

Gli investimenti di portafoglio nelle economie di mercato emergenti: tendenze, dimensioni e problemi*

DILIP K. DAS

«[Nel sistema finanziario globale] il capitale è libero di andare dove è più remunerato, ciò che a sua volta ha portato alla rapida crescita dei mercati finanziari globali. Il risultato è un sistema di circolazione gigantesco, che aspira capitali verso le istituzioni e i mercati finanziari del centro per poi pomparli verso la periferia, direttamente sotto forma di crediti e investimenti di portafoglio, o indirettamente attraverso le società multinazionali.»

George Soros (1998, p. 162)

1. Lo scenario postbellico

Il periodo compreso tra le due guerre fu caratterizzato da gravi inadempienze di debitori; perciò negli anni '50 nei mercati internazionali dei capitali si registrò un'esigua richiesta di prestiti da parte dei paesi in via di sviluppo. Semmai, molti di questi paesi erano impegnati a saldare il debito pregresso e a effettuare trasferimenti netti di risorse all'estero (Cardoso e Dornbusch 1989). Inoltre l'architettura finanziaria internazionale ideata a Bretton Woods si concentrava fondamentalmente sulle partite correnti. In questo periodo l'opinione economica dominante era contraria alla mobilità dei capitali. Era l'epoca dei controlli sui flussi finanziari: un investitore britannico o francese, ad esempio, non poteva acquistare facilmente azioni e obbligazioni negli Stati Uniti. Di conseguenza i movimenti di capitali privati su scala mondiale riguardavano somme modestissime. Il problema dell'auspi-

□ Asian Development Bank, Economic Analysis and Research Division, Manila (Filippine).

* Le opinioni espresse nel presente articolo sono esclusivamente dell'autore e non coinvolgono in alcun modo l'ente presso il quale lavora.

cabilità o meno della liberalizzazione dei movimenti di capitali non catturò l'attenzione di chi doveva progettare il sistema di Bretton Woods. In accordo con tale idea, una clausola nello statuto del Fondo Monetario Internazionale (FMI) stabilì espressamente che appena i movimenti di capitali avessero minacciato il sistema di tassi di cambio fissi, si sarebbero potuti applicare immediatamente controlli sui capitali.

La ripresa degli investimenti di portafoglio e dei prestiti bancari ha avuto inizio nel 1960, e da allora in poi è progressivamente accelerata. Il Messico è tornato a presentarsi nel mercato dei capitali privati nel luglio 1960 (Cooper e Truman 1971). Alla metà del decennio i mercati finanziari trovarono il modo di aggirare in parte i controlli ricordati sopra, grazie allo sviluppo degli euromercati. Tuttavia, un'ampia maggioranza di flussi di capitali verso le economie di mercato emergenti¹ doveva avere natura ufficiale. Ad esempio, tra il 1960 e il 1970 era di tipo ufficiale quasi il 60% del totale dei flussi netti di capitali indirizzati verso le economie di mercato emergenti; di questi, il 90% proveniva da fonti bilaterali e il 10% da banche di sviluppo multilaterali (OECD 1971 e Das 1986). Tali flussi servivano a finanziare grandi progetti infrastrutturali del settore pubblico. Solo una quota ridotta era destinata ai progetti del settore privato. Questa situazione prevalse per tutti gli anni '60.

Quando tra il 1971 e il 1973 il dollaro si indebolì e crollò il sistema di tassi di cambio fissi varato a Bretton Woods, il controllo sui capitali cominciò a rivelarsi inutile. Di conseguenza, i capitali privati furono sempre più in grado di spostarsi verso i mercati emergenti di loro scelta. Tra il 1973 e il 1981 si assistette a un drastico aumento dei flussi di capitali privati verso le economie di mercato emergenti, in gran parte sotto forma di prestito bancario sindacato diretto al settore pubblico. Si trattò di una svolta nei movimenti transnazionali di capitali (de Larosière 1996). Nel periodo 1970-75 i flussi netti medi annui verso i mercati emergenti furono pari a 25 miliardi di dollari. Tra il

¹ Finora non si è giunti a una definizione universalmente accettata di economie di mercato emergenti. Nel presente articolo esse vengono definite vagamente e *ad hoc*. Secondo la nostra definizione, tale gruppo di paesi comprende tutte le economie in via di sviluppo ragionevolmente integrate nell'economia globale, le economie in transizione e i cinque paesi denominati economie avanzate (la Repubblica ad Amministrazione Speciale - o RAS - di Hong Kong, la Repubblica di Corea, Singapore, Taiwan e Israele). Tale raggruppamento esclude i paesi poveri pesantemente indebitati dell'Africa sub-sahariana e i paesi meno sviluppati. Questo tipo di definizione di economie di mercato emergenti è stato ripreso dal Fondo Monetario Internazionale (si veda IMF 1999a, p. 52, Tabella 2.2).

1976 e il 1980 raggiunsero i 66 miliardi di dollari. La quota dei flussi privati sul totale fu pari al 53% nel primo periodo e al 61% nel secondo. Una caratteristica significativa di questi anni fu l'aumento marcato del prestito concesso dalle banche commerciali alle economie di mercato emergenti. Nel 1970 esso era pari al 5% dei flussi netti totali, ma nel 1979 arrivò al 36% (de Larosière 1996). Ciò fu dovuto essenzialmente al riciclaggio dei petrodollari attraverso le banche dei centri monetari degli Stati Uniti e del Regno Unito. Di conseguenza, il debito si accumulò rapidamente in molte economie di mercato emergenti, soprattutto quelle dell'America Latina. L'espansione riguardò essenzialmente il debito del settore pubblico e quello a lungo termine. Dopo il 1979, gli Stati Uniti perseguirono una rigida politica antinflazionistica e assunsero una posizione monetaria più restrittiva. Le principali economie dell'Unione Europea si adeguarono e l'economia mondiale rallentò, rendendo inevitabile una crisi del debito nelle economie emergenti.

2. Le trasformazioni intervenute negli anni '80

La crisi del debito latinoamericano divampò nell'agosto 1982, quando il Messico annunciò una moratoria, e molte economie latinoamericane si dibattevano nella trappola del debito. Vi è ampio consenso sul fatto che tale crisi fu provocata in primo luogo da una pessima gestione macroeconomica e in secondo luogo, poiché i disavanzi di bilancio erano cresciuti a dismisura, dal fatto che i tassi di cambio si erano sopravvalutati, causando una fuga di capitali. L'annuncio della moratoria messicana sul servizio del debito con l'estero rappresentò uno spartiacque, dopo il quale i flussi di capitali privati verso i mercati emergenti cominciarono a disertare tali economie. Tra il 1982 e il 1989 il deflusso medio annuo di capitali dalle economie di mercato emergenti fu pari a 3 miliardi di dollari (IMF 1995a). È il periodo in cui tali paesi videro inaridirsi i prestiti bancari sindacati. Tale declino, soprattutto dopo il 1988, rifletteva in parte le variazioni del valore dei crediti delle banche verso i paesi in via di sviluppo, dovute in generale a diversi piani di conversione del debito, a vendite di attività e a cancellazioni del debito. L'esito finale fu che i prestiti delle banche commerciali, a medio e a lungo termine, diminuirono sensibilmente. Non sorprende che gli anni '80 abbiano finito per essere ricordati come il decennio

perduto. Invece di concedere prestiti, le banche dei centri monetari hanno limitato le proprie attività ai finanziamenti commerciali a breve termine, fornendo servizi a pagamento come la consulenza per lo sviluppo di mercati azionari.

Nel quadro del rallentamento dell'afflusso di capitali alle economie di mercato emergenti, verso la fine degli anni '80 l'Istituto mondiale per la ricerca in economia dello sviluppo (WIDER – World Institute for Development Economics Research) istituì un gruppo di studio formato da illustri banchieri ed economisti di diverse nazionalità.² Il rapporto presentato dal gruppo sosteneva con enfasi che per attrarre flussi di investimenti esteri di portafoglio le economie di mercato emergenti avrebbero dovuto liberalizzare i propri mercati finanziari. L'argomentazione di fondo era che nei sistemi economici industrializzati esisteva una quantità enorme di capitale finanziario disponibile sotto forma di riserve delle istituzioni finanziarie (si veda la sezione 3.2). Tali risorse avrebbero potuto essere rese disponibili per i mercati emergenti purché essi avessero liberalizzato i propri mercati verso l'esterno, e avessero sviluppato i mercati azionari all'interno. La liberalizzazione era l'imperativo principe. Il gruppo di studio aveva riconosciuto l'assenza di un legame evidente tra crescita economica e sviluppo del mercato azionario, ma sostenne con forza che lo sviluppo e il rafforzamento di tale mercato avrebbero assicurato molti benefici, tra cui: *i*) un canale aggiuntivo per stimolare e mobilitare il risparmio nazionale; *ii*) miglioramenti nella produttività degli investimenti grazie a un'allocazione del capitale lasciata al mercato; *iii*) un maggiore controllo della gestione delle imprese garantita dal mercato del controllo societario (WIDER 1990). Inoltre, i diversi profili demografici dei paesi in via di sviluppo e delle economie industrializzate facevano sì che i flussi di portafoglio costituissero una soluzione Pareto-ottima ai problemi sistemici della finanza mondiale. Incanalando i capitali dai paesi industrializzati, caratterizzati da crescita lenta e una popolazione sempre più anziana, a economie di mercato emergenti con tassi di crescita elevati e una popolazione più giovane, i fondi pensione e gli altri gestori di fondi avrebbero potuto pervenire a una migliore combinazione di rischio e rendimento, mentre le economie di mercato emergenti avrebbero beneficiato degli afflussi di capitali (Reisen 1994).

² Il gruppo era presieduto da Sir Kenneth Berrill, già presidente della Commissione titoli e investimenti del Regno Unito.

Nella seconda metà degli anni '80 numerose economie di mercato emergenti si lanciarono in ambiziose riforme del mercato finanziario. Il varo di tali misure era stato in parte sollecitato dalle istituzioni finanziarie internazionali. Il sistema di direzione centralizzata dei flussi finanziari e i sistemi di tassi d'interesse controllati – ovvero la repressione finanziaria – vennero abbandonati in favore di un regime finanziario orientato al mercato. Lo sviluppo dei mercati azionari iniziò a mutare gli assetti proprietari valutati ai prezzi di mercato. Quando tali paesi rinunciarono alla repressione finanziaria, i tassi d'interesse cominciarono ad aumentare, obbligando le imprese a cercare fonti alternative di finanziamento e favorendo una vivace crescita dei mercati azionari. Fu avviata anche la liberalizzazione esterna e vennero smantellati i controlli sui capitali. Ciò interagì con le riforme interne, e il risultato fu che iniziò lentamente a crescere il prestito di portafoglio (Das 1986). Tale tendenza ha preso il nome di “cartolarizzazione”, e indica fundamentalmente la sostituzione dei flussi finanziari di origine bancaria con l'emissione di titoli di debito e azioni, negoziabili sui mercati finanziari. Pertanto, il processo di cartolarizzazione comporta che l'investitore (il creditore) detenga un titolo di credito negoziabile nei confronti dell'impresa emittente (il mutuatario), e che possa offrirlo sul mercato in qualsiasi momento. Ciò è in totale contrasto con la natura del credito bancario, composto invece da attività solitamente detenute fino alla scadenza da istituzioni finanziarie tradizionali.

Il processo di cartolarizzazione fu stimolato da un più facile accesso alle informazioni da parte di un maggior numero di partecipanti al mercato, quindi attraverso una riduzione delle barriere all'entrata. Esso favorì anche il ridimensionamento del costo del capitale per gli agenti economici. Il ruolo sempre più importante degli investitori istituzionali (si veda la sezione 3.1) fu in parte responsabile della crescita vigorosa dei mercati mobiliari. Inoltre, la ripartizione di rischi di mercato diversi, realizzata attraverso la negoziazione di titoli derivati sempre più complessi, accelerò ulteriormente il processo di cartolarizzazione. Lo svantaggio di tale processo è che, sebbene esso estenda il ventaglio delle fonti di finanziamento e permetta quindi di accedere ai mercati finanziari internazionali con maggiore facilità e a costi più bassi, l'accesso rimane limitato a un ristretto numero di mutuatari. Inoltre, la cartolarizzazione presenta un rischio più elevato in termini

di instabilità dei flussi d'investimento e può originare ampie fluttuazioni nei prezzi delle attività (si veda la sezione 7).

Gli investimenti azionari privati di portafoglio erano ostacolati non solo perché le economie di mercato emergenti dovevano ancora liberalizzare i propri mercati finanziari, ma anche perché sugli investitori istituzionali dei paesi industrializzati gravavano restrizioni esplicite e implicite. Inoltre, nel periodo in questione lo strumento finanziario più diffuso era costituito dai fondi comuni d'investimento del singolo paese. Sebbene fossero già utilizzate, le Ricevute di deposito americano (RDA)³ erano uno strumento ancora tutt'altro che diffuso. Gli altri canali d'investimento azionario erano ancora poco sviluppati e poco conosciuti. La scarsa attendibilità dell'informazione disponibile – cioè l'asimmetria informativa – imponeva un ulteriore ostacolo ai flussi d'investimento azionari di portafoglio. Nelle economie di mercato emergenti mancavano significativi indicatori di *performance* relativi agli operatori economici, in grado di permettere a un eventuale investitore di portafoglio di formulare un giudizio accurato sulla profittabilità di un determinato titolo azionario. Tuttavia, a seguito della maggiore integrazione dell'economia globale, favorita a sua volta dalla moderna ed efficiente rete di comunicazioni, la situazione è mutata. Le innovazioni intervenute nelle strutture di regolamentazione e controllo delle operazioni nei mercati obbligazionari e azionari di Stati Uniti, Regno Unito e altre economie industrializzate hanno reso meno costoso per le imprese dei mercati emergenti fare offerte pubbliche di titoli nei mercati dei paesi industrializzati. Ad esempio, nel periodo in esame, negli Stati Uniti la revisione della "Direttiva S" e della Norma 144A della Security Exchange Commission (SEC) agevolò il collocamento privato di titoli nel paese, e le economie di mercato emergenti cominciarono presto a trarne beneficio.

Gli investimenti di portafoglio e il credito estero hanno accresciuto lo spessore e l'estensione dei mercati finanziari interni. Questi flussi finanziari sono considerati da alcuni osservatori come il premio per la realizzazione di sagge politiche macroeconomiche. Il libero flusso transfrontaliero di capitali induce ad attuare politiche macro-

³ Le Ricevute di deposito americano sono strumenti di natura azionaria liberamente scambiati nei mercati mobiliari statunitensi e garantiti da un *trust* che comprende azioni di società non statunitensi. Le RDA sono denominate in dollari americani, sono liquidabili come titoli statunitensi e pagano dividendi in dollari americani.

economiche disciplinate. L'impressione è che si riduca la frequenza di errori da parte delle autorità politiche. Diversi autori favorevoli all'adozione di sistemi finanziari aperti suggeriscono di emendare gli articoli dello statuto del Fondo Monetario Internazionale per porre la convertibilità dei conti capitali sullo stesso livello di desiderabilità della convertibilità dei conti correnti. La giustificazione addotta è che gli innegabili vantaggi del libero scambio di beni e servizi lasciano presumere che si possa ottenere un beneficio netto anche dal libero scambio transfrontaliero degli strumenti finanziari (Obstfeld 1998, Bosworth e Collins 1999). Tuttavia, tali tesi vanno accolte *cum grano salis*, in quanto quel che tali autori richiamano rappresenta solo un lato della medaglia. L'apertura dei mercati finanziari mondiali ha infatti recentemente condotto a una serie di crisi finanziarie e valutarie.

Quanto allo scenario dal lato della domanda, nella seconda metà degli anni '80 i mercati finanziari interni di molte grandi economie di mercato emergenti stavano crescendo in dimensioni e complessità. In alcuni di tali paesi le autorità politiche prestavano molta attenzione allo sviluppo delle istituzioni connesse. Ogni volta e ovunque fosse possibile, gli investitori non residenti acquistavano titoli scambiati in tali mercati. I due mezzi più diffusi erano rappresentati dalle RDA e da un numero limitato di fondi d'investimento di singoli paesi, ma non si può dire che il loro utilizzo fosse diffuso. Sul finire del decennio, le grandi imprese di alcune economie di mercato emergenti (Brasile, Cile, Repubblica di Corea, Messico e Taiwan) erano in grado di emettere obbligazioni sui mercati finanziari internazionali. Si stavano gradualmente consolidando le condizioni ambientali favorevoli a nuovi afflussi finanziari diversi dal debito verso le economie di mercato emergenti.

Vi fu un aumento dei flussi di investimenti di portafoglio indirizzati alle economie di mercato emergenti, soprattutto quelle dell'America Latina, e lo strumento più frequentemente utilizzato in questa ultima fase degli anni '80 era costituito dalle emissioni obbligazionarie. Tuttavia, in questa fase tali flussi avevano dimensioni modeste. Nel 1987 alle economie di mercato emergenti affluirono 3,1 miliardi di dollari in obbligazioni e quasi nulla in azioni. Nel 1988 questi due valori giunsero rispettivamente a 4,2 e a 0,3 miliardi di dollari. Una quota considerevole di tali risorse venne indirizzata verso Argentina, Brasile e Messico (Gooptu 1993). Tra questi, il Messico ebbe la parte più rilevante. Fu il primo passo dell'investimento azionario nel-

le economie di mercato emergenti. Tra gli operatori di mercato l'aspettativa generale era che negli anni '90 i flussi degli investimenti di portafoglio si sarebbero intensificati ulteriormente. Nei primi anni '90, come si vedrà più oltre (sezione 3.1.), un differenziato gruppo di investitori non bancari ha iniziato a mostrare interesse per le attività di portafoglio nelle economie di mercato emergenti.

3. I flussi di capitali di portafoglio negli anni '90

3.1. Dimensioni dei flussi

Dopo un vistoso declino negli anni '80 (sezione 2), tra il 1990 e il 1996 i flussi privati di capitali⁴ verso le economie di mercato emergenti hanno registrato una drastica accelerazione, al punto che nell'arco dei sei anni il totale dei flussi netti di capitali privati è aumentato di quasi cinque volte (Tabella 1 e Figura 1). Tale espansione finanziaria ha spiazzato il finanziamento ufficiale dalla posizione di fonte principale di finanziamento della bilancia dei pagamenti. In questo periodo numerose economie di mercato emergenti hanno assorbito grandi quantità di capitale privato, facendo registrare un'inversione di tendenza rispetto al deflusso degli anni '80. Per avere un'idea del fenomeno, si consideri che tra il 1980 e il 1982 i flussi netti di capitali privati che si riversarono nei mercati emergenti furono in media pari allo 0,7% del Pil dei paesi destinatari, e nel periodo 1983-89 la percentuale fu dello 0,3%. Tra il 1990 e il 1998, tuttavia, tale media si è impennata al 2,2%, e in termini assoluti l'afflusso netto di capitali privati nei mercati emergenti è stato pari a circa 1.250 miliardi di dollari. Al contrario, i flussi netti ufficiali sono passati dallo 0,7% del Pil dei mercati emergenti nel periodo 1983-89 allo 0,4% nel periodo 1990-98 (Mussa e Richard 1999).

I mercati finanziari delle economie di mercato emergenti sono cresciuti a grande velocità e si sono sviluppati in misura considerevole. Tra il 1987 e il 1996, la capitalizzazione dei mercati emergenti è cre-

⁴ I flussi privati di capitali vengono qui definiti in modo da includervi i capitali provenienti dalle banche commerciali, i titoli (azioni e obbligazioni) e gli investimenti diretti esteri.

Tabella 1

Figura 1

sciuta di quasi il 600% e la sua percentuale della capitalizzazione del mercato mondiale è passata da circa il 4% del 1987 all'11% del 1996. Alla fine del 1996, oltre 20.000 società erano registrate e trattate nei mercati emergenti dei capitali (UNCTAD 1998). Gli investimenti di portafoglio nei mercati finanziari avvenivano tramite acquisti di obbligazioni e azioni emesse da imprese e governi. La maggior parte delle volte le obbligazioni venivano emesse nei mercati internazionali, mentre una quota rilevante delle azioni acquistate da investitori stranieri era emessa nei mercati interni delle economie emergenti.

Nonostante il boom del periodo 1990-96, il ritmo dei flussi di capitali è stato tutt'altro che uniforme. Tra il 1988 e il 1996 lo stock di debito in essere delle economie di mercato emergenti è circa raddoppiato, da 1000 a 2000 miliardi di dollari. Il debito a medio e lungo termine è cresciuto velocemente, ma in questo periodo è stato soprattutto quello a breve termine ad aumentare in modo particolarmente rapido. I flussi netti a breve termine sono passati dai 45,7 miliardi di dollari del 1990 ai 176,3 miliardi di dollari del 1993. Nel 1994 su di essi ha inciso sfavorevolmente la crisi finanziaria dell'America Latina, che li ha duramente colpiti, ma poi sono tornati ad aumentare giungendo a 192,9 miliardi di dollari nel 1995 e a 213,8 miliardi di dollari nel 1996. Queste statistiche mostrano che i flussi netti di capitali privati misurati in dollari hanno registrato un picco nel 1996 mentre, se espressi come quota del Pil dei mercati emergenti, il loro valore massimo è stato raggiunto nel 1993 (ed è stato pari al 3,5%).

3.2. *Determinanti dei flussi di capitali di portafoglio*

All'ondata di flussi di capitali di portafoglio verso le economie di mercato emergenti ha contribuito una serie di fattori strutturali e istituzionali. L'elemento istituzionale principale, responsabile dell'inversione del ciclo dei flussi di capitali, fu l'annuncio nel 1989, da parte del Ministro del tesoro statunitense Nicholas Brady, di un piano di ristrutturazione del debito che doveva servire come mezzo per sfuggire ai postumi della debilitante crisi del debito (Das 1989). Negli ultimi centocinquanta anni i flussi di capitali verso i paesi in via di sviluppo hanno presentato una continua alternanza di fasi di espansione e contrazione, ma raramente il ciclo si è invertito in modo tanto brusco come è accaduto nel 1990. Paradossalmente nelle economie di mercato emergenti le opportunità di profitto erano maggiori negli anni '80 ri-

spetto agli anni '90; tuttavia l'ondata dei flussi di capitali non si è verificata fino al 1990 (Grenville 1999). Essa ha coinciso con un periodo di declino dei tassi d'interesse mondiali. Inizialmente si è ritenuto che tali afflussi dipendessero dalle particolari condizioni cicliche delle economie industrializzate, e tale assunzione ha trovato il sostegno delle prime analisi econometriche (World Bank 1997). Tuttavia, gli afflussi di capitali sono continuati anche dopo l'improvviso aumento dei tassi d'interesse mondiali del 1994, indicando quindi che le forze trainanti erano rappresentate da qualcosa in più di semplici fattori ciclici.

Alla base dell'inversione di tendenza si trovava in effetti una serie di elementi non legati al ciclo economico. Quelli elencati di seguito riflettono mutamenti strutturali di lungo termine nei flussi di capitali mondiali. Tra le nuove tendenze strutturali, le seguenti sono apparse come quelle più significative: *i*) le economie con i più robusti fondamentali economici (ovvero un elevato rapporto investimenti/Pil, un'inflazione contenuta e una ridotta variabilità del tasso di cambio) sono riuscite ad attirare una quantità di investimenti esteri mai registrata prima, perché i fattori appena ricordati figurano tra le determinanti dei tassi di rendimento a lungo termine sugli investimenti; *ii*) nelle economie di mercato emergenti l'estesa opera di liberalizzazione prevedeva tra l'altro il ridimensionamento o la rimozione di varie forme di controllo sui capitali e delle restrizioni sui cambi;⁵ *iii*) negli anni '90, in numerosi mercati emergenti i governi nazionali hanno adottato esplicite politiche dirette a ridurre i controlli e le barriere all'entrata nei confronti degli operatori finanziari che avessero voluto dedicarsi all'attività di banca commerciale o alla gestione di titoli e attività; *iv*) nelle economie industrializzate è stato adottato il Codice dell'OCSE per la liberalizzazione dei movimenti di capitali (OECD 1990); *v*) i tassi d'interesse non determinano la dimensione e la direzione degli investimenti diretti esteri, che hanno rappresentato la componente più importante dei flussi di capitali privati; *vi*) con il trascorrere del tempo è diminuito il peso relativo dei tassi d'interesse internazionali, e hanno assunto maggiore importanza le caratteristiche

⁵ Nel corso degli anni '90, si è osservato un rapido aumento del numero di paesi che ha adottato l'Articolo VIII dello statuto del FMI, dichiarando quindi la propria valuta convertibile in conto corrente, operazione che spesso precede la convertibilità del conto capitale. Nel 1997, 143 paesi hanno annunciato la convertibilità delle loro valute per le transazioni di conto corrente. Nel solo 1990 hanno adottato l'Articolo VIII 38 paesi, tra i quali Grecia, India, Israele, Filippine, Russia e Turchia.

specifiche dei singoli paesi. La sensibilità dei flussi degli investimenti di portafoglio nei confronti dei tassi d'interesse si è ridotta, ma tali flussi hanno continuato a risentire dell'azione dei fattori ciclici o congiunturali. Il risultato finale è stato che la globalizzazione dei mercati finanziari ha ricevuto un impulso fortissimo.

L'altra caratteristica strutturale che durante gli anni '90 ha inciso sui movimenti di capitali è rappresentata dal ciclo virtuoso, che ha operato nel seguente modo (Ito 1999). Gli afflussi netti di capitali hanno permesso ai paesi beneficiari di gestire i disavanzi di parte corrente senza intaccare le riserve di valuta estera, e ne hanno incrementato le risorse da destinare all'investimento. Nelle economie di mercato emergenti tali risorse sono state per lo più investite. In molte di esse, in particolare quelle dell'Asia orientale e sud-orientale, il tasso di risparmio era già elevato, ma il tasso d'investimento risultava ancora più elevato. Tali investimenti hanno favorito una crescita più sostenuta, il che a sua volta ha stimolato ulteriormente l'afflusso di capitali privati dall'estero.

Un altro elemento strutturale che ha favorito gli investimenti di portafoglio nelle economie di mercato emergenti è stato il desiderio, da parte degli investitori, di diversificare il rischio di portafoglio. Essi si sono resi conto che avrebbero potuto trarre vantaggio dal possesso di azioni dei mercati emergenti, in quanto i rendimenti registrati in tali mercati tendono a mostrare una correlazione modesta con quelli dei paesi industrializzati. In generale, detenendo un'attività i cui rendimenti non sono correlati con quelli di un'altra, gli investitori possono accrescere il rendimento complessivo del proprio portafoglio senza subire un proporzionale aumento nella varianza di rischio. Secondo il modello CAPM (*capital asset pricing model*), l'allocazione di portafoglio ottima in un mercato dei capitali perfettamente efficiente e integrato corrisponde al portafoglio del mercato mondiale. Pertanto, un investitore con un portafoglio che presenta un sotto-investimento in attività estere – in percentuale della capitalizzazione del mercato mondiale – è in grado, aumentando il possesso di titoli esteri, di ridurre il rischio senza danneggiare il rendimento atteso o di aumentare il tasso di rendimento atteso a parità di rischio (World Bank 1997). Ne discende che la scelta degli investitori di aumentare la propria esposizione nei mercati azionari dei paesi emergenti era assolutamente logica.

Anche la struttura dei mercati finanziari delle economie industrializzate ha subito un cambiamento profondo. Guidati dal circolo

virtuoso di concorrenza, innovazione finanziaria e sviluppo tecnologico, i mercati finanziari hanno progressivamente assunto dimensioni mondiali. La tendenza alla globalizzazione dei mercati obbligazionari ha avuto inizio negli anni '80, quando bassa inflazione, tassi d'interesse reali positivi e curva dei rendimenti rendevano profittevoli per gli investitori le obbligazioni a lungo termine. Gli elevati costi d'intermediazione connessi alle riserve obbligatorie, al capitale e alle spese generali si erano tradotti in alti tassi sui prestiti. Di conseguenza, i mutuatari di prim'ordine come i governi e le grandi imprese hanno trovato più economico raccogliere i finanziamenti direttamente dagli investitori ricorrendo ai mercati mobiliari. I mercati azionari sono divenuti globali negli anni '90. Il processo di globalizzazione è risultato lento in quanto le azioni sono molto meno liquide delle obbligazioni, e i requisiti informativi e di tipo infrastrutturale necessari perché gli investitori procedessero a investimenti azionari su scala globale si sarebbero sviluppati solo nel corso del decennio (McKinsey Global Institute 1994). Come si dirà meglio più avanti, il rapido progresso della globalizzazione dei mercati azionari è stato guidato fundamentalmente dall'intervento degli investitori istituzionali.

L'istituzionalizzazione di risparmi e investimenti nelle economie industrializzate ha rappresentato un fattore di particolare importanza alla base della vivace crescita degli investimenti di portafoglio. Gli investitori istituzionali come le compagnie di assicurazione sulla vita, le società d'investimento a capitale variabile (dette anche fondi aperti), i fondi comuni d'investimento e i fondi pensione sono diventati grandi detentori di attività di mercati emergenti, in grado non solo di aggiungere liquidità ai mercati azionari, ma anche di esercitare un impatto decisivo sul loro funzionamento. La categoria dei fondi d'investimento a capitale variabile comprendeva un insieme variegato di fondi comuni (ad esempio azionari, obbligazionari e di reddito, e in titoli del mercato monetario) capaci di soddisfare una ricca varietà di preferenze di rischio e rendimento (UNCTAD 1998). Gli investitori istituzionali hanno fornito anche mezzi d'investimento in grado di esaudire preferenze diverse su orizzonte temporale e rischio. Ad esempio, l'industria dei fondi comuni d'investimento presenta vari tipi di fondi, tra i quali quelli in capitali di rischio, i fondi chiusi e gli *hedge funds*. Questi ultimi sono notoriamente quelli con il più marcato orientamento speculativo: assumono forti rischi sui mercati valuta-

ri, obbligazionari e azionari, e ricorrono massicciamente alla leva finanziaria.

Poiché le banche devono sopportare il costo di un pesante onere di tipo regolamentativo in termini di requisiti di capitale e liquidità, si sono dedicate anche alla gestione di fondi d'investimento. Ai propri clienti offrono un'ampia gamma di finanziamenti per gli investimenti, e ne ottengono ricavi attraverso tariffe e commissioni. Sia le istituzioni d'investimento sia i gestori professionali di fondi formulano strategie di allocazione dei fondi degli investitori istituzionali. Tali strategie, attuate da più categorie di investitori istituzionali, possono esercitare sui mercati finanziari globali un'influenza determinante. Ad esempio, le società d'investimento a capitale variabile sono obbligate per legge a riscattare le proprie azioni in qualunque momento su richiesta degli azionisti. A causa dei diritti di riscatto, le attività degli azionisti sono molto liquide. I fondi aperti possono a volte impegnarsi a offrire ai detentori dei titoli un tipo di passività simili a depositi. In tal modo esse possono assicurare alle loro passività un valore capitalizzato minimo convertibile in contanti con un breve preavviso, indipendentemente dal valore delle attività sottostanti. L'elevata liquidità delle attività delle società d'investimento a capitale variabile presenta una serie di implicazioni. Una delle più importanti consiste nel rischio di ritiri in massa da parte dei piccoli investitori, che potrebbero forzare le società a liquidare i propri investimenti in molti mercati, generando così un effetto di contagio tra paesi, regioni e settori diversi. Una caratteristica degli investitori istituzionali è che essi reagiscono alle notizie in modo simile, provocando ingenti spostamenti di portafoglio verso o da determinati mercati finanziari. Gli assidui controlli effettuati dai gestori di fondi sull'andamento delle variabili di mercato rilevanti possono anche dare luogo a un comportamento "a gregge" da parte degli investitori istituzionali.

3.3. *Analisi delle tendenze*

Durante gli anni '90, gli afflussi di capitali verso i mercati emergenti che negli anni '80 avevano avuto difficoltà nel regolare il debito si sono limitati in gran parte ai fondi provenienti dai mercati mobiliari. Al contrario, le economie che non avevano affrontato simili problemi (cioè le economie di mercato emergenti dell'Asia) e che ancora avevano accesso al mercato del credito hanno continuato a ricevere capitali

privati attraverso le banche internazionali e, in misura crescente, tramite emissioni obbligazionarie internazionali e i mercati mobiliari internazionali. La crescita registrata nella scala dei flussi di portafoglio verso i mercati emergenti ha progredito di pari passo con un generale aumento della maturità del mercato, un ampliarsi della varietà di strumenti, una crescente liquidità di mercato e una disponibilità sempre maggiore di informazioni, in precedenza assai scarse. Tuttavia, tali sviluppi non si sono susseguiti tranquillamente come potrebbe sembrare. Ad esempio, i mercati emergenti dell'America Latina hanno assistito a un restringimento considerevole del proprio accesso al mercato.

Uno dei fattori dominanti nel determinare l'intensità e la direzione dei flussi di capitali negli anni '90 è il fatto che era aumentata enormemente l'importanza dei capitali e degli investitori istituzionali. I gestori di fondi istituzionali sono divenuti protagonisti attivi dei mercati mobiliari globali. Si è avuta una crescita impressionante nelle dimensioni e nella sofisticatezza delle istituzioni finanziarie non bancarie⁶ che si sono specializzate nell'investimento di capitali, su base sempre più globale, per conto delle famiglie. Le istituzioni finanziarie non bancarie delle economie del G-7⁷ hanno grandi dimensioni. Nel 1995 le compagnie di assicurazione, i fondi pensione, i fondi comuni d'investimento, le società d'investimento a capitale variabile e altri investitori istituzionali gestivano attività per un totale superiore a 20.000 miliardi di dollari (IMF 1998a). In altri termini, la somma gestita era pari al 110% del Pil delle economie del G-7. Nel processo di istituzionalizzazione del risparmio sono stati gli Stati Uniti a registrare i progressi più significativi, soprattutto nel settore delle società d'investimento a capitale variabile.

Per quanto riguarda le dimensioni del coinvolgimento degli investitori istituzionali, le statistiche compilate dal FMI e pubblicate in vari numeri di *International Capital Markets* indicano che l'ampiezza complessiva del portafoglio degli investitori istituzionali era pari a 2.454 miliardi di dollari nel 1980, a 12.347 miliardi di dollari nel 1990 e a 20.641 miliardi di dollari nel 1995. In seguito, le dimensioni del

⁶ Tra queste figurano le banche d'investimento, le società di negoziazione titoli, i gestori di attività, le società d'investimento a capitale variabile, le compagnie di assicurazione e le istituzioni che fanno ampiamente ricorso alla leva finanziaria (cioè gli *hedge funds*).

⁷ Il G-7 si compone di Stati Uniti, Giappone, Germania, Francia, Italia, Regno Unito e Canada.

portafoglio sono aumentate ogni anno di almeno 2.000 miliardi di dollari. Al crescere delle operazioni degli investitori istituzionali ha fatto seguito una pressante necessità di diversificare i portafogli, che i gestori dei fondi hanno continuato a realizzare su scala internazionale. Di conseguenza si sono resi disponibili vasti serbatoi di liquidità per i flussi verso i mercati emergenti. Oltre ai titoli, un'ampia quota degli investimenti istituzionali comprendeva strumenti di breve periodo come certificati di deposito e carta commerciale. Si è cominciato allora a distinguere tra flussi di capitali privati a breve e a lungo termine. I primi erano destinati a tradursi in "moneta calda" instabile, mentre i secondi rappresentavano una stabile "moneta fredda". L'ondata di flussi a breve termine ha sollevato un dibattito sulla loro eventuale sostenibilità (Claessens, Dooley e Warner 1995, Das 1996). La questione merita un'attenzione particolare e sarà discussa più avanti (sezione 6).

Come si nota nella tabella 1 e nella figura 2, tra il 1990 e il 1994 l'attività di emissione da parte delle economie di mercato emergenti misurata in dollari ha continuato a crescere di anno in anno. Tale aumento ha rispecchiato una più intensa attività tra le diverse regioni. L'elenco dei mutuatari latinoamericani che emettevano obbligazioni ha continuato ad allungarsi. Anche i debitori asiatici hanno esteso la propria emissione di obbligazioni. Particolarmente attive sono risultate le società della Repubblica Popolare Cinese (RPC) e quelle coreane. Ungheria e Turchia hanno accentuato in misura significativa il ricorso al prestito in obbligazioni internazionali. Alla maggiore disponibilità di finanziamento obbligazionario si è accompagnato un graduale aumento della varietà dei debitori: tra le emissioni obbligazionarie dei mercati emergenti gli emittenti privati hanno costituito una quota progressivamente crescente. Dal lato dell'offerta tale tendenza era il riflesso dei programmi di privatizzazione e degli elevati tassi d'interesse interni in vigore nella maggior parte dei mercati latinoamericani. Dal lato della domanda, rifletteva l'accresciuto interesse da parte degli investitori internazionali nei confronti delle obbligazioni ad alto rendimento emesse dalle società private delle economie di mercato emergenti. Tuttavia occorre ricordare che nella maggior parte dei mercati emergenti gli emittenti privati erano costituiti da banche o da grandi imprese industriali orientate all'esportazione.

Nella prima metà del 1997 i mercati emergenti si trovavano ancora in una fase di forte espansione. Dalla metà del 1995 alla metà del 1997, l'andamento stabile dei flussi in entrata si era tradotto in *spreads*

Figura 2

sempre più contenuti. Tale declino non si è accompagnato a un corrispondente miglioramento nei fondamentali economici, lasciando supporre che una decisa influenza provenisse dai fattori di offerta. Per undici tra le principali economie di mercato emergenti,⁸ i tassi d'interesse medi delle euroobbligazioni rispetto alle obbligazioni con pari scadenza sono diminuiti da 315 punti base al di sopra dei tassi d'interesse del Tesoro statunitense nel 1995 a 118 punti base oltre tali tassi alla metà del 1997 (IIF 1997). In quel momento ha avuto inizio la crisi finanziaria in Asia, che ha provocato un ritiro dei capitali dalle economie di mercato emergenti asiatiche. Fino al 1996 queste stesse economie avevano rappresentato per il capitale privato una delle destinazioni principali (IMF 1999a e Rodrik 1999). Dal punto di vista della destinazione, nel periodo 1990-96 il flusso di capitali privati è risultato fortemente asimmetrico. I cinque maggiori paesi destinatari hanno assorbito una quota superiore al 50% degli afflussi complessivi, mentre la percentuale affluita ai dodici maggiori beneficiari non ha raggiunto il 75%. I destinatari principali sono stati, nell'ordine, RPC, Brasile, Messico, Thailandia, Indonesia, Repubblica di Corea, Argentina, Malesia, India e Turchia. Sei dei primi dieci, nel periodo in esame, erano economie di mercato emergenti asiatiche.

In contrasto con l'aumento degli investimenti di portafoglio nelle economie di mercato emergenti osservato negli anni '90, i prestiti bancari sindacati si sono mantenuti su livelli modesti. La ragione era che le banche internazionali, superati i tormentati anni '80, stavano sforzandosi di migliorare la qualità e la profittabilità dei propri portafogli, ed erano pertanto restie ad affrontare una nuova esposizione diretta nei confronti dei mercati emergenti. L'attività di concessione del credito ha ripreso vigore, ma limitatamente ai prestiti a breve termine (in genere finanziamenti commerciali), al *project financing* e ai prestiti strutturati utilizzando varie tecniche di contenimento del rischio, come la cartolarizzazione delle attività (Goldstein e Folkerts-Landau 1994). Una delle lezioni più importanti fornite dalla crisi del debito del 1982 alle banche maggiori e ai mutuatari è il fatto che gli strumenti di debito hanno perso il proprio fascino, mentre quelli diversi dal debito e gli investimenti di portafoglio sono divenuti rilevanti e sono stati favoriti.

⁸ Si tratta di Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Repubblica Ceca, Ungheria, India, Messico, Polonia, Sudafrica e Turchia.

La composizione dei crediti indirizzati verso le economie di mercato emergenti è cambiata. Durante gli anni '80 era il settore pubblico a beneficiare della maggior parte dei prestiti provenienti dai mercati globali dei capitali. Al contrario, come si è detto, negli anni '90 sono stati i mutuatari del settore privato a dominare lo scenario finanziario internazionale. Nel 1988, nei principali mercati emergenti è affluito al settore pubblico il 75,5% dei flussi di capitali privati complessivi. Nel 1997 tale percentuale si era ridotta al 49,5%. Nel 1988, le grandi imprese private dei principali mercati emergenti assorbivano il 13,2% di tali flussi, mentre alle banche commerciali affluiva un ulteriore 11,2%. Nel 1997 tali quote sono cresciute rispettivamente al 26,8% e al 23,7% (IIF 1999).⁹

Nella seconda metà del 1997 il finanziamento proveniente dal mercato privato ha registrato una brusca riduzione (si vedano la tabella 1 e la figura 1), che si è accentuata l'anno seguente. Nel 1998 il livello dei flussi è stato del 69,3% al di sotto del massimo precedentemente raggiunto, prossimo cioè al livello più basso dal 1990 se misurato in dollari e dal 1989 se misurato in percentuale del Pil. Pertanto, all'insorgere della crisi messicana del 1994-95 i flussi di capitali si sono mantenuti su livelli piuttosto consistenti, ma hanno risentito duramente delle successive crisi verificatesi nel 1998 nelle economie asiatiche e in Russia, e nel 1999 in Brasile. Inoltre, il crollo dell'emissione obbligatoria nei mercati emergenti è intervenuto in un contesto in cui l'emissione da parte dei debitori nei mercati maturi continuava a essere sostenuta. Tuttavia, in questi ultimi mercati l'emissione di obbligazioni internazionali è stata profondamente condizionata dalla crisi dei mercati azionari dell'ottobre 1997 e dalle ripercussioni dell'inadempienza russa dell'agosto 1998. I dati relativi all'emissione di obbligazioni nel primo trimestre del 1999 suggeriscono che i flussi in entrata nei mercati emergenti sono rimasti esigui. Esistevano tuttavia ragioni di ottimismo, in quanto anche durante la turbolenza in Brasile, i paesi latinoamericani (in particolare Argentina e Messico) avevano mantenuto l'accesso al mercato a costi accettabili. Inoltre, hanno iniziato a riguadagnare l'accesso al mercato anche alcune delle economie asiatiche più colpite (come Corea e Thailandia), seppure a livelli relativamente modesti (Mussa e Richard 1999).

⁹ Tali statistiche riguardano le 18 maggiori economie di mercato emergenti che nel 1997 presentavano un debito privato totale pari a 1.400 miliardi di dollari.

Il 1998 è cominciato in un'atmosfera pervasa da pessimismo di mercato, ma a partire da marzo l'umore è migliorato. Oltre 20 miliardi di dollari in crediti bancari a breve termine concessi alla Corea sono stati convertiti in titoli di lungo periodo. Alcune grandi economie latinoamericane hanno reagito energicamente al contagio asiatico. Tuttavia, il declino dei prezzi delle materie prime, soprattutto del petrolio, ha condizionato negativamente numerose economie di mercato emergenti, deteriorando l'umore del mercato, e nel maggio 1998 ha avuto inizio una nuova e intensa fase di pessimismo nei confronti di tali mercati. I disordini in Indonesia hanno rafforzato l'aspettativa di una grave recessione economica nelle economie asiatiche.

Un periodo ancora più intenso di pessimismo di mercato è iniziato nell'agosto 1998, quando la Russia ha svalutato il rublo, ha ristrutturato unilateralmente gli obblighi del Tesoro e ha dichiarato una moratoria di novanta giorni sui rimborsi alle banche internazionali estere diverse dalle istituzioni finanziarie. La moratoria unilaterale è stata la prima dichiarata negli anni '90 da una delle principali economie di mercato emergenti. Alla metà di settembre le conseguenze delle vicende russe stavano mettendo sotto pressione tali economie, in quanto avevano cominciato ad allargarsi gli *spreads* nel mercato secondario. La grave perdita di fiducia tra gli investitori internazionali si è ripercossa negativamente su Brasile, Colombia, Ecuador, Turchia e Sudafrica. Nel caso delle undici maggiori economie di mercato emergenti ricordate in precedenza, lo *spread* sulle euroobbligazioni è aumentato da una media di 193 punti base nel gennaio 1998 a una media di 550 punti base nell'ottobre dello stesso anno. A questo punto, il quasi fallimento del Long Term Capital Market (LTCM), uno dei più importanti *hedge fund* statunitensi, ha aggravato la già severa erosione di fiducia accelerando una massiccia fuga dal rischio. I tagli ai tassi d'interesse statunitensi dell'ottobre-novembre 1998 hanno contribuito a contenere l'ondata di avversione al rischio, e molte economie di mercato emergenti hanno lanciato nuove euroobbligazioni. Nei primi giorni del 1999 gli *spreads* si erano ridotti di circa la metà dell'aumento registrato nell'agosto 1998 (IIF 1999). Alla metà di gennaio i mercati emergenti hanno subito un nuovo contraccolpo quando il Brasile è stato costretto a svalutare e a lasciar fluttuare il real. Il totale dei flussi privati netti stimati, che sono stati indirizzati verso le economie di mercato emergenti nel 1999, è stato pari a 68,3 miliardi di dollari. Si prevede che nel 2000 essi raggiungano i 118,5 miliardi di dollari (IMF 1999a).

Quando l'umore del mercato si è volto al peggio, non solo ha ritardato gli afflussi verso i mercati emergenti, ma ha anche stimolato i deflussi. Nel 1997 e 1998, nel limitare i flussi di capitali privati diretti alle economie asiatiche colpite dalle crisi, è risultato più efficace l'aumento dei deflussi che il declino degli afflussi di lungo periodo. I movimenti netti di capitali di lungo periodo verso Indonesia, Corea, Malesia, Filippine e Thailandia si sono ridotti di circa 24 miliardi di dollari, passando dai 76 miliardi del 1996 ai 52 del 1997. In effetti si è trattato di una riduzione contenuta se valutata in rapporto al Pil di tali paesi, che si aggirava sui 1.000 miliardi di dollari. Tuttavia, i flussi netti di breve periodo sono diminuiti più bruscamente, di 19 miliardi di dollari, e nel 1997 i deflussi di capitali sono aumentati di 23 miliardi di dollari. Pertanto, nel 1997 i finanziamenti netti dall'estero si sono ridotti di 57 miliardi di dollari, e nel corso del 1998 si sono mantenuti approssimativamente sui nuovi livelli. Tale fenomeno non può essere liquidato come irrilevante solo perché pari al 5% del Pil di tali economie (World Bank 1999 e Lopez-Mejia 1999). I confronti appena riportati si riferiscono ai dati annuali. Se paragoniamo la caduta degli afflussi netti di lungo periodo e l'aumento dei deflussi di capitali registrati nella seconda metà del 1997 a quelli relativi alla prima metà dello stesso anno, il declino dei flussi finanziari appare molto più accentuato.

3.4. *Previsioni sui flussi di capitali di portafoglio*

L'attuale (1999) periodo di scarsi afflussi di capitali privati di portafoglio potrebbe non durare a lungo. Secondo l'Institute of International Finance, verso la fine del 1999 e all'inizio del 2000 le conseguenze della crisi brasiliana hanno cominciato a riassorbirsi, e le principali economie di mercato emergenti hanno riacquisito vivacità. Nell'ultimo trimestre del 1999 si è osservata una ripresa dell'emissione di obbligazioni internazionali, che è stata pari a 16 miliardi di dollari. Sembra tornare l'appetito degli investitori verso i titoli dei mercati emergenti. Nonostante l'emissione obbligazionaria asiatica fosse limitata, le emissioni latinoamericane hanno comunque dominato il mercato. Nelle prime settimane del 2000 si sono avute molte emissioni significative, e ne è stato pianificato un numero anche superiore. I grandi emittenti sono stati Argentina, Brasile, Messico e Turchia. Tali emissioni gode-

vano di *spreads* contenuti. All'inizio del 2000, gli *spreads* sulle obbligazioni dei mercati emergenti sono diminuiti in misura considerevole, giungendo ai livelli più bassi dal luglio 1998. Tali riduzioni costituivano un indice del rinnovato ottimismo di mercato nei confronti dei mercati emergenti come autonoma categoria di attività (IIF 2000).

Nel 1999 nei mercati emergenti i prezzi azionari erano cresciuti rapidamente, superando persino la rapida crescita registrata in alcune economie industrializzate. Si è assistito anche a una ripresa negli investimenti azionari di portafoglio. Nello stesso anno Brasile e Messico hanno registrato significativi afflussi azionari di portafoglio. Il flusso complessivo verso l'America Latina si è rafforzato giungendo a circa 5 miliardi di dollari. La stessa tendenza al rialzo nei movimenti di titoli azionari si è verificata in alcune economie asiatiche (soprattutto Cina e India), stimolata dalla rapida espansione delle società di *software* in India e dalla crescita delle imprese a tecnologia avanzata in Cina. Si ritiene che l'investimento azionario di portafoglio continuerà a essere rilevante anche in Sudafrica e in Turchia.

Quanto allo scenario nell'immediato futuro, è probabile che aumenteranno i tassi d'interesse di lungo periodo nell'UE e negli Stati Uniti. Se tale aumento sarà di lieve entità – da 50 a 75 punti base – sarà improbabile che possa far deragliare la nascente ripresa dei flussi di capitali di portafoglio diretti ai mercati emergenti. Il recente restringimento degli *spreads* potrebbe agevolmente bilanciare l'aumento dei tassi d'interesse.

Nel medio termine, il continuo progresso tecnologico, la rapida crescita economica, il clima politico favorevole e il progressivo invecchiamento delle popolazioni dei paesi industrializzati nei confronti della più giovane struttura per età dei mercati emergenti favoriranno con ogni probabilità, nel corso dei prossimi dieci anni, un forte rilancio dei flussi di capitali di portafoglio verso i mercati emergenti (World Bank 2000). Tali economie hanno oggi una maggiore consapevolezza del legame tra ondate di capitali e crisi, e ciò le indurrà a modificare la propria politica economica e a sviluppare notevolmente il quadro istituzionale. Le crisi degli anni '90 hanno imposto alle autorità politiche delle economie di mercato emergenti lezioni preziose e severe. Esse possono facilmente suggerire in futuro un approccio più cauto verso l'apertura ai movimenti di capitale, sollecitando lo sviluppo di una struttura di politica economica in grado di scoraggiare i flussi di breve periodo, di rafforzare le istituzioni finanziarie e l'ambiente di regolamentazione e di vigilanza in cui operano.

4. Gli investimenti azionari internazionali

La tendenza alla cartolarizzazione è iniziata nella seconda metà degli anni '80 (si veda la sezione 2), ma i mercati azionari internazionali hanno rivestito un ruolo minore nel finanziamento dei mercati emergenti. Nella seconda metà degli anni '80 le emissioni internazionali di obbligazioni da parte delle economie in via di sviluppo e delle istituzioni internazionali a loro favore si sono mantenute tra i 3 e i 4 miliardi di dollari. I sistemi economici denominati "Asia dinamica" (Cina, India, Indonesia, Corea, Malesia, Singapore, Taiwan e Thailandia) sono responsabili di quasi la metà delle emissioni dei paesi in via di sviluppo nel periodo 1984-90 (Turner 1991). In media, gli investimenti di portafoglio internazionali nelle economie di mercato emergenti si sono aggirati annualmente intorno al miliardo di dollari a partire dal 1985, con un aumento improvviso nel 1988 e nel 1989 (Turner 1991). Anche in questo caso, le otto economie dell'Asia dinamica spiegavano tra il 60% e l'80% di tali flussi azionari, che hanno cominciato a impennarsi negli anni '90.

Durante i primi anni '90, l'interesse degli investitori per le azioni dei mercati emergenti è cresciuto notevolmente, e per le economie di mercato emergenti l'emissione azionaria internazionale è divenuta una fonte significativa di capitali, che ha registrato un aumento considerevole nel 1993 (Tabella 1 e Figura 2). Nei mercati emergenti è apparso un gruppo di società del tutto nuovo, che i gestori internazionali di fondi hanno denominato *nifty fifty*, o *nifty hundred*. Queste società *blue chip* erano cresciute al di fuori dei propri mercati dei capitali, e per rimanere competitive e abbassare i propri costi di capitali avevano dovuto spostarsi continuamente tra i vari mercati finanziari internazionali. L'International Finance Corporation (IFC) ha rivestito un ruolo assolutamente centrale nel diffondere le azioni dei mercati emergenti tra gli investitori non residenti, attraverso l'istituzione di fondi comuni d'investimento di singoli paesi, fondi comuni regionali e fondi comuni globali. I flussi netti degli investimenti di portafoglio verso le economie di mercato emergenti hanno raggiunto un massimo nel 1994, pari a 104,9 miliardi di dollari. Tuttavia, i flussi netti d'investimento azionario, aumentando da 3,7 miliardi di dollari nel 1990 a 51 miliardi nel 1993, hanno registrato il massimo in quest'ultimo anno (IFC 1999 e IMF 1999a).

Il crescente interesse degli investitori non residenti e il processo di privatizzazione avviato in molte economie di mercato emergenti hanno portato a un'ondata di collocamenti azionari internazionali. Nell'emissione azionaria sono risultate più attive le società asiatiche. All'avanguardia in tale tendenza si trovavano le imprese con sede in Cina e nella RAS di Hong Kong. Le imprese cinesi hanno raccolto somme notevoli, in gran parte attraverso l'offerta di azioni di tipo "B" quotate presso le borse di Shanghai e di Shenzhen.¹⁰ Anche altre economie asiatiche hanno intensificato l'emissione di proprie azioni. Mentre le economie di mercato emergenti si sforzavano di rendere internazionale la propria base finanziaria, è aumentato il numero di azioni dei mercati emergenti scambiate nelle borse dei paesi industrializzati. Le società mutuarie di America Latina, India, Corea, Taiwan e Turchia hanno fatto ricorso alle RDA e alle Ricevute di deposito globale (RDG).¹¹ Ciò ha agevolato la negoziazione internazionale delle loro azioni sul mercato secondario.

Per quanto riguarda l'acquisto di azioni, il segmento a più rapida crescita è stato quello dell'acquisto diretto da parte di non residenti nei mercati interni delle economie emergenti. La crescita sostenuta di istituzioni finanziarie non bancarie dedite all'investimento nei mercati emergenti, in particolare le società d'investimento a capitale variabile, è stata in larga misura responsabile delle notevoli dimensioni degli investimenti, in termini sia di numerosità delle operazioni sia di detenzione netta di attività. Nei primi anni '90 si è sviluppato rapidamente anche il collocamento di nuove emissioni azionarie sui mercati internazionali da parte delle economie di mercato emergenti, in parte come conseguenza della privatizzazione delle imprese pubbliche. In questo periodo il collocamento azionario e obbligazionario internazionale era dominato dalle grandi imprese asiatiche e latinoamericane. Tra le società asiatiche, le principali emittenti erano quelle cinesi, seguite nell'ordine da quelle indiane, della RAS di Hong Kong e indonesiane. Tra le società latinoamericane, le maggiori emittenti erano quelle messicane, seguite dalle società argentine.

¹⁰ Le azioni di tipo "B" sono azioni ordinarie riservate agli investitori non residenti. Sono denominate in renminbi ma liquidate in valuta straniera.

¹¹ Le Ricevute di deposito globale sono strumenti di natura azionaria offerti nei mercati statunitensi e non. Possono essere negoziate in diverse valute e liquidate tramite liquidazione della registrazione contabile attraverso la Depository Trust Company negli Stati Uniti o la Euroclear e CEDEL in Europa.

Come si è accennato in precedenza (sezione 2), l'umore del mercato azionario internazionale è peggiorato in occasione della crisi messicana del 1994-95, al punto che nel 1995 gli investimenti di portafoglio sono precipitati a 38,3 miliardi di dollari. Nello stesso periodo è diminuito notevolmente anche il capitale derivante dall'emissione di azioni, sceso a 35,2 miliardi di dollari nel 1994 e a 36,1 miliardi di dollari nel 1995. Sebbene nel 1996 abbia mostrato una ripresa portandosi a 49,2 miliardi di dollari, nel 1997 è tornato a diminuire, giungendo a 30,2 miliardi di dollari. La crisi del mercato azionario iniziata in Thailandia nel luglio 1997 si è estesa nel 1998 con il diffondersi del contagio della crisi asiatica, nonostante un miglioramento registrato all'inizio del 1998. In questo periodo, per breve tempo alcuni indicatori erano migliorati e avevano alimentato la speranza che la crisi asiatica sarebbe rimasta circoscritta ai sistemi economici di quella regione. Tuttavia sono riaffiorate le pressioni, il clima di mercato è peggiorato e nel 1998 si è tradotto di fatto nel collasso degli investimenti azionari nei mercati emergenti, scesi a 14,1 miliardi di dollari (IFC 1999). Il pessimismo di mercato stava facendo aumentare gli *spreads* sui rendimenti obbligazionari, e stavano cadendo i corsi azionari. La situazione del mercato azionario si è ulteriormente aggravata dopo l'insolvenza e la svalutazione dichiarate dalla Russia. Il timore che ciò potesse verificarsi anche in altri mercati emergenti ha provocato, tra il 1997 e il 1998, lo scoppio di una crisi in questi mercati. La confusione e l'agitazione sono stati poi acuiti dal quasi fallimento della LTCM di Wall Street. A ciò ha fatto seguito nel gennaio 1999 la svalutazione del real in Brasile, già da tempo sotto pressione (IMF 1999b). Gli investimenti azionari nei mercati emergenti stimati per il 1999 sono di 21,6 miliardi di dollari; tuttavia per il 2000 il FMI prevede una ripresa fino a 40,2 miliardi di dollari (IMF 1999a).

Una quota crescente di azioni dei mercati emergenti è stata collocata sui mercati internazionali attraverso strumenti basati sulle azioni quali le RDA o le RDG. La diffusione di tali strumenti è andata crescendo in quanto permettevano lo scambio delle azioni sulle borse valori dei paesi industrializzati, consentivano di ridurre sia il tempo necessario alla liquidazione sia il rischio a essa connesso, e di conseguenza favorivano l'ampliamento della base di investitori. In termini relativi, le RDA e le RDG sono state più diffuse presso le grandi imprese latinoamericane che presso quelle asiatiche. Quanto ai principali settori d'investimento, il collocamento azionario internazionale da

parte delle economie di mercato emergenti si è concentrato nelle telecomunicazioni, nell'attività bancaria, nelle forniture elettriche, nell'elettronica e nell'industria petrolifera. Le società di telecomunicazioni hanno rappresentato una quota rilevante delle emissioni di Indonesia, Messico, Pakistan e Thailandia. Le istituzioni finanziarie sono state tra le principali emittenti nella RAS di Hong Kong, in Indonesia e in Messico. Le forniture elettriche e le industrie elettroniche hanno costituito i maggiori emittenti nella RAS di Hong Kong e in Corea, così come l'industria dei trasporti e quella navale lo sono state in Cina, in India e in Corea. I programmi di privatizzazione hanno fatto sì che in Argentina e in Messico gli emittenti di maggior rilievo fossero le società pubbliche, in particolare nel settore petrolifero.

L'acquisto diretto di titoli azionari nei mercati interni delle economie emergenti da parte di non residenti è divenuto per tali economie una fonte sempre più rilevante di capitali privati. Si sono rapidamente diffusi anche i fondi aperti di mercati emergenti,¹² che hanno raggiunto un numero ragguardevole. In larga maggioranza si trattava di fondi aperti di tipo azionario con sede negli Stati Uniti. Tali società, dedite per lo più all'attività sui mercati asiatici, si sono sviluppate con rapidità. Il numero di fondi aperti rivolti ai mercati dell'America Latina era invece ridotto, e il loro tasso di crescita è risultato modesto. Tra i fondi comuni d'investimento dedicati a un singolo paese, quelli coreani sono stati i più rilevanti in termini di valore netto delle attività, seguiti nell'ordine da quelli dedicati a India, Taiwan, Thailandia e Cina. Nella prima metà degli anni '90 i fondi aperti globali, non indirizzati esclusivamente a un determinato paese o una determinata regione, hanno rappresentato il segmento di mercato dalla crescita più rapida. Tali società sono divenute i principali detentori di azioni dei mercati emergenti. Sulle loro attività, tuttavia, non sono disponibili statistiche esaurienti.

In questa stessa sezione si è affermato che gli investimenti azionari netti nei mercati emergenti hanno raggiunto un massimo nel 1993, mentre il 1994 e il 1995 sono stati anni di declino. Le vendite sono state scatenate dalle vicende messicane del 1994, che hanno posto sotto pressione tutti i mercati latinoamericani. I rimborsi effettivi e annunciati richiesti dagli azionisti hanno indotto i fondi aperti a ven-

¹² Si tratta di fondi che detengono almeno il 60% delle proprie attività in titoli dei mercati emergenti.

dere le azioni nei mercati emergenti dell'America Latina e, in misura inferiore, in quelli dell'Asia. Nel 1994 e 1995 i fondi aperti globali sono divenuti grandi venditori, mentre i fondi aperti dei mercati emergenti erano venditori minori.

Non si dispone di statistiche attendibili per quanto riguarda la questione dell'identità dei principali investitori in azioni dei mercati emergenti e la consistenza della base di investimento. Tuttavia, con l'aiuto di testimonianze qualitative e di tipo aneddotico è possibile tracciare un quadro generale. Sul finire degli anni '80, e in misura crescente nei primi anni '90, i fondi pensione, le società d'investimento a capitale variabile, le compagnie di assicurazione e le istituzioni con una forte leva finanziaria (o HLI - *Highly Leveraged Institutions*) di Regno Unito e Stati Uniti hanno iniziato a mostrare interesse verso i mercati mobiliari dei paesi emergenti, soprattutto asiatici. La ragione fondamentale risiedeva nel desiderio di diversificare i portafogli (IMF 1995 e Das 1999). I gestori di fondi consideravano le economie dell'Asia dinamica come la destinazione più idonea per la politica di diversificazione. In un primo momento i capitali sono stati indirizzati anche verso le economie di mercato emergenti dell'America Latina, ma in gran parte si trattava di semplici flussi di ritorno delle fughe di capitali con origine in tali paesi.

A partire dal 1990, le attività delle società d'investimento a capitale variabile hanno iniziato a espandersi nelle economie di mercato emergenti. Dapprima hanno cominciato ad ampliarsi i fondi chiusi, ma ben presto sono stati i fondi aperti ad aumentare di numero e a diffondersi più velocemente. Un'ampia maggioranza di tali fondi aveva sede nel Regno Unito e negli Stati Uniti, in quanto era lì che si trovavano le capacità finanziarie necessarie all'attività. Nonostante ciò, le società d'investimento a capitale variabile hanno attirato capitali su scala globale. Investitori provenienti da ogni parte del mondo hanno potuto effettuare massicci investimenti valutari nei fondi aperti con sede a Londra o New York, i quali a loro volta hanno potuto destinare quelle risorse ai titoli dei mercati emergenti. Tali transazioni andavano liquidate attraverso Londra o New York. Sebbene nella bilancia dei pagamenti fossero registrate come flussi in uscita verso il Regno Unito o gli Stati Uniti, in realtà si trattava di flussi che attraverso i mercati finanziari britannico e statunitense si riversavano nei mercati emergenti.

A questo punto è necessaria una precisazione. Mentre incrementavano significativamente i titoli in loro possesso, questi investitori istituzionali tuttavia destinavano agli investimenti internazionali solo una parte dei loro portafogli, e di questa solo una quota modesta veniva indirizzata ai titoli dei mercati emergenti. Nonostante nei primi anni '90 tali titoli si siano sviluppati come una distinta classe di attività, non si sono affermati stabilmente nei mercati finanziari globali fino alla metà del decennio (IMF 1995a e Das 1999). Un'importante caratteristica degli investitori istituzionali, in particolare dei fondi aperti, è che la loro attività era concentrata nei grandi mercati emergenti e sulle emissioni maggiori. Una spiegazione di tale comportamento era la mancanza di spessore dei mercati emergenti. Oltre all'ampiezza o allo spessore del mercato, le principali determinanti dei flussi transattivi erano costituite dal grado di apertura, dall'efficienza delle transazioni e dalla distanza. Portes e Rey (1999) sostengono che tali variabili spiegavano il 70% della varianza dei flussi.

5. Le caratteristiche salienti degli investimenti di portafoglio e della crisi negli anni '90

Nel corso del XX secolo si sono avute tre brevi fasi di crescita impetuosa, durante le quali si sono registrati ampi investimenti di portafoglio internazionali. Si tratta dei periodi 1924-29, 1976-81 e 1990-96. Le ondate dei flussi di capitali privati verso i mercati emergenti sono state intervallate da frequenti crisi bancarie e valutarie, divampate nei sistemi economici destinatari e causa di gravi danni economici. Le crisi che hanno posto fine ai massicci movimenti di capitali avevano origine per lo più in alcune debolezze endemiche ai sistemi economici interni e globali. Di sicuro non erano esclusivamente il frutto di un eccesso di flussi di capitali.

Eichengreen e Fishlow (1998) hanno spiegato le principali caratteristiche delle tre fasi di vasti afflussi e delle successive crisi da un punto di vista storico. Come si è detto, quando nel 1990 il credito su vasta scala diretto alle economie di mercato emergenti ha ripreso ad aumentare, il principale strumento dei trasferimenti di capitale è stato rappresentato dagli investimenti di portafoglio. I crediti commerciali e

gli investimenti diretti esteri hanno continuato a svolgere la propria funzione di canali d'importazione di capitali, ma una quantità di capitali senza precedenti in termini assoluti e percentuali si è diretta verso queste economie sotto forma di capitale di portafoglio. Tale tendenza è paragonabile a quella degli anni '20, quando i mercati obbligazionari di Londra, Parigi, Berlino e Amsterdam divennero veicolo di ingenti trasferimenti di capitali verso i mercati emergenti di allora: Stati Uniti, Canada, Australia, America Latina e Russia. Tuttavia, tra il 1976 e il 1981 fu il credito bancario ad avere la piena responsabilità del boom del riciclaggio dei petrodollari, e le banche dei centri monetari organizzarono prestiti sindacati in dollari in favore delle economie di mercato emergenti.

In secondo luogo, le crisi degli anni '90 hanno avuto un impatto relativamente ridotto perché circoscritte a un unico paese (come nel caso di Messico e Russia) o a una singola regione (come nel caso dell'Asia orientale e sud-orientale). Al contrario, la crisi degli anni '30 fu profonda e di dimensioni mondiali, quella verificatasi negli anni '80 più selettiva, e coinvolse varie regioni come l'America Latina e l'Europa orientale. Differenze di tal genere sono in parte attribuibili agli shock macroeconomici.

In terzo luogo, le istituzioni multilaterali e i governi dei paesi creditori hanno inciso sulla portata di tutte e tre le crisi. Durante gli anni '90 l'intervento finanziario è giunto dai centri di potere regionali. Ad esempio, gli Stati Uniti sono intervenuti durante la crisi messicana, e il Giappone durante quella thailandese. Il FMI ha operato attivamente nel tentativo di contenere le crisi. Queste ultime erano divenute una minaccia per la stabilità delle istituzioni finanziarie dei sistemi economici industrializzati, anche se si trattava di una minaccia di natura selettiva. Durante la crisi degli anni '30, le banche dei centri monetari avevano lanciato obbligazioni senza assorbirne grandi quantità. Di conseguenza le inadempienze non misero a repentaglio la stabilità dei sistemi bancari dei paesi creditori, e i governi di questi ultimi hanno potuto evitare di preoccuparsene. Al contrario, durante gli anni '80 le banche maggiori si sono trovate in pericolo, quindi i paesi creditori hanno incoraggiato e sostenuto il tempestivo e decisivo intervento del FMI.

In quarto luogo, in tutti e tre i casi le reazioni delle economie emergenti indebitate sono state diverse. Alle crisi degli anni '90 si è posto rimedio in gran parte attraverso aggiustamenti monetari. Nel caso

delle prime due crisi, invece, si è fatto ricorso rispettivamente a strumenti come la sostituzione delle importazioni e la manovra fiscale.

In quinto luogo, durante le tre crisi le economie di mercato emergenti beneficiarie hanno seguito diverse linee di politica economica interna. Nel corso degli anni '90, molti sistemi economici coinvolti nella crisi hanno sterilizzato gli afflussi di capitali attuando politiche monetarie restrittive. In tal modo le loro riserve di valuta internazionale hanno raggiunto livelli fin troppo elevati, che a loro volta hanno fornito loro un cuscinetto per i periodi di inaridimento degli afflussi. Tuttavia, tali ammortizzatori non sono stati utilizzati sempre con prudenza. Le vicende di Messico e Thailandia ne costituiscono due esempi lampanti. La crisi del 1982 fu preceduta da una fase di rapida inflazione, e fu generata essenzialmente dalla necessità di finanziare i disavanzi di bilancio, che a loro volta resero indispensabile un inasprimento della politica fiscale. Le politiche economiche interne adottate negli anni '20 appaiono simili a quelle perseguite negli anni '70: in entrambi i casi agli afflussi di capitali fece seguito una politica fiscale espansionistica; di conseguenza, le economie che raccoglievano prestiti accumularono disavanzi di bilancio invece di riserve di valuta estera.

6. Il problema della distinzione tra moneta calda e moneta fredda

Alla luce delle crisi finanziarie succedutesi negli anni '90, ha assunto un'importanza crescente la questione degli afflussi finanziari "caldi" o "freddi". Il dibattito si è vivacizzato dopo la crisi asiatica del 1997-98, perché alcuni ritenevano che la causa principale della crisi fosse la natura a breve termine dei flussi (IMF 1998a). Il problema consisteva nel fatto che una considerevole quantità dei movimenti di capitali di portafoglio riversatisi nelle economie di mercato emergenti aveva una scadenza di breve periodo, soprattutto quando si trattava di investimenti in obbligazioni, azioni e altri titoli di breve periodo come i certificati di deposito e le carte commerciali. L'ondata di flussi a breve termine ha spinto le autorità di politica economica a domandarsi se questi fossero sostenibili, quindi stabili, o invertibili, e dunque intrinsecamente insostenibili. Nel secondo caso era probabile che avrebbero

contribuito a generare instabilità nel sistema finanziario delle economie destinarie, e che lo avrebbero condotto a una crisi.

Gli afflussi di capitali privati verso le economie di mercato emergenti presentavano una composizione molto variegata; tuttavia una quota rilevante di tali flussi, soprattutto nel caso delle economie dell'America Latina, era a breve scadenza. È la composizione dei flussi a determinare se le transazioni in moneta calda hanno dimensioni rilevanti o meno. In termini di instabilità, i prestiti bancari di breve periodo sono generalmente giudicati i più instabili, al punto da reputarli invertibili e speculativi. Al contrario, il credito bancario di lungo periodo è ritenuto il meno volatile. L'instabilità è legata ai fondamentali dell'economia. L'investimento diretto estero è solitamente considerato componente non instabile degli afflussi di capitali privati. Già da qualche tempo le autorità politiche hanno distinto tra flussi di breve e lungo termine, perché ritengono di poter predisporre efficaci piani di controllo per primi in qualsiasi momento lo ritengano necessario.

Le autorità di politica economica considerano importante la distinzione tra flussi di breve e lungo termine a causa del marchio di potenziale fattore destabilizzante attribuito alla moneta calda. In risposta agli afflussi di moneta calda, nella maggior parte delle economie di mercato emergenti i piani di controllo dei movimenti di capitale distinguono tra capitali di breve e di lungo termine. Le misure di politica economica più utilizzate nei confronti dei flussi di moneta calda consistono in interventi di sterilizzazione, politiche fiscali restrittive, imposte sui prestiti, limiti in termini assoluti ai debiti con l'estero e imposizione di riserve obbligatorie non remunerate.¹³ Al riguardo sono da ricordare gli esempi positivi di Cile e Malesia. Anche le transazioni in conto capitale sono spesso soggette a una distinzione di questo tipo e all'intervento delle autorità di politica economica a seconda della scadenza dei flussi. Le ritenute alla fonte sono imposte a una categoria di flussi e non all'altra. Garanzie statali, normative favorevoli su agevolazioni fiscali e su rimpatri dei capitali, l'accesso a particolari agevolazioni pubbliche come la conversione dei debiti in azioni sono disponibili solo per i flussi a lungo termine. Tutte queste asimmetrie

¹³ Nel 1991, la banca centrale del Cile ha imposto riserve obbligatorie non remunerate su alcuni tipi di afflussi di capitali. L'esperienza cilena ha suscitato molto interesse.

sono dirette a scoraggiare i così detti afflussi di moneta calda e a favorire quelli con scadenza a lungo termine.

La distinzione tra i due tipi di flussi finanziari in entrata può risultare inutile, se non del tutto priva di senso. A causa della molteplicità degli strumenti finanziari utilizzati dalle economie di mercato emergenti per diversi tipi di progetti, le risorse finanziarie sono diventate sempre più fungibili. In passato un determinato tipo di progetto richiedeva l'impiego di un determinato tipo di strumento finanziario. Oggi tale corrispondenza è divenuta sempre meno necessaria: uno strumento di breve periodo può essere utilizzato per far fronte a un fabbisogno di finanziamento di lungo periodo e viceversa. Un'obbligazione trentennale del Tesoro può essere venduta sul mercato secondario, trasformandola di fatto in uno strumento a breve termine. Al contrario, un'attività di breve periodo può essere rinnovata continuamente. Inoltre, i cambiamenti nei fondamentali dell'economia possono sconvolgere gli afflussi di investimenti diretti esteri. Il concetto di instabilità si fonda sul fatto che se l'attività è inizialmente di breve periodo, la necessità di liquidarla si presenterà ovviamente nel breve periodo. L'esigenza di frequenti rimborsi può rendere instabili gli afflussi a breve termine lordi, ma non necessariamente quelli netti.

Claessens, Dooley e Warner (1995) hanno verificato l'ipotesi che i flussi di breve periodo indirizzati verso le economie di mercato emergenti siano più instabili, considerando misure di dipendenza seriale positiva e di metà vita a partire dalle risposte agli impulsi. Sono giunti alla conclusione che nella maggior parte dei casi la distinzione tra breve e lungo termine non fornisce alcuna informazione sulle proprietà delle serie storiche dei movimenti di capitali: gli afflussi di lungo periodo sono spesso altrettanto instabili quanto quelli di breve periodo. Gli autori hanno inoltre concluso che il tempo necessario al riassorbimento di uno shock inatteso nei flussi di capitali non è molto dissimile al variare della scadenza dei flussi. Di conseguenza non è stato trovato alcun sostegno statistico alla tesi secondo cui i movimenti di lungo periodo sono meno instabili e più prevedibili di quelli di breve periodo. Tuttavia, durante gli anni '90, prima dell'insorgere della crisi finanziaria asiatica, gli afflussi di capitali presentavano un'instabilità maggiore nell'America Latina che in Asia. Inoltre, in entrambe le regioni gli afflussi di capitali a breve termine erano più instabili di altri tipi di capitali. Se gli investimenti di portafoglio vengono classificati separatamente dai flussi di breve termine, l'ampiezza assoluta di questi

ultimi e la loro percentuale sui movimenti complessivi di capitali risultano maggiori in Asia che in America Latina. Pertanto, è probabile che l'instabilità dei flussi di capitali che si sono riversati in America Latina non possa attribuirsi ai flussi in entrata di breve periodo significativamente superiori rispetto a quelli diretti verso l'Asia. L'instabilità potrebbe benissimo derivare da peggiori politiche macroeconomiche delle autorità latinoamericane e da una loro minore credibilità (Montiel e Reinhart 1997).

7. Il problema dell'instabilità

Il reinserimento nel mercato globale dei capitali ha comportato per le economie di mercato emergenti considerevoli afflussi di capitali, anche di breve periodo. Molte di esse hanno fatto tendenzialmente ricorso soprattutto ai prestiti di breve termine, attraverso il credito bancario o gli investimenti di portafoglio e l'emissione di obbligazioni a breve scadenza. Ciò ha favorito l'instabilità dei flussi di capitali, perché gli investitori potevano facilmente vendere le proprie attività sui mercati mobiliari. I ritiri improvvisi e generalizzati di attività estere erano in grado di provocare ai sistemi finanziari interni seri danni, non solo attraverso improvvise variazioni della liquidità, ma anche tramite mutamenti nei prezzi delle attività finanziarie, che avrebbero potuto trasmettere rapidamente gli echi dello shock di una crisi finanziaria da un mercato emergente all'altro. Le crisi finanziarie degli anni '90 hanno illustrato vividamente tale punto.

Il problema di come fronteggiare i grandi afflussi di capitali, soprattutto quelli di breve periodo, è entrato a far parte dell'ordine del giorno delle autorità di politica economica, delle istituzioni finanziarie multilaterali e della professione accademica. Ha assunto dimensioni considerevoli dopo l'insorgere della crisi messicana del dicembre 1994, e ha mostrato che i grandi afflussi di capitali potevano tradursi in modo altrettanto rapido in vasti e drammatici deflussi. Fino ad allora, tuttavia, il problema era limitato ad Argentina e Messico. Nei due anni successivi i flussi di capitali diretti ai mercati emergenti hanno raggiunto livelli mai osservati prima.

La crisi asiatica del 1997-98 ha mortificato quella compiacenza. Dopo aver raggiunto un massimo (si vedano le sezioni 3.1. e 3.3.), i flussi finanziari hanno iniziato a inaridirsi e a invertire rotta. I dati trimestrali relativi al finanziamento privato lordo indicano che il restringimento dei fondi diretti ai mercati emergenti si era fatto sentire dapprima nell'ambito dell'emissione di nuove azioni, giunta all'apice nel secondo trimestre del 1997. Nel mercato obbligazionario il momento di massima emissione si è avuto nel terzo trimestre, mentre nel mercato dei prestiti bancari l'apice è stato raggiunto nel quarto trimestre. Ciò mostra come tra gli strumenti finanziari esista una gerarchia: gli investitori hanno considerato le azioni come le più rischiose, e il credito bancario come il più affidabile. Con il persistere della crisi, i flussi finanziari relativi a ciascuna di queste categorie di strumenti si sono ridotti più o meno nella stessa misura. Ciò indicava che, integrandosi nei mercati finanziari globali, i mercati emergenti si esponevano a ingenti e distruttivi flussi di capitali, diretti sia verso l'interno sia verso l'estero. Le inversioni dei flussi finanziari indotte dalla crisi non solo sono state molto più ampie, ma hanno fatto sì che la crisi stessa si estendesse al di fuori della regione di origine. Questa continua alternanza ha posto i paesi colpiti dalla crisi di fronte a importanti sfide macroeconomiche.

Montiel (1999) ritiene che in entrambi i casi appena ricordati i semi dell'inversione siano stati piantati durante il periodo di flussi in entrata. L'instabilità ha rappresentato la diretta conseguenza delle scelte di politica economica effettuate in risposta alle opportunità e ai rischi della disponibilità di abbondanti capitali esteri. Sono state queste scelte di politica economica a provocare quella vulnerabilità nei confronti della crisi che negli ultimi anni ha afflitto diverse economie di mercato emergenti. Imponenti afflussi di capitali possono condurre, e in effetti conducono, a un surriscaldamento macroeconomico. Nel corso degli anni '90 è apparso evidente che i costi macroeconomici associati al potenziale surriscaldamento determinato dagli afflussi sono gravosi, sebbene di gran lunga inferiori a quelli imposti da un improvviso inaridirsi dei flussi di capitali e da una loro repentina inversione. Quest'ultima è provocata dalle crisi di liquidità; pertanto le misure di politica economica relative ai flussi di capitali in entrata e in uscita sono strettamente legate tra loro, e in entrambi i casi generano vulnerabilità.

Come si è affermato in precedenza, scelte politiche errate effettuate durante il periodo di afflussi di capitali possono gettare i semi di gravi disordini macroeconomici. Ad esempio, in occasione di entrambe le crisi ricordate, durante il periodo di flussi in entrata si sono osservati squilibri nei tassi di cambio. Con il beneficio dell'esperienza vediamo chiaramente che tra le discutibili misure di politica economica perseguite in quel periodo figurano l'apertura del conto capitale, un tasso di cambio ancorato *de facto*, una fiducia eccessiva nella capacità della politica monetaria di impedire il surriscaldamento, la trascuratezza delle misure di politica fiscale che sarebbero potute risultare efficaci nei confronti del surriscaldamento stesso e una liberalizzazione del mercato finanziario prematura e realizzata senza un'adeguata preparazione. Molte di tali economie hanno sofferto di gravi e riconosciuti fattori di fragilità del mercato finanziario. La sopravvalutazione del cambio ha interagito con la fragilità finanziaria producendo quella che è stata denominata una crisi valutaria "di seconda generazione".

Numerose economie di mercato emergenti, in particolare quelle asiatiche, erano caratterizzate da crescita rapida ed elevato tasso d'investimento. Tali indicatori promettenti lasciavano presumere una capacità di servizio del debito superiore alla media, soprattutto nel lungo periodo; tuttavia non sono stati in grado di preservare queste economie dalle crisi successive, e di evitare ai paesi in questione una severa recessione di breve periodo, causata da un collasso del settore finanziario a sua volta provocato, *inter alia*, da una politica di difesa del cambio perseguita attraverso elevati tassi d'interesse (Montiel 1999). In molte economie cadute vittime della crisi, il rinvio di un tempestivo aggiustamento del tasso di cambio ha portato a una perdita di attività liquide e le ha lasciate in una posizione vulnerabile in termini di liquidità.

Dalle vicende degli anni '90 si ricavano tre preziosi insegnamenti. Nella fase iniziale d'integrazione nei mercati finanziari globali, un'economia di mercato emergente deve assicurarsi che il tasso di cambio non sia sopravvalutato. La sopravvalutazione del cambio impone una difesa in termini di elevati tassi d'interesse, a sua volta raramente sostenibile. Un modo per evitare la sopravvalutazione consiste nell'adottare un tasso di cambio flessibile e accettare la conseguente instabilità valutaria. La seconda lezione proveniente dagli anni '90, in particolare dalla crisi asiatica, è che una volta che la vulnerabilità fa la propria comparsa in forma di sopravvalutazione del cambio, il rinvio

degli inevitabili aggiustamenti accresce il costo degli aggiustamenti stessi. Il ritardo acuisce la crisi di liquidità, provocando una ancora più drammatica perdita di fiducia e variazioni ancora più ampie del tasso di cambio. Un esempio pertinente è rappresentato dalle vicissitudini della rupia indonesiana nel 1997-98. Pertanto, una volta che le autorità politiche percepiscono il profilarsi di una crisi, la rapidità con cui adottano le debite misure correttive riduce sia l'instabilità, sia l'ampiezza e la gravità della successiva crisi. La terza lezione è quella illustrata da Alba *et al.* (1998) i quali, dopo un accurato studio dei casi di Argentina, Messico e delle cinque economie asiatiche coinvolte nella crisi, hanno concluso che l'eccessiva fiducia negli afflussi di capitali di breve termine ha contribuito in modo rilevante a generare instabilità, in termini di inversione dei flussi di capitali di portafoglio. Quando si è sviluppata una situazione di crisi, l'investimento cartolarizzato di breve periodo è stato prontamente ritirato, e le banche dei centri monetari si sono rifiutate di rinnovare grandi quantità di debito a breve termine.

8. Conclusioni

La crisi latino-americana del debito divampata nel 1982 ha rappresentato uno spartiacque, dopo il quale i flussi di capitali privati verso le economie di mercato emergenti hanno iniziato a invertirsi. Durante la seconda metà degli anni '80, in tali economie i flussi d'investimenti di portafoglio hanno coinciso con la tendenza alla "cartolarizzazione". È il periodo in cui sono venuti meno i prestiti delle banche commerciali. Gli investimenti azionari privati di portafoglio erano ostacolati dal fatto che sugli investitori istituzionali dei paesi industrializzati gravavano restrizioni esplicite e implicite. Alcuni mutamenti nel contesto regolamentativo, come la revisione della "Direttiva S" e della Norma 144A della SEC negli Stati Uniti, hanno agevolato il collocamento privato in questo paese, e le economie di mercato emergenti hanno cominciato a trarne profitto. Dal lato della domanda, nella seconda metà degli anni '80 in molte fra le principali economie di mercato emergenti i mercati finanziari interni andavano crescendo in dimensioni e complessità, e si cominciarono a sfruttare le RDA e i fondi

comuni d'investimento di singoli paesi. Iniziò a rafforzarsi gradualmente l'insieme di flussi finanziari diversi dal debito diretti alle economie di mercato emergenti e provenienti da fonti private.

Nel periodo 1990-92 i flussi di capitali di portafoglio verso le economie di mercato emergenti hanno registrato una crescita esplosiva. Ne erano responsabili una serie di fattori strutturali, istituzionali e di natura non ciclica. Il principale elemento strutturale alla base dell'inversione del ciclo dei flussi di capitali è stato, nel 1998, l'annuncio del Piano Brady di ristrutturazione del debito. Uno dei fattori dominanti nell'influenzare l'ampiezza e la direzione dei flussi di capitali negli anni '90 è rappresentato dalla notevole crescita di importanza dei capitali e degli investitori istituzionali. I gestori di fondi istituzionali sono divenuti soggetti attivi nei mercati mobiliari globali. Nei paesi del G-7 si è assistito a una fortissima crescita nelle dimensioni e nella sofisticatezza delle istituzioni finanziarie non bancarie specializzate nell'investimento di capitali, soprattutto nei mercati emergenti.

Fino alla prima metà del 1997, i flussi di capitali di portafoglio verso le economie di mercato emergenti si sono mantenuti su livelli notevoli, ma durante la seconda metà dell'anno hanno subito un crollo. Le crisi scoppiate in Asia, seguite da quelle di Russia e Brasile, hanno imposto un tributo pesante. Il 1998 è iniziato in un'atmosfera di pessimismo, ma a marzo si è osservato un certo miglioramento. Una più intensa fase di pessimismo ha avuto inizio a metà agosto, quando la Russia ha svalutato il rublo. A metà settembre le ripercussioni degli avvenimenti in Russia mettevano sotto pressione le economie di mercato emergenti, in quanto erano bruscamente aumentati gli *spreads* nei mercati secondari. Il quasi fallimento della LTCM ha contribuito alla grave erosione di fiducia, accelerando una vasta fuga dal rischio. L'attuale periodo di ristagno dei flussi di capitali di portafoglio può protrarsi per un certo tempo, ma nell'economia mondiale è visibile una serie di fattori strutturali che nel prossimo decennio provocheranno una pronta inversione di tendenza.

Due dei più importanti problemi di politica economica legati agli afflussi di capitali di portafoglio verso le economie di mercato emergenti sono quello della moneta calda e fredda e quello dell'instabilità. L'analisi empirica indica che non vi è ragione di distinguere tra moneta calda e fredda. La classificazione in flussi di breve e lungo periodo non fornisce alcuna informazione sulle proprietà delle serie sto-

riche degli afflussi. Quanto alla questione dell'instabilità, l'adozione di politiche errate può gettare le basi di una grave instabilità macroeconomica, e le crisi degli anni '90 hanno fornito molte lezioni preziose su come tenerla sotto controllo. Il presente articolo esamina entrambi i problemi dal punto di vista delle autorità di politica economica.

BIBLIOGRAFIA

- ALBA, P., A. BHATTACHARYA, S. CLAESSENS, S. GHOSH e L. HERMENDEZ (1998), "Volatility and contagion in a financially integrated world", *World Bank Policy Research Working Paper*, no. 2008, November.
- BOSWORTH, B.P. e S.M. COLLINS (1999), "Capital flows to developing economies: implications for saving and investment", *Brookings Papers on Economic Activity*, no. 1, pp. 143-80.
- CARDOSO, E.A. e R. DORNBUSCH (1989), "Foreign private capital flows", in H.B. Chenery e T.N. Srinivasan, eds, *Handbook of Development Economics*, vol. 2, North Holland, Amsterdam and New York, pp. 214-48.
- CLAESSENS, S., M.P. DOOLEY e A. WARNER (1995), "Portfolio capital flows: hot or cold?", *The World Bank Research Review*, vol. 9, no. 1, pp. 153-74.
- COOPER, R.N. e T. TRUMAN (1971), "An analysis of the role of international capital markets in providing funds to developing countries", *Weltwirtschaftliches Archiv*, Bd. 106, Nr. 24, pp. 153-83.
- DAS, D.K. (1986), *Migration of Financial Flows to Developing Countries*, The Macmillan Press Ltd, London.
- DAS, D.K. (1989), "Brady Plan and the international banks", *The Business Standard*, Bombay, August 24, p. 6.
- DAS, D.K. (1996), "Emerging markets and macroeconomic stabilization", *Journal of the Asia Pacific Economy*, vol. 1, no. 3, pp. 319-46.
- DAS, D.K. (1999), "Private capital flows and speculative runs in emerging market economies", *Journal of the Asia Pacific Economy*, vol. 4, no. 3, pp. 313-30.
- DE LAROSIÈRE, J. (1996), "Financing development in a world of private capital flows", The Per Jacobsson Lecture, Washington, September 29.
- EICHENGREEN, B. e A. FISHLOW (1998), "Contending with capital flows: what is different about the 1990s", in M. Mahler ed., *Capital Flows and Financial Crisis*, Cornell University Press, Ithaca and New York, pp. 23-68.
- GOLDSTEIN, M. and D. FOLKERTS-LANDAU (1994), *International Capital Markets: Systemic Issues in International Finance*, Part II, International Monetary Fund, Washington.
- GOOPTU, S. (1993), "Portfolio investment flows to emerging markets", in S. Claessens and S. Gooptu eds, *Portfolio Investment in Developing Economies*, The World Bank, Washington, pp. 45-77.

- GRENVILLE, S. (1999), "Capital flows and crises", *Asian-Pacific Economic Literature*, vol. 13, no. 2, pp. 1-15.
- IIF – INSTITUTE OF INTERNATIONAL FINANCE, INC. (1997), "Spreads and risk in emerging markets lending", *IIF Research Paper*, no. 97-1, December, Washington.
- IIF – INSTITUTE OF INTERNATIONAL FINANCE, INC. (1999), *Report of the Working Group on Financial Crisis in Emerging Markets*, January, Washington.
- IIF – INSTITUTE OF INTERNATIONAL FINANCE, INC. (2000), *Capital Flows to Emerging Market Economies*, 24 January, Washington.
- IFC – INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION (1999), *Emerging Market Data Base: 1999 Factbook*, Washington.
- IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND (1995a), *Private Market Financing for Developing Countries*, Washington.
- IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND (1995b), *International Capital Markets: Developments, Prospects and Key Policy Issues*, August, Washington.
- IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND (1998), *International Capital Markets: Developments, Prospects and Key Policy Issues*, September, Washington.
- IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND (1999a), *World Economic Outlook*, October, Washington.
- IMF – INTERNATIONAL MONETARY FUND (1999b), *International Capital Markets: Developments, Prospects and Key Policy Issues*, September, Washington.
- ITO, T. (1999), "Capital flows to Asia", *National Bureau of Economic Research Working Paper*, no. 7134, Cambridge, Mass.
- LOPEZ-MEJIA, A. (1999), "Large capital flows: a survey of the causes, consequences, and policy responses", *IMF Working Paper*, no. 99/17, February, Washington.
- MCKINSEY GLOBAL INSTITUTE (1994), *The Global Capital Market: Supply Demand, Pricing, and Allocation*, Washington.
- MONTIEL, P.J. e C. REINHART (1997), "The dynamics of capital movements to emerging economies during the 1990s", United Nations University, World Institute for Development Economic Research, Helsinki, mimeo.
- MONTIEL, P.J. (1999), "Policy response to volatile capital flows", lavoro presentato alla conferenza organizzata da World Bank/IMF/WTO su "Capital Flows, Financial Crises, and Policies", 15-16 aprile, Washington.
- MUSSA, M. e A. RICHARD (1999), "Capital flows in the 1990s before and after the Asian crisis", lavoro presentato alla conferenza organizzata da World Bank/IMF/WTO su "Capital Flows, Financial Crises, and Policies", 15-16 aprile, Washington.
- OBSTFELD, M. (1998), "The global capital market: benefactor or menace?", *National Bureau of Economic Research Working Paper*, no. 6559, Cambridge, Mass.
- OECD – ORGANIZATION FOR ECONOMIC COOPERATION AND DEVELOPMENT (1971), *Development Assistance*, Paris.
- OECD – ORGANIZATION FOR ECONOMIC COOPERATION AND DEVELOPMENT (1990), *Liberalization of Capital Movements and Financial Services in the OECD Areas*, Paris.

- PORTES, R. e H. REY (1999), "The determinants of cross-border equity flows", *National Bureau of Economic Research Working Paper*, no. 7336, Cambridge, Mass.
- REISEN, H. (1994), "On the wealth of nations and retirees", in *Finance and International Economy*, no. 8, Prize Essay in Memory of Robert Marjolin, Oxford University Press for American Express Bank, New York.
- RODRIK, D. (1999), "Short-term capital flows", *National Bureau of Economic Research Working Paper*, no. 7364, Cambridge, Mass.
- SOROS, G. (1998), *The Crisis of Global Capitalism*, Public Affairs, New York.
- TURNER, P. (1991), "Capital flows in the 1980s: a survey of major trends", *BIS Economics Paper*, no. 30, April.
- UNCTAD - UNITED NATIONS CONFERENCE ON TRADE AND DEVELOPMENT (1998), "The growth of domestic capital markets and its relationship with foreign portfolio investment", TD/B/COM.2/EM.4/2, mimeo, Geneva.
- WIDER - WORLD INSTITUTE FOR DEVELOPMENT ECONOMICS RESEARCH (1990), *Foreign Portfolio Investment in Emerging Markets*, Study Group Series, no. 5, Helsinki.
- WORLD BANK (1997), *Private Capital Flows to Developing Countries*, Oxford University Press, New York.
- WORLD BANK (1999), *Global Development Finance: Analysis and Summary Tables*, Washington.
- WORLD BANK (2000), *Global Development Finance 2000*, Washington.