

**Caterina Galluccio
Giuseppina Gianfreda**

**SOCIOLOGIA E POLITICA
ECONOMICA**

Appunti e ricerche

**Caterina Galluccio
Giuseppina Gianfreda**

SOCIOLOGIA E POLITICA ECONOMICA

Appunti e ricerche

Indice

- **Appunti di Politica Economica: inflazione e istituzioni monetarie**
Giuseppina Gianfreda

- **Appunti di Politica Economica: le fasi iniziali della crisi Argentina nel 1998**
Giuseppina Gianfreda

- **Appunti di Sociologia Economica: la scelta di investire eticamente**
Caterina Galluccio

- **Appunti di Sociologia Economica: gli acquisti compulsivi**
Caterina Galluccio

Appunti di Politica Economica: le fasi iniziali della crisi Argentina nel 1998

Giuseppina Gianfreda

1. Introduzione

Le recenti vicende che hanno investito l'economia Argentina affondano le loro radici nel passato recente del paese. Già nel 1992 l'Argentina aveva rinunciato alla sovranità monetaria in favore del dollaro, adottando un sistema di "currency" board. Tale regime è rimasto in vigore fino al 2002 ed è stato abbandonato in seguito alla crisi economica iniziata nel 1998. L'abbandono del currency board, ed il ripristino delle piene prerogative della banca centrale argentina, è stato giustificato sulla base della circostanza che tale regime fosse una concausa della crisi del 1998. Tuttavia, a vent'anni dalla crisi, iniziata nel 1998 con una contrazione reale e sfociata nel 2002 nella dichiarazione di "default" e nell'abbandono della convertibilità del peso con il dollaro, non vi è ancora un'interpretazione condivisa degli eventi che hanno causato il crollo del "currency board" e una perdita reale di quasi il 20% nel giro di 4 anni. Da un lato, infatti, non è stata fatta ancora piena luce sulle cause scatenanti; dall'altro - e anche in conseguenza del primo aspetto - non vi è ancora accordo sugli effetti che le misure che si sono susseguite durante gli anni della crisi, quali il "corralito", l'inasprimento fiscale, l'abbandono della convertibilità, ecc. hanno avuto sul protrarsi e l'aggravarsi della stessa.

Questo paper si incentra sul primo problema; l'obiettivo è quello di individuare, attraverso una narrazione descrittiva degli eventi, quei fattori che hanno provocato nel corso del 1998 il rallentamento della crescita Argentina e successivamente la recessione.

Sotto questo profilo, all'indomani dello scoppio della crisi, il dibattito si è immediatamente concentrato su due fattori potenziali: la svalutazione del real brasiliano nei confronti del dollaro, e il debito con l'estero accumulato dall'amministrazione argentina.

La discussione di questi fattori investe direttamente la questione della responsabilità del sistema di currency board; l'instabilità del tasso di cambio reale, infatti, rappresenta una conseguenza ampiamente analizzata in letteratura dell'ancoraggio nominale, e costituisce l'altra faccia della medaglia del trade-off che vede nella credibilità il vantaggio principale della convertibilità, specialmente per i paesi emergenti.

Tuttavia nessuna delle due ricostruzioni spiega le fasi iniziali della crisi, ossia la repentina inversione di tendenza del PIL argentino che, nel corso del 1997, viaggiava a ritmi dell'8% annuo, e che nel 1998 rallentava fino alla contrazione nell'ultimo trimestre; la svalutazione del real, infatti, ha assunto una dimensione di rilievo solo a partire dal primo trimestre del 1999, mentre le condizioni di sostenibilità del debito hanno iniziato a deteriorarsi solo nel 1999, in parte come risultato della contrazione della crescita. Mentre entrambi i fattori possono avere svolto un ruolo nella crisi, contribuendo ad acutizzare la contrazione il primo e a deteriorare le condizioni di sostenibilità il secondo, l'esordio della crisi resta ancora un fatto inspiegato.

Una chiave per la comprensione degli eventi argentini è rappresentata dalle

condizioni monetarie. A partire dal 1996, il paese è stato in una situazione di deflazione: gli incrementi annui del Pil sono stati trainati esclusivamente dalla crescita reale, mentre le variazioni del deflatore hanno avuto sempre segno negativo. La deflazione ha avuto inizio nel 1996, anno successivo alla crisi della tequila che aveva portato ad un attacco al peso, al crollo delle riserve internazionali e, dato che l'Argentina si trovava in regime di currency board, ad una riduzione drastica della base monetaria. Da allora, le autorità monetarie Argentine hanno aumentato la percentuale di copertura della circolazione di peso. In conseguenza di ciò, lo scarto tra l'andamento delle riserve internazionale e gli aggregati monetari ristretti (base monetaria e M1) è andato aumentando, in quanto questi ultimi hanno avuto un'evoluzione molto più contenuta rispetto alle riserve. Negli anni compresi tra il 1996 e il 1999, le condizioni monetarie non risultano quindi vincolate dall'andamento delle riserve ufficiali, essendosi rivelate più restrittive rispetto agli accordi di currency board.

L'ipotesi analizzata nell'articolo è che l'iniziale rallentamento e contrazione del reddito reale siano imputabili a condizioni monetarie nel complesso restrittive, soprattutto alla luce dei tassi di sviluppo che l'Argentina stava conoscendo in quel periodo. Ad una domanda interna insufficiente si sono solo successivamente aggiunti gli effetti del calo di domanda estera, conseguente alla svalutazione del real. L'articolo si suddivide nel modo seguente: il paragrafo 2 contiene una breve rassegna delle caratteristiche istituzionali del currency board e del dibattito sui pro e i contro di questo sistema per i paesi emergenti; il paragrafo 3 analizza le condizioni di fondo degli anni precedenti la crisi argentina, valutando le ipotesi di crisi del sistema bancario, di svalutazione del real e insostenibilità del debito in quanto cause potenziali della crisi; nel paragrafo 4 si analizza la spiegazione monetaria.

2. Currency board: pro e contro per i paesi emergenti

Le caratteristiche fondamentali di un currency board "ortodosso" sono le seguenti:

- a) l'autorità monetaria del Paese emette banconote e monete pienamente convertibili in una moneta esterna a tasso fisso; b) qualsiasi emissione di moneta nazionale presuppone la copertura della moneta di riserva. Questa caratteristica implica che le riserve internazionali debbano essere pari o di poco superiore al 100% delle emissioni; c) il board non interferisce con il funzionamento del sistema bancario, astenendosi da qualsiasi forma di regolamentazione⁹.

Nel currency board ortodosso, l'emissione di moneta nazionale è dunque possibile solo a fronte dell'introduzione nel paese di moneta di riserva; di conseguenza, non vi è spazio per la gestione di una politica monetaria attiva.

Raramente però il currency board viene attuato in forma ortodossa¹⁰. Spesso si assiste a forme ibride, in cui non è richiesta una copertura al 100%. Il currency board istituito nel 1991 in Argentina, ad esempio, non era ortodosso; basti pensare che

⁹ Per un'analisi dell'evoluzione del currency board, cfr. Schwartz (1993); per una trattazione più estesa delle caratteristiche, cfr. Hanke e Schuler (1994, 2000).

¹⁰ Esempi di currency board ortodossi sono le Isole Cayman, le Falkland, le Faroe e Gibilterra; a seguito della crisi asiatica del 1997-98, anche il currency board di Hong Kong ha iniziato ad operare il forma ortodossa; si veda Hanke e Schuler (2000).

anche i titoli del debito pubblico argentino concorrevano a riserva utile per la copertura delle emissioni. Quando l'obbligo di copertura delle emissioni con moneta di riserva non è del 100%, il currency board può creare autonomamente - entro certi limiti - base monetaria, svolgendo così una politica monetaria attiva¹¹. Nella misura in cui il board può creare base monetaria, la dipendenza con la politica monetaria del paese che emette la moneta di riserva si allenta.

Il currency board, così come la dollarizzazione, è stato recentemente studiato in letteratura soprattutto con riferimento ai paesi emergenti. In tali paesi, le riforme delle istituzioni monetarie devono spesso confrontarsi con rientri da inflazioni o iperinflazioni, crisi valutarie e mercati finanziari poco sviluppati. Il vantaggio principale dell'ancoraggio ad una moneta estera in queste condizioni è stato individuato nella credibilità, sia per quanto riguarda il rischio inflazione che il rischio svalutazione. L'accresciuta credibilità consente la riduzione del tasso di interesse e l'allungamento dell'orizzonte temporale degli investitori, con conseguenze positive sulla crescita (Dornbusch, 2001); inoltre, riduce il rischio della restrizione improvvisa del credito internazionale (Calvo, 2000).

Inoltre, si sostiene una funzione positiva dei sistemi "hard peg" nella prevenzione delle crisi valutarie nei paesi emergenti. Queste sono generalmente associate al "sudden stop" nel credito internazionale, a sua volta provocato dal panico degli investitori in situazioni caratterizzate da informazioni insufficienti, debolezza strutturale e mercati poco liquidi (Calvo, 2000). Sotto questo profilo, il vantaggio di tali sistemi, anche relativamente ad altre forme di commitment, come l'inflation targeting, viene sostenuto sulla base della maggiore osservabilità, dell'automatismo e della irrevocabilità della regola; l'abbandono della regola è infatti definitivo, non essendovi spazio per deviazioni momentanee (Calvo, 2000).

Gli effetti dell'accresciuta credibilità sono diversi a seconda che si faccia riferimento a sistemi di currency board o alla dollarizzazione. Nel currency board, il premio dovuto al rischio svalutazione può permanere, se il mercato percepisce il rischio dell'abbandono del sistema; la dollarizzazione implica l'eliminazione del rischio di svalutazione, il che consente una maggiore riduzione dei tassi di interesse (Berg e Borensztein, 2000).

I limiti del currency board, messi in evidenza in letteratura, sono essenzialmente individuati nell'instabilità del tasso di cambio reale e nella perdita della funzione di prestatore di ultima istanza¹².

Per quanto riguarda l'instabilità del tasso di cambio reale, l'ancoraggio nominale espone il paese in currency board alle variazioni del tasso di cambio della moneta-ancora nei confronti di altre monete; nel caso di svalutazione di una moneta di un paese partner commerciale, l'ancoraggio nominale produce apprezzamento del tasso di cambio reale. In tale situazione, il paese in questione perde la possibilità della svalutazione per far fronte agli shock.

Se nel paese vi è già in atto un processo di dollarizzazione non ufficiale, tuttavia, lo strumento della svalutazione incontra un limite rilevante nella circostanza che le

¹¹ Per le implicazioni dell'abbandono della copertura al 100% per la gerarchizzazione del sistema, si veda Le Maux (1999).

¹² A questi si aggiunge la perdita, totale o parziale, dei profitti da signoraggio.

passività sono espresse in dollari; in questa situazione, le autorità monetarie generalmente intervengono comunque per evitare che oscillazioni eccessive del tasso di cambio siano all'origine di crisi finanziarie (Calvo, 2000). La perdita della funzione di prestatore di ultima istanza rappresenta un aspetto molto controverso. La desiderabilità che tale funzione sia appannaggio della banca centrale, ossia venga svolta attraverso la creazione monetaria, è stata infatti da parti messa in discussione¹³. Ciò che si ritiene rilevante, infatti, è la capacità del prestatore di ottenere crediti per finanziare il settore bancario. Tale capacità non necessariamente pregiudicata in un sistema di currency board o di dollarizzazione, tale funzione può ad esempio essere svolta o direttamente dal Governo (Hanke e Schuler (2000), o con l'apertura di linee di credito con banche estere da attivarsi in caso di crisi¹⁴ (Santiprabhob, 1997)¹⁵. Per ciò che concerne la perdita dei profitti da signoraggio, in realtà tale perdita ha luogo solo nel caso di dollarizzazione, in assenza di accordi tra il paese dollarizzato e il paese ancora¹⁶.

Un capitolo a parte nella letteratura sui sistemi senza banca centrale è rappresentato dagli effetti sul reddito reale e sull'occupazione. Come è stato messo in rilievo dalla letteratura sulle OCA, la rinuncia allo strumento del tasso di cambio presuppone come condizione di applicazione la flessibilità dei salari. Nel caso di rigidità nel mercato del lavoro, l'aggiustamento avviene a carico del settore privato; inoltre, la mancanza di flessibilità dei salari nel settore pubblico in tempi di recessione aggrava i deficit pubblici. A loro volta questi, in caso di sudden stop, portano ad un aumento del prelievo fiscale, aggravando la recessione (Calvo 2000).

Tuttavia, l'effetto potenziale di currency board e dollarizzazione sulla disoccupazione non è univoco. Riducendo gli effetti dell'inflazione attesa ma non realizzata, per via della maggiore credibilità, possono ridurre l'impatto sulla disoccupazione rispetto agli altri regimi a cambio fisso (Rivera Batiz e Sy 2000). Infine, un'ulteriore condizione per l'introduzione di sistemi di currency board viene individuata nella solidità del sistema bancario. Gli automatismi della convertibilità, infatti, implicano che i deflussi di capitale si riflettono in strette di liquidità e in aumento di tassi di interesse; senza la possibilità di interventi, ciò può provocare volatilità nel breve periodo dei tassi (Santiprabhob, 1997).

Sul piano empirico, lo studio di Rivera Batiz e Sy (2000) conferma che i sistemi di currency board tendono ad avere una performance inflazionistica migliore rispetto ad altri sistemi di cambi fissi, mentre i tassi di interesse tendono alla convergenza con i tassi del paese-ancora e l'efficienza del mercato tende ad essere maggiore; d'altra parte, questi sistemi sono maggiormente soggetti ad apprezzamenti del tasso di cambio reale e comportano una risposta negativa più forte agli shock di

¹³ Cfr., ad esempio, Hanke e Schuler (1999), (Dornbusch, 2001).
¹⁴ Secondo Chang e Velasco (2000), la linea di credito dovrebbe coprire la differenza tra le passività di breve periodo e le attività del sistema finanziario. Sulla base di questo criterio, la linea di credito con le banche estere aperta in Argentina per far fronte a crisi di liquidità (Contingent Repurchase Facility) sarebbe insufficiente.

¹⁵ Per le alternative alla banca centrale come prestatore di ultima istanza, cfr. Hanke e Schuler (2000).

¹⁶ Per la quantificazione della perdita di signoraggio in regime di dollarizzazione ufficiale, si veda Schmitt-Grohé e Uribe (1999).

disoccupazione.

Gulde, Kähkönen e Keller (2000) hanno riscontrato una performance positiva del currency board in tre paesi candidati per l'Unione Europea (Estonia, Lituania e Bulgaria), in due dei quali (Estonia e Lituania) la riduzione dell'inflazione è stata coniugata con una crescita economica solida.

Ghosh, Gulde e Wolf (1998) hanno messo in evidenza che il più basso tasso di inflazione nei regimi di currency board rispetto agli altri sistemi a cambio fisso è da attribuirsi in parte ad un effetto disciplina - tassi di crescita minori della moneta - e in parte ad un effetto credibilità. Un ulteriore risultato è che il regime di currency board è spesso associato con una crescita maggiore, rispetto ai paesi con tassi di cambio fissi e con una disciplina fiscale maggiore.

3. Alcune cause potenziali della crisi argentina

In letteratura sono state messi in evidenza diversi canali di determinazione delle crisi valutarie nei paesi emergenti. Il fattore scatenante viene generalmente individuato nel restringimento del credito (Calvo e Reinhart, 1999). Alle origini del "sudden stop" possono esservi vari fattori; ad esempio, sono stati messi in evidenza contrazione o rallentamento nella crescita, sopravvalutazione del tasso di cambi o peggioramento della ragione di scambio (Kaminsky e Reinhart, 1999), crisi bancarie e finanziarie (Dornbusch, 2001b), monetizzazione del deficit pubblico (Krugman, 1979).

Per poter determinare la possibile rilevanza delle possibili cause della crisi argentina, si è in primo luogo costruito un timing degli eventi; lo studio si è concentrato nella fasi iniziali della crisi, ossia il periodo precedente la dichiarazione di default e l'abbandono della convertibilità. Non sono quindi stati presi in considerazione gli eventi e le decisioni che hanno avuto luogo dopo la fine del currency board.

La datazione della crisi

Benché la dichiarazione di default e la svalutazione del peso risalgano al gennaio 2002, l'inizio della crisi argentina è antecedente.

Un possibile punto di partenza potrebbe essere rappresentato dall'inizio della crisi valutaria. Se si scegliesse tale riferimento, dato che l'Argentina aveva adottato la convertibilità con il dollaro, l'indicatore rilevante sarebbe rappresentato dalla riduzione delle riserve. Considerando questo parametro, la crisi dovrebbe essere iniziata nel corso del 2000; in quell'anno, infatti, si è registrato un calo delle riserve del 4% pari al rispetto all'anno precedente (v. tabella 1¹⁷).

Tuttavia, nel caso argentino, la crisi valutaria è stata preceduta dalla contrazione del reddito. Individuando come punto di partenza la riduzione del PIL in termini reali, la crisi era in atto già nel 1999; nel corso di tale anno, la riduzione del PIL rispetto all'anno precedente è stata del 3,4%. Guardando ai dati trimestrali, la produzione ha iniziato a contrarsi, rispetto al periodo corrispondente dell'anno precedente, nell'ultimo trimestre del 1998. Si può far corrispondere l'inizio della crisi con

¹⁷ Le tabelle che non si trovano inserite nel testo sono riportate nell'appendice 1.

l'ultimo semestre del 1998 (v. tabelle 1 e 2). Nell'individuazione delle cause della crisi, si farà riferimento a tale data come esordio della crisi.
Il timing della crisi, nelle sue fasi iniziali, è dunque il seguente:

1998 - IV trimestre: inizio contrazione
1999 - I trimestre: svalutazione del real
2000 - inizio crisi valutaria (contrazione delle riserve)

Il sistema finanziario.

Recentemente si è dato ampio risalto al verificarsi congiunto di crisi bancarie e valutarie, soprattutto nei paesi emergenti (twin crisis). Nei modelli elaborati, il rapporto di causalità tra le due crisi non è univoco. Può accadere che la crisi bancaria preceda e contribuisca a determinare la crisi valutaria, quando ad esempio le operazioni di salvataggio del governo sono finanziate con la monetizzazione dei debiti privati (Velasco, 1987); che la crisi valutaria preceda e provochi la crisi bancaria, per via dell'effetto della svalutazione sulle passività espresse in valuta straniera (Mishkin, 1996); può accadere che entrambe abbiano cause comuni, come una contrazione o un rallentamento della crescita¹⁸.

Nel caso dell'Argentina, il rapporto di causalità svalutazione-crisi bancaria, per via delle dimensioni delle passività denominate in valuta estera, soprattutto in dollari, può considerarsi un punto già acquisito, come testimoniano il "corallito" e gli altri avvenimenti che hanno seguito la svalutazione. Potrebbe tuttavia essere interessante determinare se la crisi del peso sia stata preceduta da una crisi o da una situazione di fragilità bancaria preesistente. In tal caso, il rapporto di causalità tra la crisi bancaria e valutaria, e di conseguenza l'intero quadro degli eventi argentini, sarebbe più complesso da accertare.

Per valutare tale ipotesi, si è fatto ricorso a tre tipi di fonti. Anzitutto, le informazioni pubblicate sulla stampa specializzata; in particolare, seguendo Kaminsky e Reinhart (1999), si sono ricercate notizie su fallimenti, fusioni, cambiamenti di proprietà o salvataggi di banche o primarie istituzioni finanziarie private nell'arco di dodici mesi dall'abbandono della convertibilità¹⁹. Questa ricerca ha dato esito negativo, nel senso che la stampa specializzata non ha riportato segnali di particolare fragilità del settore bancario argentino nel periodo considerato.

In secondo luogo, si è considerato l'andamento dei depositi bancari nello stesso arco di tempo. Variazioni dei depositi potrebbero infatti essere sintomatiche di bank runs. Neanche questa fonte ha prodotto risultati che potrebbero confermare l'ipotesi di una crisi bancaria nel periodo considerato (v. tabella 3).

In terzo luogo, si è attinto ad alcuni studi aventi ad oggetto il sistema bancario argentino nel periodo considerato²⁰. Il quadro che ne è emerso non lascia intravedere la presenza di una situazione critica. Dopo la crisi bancaria successiva alla "tequila crisis", che ha prodotto un attacco speculativo nei confronti del peso e,

¹⁸ Si veda, per tutti, Kaminsky e Reinhart (1999).

¹⁹ Per valutare la sussistenza di un eventuale nesso di causalità tra la crisi bancaria e la crisi valutaria si è fatto ovviamente riferimento all'inizio di quest'ultima (si veda paragrafo precedente) e non all'inizio della recessione.

²⁰ Santiprabhob (1997); Hanke and Schuler (1999); varie edizioni del BCRA monetary bulletin.

quindi, bank runs in Argentina, le autorità argentine hanno varato una serie di riforme nel settore bancario, procedendo anche alla privatizzare di diversi istituti²¹. Le riforme effettuate, peraltro, sono in linea con le indicazioni della letteratura dominante e con gli standard internazionali. Così, ad esempio, l'aumento dei requisiti di capitalizzazione, fissati ad un livello superiore rispetto alle raccomandazioni di Basilea, e l'introduzione di uno schema di assicurazione sui depositi²². Va inoltre evidenziato che nel sistema argentino vi è una presenza massiccia di banche estere, il che facilita l'accesso alla liquidità fornita dai mercati di capitali internazionale (Hanke e Schuler, 1999).

Le informazioni provenienti dalle varie fonti considerate sembrano convergere. Non sono emersi segnali di una crisi bancaria preesistente alla crisi valutaria. Si può dunque concludere che le cause della crisi valutaria vadano ricercate altrove.

La svalutazione del real

Alla luce delle caratteristiche del currency board evidenziate in letteratura, un possibile candidato nell'individuazione delle cause della crisi argentina è rappresentato dalla svalutazione del real nei confronti del dollaro nel gennaio 1999. Essendo il peso ancorato al dollaro, la svalutazione del real ha prodotto un apprezzamento del peso nei confronti della moneta brasiliana, con conseguente perdita di competitività delle esportazioni argentine.

Nel corso del 1999 il real si è apprezzato nei confronti del peso di circa il 36% rispetto all'anno precedente; l'aumento del tasso di cambio reale è stato invece di circa il 32% (grafico 1).

Per quanto riguarda l'impatto sul saldo commerciale argentino, nel 1988 le esportazioni totali argentine rappresentavano circa l'8,7% del PIL. Nel corso del 1999 queste hanno subito un calo di circa il 12% in termini assoluti rispetto all'anno precedente; come frazione del PIL, la riduzione è stata dell'8%. Tuttavia, già nel 2000 le esportazioni totali sono state in ripresa, assestandosi su valori leggermente superiori rispetto al 1988 (grafici 2 e 3).

L'influenza dello shock di competitività sulla crisi argentina dovrebbe riguardare quindi la fase iniziale della crisi.

Inoltre, considerato che la svalutazione del reale ha anticipato l'inizio della fase di contrazione del reddito, il ruolo dello shock di competitività potrebbe essere quello di fattore aggravante della crisi, non causale. L'apprezzamento del peso è infatti sopraggiunto quando l'economia stava già scivolando in una fase recessiva.

Per valutare la rilevanza dello shock di competitività nella situazione argentina, si sono confrontate la riduzione delle esportazioni e altri indicatori del saldo con l'estero con i valori-soglia individuati da Kaminsky e Reinhart (1999). I valori-soglia di K e R rappresentano segnali in grado di anticipare le crisi valutarie e/o bancarie; in particolare, per quanto riguarda le crisi valutarie, essi riflettono le dimensioni che

²¹ Altrettanto degno di rilievo è il fatto che le autorità non abbiano reagito ricorrendo a operazioni di salvataggio e bail-out.

²² In particolare, i requisiti di capitalizzazione, relativamente alle attività rischiose, erano stati fissati all'11,5%, contro lo standard internazionale dell'8%.

lo shock del settore estero assume quando è associato a tali crisi nei 24 mesi che precedono. Benché il superamento della soglia non dimostri un nesso di causalità nella determinazione della crisi, può essere interpretato come un segnale della rilevanza del fenomeno. A tal uopo, si sono confrontati i valori relativi alle esportazioni (e ragione di scambio) per quanto riguarda la bilancia commerciale; riserve e differenziali di tassi di interesse, per quanto riguarda il conto capitale.

Tabella 4
Valori degli indicatori della crisi valutaria relativi e valori soglia – settore estero

	Argentina	Valori – soglia (K e R)*
Esportazioni	- 0,12 (1999)	- 0,10
Ragione di scambio	- 0,1	- 0,16
Riserve	- 0,04 (2000)	- 0,15
Differenziali di tassi di interesse reali	+ 0,69 (1999)	+ 0,89

Fonte: Elaborazioni su dati IFS e DOTS, FMI; World Bank.

* Rispetto alle variabili considerate da K e R (1999), non si sono considerate le variazioni del tasso di cambio reale e delle importazioni, in quanto per questi la percentuale di successo nell'anticipazione della crisi è risultata più bassa rispetto agli indicatori considerati.

Per quanto riguarda il dato sulle esportazioni e sul differenziale dei tassi di interesse reali, le variazioni si riferiscono ai valori annuali del 1999 rispetto al 1998. Il valore relativo alla ragione di scambio rappresenta invece la variazione totale avvenuta nel biennio 1998-1999. La riduzione delle riserve ha riguardato invece il 2000; sino a quella data il valore è stato in aumento.

Dal confronto tra i valori realizzati in Argentina e i valori soglia individuati da K e R (1999) si deduce che la contrazione delle esportazioni è stata di portata non indifferente - comunque tale da poter anticipare la crisi valutaria. Tuttavia, considerata la ripresa delle esportazioni già a partire dal 2000, è da ritenersi che allo shock di competitività si siano sovrapposti altri fattori. Inoltre, tra le variabili considerate la riduzione delle esportazioni ha rappresentato l'unico shock originato dal settore dei conti con l'estero.

Un'informazione aggiuntiva sulle conseguenze della svalutazione del real proviene dalla variazione nella composizione delle esportazioni. Se l'apprezzamento del real avesse prodotto uno spiazzamento delle esportazioni argentine verso il resto del mondo, il problema si sarebbe posto nei termini del trade-off credibilità/flessibilità del tasso di cambio; ancorando la sua moneta al dollaro, l'Argentina avrebbe sofferto di una perdita di competitività rispetto ad un Paese concorrente. Tuttavia, nel caso argentino, la contrazione delle esportazioni è stata totalmente trainata dalla riduzione dei flussi commerciali verso il Brasile. Nel 1998, quasi il 30% delle esportazioni argentine è stata verso i paesi industrializzati, mentre un altro 30% era

rappresentato dalle esportazioni in Brasile. Nel corso del 1999, le esportazioni verso il Brasile si sono ridotte del 24% rispetto all'anno precedente, mentre le esportazioni verso i paesi industrializzati sono addirittura aumentate. La contrazione totale delle esportazioni argentine è stata, come si è detto, del 12%.

Questa circostanza solleva piuttosto un problema di area valutaria ottima, in quanto con il currency board si è ancorata la moneta di un paese facente parte di un'area economicamente integrata (Mercosur) alla moneta di un paese che non ne fa parte (USA)²³.

Il debito del settore pubblico

Il deficit pubblico elevato è tra i fattori associati alle crisi valutarie nei paesi emergenti. La riduzione della sostenibilità del debito genera una tendenza alla fuga dai titoli del debito nel portafoglio degli agenti e, di conseguenza, un aumento dei tassi di interesse; ciò destabilizza ulteriormente la situazione fiscale. In presenza di tassi di cambio fissi, aumenta il rischio di svalutazione (Dornbusch, 2001b).

Con riferimento all'Argentina, la responsabilità del debito pubblico nella determinazione della crisi è stata sostenuta da più parti²⁴. L'introduzione della convertibilità, che ha posto fine alla possibilità di monetizzazione, non è stata seguita da una stretta disciplina fiscale, soprattutto a livello dei governi locali. L'accumulo di deficit crescenti, finanziati con il ricorso ai capitali esteri, avrebbe minato la fiducia nella capacità del paese di rimborsare i debiti portando, così, ad "sudden stop" e alla dichiarazione di default.

Il debito del settore pubblico argentino rappresenta una quota preponderante - nel 1998, più del 70% - del debito estero argentino (tabella 5).

Nell'ambito del debito pubblico, la percentuale del debito estero, prevalentemente denominato in dollari, è andato crescendo negli anni. La tabella 6 mostra la quota di spesa per interessi sul debito estero sulla spesa per totale per interessi sul debito totale del settore pubblico:

Tabella 6 : percentuale della spesa per interessi sul debito estero sulla spesa totale per interessi del debito del settore pubblico argentino²⁵.

²³ Sinora però gli studi sul Mercosur come OCA non hanno dato risultati univoci in favore dell'ipotesi di area valutaria in America Latina. Ad esempio, Levy Yeyati e Sturzenegger (1999), considerati i parametri previsti dalla teoria delle OCA, concludono che i paesi Mercosur non soddisfano i requisiti che rendono vantaggiosa l'unione monetaria.

Tuttavia, il tentativo di determinare ex-ante la sussistenza delle condizioni che renderebbero vantaggiosa l'istituzione di un'area valutaria si scontra con il limite della mancanza di un parametro di riferimento significativo. Come stabilire (o escludere) a priori se il grado di integrazione tra Argentina e Brasile sia sufficiente per ritenere vantaggiosa la costituzione dell'area valutaria²³? Sotto questo profilo, gli effetti della svalutazione del real potrebbe rappresentare un'indicazione interessante, in quanto hanno mostrato che la sola contrazione delle esportazioni verso il Brasile è stata sufficiente a provocare una riduzione totale dei flussi commerciali verso l'estero dell'Argentina superiore alla soglia associata con le crisi valutarie.

²⁴ Cfr., ad esempio, Gary Becker (2002).

²⁵ Il settore pubblico argentino comprende l'amministrazione nazionale (amministrazione centrale, organismi decentralizzati e istituti della Previdenza Sociale), le università nazionali e le imprese pubbliche.

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
interessi su debito estero	87,5 7	92,4 6	95,2 7	96,8 0	95,6 9	96,7 7	97,2 8	98,4 2	99,2 8

Fonte: Bilancio del Settore Pubblico Nazionale non finanziario - Cassa, Secretaría de Hacienda. Ministerio de Economía

Per determinare il ruolo dell'indebitamento estero dell'Argentina nella crisi, occorre considerare le dimensioni del debito e le condizioni di sostenibilità. Per quanto riguarda le dimensioni del debito, il debito del settore pubblico argentino ammontava, nel 2000, a poco meno del 45% del PIL, un valore inferiore a quello fissato a Maastricht come condizione per partecipare all'Unione Monetaria - e decisamente più basso del livello italiano. Analoghe considerazioni possono essere fatte per il rapporto deficit/PIL; nel 2000 il deficit, a lordo degli interessi, ammontava a poco meno del 2,4% del PIL; mentre il deficit corretto per l'inflazione è stato quasi del 2,8% del PIL (tabella 7). Quello che si rileva, tuttavia, è la difficoltà a porre in essere delle politiche di rientro dal deficit, e la conseguente velocità di accumulo del debito. Dal 1998 in poi i deficit sono sempre crescenti; lo stock del debito, invece, è aumentato del più del 40% dal 1994 al 2000.

Tabella 7: Debito, surplus e surplus corretto per l'inflazione* come percentuale del pil

	debito/pil	surplus/pil	surplus corretto/pil
1994	31,7	-0,11106	1,0
1995	33,8	-0,53222	0,5
1996	35,7	-1,93437	-1,9
1997	34,7	-1,46029	-1,3
1998	37,0	-1,36261	-1,1
1999	42,2	-1,6834	-2,1
2000	44,9	-2,38335	-2,8

* Calcolata come variazione percentuale dell'indice dei prezzi al consumo.

Fonte: elaborazione sulla base di dati IFS, IMF, e documenti ufficiali argentini. Il tasso di interesse è stato calcolato, per ciascun anno, come rapporto tra le spese per interessi in corso d'anno e lo stock di debito a inizio anno.

Per quanto riguarda la sostenibilità, si sono utilizzate le condizioni individuate da Blanchard (1990).

Tabella 8: sostenibilità del debito del settore pubblico argentino

vuoto di sostenibilità	tasso di int. reale*	tasso di crescita reale **
------------------------	----------------------	----------------------------

1994	-2,4	0,384756	4,574294
1995	0,4	1,589221	-3,07763
1996	0,2	5,083198	5,260893
1997	-1,1	5,409607	7,0751
1998	0,7	5,663541	1,174913
1999	3,5	8,611171	-4,11524
2000	2,1	8,966889	1,510106

Fonte: elaborazione sulla base di dati IFS, IMF; Secretaría de Hacienda - Ministerio de Economía.

* indice dei prezzi al consumo

** pil deflazionato per l'indice dei prezzi al consumo;

Il tasso di interesse è stato calcolato, per ciascun anno, come rapporto tra le spese per interessi in corso d'anno e lo stock di debito a inizio anno.

Le condizioni di sostenibilità sono state rispettate sino al 1997, se si eccettuano i valori molto bassi dello 0,4% e dello 0,2% del 1995 e del 1996. A partire dal 1998, il "vuoto di sostenibilità", ossia il surplus, come percentuale del PIL, che sarebbe necessario per mantenere costante il debito, è stato positivo, anche se nel 1998 resta di dimensioni assai ridotte.

Dalle condizioni di sostenibilità del debito, comunque, non si può concludere che la situazione fiscale avesse assunto dimensioni allarmanti, soprattutto in corrispondenza con l'inizio della crisi recessiva. Sembra invece evidente che a compromettere la sostenibilità abbiano concorso il rallentamento e la successiva contrazione nel biennio 1998-99.

La crisi recessiva, iniziata nel 1998, unitamente alla difficoltà del governo argentino di correggere la tendenza alla formazione dei deficit, ha probabilmente minato la fiducia nella possibilità del governo di onorare il debito, conducendo successivamente alla dichiarazione di insolvenza.

Tuttavia, se la mancata disciplina fiscale è la causa prossima della dichiarazione di insolvenza, i fattori che in origine hanno provocato il rallentamento prima e la recessione dopo sono ancora da individuare.

3. La spiegazione monetaria

La crisi argentina è iniziata nel corso dell'ultimo trimestre del 1998. Dei fattori sinora analizzati, nessuno è in grado di spiegare le ragioni della contrazione del pil. La svalutazione del real è intervenuta successivamente e, in ogni caso, può aver svolto un ruolo limitato, considerato che le esportazioni argentine hanno ripreso a crescere già nel 2000; la crisi finanziaria è stata causata dalla crisi valutaria; il gap di sostenibilità nel 1998 era molto ridotto, e probabilmente è aumentato negli anni anche a causa della crisi recessiva. I fattori che hanno prodotto nel 1998 prima il rallentamento nella crescita e poi la contrazione sono ancora da individuarsi.

Sotto questo profilo occorre considerare che gli anni precedenti la crisi argentina sono stati caratterizzati da deflazione. Le variazioni percentuale dell'indice dei prezzi al consumo e del deflatore del PIL negli anni sono contenute nella tabella seguente:

Se si guarda all'indice dei prezzi al consumo, nel 1996 si è avuto un rallentamento drastico della variazione percentuale dei prezzi. Se si guarda al deflatore, invece, tale variazione è stata negativa. La ragione è da ricercarsi nei contraccolpi della crisi messicana. La crisi della tequila ha scatenato un attacco speculativo nei confronti del peso; in regime di currency board, la riduzione delle riserve internazionali ha implicato una riduzione della base monetaria e ciò ha prodotto una pressione al ribasso dei prezzi. Negli anni successivi, tuttavia, non si è avuta una ripresa dell'inflazione; sia nel '97 che nel '98 la variazione dell'indice dei prezzi al consumo è stata molto bassa, inferiore all'unità, mentre dal 1999 in poi ha assunto segno negativo. Se si guarda al deflatore del PIL, gli anni dal 1996 al 1999 sono stati tutti di deflazione.

Contrariamente a quanto è avvenuto con la dinamica dei prezzi, gli anni dal 1995 al 1998 sono stati un periodo di forte sviluppo reale. La tabella seguente mostra come gli incrementi del PIL si sono scomposti tra variazione dei prezzi e variazione del reddito reale nel periodo compreso tra il 1995 e il 2000:

Tabella 10: variazioni percentuali del reddito monetario, del reddito reale e dell'indice dei prezzi

	var. % Y	var. % P	var. % y
1995	0,2	4,4	-4
1996	5,5	-0,1	5,6
1997	7,6	-0,4	8,0
1998	2,1	-1,7	3,8
1999	-5,2	-1,8	-3,4
2000	0,2	1,0	-0,8

P= deflatore del PIL; y=PIL/deflatore
Fonte: elaborazioni su dati IFS, IMF

Come si può osservare, a partire dal 1996 l'incremento del PIL è stato trainato dall'incremento del reddito reale; dal 1996 al 1998 la crescita reale ha addirittura più che compensato la riduzione dei prezzi.

Considerato questo quadro, si pone dunque il problema di determinare la ragione dell'andamento divergente di prezzi e reddito reale. L'ipotesi è che la crescita monetaria non sia stata adeguata, considerati i livelli di sviluppo raggiunti dall'Argentina negli anni successivi alla crisi messicana. Ciò ha prodotto, dopo un periodo di deflazione, contrazione del reddito reale.

Per valutare tale ipotesi, un primo elemento è rappresentato dall'andamento degli

aggregati monetari. La base monetaria, dopo aver subito una riduzione netta, pari al 15%, nel corso del 1995 - in corrispondenza della crisi della Tequila -, nel 1996 è aumentata di poco più del 2% (grafico 4). Il recupero rispetto al livello pre-crisi messicana si è avuto solo nel 1997, anno in cui BM è cresciuta del 13,6%, assestandosi su un livello di poco superiore a quello del 1994; nel 1999 è rimasta pressoché invariata; nel 2000 si è nuovamente contratta. Nel complesso, negli anni dal 1995 al 1999 l'andamento dell'aggregato ristretto è stato caratterizzato da una variabilità pronunciata e da un tasso di crescita totale ridotto; l'incremento complessivo della base monetaria, sul periodo considerato, è stato di poco meno dell'1,6%. Nell'arco di tale periodo, la crescita complessiva del PIL reale è stata pari a circa il 10%; solo nel triennio 1996-98 ha fatto registrare il valore del 17,6% circa. Per quanto riguarda la velocità di circolazione della base monetaria, questa è stata in lieve diminuzione dal 1995 al 1999 (grafico 5).

L'andamento di M1, corrispondente alla base monetaria + i depositi a vista, è stato caratterizzato da una variabilità minore (grafico 6)²⁶. M1 non ha subito contrazioni a seguito della crisi messicana; dopo il rallentamento nel 1995, nel corso del 1996 e del 1997 è cresciuta del 14,6% e del 12,8%. Tuttavia, dal 1997 in poi ha subito un ulteriore forte rallentamento: dal '97 al '98 M1 è cresciuta dello 0,03%; nel 1999 vi è stato un aumento dell'1,6%; nel 2000 M1 si è ridotta del 9% circa. Anche per quanto riguarda M1, la velocità di circolazione è stata in lieve diminuzione dal 1995 al 1999 (grafico 7).

L'aggregato monetario ampio, M2, comprensivo dei depositi totali, ha avuto una dinamica che non rispecchia quella degli aggregati ristretti (grafico 8). M2 è stato in continuo aumento a partire dal 1995, con incrementi sostenuti e crescenti sino al 1997, decrescenti dal 1997 in poi. In particolare, dopo la contrazione del 2% nel 1995, M2 è cresciuta del 18,8% e del 15,5% nel 1997 e 1998 rispettivamente; dal 1998 al 2000 gli incrementi sono stati del 10,5%, del 4% e dell'1,5%. Tuttavia, la velocità di circolazione della moneta, misurata dal rapporto tra il PIL e M2, decresce invece a partire dal 1995, con andamento più veloce rispetto a BM e M1 (grafico 9). Confrontando la velocità di circolazione dei tre aggregati, si evince che, sebbene M2 abbia avuto dei tassi di incremento decisamente più sostenuti rispetto agli aggregati ristretti, la velocità di circolazione è diminuita in termini percentuali in misura maggiore. Ciò depone per una più stabile relazione tra il pil e gli aggregati ristretti. La tabella 11 riporta le variazioni percentuali dei valori registrati dalla velocità di circolazione dei tre aggregati nel 2000 rispetto ai valori del 1992 e del 1995:

Tabella 11: variazioni percentuali della
velocità di circolazione misurata in termini di

²⁶ Occorre specificare che, durante la crisi messicana, per far fronte alla crisi di liquidità, la banca centrale argentina ha fornito liquidità per circa 6 miliardi di dollari, sia riducendo la riserva obbligatoria delle banche che attingendo alle riserve in eccesso della banca centrale stessa. Questo spiega perché la variabilità accentuata della base monetaria non ha caratterizzato anche l'andamento degli altri aggregati.

base monetaria, M1 e M2		
	(2000-1992)	(2000-1995)
V _{RM}	-7,8	-1,6
V _(M1)	-28	-7,1
V _(M2)	-56,2	-36

Occorre ora vedere quale aggregato è meglio correlato con l'andamento del Pil argentino nel periodo considerato. Nei grafici 10, 11 e 12 si è sovrapposto l'andamento annuale rispettivamente della base monetaria, M1 e M2, espressi in termini reali (per unità di prodotto), con l'andamento del Pil reale, considerando in prima approssimazione un lag di 1 anno. Questa sovrapposizione ci consente di determinare se la liquidità, in termini reali, può aver condizionato la produzione nel periodo successivo.

Sulla base dell'analisi grafica, l'andamento del PIL risulta correlato con gli aggregati ristretti; in particolare, negli anni dal 1994 al 2000, la serie di M1 sembra anticipare molto bene l'andamento del PIL reale su base annua, con un lag di 1 anno. Inoltre, dal confronto tra le due serie risulta evidente che la contrazione del Pil reale avvenuta tra il 1998 e il 1999 ha seguito una contrazione monetaria di entità proporzionale. Il grafico 13 riporta le serie trimestrali di Pil volume, base monetaria e M1, considerando un lag di 6 mesi. Anche in questo caso, la serie del Pil è quasi sovrapponibile a quella degli aggregati ristretti, soprattutto con M1. Dai dati semestrali, si evince una forte correlazione tra la dinamica di rallentamento e di contrazione avvenuta nella seconda metà del 1998 con l'andamento degli aggregati monetari nel semestre precedente.

Per contro, la correlazione tra M1 e il PIL appare evidente anche considerando solo i livelli (grafico 14). In particolare, la serie trimestrale dei livelli mette in evidenza come la contrazione avvenuta nell'ultimo trimestre possa essere stata provocata da una contrazione degli aggregati ristretti.

Il confronto tra gli andamenti di M1 reale e il Pil nel periodo successivo mostra come il rallentamento e la successiva contrazione del PIL possano essere il frutto di una restrizione monetaria; in particolare, l'arresto nella crescita di M1 nel corso del 1998 può aver immediatamente condizionato la crescita del reddito, considerato che sino ad allora la crescita della liquidità è stata appena sufficiente a finanziare la crescita reale; dal 1995 il paese è stato, infatti, alle soglie delle deflazioni. L'andamento dell'indice dei prezzi al consumo, degli aggregati ristretti e del Pil sono compatibili con una spiegazione monetaria della crisi argentina, per lo meno per quanto riguarda le cause iniziali.

Resta da vedere se la crescita insufficiente degli aggregati ristretti sia stata determinata dal sistema del currency board. Per accertare tale punto, occorre confrontare la crescita degli aggregati con quella delle riserve internazionali, che in regime di currency board hanno funzione di copertura della circolazione interna. Il grafico 4 mostra come, in realtà, proprio a partire dal 1995, le riserve internazionali

argentino, ma tali incrementi non sono seguiti da incrementi proporzionali della base monetaria. In particolare, il rapporto riserve e base monetaria, che nel 1995 era pari a 1,03, nel 1999 era aumentato a 1,59 e nel 2000 a 1,67% circa²⁷. A partire dalla crisi messicana, quindi, le autorità monetaria hanno aumentato stabilmente la quota di copertura della circolazione di peso.

Questa stessa circostanza può essere riscontrata considerando il rapporto tra riserve internazionali e M1: tra il 1996 e il 1997 le riserve internazionali superano M1, e lo scarto tra i due andamenti aumenta sino al 1999 (grafico 6).

La circostanza che la politica monetaria argentina dal 1995 al 2000 non sia stata condizionata dal vincolo rappresentato dal currency board si evince anche dal differenziale di inflazione con gli Stati Uniti. Come si è visto nel capitolo precedente, in regime di currency board il tasso di inflazione del paese in cui vige tale sistema dovrebbe essere allineato al tasso di inflazione del paese ancora. Tuttavia, come si evince dalla tabella 12, il tasso di inflazione degli Stati Uniti resta piuttosto stabile fino al 1996, con una lieve riduzione, nel triennio 1997-1999; riduzione che, dal 1996 al 1998 - anno in cui l'incremento percentuale dei prezzi al consumo è stato più basso - non raggiunge neanche un punto percentuale; il tasso di inflazione argentino, invece, è quasi zero nel 1996, inferiore all'unità tra il 1996 e il 1998 e negativo dal 1999 in poi. Il differenziale tra l'indice dei prezzi al consumo negli Stati Uniti e in Argentina (grafico 15) fotografa con più immediatezza lo scarto tra gli andamenti dei prezzi nei due paesi a partire dal 1996.

Tabella 12 - Variazioni percentuali dell'indice dei prezzi al consumo
(Argentina e Usa)

	Tasso di infl. Ar	Tasso di infl. US
1992	24,9	3,0
1993	10,7	2,9
1994	4,1	2,6
1995	3,4	2,8
1996	0,2	2,9
1997	0,5	2,3
1998	0,9	1,6
1999	-1,2	2,1
2000	-0,9	3,4

Fonte: IFS, IMF

Dai dati sull'inflazione in Argentina e nel paese ancora, si ha un'ulteriore conferma del fatto che la deflazione argentina non ha avuto origine negli automatismi del currency board. Le autorità monetarie argentine hanno attuato una politica monetaria restrittiva rispetto al vincolo rappresentato dalla legge sulla convertibilità.

A partire dal 1995, infatti, i canali interni di creazione di base monetaria mostrano

²⁷ Questi rapporti si riferiscono agli aggregati relativi alle voci 11.d e 14 IFS. Ma anche considerando il Convertibility Ratio ufficiale, è visibile la tendenza all'aumento del rapporto di copertura; così, ad esempio, nel giro di un anno, da fine 1996 a fine 1997, il C. R. è aumentato di otto punti percentuali, dal 92% al 100%.

una riduzione drastica. In particolare, la voce "claims on deposit money banks" nell'attivo della Banca centrale, corrispondenti alle passività del settore bancario presso la banca centrale, dal 1995 al 1996 passa da 24.129 milioni di peso a 2.129 milioni, con una riduzione che supera il 91%. Tale riduzione viene solo parzialmente compensata dalla voce "claims on central government"; nel complesso, dal 1995 al 1996 le attività della banca centrale nel settore interno (banche e governo) si dimezzano (tabella 13). Nel 1999, il canale interno di creazione ha rappresentato meno del 62% del valore precedente alla crisi messicana.

La ragione per la quale le autorità argentine hanno aumentato la percentuale di copertura delle riserve internazionali rispetto alla circolazione interna, causando così una restrizione monetaria, è probabilmente da ricercarsi negli eventi successivi alla crisi messicana. L'attacco speculativo al peso ha mostrato che il currency board non mette completamente al riparo da crisi di credibilità. Ciò è tanto più vero in quanto il currency board argentino non è ortodosso, potendo concorrere fino a 1/3 del "riserva internazionale", valide per la copertura, anche titoli del Tesoro argentino denominati in valuta esterna. Aumentando il rapporto riserve/circolazione, le autorità argentine hanno probabilmente voluto aumentare la credibilità del currency board, proprio al fine di scongiurare il ripetersi di attacchi speculativi conseguenti ad altre crisi potenzialmente idonee a causare un effetto contagio²⁸.

Da quest'ipotesi si possono trarre alcune importanti implicazioni. Se l'Argentina, avendo scelto di legare il peso al dollaro, avesse direttamente optato per la strada della dollarizzazione, diversi eventi che hanno contribuito alla crisi non si sarebbero verificati: in particolare, la contrazione della base monetaria nel '95 a seguito dell'attacco al peso, la politica di restrizione monetaria finalizzata all'incremento della percentuale di copertura della circolazione, la successiva deflazione e contrazione del PIL. L'impatto della svalutazione del real sarebbe stato dunque probabilmente minore, in quanto non sarebbe intervenuto in un momento di contrazione.

Conclusioni

Obiettivo di questo paper è stato quello di far luce sulle cause che hanno determinato la crisi argentina del 1998. A tal scopo, sono state prese in considerazione vari fattori potenzialmente in grado di provocare la crisi: fragilità del sistema bancario, la svalutazione del real, la posizione debitoria del settore pubblico argentino e la politica monetaria. Dal timing degli eventi, si è escluso che la svalutazione del real sia all'origine della recessione argentina; non può però escludersi che abbia rappresentato un fattore aggravante, limitatamente al 1999. Inoltre, è risultato che la crisi del sistema bancario è stata una conseguenza della svalutazione del peso, non mostrandosi segni particolari di debolezza del sistema prima della fine della convertibilità. In terzo luogo, sebbene il debito pubblico

²⁸ Inoltre, non è escluso che, in questa manovra, la Banca Centrale argentina si sia fatta fuorviare dall'andamento dell'aggregato ampio M2.

argentino, in prevalenza estero, fosse superiore al livello compatibile con le condizioni di sostenibilità, il "vuoto di sostenibilità" non ha mai assunto dimensioni particolarmente allarmanti; il quadro che emerge dalla situazione dei conti pubblici argentini è che è stata la crisi recessiva - assieme alla rapidità di aumento dei deficit - che ha probabilmente alimentato le preoccupazioni circa la possibilità di ripagare il debito, provocando così il "sudden stop" nell'afflusso di capitali. Infine, si è valutata l'ipotesi che all'origine della crisi vi fosse una crescita insufficiente degli aggregati monetari. La restrizione monetaria, che ha interessato gli aggregati ristretti, non sembra essere stata il frutto degli automatismi del currency board; al contrario, sembra essere stata originata da una politica deliberata delle autorità monetarie argentine, che negli anni successivi alla crisi messicana hanno aumentato stabilmente il rapporto tra riserve e base monetaria - e quindi anche la percentuale di copertura della circolazione di peso - probabilmente nel tentativo di aumentare la credibilità del sistema.

Bibliografia

- BCRA (Banco Central de la Republica Argentina) Monetary Bulletin, varie edizioni.
- Berg, Andrew e Borensztein, Eduardo, "The Pros and Cons of Full Dollarization", IMF Working paper 50, 2000;
- Becker, Gary, "Deficit Spending Got Argentina into 'This Mess'", Business Week, february 11, 2002;
- Blanchard, Olivier, "Suggestions for a New Set of Fiscal Indicators", working paper n. 79, OECD, 1990.
- Bogetic, Zeljko, "Official or 'Full' Dollarization: Current Experiences and Issues", 1999.
- Calvo, Guillermo A., The Case for Hard Pegs in the Brave New World of Global Finance, 2000 (non pubblicato);
- Calvo, Guillermo A. e Reinhart, Carmen M., "When Capital Inflows Come to a Sudden Stop: Consequences and Policy Options", non pubblicato, 1999.
- Chang, Roberto e Velasco, Andrés, "Dollarization: Analytical Issues", 2000, non pubblicato;
- Dornbusch, Rudiger, "Fewer Monies, Better Monies", AER Papers and Proceedings, vol. 91/2, may 2001;
- Dornbusch, Rudiger, "A Premier on Emerging Market Crises", NBER workin paper n. 8326, june 2001.
- Ghosh, Atish R., Gulde, Anne Marie e Wolf, Holger C., "Currency Boards: The Ultimate Fix?", IMF working paper 8, june 1998;
- Gulde, Anne-Marie, Kähkönen, Juha e Keller, Peter, "Pros and Cons of Currency Board Arrangements in the Lead-up to the EU Accession and Participation in the Euro Zone", IMF Policy Discussion Paper n.1, january 2000;
- Hanke, Steve H., e Schuler, Kurt, Currency Boards for Developing Countries: A Handbook, International Center for Economic Growth, ICS Press, San Fransisco, 1994; una versione aggiornata (2000) è disponibile on-line (<http://users.erols.com//Kurrency/icegrev.htm>);
- Hanke, Steve H., e Schuler, Kurt, "A Monetary Constitution for Argentina: Rules for Dollarizazion", Cato Journal, 18, 1999;
- Kaminsky, Graciela L. e Reinhart, Carmen M., "The Twin Crisis: The Causes of

Banking and Balance-of-Payment Problems", American Economic Review, 89, 1999;

Mishkin, Frederic S., "Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective", in Annual World Bank Conference on Development Economics, World Bank, 1996.

Rivera Batiz, Luis A. e Sy, Amadou N. R., "Currency Boards, Credibility, and Macroeconomic Behaviour", IMF working paper 97, June 2000;

Santiprabhob, Veerathai, "Bank Soundness and Currency Board Arrangements: Issues and Experience", IMF working paper 11, December 1997;

Schmitt-Grohé, Stephanie e Uribe, Martín, "Dollarization and Seignorage: How Much Is at Stake?", 1999, non pubblicato;

Schuler, Kurt, "Introduction to Currency Boards", 2001;

Schwartz, Anna J., "Their past, present, and possible future role", Canergie-Rochester Conference Series on Public Policy, 39, 1993:

Velasco, Andrés, "Financial crises and Balance of Payment Crises", Journal of Development Economics, 1987.

Printed by Amazon Italia Logistica S.r.l.
Torrazza Piemonte (TO), Italy



56765809R00042

Appunti e ricerche di sociologia e politica economica è un testo a fini didattici che analizza le fasi iniziali della crisi Argentina del 1998; la natura e le cause dell'inflazione; il principio di razionalità nelle scelte di investimento etico e gli acquisti compulsivi.

