ruolo nel assicurare i mercati e nel prevenire fenomeni di panico finanziario. Per contro, la presenza di una tale istituzione produrrebbe effetti negativi indesiderabili nel caso in cui le crisi trovassero origine esclusivamente nella divergenza dei fondamentali. In effetti, una delle spiegazioni avanzate per la crisi asiatica risiede, come abbiamo visto, nell'eccesso di indebitamento risultante da problemi di azzardo morale dovuti proprio alla presenza di un prestatore di ultima istanza; la prescrizione conseguente sarebbe dunque la rimozione di tale istituzione. Dornbusch (1999, p. 3) non giunge esplicitamente a tale conclusione, ma sottolinea con forza il rischio di azzardo morale collegato con la figura di un prestatore di ultima istanza:

«Può ben esserci spazio per un prestatore di ultima istanza, ma non senza politiche aggiuntive che creino maggiori incentivi per una finanza solida».³⁷

Oltre a Chang, Palma e Whittaker (1998) e Chang (2000) (vedi *infra*, nota 19), tuttavia, anche Krugman (1999b) (a differenza di Krugman 1998) esclude che l'azzardo morale possa essere incluso fra le cause della crisi asiatica. Tale conclusione rafforzerebbe dunque la posizione a favore della presenza di un prestatore di ultima istanza al fine di evitare il prodursi di crisi autorealizzanti.

Se da un lato ritengo condivisibile, dunque, la proposta di Dornbusch (2000) di prevenire l'indebolimento dei fondamentali limitando, soprattutto nei paesi emergenti, l'afflusso di capitali a breve termine, dall'altro non concordo con la sua conclusione relativa all'inefficacia dell'imposizione di tasse sulle transazioni valutarie, né con quella relativa agli squilibri causati dalla presenza di un prestatore di ultima istanza. Entrambe queste conclusioni sarebbero valide, infatti, come sopra argomentato, se le crisi valutarie fossero causate esclusivamente da squilibri nello stato dei fondamentali e non anche da attacchi speculativi autorealizzanti o da *animal spirits* irrazionali.

inesorabilmente tali mercati si spostano all'altro estremo, dal prestito a coloro che non hanno bisogno di fondi, al prestito a coloro che non sono in grado di ripagare il loro debito».

³⁷ Dornbusch (1999, p. 3), inoltre, non ritiene che il FMI possa svolgere efficacemente tale ruolo: «Il FMI è assolutamente incapace di esercitare la disciplina propria di un prestatore di ultima istanza. Il FMI è totalmente politico, dominato dalle convenienze dei paesi membri, in particolare degli USA. Il FMI non soltanto non riesce a prevenire le crisi, non riesce neanche a vederle avvicinarsi!».

5. Osservazioni conclusive

Alcuni recenti articoli sulla crisi asiatica si soffermano esclusivamente su spiegazioni basate sulle divergenze nei fondamentali. Un attacco speculativo, tuttavia, può anche avere luogo sia a causa di una modificazione endogena delle aspettative risultante dall'interazione strategica fra settore privato (i cui agenti riescono a coordinare le proprie azioni) e autorità pubblica, che a causa di *animal spirits* e *sunspots*, non spiegabili in termini razionali o di "fondamentali". Tali caratteristiche sono presenti nei modelli con "clausola d'uscita", soprattutto se vengono rimosse le assunzioni relative alla determinabilità univoca di q , di q^e e di \bar{e} (q , q^e). In un tale modello dunque, le aspettative assumono un ruolo preminente rispetto a quello svolto dai fondamentali.

Il rilevare l'importanza delle aspettative del settore privato ha forti implicazioni di politica economica: prescrizioni radicalmente diverse, in particolare circa l'imposizione di tasse sulle transazioni finanziarie e circa la presenza di un prestatore di ultima istanza, risultano dall'osservare che una crisi possa essere causata, oltre che da shock che colpiscono i fondamentali (siano essi *soft* o "puri"), anche da aspettative autorealizzanti o da *sunspots*.

BIBLIOGRAFIA

- AGHION, P., P. BACCHETTA e A. BANERJEE (2000), "A simple model of monetary policy and currency crises", *European Economic Review*, vol. XLIV, no. 4-6, pp. 728-38.
- ATKESON, A. e J. V. RIOS-RULL (1995), "How Mexico lost its foreign exchange reserves", *NBER Working Paper*, no. 5329.
- CHANG, H. (1998), "Korea: the misunderstood crisis", *World Development*, vol. XXVI, no. 8, pp. 1555-61.
- CHANG, H., (2000), "The hazard of moral hazard: untangling the Asian crisis", *World Development*, vol. XXVIII, no. 4, pp. 775-88.
- CHANG, H., G. PALMA e D.H. WHITTAKER (1998), "The Asian crisis: introduction", *Cambridge Journal of Economics*, vol. XXII, no. 6, pp. 649-52.
- CHANG R. e A. VELASCO, (1998), "Financial crises in emerging markets: a canonical model", *NBER Working Paper*, no. 6606.
- CORSETTI, G. (1999), "Interpreting the Asian financial crisis: open issues in theory and policy", *Asian Development Review*, vol. XVI, no. 2, pp. 1-45.
- CORSETTI, G., P. PESENTI e N. ROUBINI (1998), "What caused the Asian currency and financial crisis?", *Japan and the World Economy*, vol. XI, no. 3, pp. 305-73.

- DE CECCO, M. (1990), "Introduzione", in M. de Cecco, a cura di, *L'Italia e il sistema monetario internazionale*, Laterza, Roma-Bari, pp. 1-53.
- DELLA POSTA, P. e B. CHELI (2001), "Attacchi speculativi autorealizzanti con informazione incompleta: alcuni commenti", *Politica Economica*, vol. XVII, n. 3, pp. 285-315.
- DI MARTINO, P. (1999), "A re-discovered approach: Irving Fisher's debt-deflation theory", *History of Economic Ideas*, vol. VII, no. 3, pp. 193-207.
- DORNBUSCH, R. (1999), "Emerging market crises: origins and remedies", mimeo; <http://web.mit.edu/rudi/www/papers>.
- DORNBUSCH, R. (2000), "Capital controls: an idea whose time is gone", *Wirtschaftspolitische Blätter*, vol. XLVII, no. 4, pp. 390-94.
- DORNBUSCH, R. (2001), "A primer on emerging market crises", *NBER Working Paper*, no. 8326.
- EICHENGREEN, B. e C. WYPLOSZ (1993), "The unstable EMS", *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. I, pp. 51-124.
- EICHENGREEN, B., J. TOBIN e C. WYPLOSZ (1995), "Two cases for sand in the wheels of international finance", *The Economic Journal*, vol. CV, no. 428, pp. 162-72.
- FARMER, R. (1999), *Macroeconomics*, South-Western College, Cincinnati.
- FISHER, I. (1933), "The debt-deflation theory of great depressions", *Econometrica*, vol. I, pp. 337-57.
- FLOOD, R. e P. GARBER (1984), "Collapsing exchange rate regimes: some linear examples", *Journal of International Economics*, vol. XVII, no. 1-2, pp. 1-13.
- GOLDSTEIN, M. (1998), *The Asian Financial Crisis: Causes, Cures, and Systemic Implications*, Policy Analyses in International Economics, vol. 55, Institute for International Economics, Washington.
- HARCOURT, G.C. (1994), "Taming speculators and putting the world on course to prosperity: a modest proposal", *Economic and Political Weekly*, vol. XXIX, no. 38, pp. 2490-92.
- HARCOURT, G.C. (2001), *50 Years a Keynesian and Other Essays*, Palgrave, New York.
- IRWIN, G. e D. VINES (1999), "A Krugman-Dooley-Sachs third generation model of the Asian financial crisis", *CEPR Discussion Paper*, no. 2149.
- JEANNE, O. (1997), "Are currency crises self-fulfilling? A test", *Journal of International Economics*, vol. XLIII, no. 3-4, pp. 263-68.
- JEANNE, O. (2000), "Currency crises: a perspective on recent theoretical developments", *Special Papers in International Economics*, no. 20, International Finance Section, Princeton University.
- KREGEL, J.A. (1998), "East Asia is not Mexico: the difference between balance of payments crises and debt deflations", in *Tigers in Trouble: Financial Governance, Liberalisation and Crises in East Asia*, Hong Kong University Press, Hong Kong and Zed Books, London, pp. 44-62.
- KRUGMAN, P. (1979), "A model of balance-of-payments crises", *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. XI, no. 3, pp. 311-25.

- KRUGMAN, P. (1996), "Are currency crises self-fulfilling?", in B. Bernanke e J. Rotemberg eds, *NBER Macroeconomics Annual*, Mit Press, Cambridge and London, pp. 345-78.
- KRUGMAN, P. (1998), "What happened to Asia?"; <http://www.wws.princeton.edu/~pkrugman/>.
- KRUGMAN, P. (1999a), "Balance sheets, the transfer problem and financial crises", *International Tax and Public Finance*, vol. VI, no. 4, pp. 459-72.
- KRUGMAN, P. (1999b), "Analytical afterthoughts on the Asian crisis"; <http://www.wws.princeton.edu/~pkrugman/>.
- MORRIS, S. e H. S. SHIN (1998), "Unique equilibrium in a model of self-fulfilling currency attacks", *American Economic Review*, vol. LXXXVIII, no. 3, pp. 587-97.
- OBSTFELD, M. (1986), "Rational and self-fulfilling balance of payments crises", *American Economic Review*, vol. LXXVI, no. 1, pp. 72-81.
- OBSTFELD, M. (1994), "The logic of currency crises", *Cahiers Economiques et Monétaires*, vol. XLIII, no. 43, pp. 189-213.
- OBSTFELD, M. (1996), Comment to Krugman (1996), in B. Bernanke and J. Rotemberg eds, *NBER Macroeconomics Annual*, Mit Press, Cambridge and London, pp. 379-85.
- OBSTFELD, M. e K. ROGOFF (1995), "The mirage of fixed exchange rates", *Journal of Economic Perspectives*, vol. IX, no. 4, pp. 73-96.
- PALMA, G. (1998), "Three and a half cycles of "Mania, panic, and [asymmetric] crash": East Asia and Latin America compared", *Cambridge Journal of Economics*, vol. XXII, no. 6, pp. 789-808.
- RADELET, S. e J.D. SACHS (1998), "The East Asian financial crisis: diagnosis, remedies, prospects", *Brookings Papers on Economic Activity*, vol. I, pp. 1-74.
- 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.
- TOBIN, J. (1978), "A proposal for international monetary reform", *Eastern Economic Journal*, vol. IV, pp. 153-59.
- TOBIN, J. (1994), "Speculators' tax", *New Economy*, vol. I, no. 2, pp.104-09.
- TOBIN, J. (1996a), "A currency transaction tax: why and how", *Economic Systems*, vol. XX, no. 2-3, pp. 85-90.
- TOBIN, J. (1996b), "Prologue", in ul Haq, Kaul e Grunberg eds, pp. IX-XVIII.
- TRONZANO, M. (2001), "Alternative approaches to evaluate exchange rate credibility: a selective survey of the literature and some policy implications for the European monetary union", *Economia Internazionale/International Economics*, vol. LIV, no. 1, pp. 57-88.
- UL HAQ, M, I. KAUL e I. GRUNBERG eds (1996), *The Tobin Tax: Coping with Financial Volatility*, Oxford University Press, Oxford.
- WEI, S. (2001), "Domestic crony capitalism and international fickle capital: is there a connection?", *International Finance*, vol. IV, no. 1, pp. 15-45.