

Stabilità ed instabilità: lezioni dai paesi emergenti

di Nicola Pegoraro

- *Alcuni economisti che si sono specializzati nell'analisi dei mercati emergenti hanno elaborato concetti e teorie molto utili a chiunque si interessi di mercati finanziari.*
- *“Peccato originale” e “Miracolo della fenice” sono eleganti metafore che gettano nuova luce su alcune dinamiche tipiche non solo dei paesi emergenti, ma anche dei paesi occidentali.*

I paesi emergenti come amplificatori dei fenomeni finanziari ed economici

Quando si parla di instabilità e di crisi finanziarie, i paesi emergenti sono un ideale oggetto di osservazione. In quei paesi i fenomeni economici e finanziari sono più vivaci e imprevedibili che nei paesi maggiormente sviluppati. Volendosi esprimere in termini più rigorosi, la volatilità delle maggiori grandezze economiche (Pil, inflazione, saldo delle partite correnti, bilancia dei pagamenti, etc.) è nettamente superiore a quella che si riscontra nei paesi più sviluppati.

Volatilità delle grandezze economiche in alcuni paesi sviluppati ed emergenti Deviazione standard ribasata sul valore minore del campione

Paese	Deviazione standard relativa del PIL ¹	Deviazione standard dell'inflazione ²	Deviazione standard delle partite correnti in funz. del PIL ³
Brasile	1,5	6,6	2,2
Argentina	2,0	9,7	4,1
Messico	1,4	6,9	2,3
Cina	3,6	4,4	3,0
Turchia	1,8	8,3	3,4
Stati Uniti	1,3	2,9	1,8
Italia	1,0	4,1	2,0
Giappone	1,3	1,0	1,0

¹ PIL reale in Usd, dati della Banca Mondiale dal 1960 al 2012 (deviazione standard relativa=deviazione standard/media aritmetica)

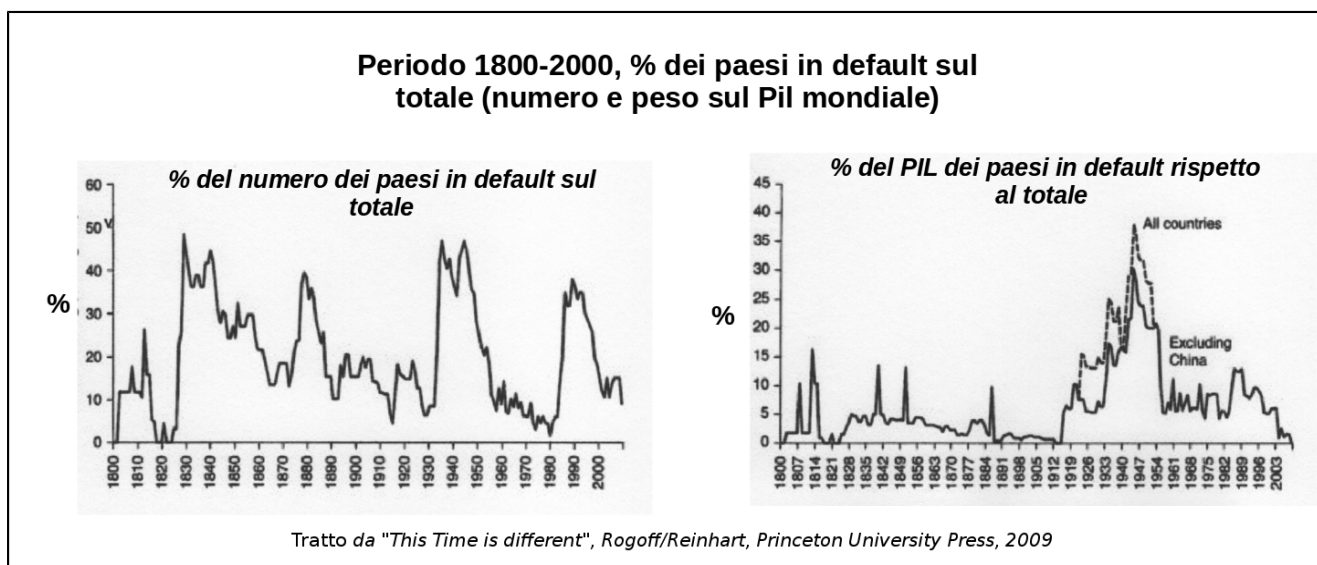
² deflatore del PIL in USD dal 1978 al 2012, dati del Fondo Monetario Internazionale

³ Partite correnti/PIL trimestrali, periodi variabili, dati di Bloomberg Indices

Elaborazioni di Pegoraro (2013)

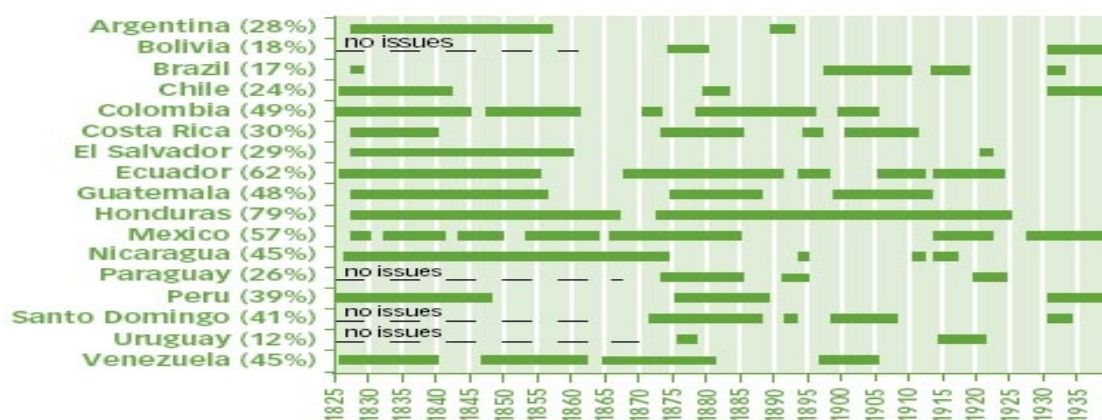
Parallelamente, boom e crisi sistemiche sono eventi frequenti nei paesi emergenti, essendo un dato di fatto che default e crisi valutarie si sono verificate molto più spesso che nei paesi più sviluppati, anche se eventi drammatici come le insolvenze sono storicamente piuttosto comuni, anche in molti

paesi dell'Europa (i più poveri o quelli coinvolti in conflitti), specie nel 19° secolo. Nel grafico che segue si può vedere come, in alcuni momenti del periodo 1800-2000, quasi la metà dei paesi del mondo si potesse tecnicamente considerare insolvente e come il peso sul Pil mondiale di questi paesi abbia viaggiato spesso attorno al 10%, con punte del 40% nel periodo seguente alla seconda guerra mondiale.



Emblematici in questo caso i paesi dell'America Latina, che, dall'indipendenza (negli anni 20 del 19° secolo) ad oggi, hanno fatto default sul proprio debito estero e/o interno moltissime volte, come si può apprezzare dalla tabella qui sotto che evidenzia, per il periodo 1820-1940, le fasi nelle quali questi paesi sono stati insolventi e tagliati fuori dai mercati finanziari internazionali.

LATAM: periodi di Default, 1825 - 1940



Fonte: Taylor (2003); date default Tomz (2001), date emissioni Marichal (1989) via LWD

Note: in parentesi sono indicate le percentuali degli anni passati in default

Nel periodo successivo (1940-2013) per fermarci ai principali paesi dell'area, Messico, Argentina e Brasile sono stati insolventi, rispettivamente, una, cinque e tre volte.

Ancora più frequenti dei default veri e propri sono gli episodi che gli studiosi chiamano “Sistemic Sudden Stops” (anche riassunto in “3S”)¹, cioè momenti in cui, a causa dei timori degli investitori internazionali e domestici, gli investimenti rallentano bruscamente, i capitali cessano di affluire nel paese e il Pil subisce bruschi cali (spesso dell'ordine del 10% o più). Calvo/Izquierdo/Mejía, in uno studio del 2008, ne identificano ben 120 nel periodo 1990-2004, di cui solo 6 in paesi considerati sviluppati (in corrispondenza della crisi valutaria del Sistema Monetario Europeo del 1992). In alcuni casi un 3S evolve in un default, ma più frequentemente la crisi viene superata.

Di particolare interesse sono due concetti elaborati da studiosi dei paesi emergenti, ma che risultano interessanti per tutti:

- il peccato originale (“original sin”)
- il miracolo della fenice (“Phoenix miracle”)

Il peccato originale

L'espressione, molto evocativa, di “original sin” (peccato originale) è stata usata per la prima volta in ambito economico da Barry Eichengreen e Ricardo Hausmann nel 1999. Si voleva definire così quella situazione di dipendenza da parte di alcuni paesi dal debito denominato in valuta estera, specie in presenza di un ruolo importante svolto dagli investitori esteri. In vari lavori successivi, gli autori ed altri studiosi hanno poi affinato questo concetto, andando ad includere tutta una serie di grandezze rilevanti allo scopo di definire la dipendenza di un'economia dalle divise estere (mercato dei currency swap, debito privato e pubblico non solo obbligazionario, ...), anche a prescindere dalla presenza di capitale estero². Con il riferimento al Peccato Originale si mette in evidenza che tale “colpa” o lacuna sia da attribuire all'eredità passata delle economie e alla mancanza di credibilità “storica” delle istituzioni del paese, la quale rende difficile convincere gli stessi investitori domestici ad affidarsi alla divisa del proprio paese. Per molti paesi, emettere debito nella divisa domestica sembra essere un problema estremamente difficile da sormontare: Dias, Richmond and Wright (2011) hanno analizzato il debito pubblico (in forma di obbligazioni) di ca 100 paesi

1 Arresti improvvisi e sistemici.

2 Alcuni studi hanno chiarito che i paesi che non hanno un efficiente mercato domestico del debito nella propria divisa, non riescono neanche a raccogliere capitali esteri denominati nella propria divisa (o ci riescono molto poco).

emergenti nel 2000 ed hanno calcolato che il 70% dell'emesso era denominato in dollari e che, se si includono all'aggregato Euro (anche divise legacy), Yen e Diritti Speciali di Prelievo, il totale sale al 90%.

Come abbiamo detto, esistono molte misure del peccato originale; tuttavia, in linea di massima, tutte le definizioni si basano sulla seguente formula:

$$\text{Peccato originale} = 1 - \frac{\text{Passività in divisa domestica}}{\text{Passività complessive}}$$

Ma le cose evolvono ed i paesi emergenti più forti si sono mossi negli ultimi decenni per rafforzare la stabilità dei loro sistemi economici e finanziari, sostanzialmente su tre filoni:

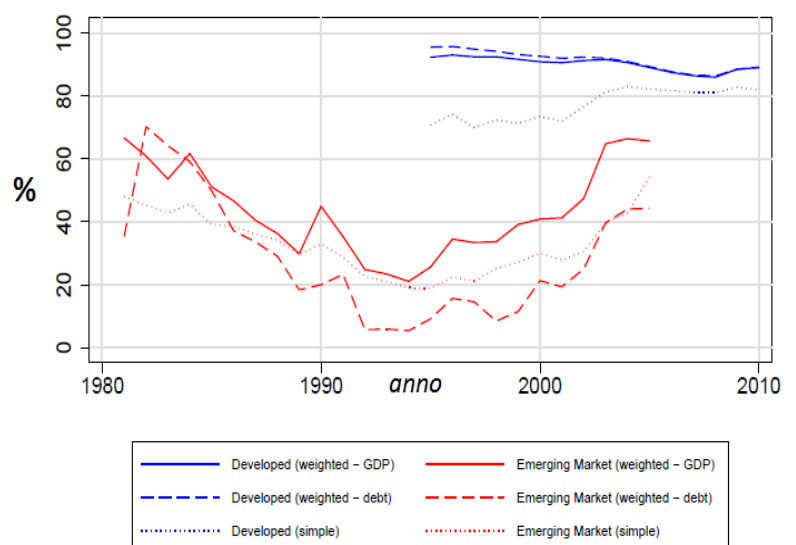
1. creazione di un mercato domestico del debito pubblico e privato, in divisa locale;
2. accumulo di riserve in divisa estera (in questo modo il le passività in divisa trovano una compensazione parziale da un attivo in divisa);
3. incentivazione degli investimenti diretti nel paese da parte di investitori esteri, privilegiati rispetto agli investimenti di portafoglio e ai finanziamenti da parte di banche estere.

Riguardo il primo elemento, la crescita di un mercato finanziario domestico, in alcuni casi i risultati sono stati eccellenti, come per Colombia, Messico, Brasile, Corea (fino a 20 anni fa un paese emergente e 15 anni fa coinvolto in una colossale crisi finanziaria) e altre Tigri Asiatiche.

Percentuale del debito sovrano lordo denominato in divisa domestica

	1995	2005
Argentina	4.48	48.52
Brazil	33.94	85.92
Chile	25.21	23.12
China	63.86	97.92
Colombia	29.99	73.01
Honduras	7.74	4.99
Malaysia	48.32	93.20
Mexico	14.70	71.95
Thailand	10.80	93.13
Turkey	37.28	71.95
Venezuela	21.40	33.56

Percentuale del debito pubblico denominato in valuta domestica

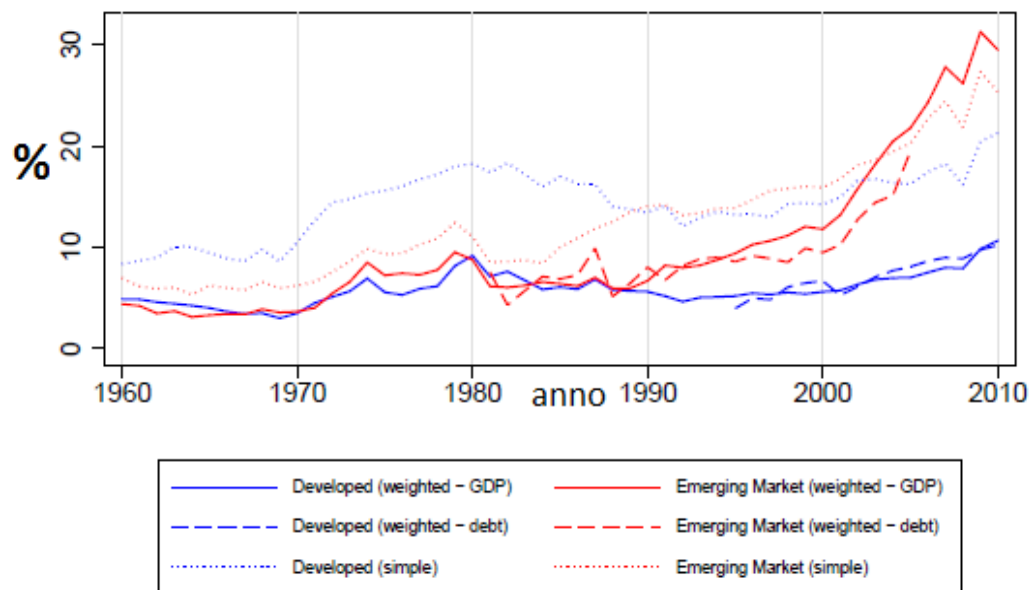


Fonte: "An Empirical Analysis of the Currency Composition of Sovereign Borrowing", Daniel B. Fried, 2013.

Fonte: "An Empirical Analysis of the Currency Composition of Sovereign Borrowing", Daniel B. Fried, 2013

Riguardo al secondo punto, la creazione di un buffer per assorbire possibili shock di breve termine costituito da oro e divisa estera, non è più un mistero che le prime banche centrali nella classifica dei detentori di riserve internazionali siano da qualche anno Cina, Giappone ed altri paesi emergenti, sia asiatici, che medio-orientali (non mancano comunque i paesi latino-americani come il Brasile), anche se va detto che l'Eurozona non demerita certo in questa particolare classifica.

Riserve delle banche centrali dei paesi emergenti e sviluppati in funzione del PIL e del debito pubblico



Fonte: *An Empirical Analysis of the Currency Composition of Sovereign Borrowing*, Daniel B. Fried, 2003

Riguardo al terzo punto, la ricerca del capitale estero meno orientato al breve termine, non c'è dubbio che, fermo restando che negli ultimi 20 anni i paesi che hanno messo in atto la politica più lungimirante hanno incentivato gli investimenti in capacità produttiva e cercato di limitare gli investimenti più legati al breve termine come i crediti bancari e la raccolta obblazionaria sui mercati esteri, esistono ancora rischi per l'area legati alla dipendenza dal capitale estero, molto mobile e soggetto a fenomeni che il paese "ospitante" non può pensare di gestire in autonomia (vedi il recente sell-off dell'area dovuto ai timori circa un ridimensionamento della politica espansiva americana).

Uno spunto particolare si può trarre dal concetto di peccato originale, quando lo si accosta ai paesi dell'Euro-zona, una delle aree più sviluppate del mondo; questi si trovano in una situazione insolita: le loro passività sono denominate in una divisa, l'Euro, che non può certo essere definita estera, ma neanche completamente domestica, visto che la politica monetaria è condivisa e che la separazione tra Banca Centrale e governi emittenti è probabilmente più forte che in qualsiasi altra grande area monetaria.

Il miracolo della fenice

Il termine, una vera metafora, si richiama al mito della fenice che rinasce dalle proprie ceneri e, in ambito economico, definisce il fenomeno della ripresa economica che segue ad un evento in qualche modo traumatico per un paese, che si tratti di una crisi valutaria, di un default o di un episodio di “Sistemic Sudden Stop”³. Fondamentale il contributo di Calvo/Izquierdo/Talvi del 2006 che analizza le motivazioni di tale “rimbalzo” dell'economia dopo una fase di contrazione. Si parla anche di “ripresa senza credito”, per sottolineare come la ripresa del PIL avvenga senza apparente aiuto da parte del sistema bancario e finanziario estremamente restio ad investire, quando non del tutto squassato dalla crisi.

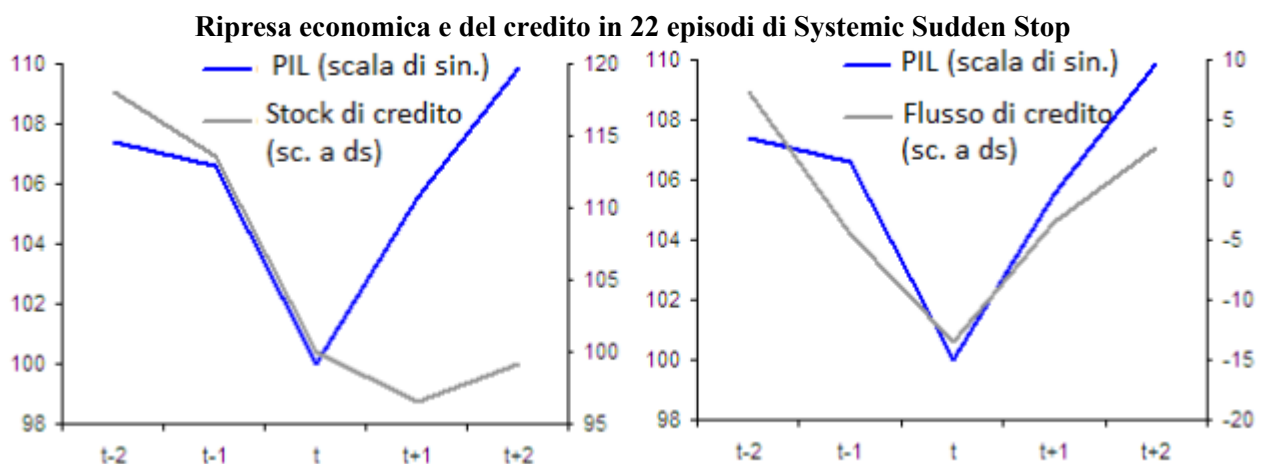
Lo studio del 2006 analizza 22 casi di crisi finanziaria molto pronunciata. Gli episodi sono collegati alla “Tequila Crisis” del 1995 nata in Messico e poi rapidamente diffusasi in altre economie emergenti, alla crisi asiatica del 1997, alla crisi innescatasi su quasi tutte le economie emergenti nel 1982 e conclusasi con una colossale ondata di default, alcuni episodi isolati degli anni '90 e 2000 e la Grande Depressione statunitense. Le conclusioni sono piuttosto sorprendenti:

- in media il ritorno del Pil ai livelli pre-crisi si verifica piuttosto velocemente, anche se con un lag (in media 3 anni);
- la produttività e l'occupazione scendono molto durante la crisi, ma si riprendono velocemente, più o meno come il PIL;
- gli investimenti non si riprendono così bene, ma anzi restano indietro, così come il credito bancario;
- salvo che nel caso della Depressione degli USA, quando si verificò una forte deflazione dei prezzi, la crisi tende a spingere al rialzo l'inflazione;

3 L'espressione è definita all'inizio dell'articolo

- gli episodi sembrano tutti seguire una fase precedente di forte afflusso di capitali dall'estero che all'apice della crisi tendono, invece, a fuggire dal paese in difficoltà.

Le conclusioni dello studio sono state contestate da alcuni economisti. Biggs/Mayer/Pick nel 2010 hanno suggerito che gli operatori creditizi e gli investitori tendano ad anticipare la crisi e la successiva ripresa, anche se la dimensione del credito (lo stock) non lo rende evidente. Qualora la crescita economica sia posta in relazione, invece che allo stock di credito (come nello studio di Calvo/Izquierdo/Talvi), con l'andamento dei flussi creditizi, la correlazione diventa più evidente. In sostanza, all'esplosione della crisi, è vero che il credito scende, ma il ritmo di discesa rallenta, probabilmente perché agli investitori in fuga si affiancano nuovi investitori più opportunistici, in grado di finanziare investimenti più redditizi. Il grafico elaborato da Biggs/Mayer/Pick (che segue) evidenzia come, utilizzando gli stessi dati dello studio del 2006, le conclusioni possano essere sostanzialmente diverse, a seconda che si utilizzi come variabile lo stock di credito (cioè la quantità di credito) o il tasso di crescita/contrazione di questa variabile (matematicamente, la sua derivata prima).



Fonte: dati di Calvo, Izquierdo and Talvi (2006) rielaborati da Biggs/Mayer/Pick (2010). "t" rappresenta il momento topico del Systemic Sudden Stop e la grandezza viene ribasata a 100 in tale momento.

Altri studiosi hanno criticato lo studio di Calvo/Izquierdo/Talvi, fornendo evidenza empirica opposta, come nel caso di Ayyagari/Demirgüç-Kunt/Maksimovic, che, sempre nel 2010, focalizzandosi sull'esame di singoli episodi di ripresa economica e sui bilanci delle imprese, pervengono ad evidenze opposte: quando c'è vera ripresa, c'è anche ripresa del credito e quando, invece, il credito non riparte, Pil ed occupazione faticano a ritrovare i livelli pre-crisi.

PUBBLICATO SU LETTERA ASSIOM FOREX N.3/2013

Il parere di chi scrive è che si possano verificare miracoli della fenice, quando la crisi permette di ridefinire/ricostruire il sistema economico su nuove basi, come è successo alle Tigri Asiatiche alla fine degli anni 90; queste ultime, dopo una fase di grande difficoltà, hanno ristrutturato la propria economia, rinunciando al capitale estero più speculativo (quello che tipicamente acquista titoli di stato e obbligazioni private o si materializza come credito bancario); hanno ricercato, invece, investimenti diretti dall'estero, in grado di creare capacità produttiva e orientati al lungo termine, sviluppando, contemporaneamente, un proprio sistema finanziario domestico.

Quando, invece, la fase di rallentamento, esplosivo o meno, è gestita male e senza ambizione, allora i problemi si pongono per davvero e la ripresa stenta ad arrivare.

Conclusioni

Se in passato si riteneva che l'instabilità tipica dei mercati finanziari e delle economie emergenti fosse un caso a parte, un'eccezione al supposto principio generale di perfetta efficienza e stabilità dei mercati finanziari, il buon senso ed il confronto con la realtà ci dovrebbe avere convinto del contrario: i paesi meno sviluppati sono solo più instabili ed incontrano fasi critiche più frequentemente rispetto ai paesi più sviluppati, ma non sono una specie a parte.

Le crisi delle economie più sviluppate possono essere meno frequenti ed avere caratteristiche diverse da quelle dei paesi emergenti; sono, per esempio, caratterizzate da tempi più lunghi, essendo più protratto il periodo che porta alla crisi e più lenta anche la ripresa. Dinamiche e cause, invece, non sono molto dissimili e sarebbe utile un maggior travaso di conoscenze ed esperienze tra esperti dei mercati emergenti e dei mercati sviluppati.

Testi citati

Guillermo A. Calvo-Alejandro Izquierdo-Luis-Fernando Mejía, 2008, "Systemic Sudden Stops: The Relevance Of Balance-Sheet Effects And Financial Integration", Working Paper 14026, National Bureau Of Economic Research,

Borensztein, Levy Yeyati, Panizza, 2006, "Living With Debt". Inter American Development Bank, anche abbreviato con "LWD" nel testo.

Dias DA, Richmond C, Wright MLJ, 2011. "The Stock of External Sovereign Debt: Can We Take the Data At Face Value?" NBER Working Paper 17551.

Meghana Ayyagari; Asli Demirgüç-Kunt, Vojislav Maksimovic, 2011, "Do Phoenix miracles exist ? firm-level evidence from financial crises ", World Bank, Policy Research working paper 5799,

Michael Biggs Thomas Mayer Andreas Pick, , 2010, "Credit and Economic Recovery: Demystifying Phoenix Miracles", Working Paper Series SSRN

Borensztein, Levy Yeyati, Panizza. 2006, Living with Debt. Inter American Development Bank.

Calvo, Izquierdo, Talvi. 2006. Phoenix miracles in emerging markets. BIS Working Papers 221.

Borio, Packer. 2004. Analisi dei nuovi orientamenti in materia di rischio. Rassegna trimestrale BRI, dicembre 2004