



Corso di laurea in Economia e Management

Cattedra di Macroeconomia e politica economica

***La stabilità macroeconomica e il suo impatto
sulla crescita: il caso Argentina.***

Prof. Salvatore Nisticò

RELATORE

Tommaso Moretti 272961

CANDIDATO

Anno Accademico 2023/2024

Alla mia famiglia.

Indice dei contenuti

INTRODUZIONE.....	3
1. LA STABILITÀ MACROECONOMICA	5
<i>1.1 Revisione della letteratura sulla relazione tra stabilità e crescita</i>	<i>5</i>
<i>1.2 Analisi dei principali indici di stabilità.....</i>	<i>8</i>
1.2.1 La stabilità reale.....	9
1.2.2 La stabilità nominale.....	11
1.2.3 La stabilità esterna.....	13
<i>1.3 Il debito pubblico e la struttura finanziaria</i>	<i>15</i>
<i>1.4 Politiche economiche e monetarie.....</i>	<i>18</i>
1.4.1 Monetary targeting e Inflation targeting	20
1.4.2 Il modello Mundell-Fleming	23
2. LA CRISI ARGENTINA DI FINE XX SECOLO.....	31
<i>2.1 Analisi del contesto storico prima del 1989</i>	<i>32</i>
<i>2.2 Il Plan de Convertibilidad.....</i>	<i>35</i>
2.2.1 Le riforme nel sistema bancario e le privatizzazioni	36
2.2.2 La fase espansiva del Plan de Convertibilidad	40
<i>2.3 Net exports e bilancia dei pagamenti</i>	<i>42</i>
<i>2.4 Le politiche fiscali.....</i>	<i>47</i>
<i>2.5 Il debito pubblico argentino.</i>	<i>50</i>
2.5.1 Composizione e problematiche	53
2.5.2 Il rapporto con il Fondo Monetario Internazionale.....	55
<i>2.6 Lo scoppio della crisi</i>	<i>57</i>
2.6.1 Le determinanti fondamentali	58
2.6.2 Le politiche implementate	60
2.6.3 Riflessioni sulle cause	64
3. LA STABILITÀ MACROECONOMICA IN ARGENTINA	68
<i>3.1 L'impatto sociale delle riforme</i>	<i>68</i>
<i>3.2 Analisi empirica.....</i>	<i>71</i>
3.2.1 Introduzione al modello.....	72
3.2.2 Risultati empirici.....	77
<i>3.3 Perseguire la stabilità a ogni costo? Lezioni dall'Argentina</i>	<i>83</i>
CONCLUSIONI.....	87
INDICE DELLE FIGURE.....	88
BIBLIOGRAFIA.....	89

INTRODUZIONE

La stabilità macroeconomica è un concetto assai ampio che riguarda tutte le principali dimensioni che caratterizzano l'economia di un paese. Negli anni, molteplici studiosi si sono interrogati su quale siano gli aspetti fondamentali su cui la stabilità macroeconomica influisce maggiormente e attraverso cui questa contribuisce alla crescita delle nazioni. L'obiettivo di questo elaborato è quello di effettuare una disamina di ciò che la stabilità macroeconomica rappresenta, quali siano le componenti che ne costituiscono il fondamento e in che modo, nonché entro quali limiti, questa florida condizione può e deve essere ricercata, attraverso un caso studio e un'analisi empirica.

A tal proposito, la struttura secondo cui il presente lavoro è stato organizzato è la seguente.

Nel Capitolo 1 viene effettuata una ricostruzione della letteratura economica relativa al tema della stabilità macroeconomica e alla relazione che intercorre tra quest'ultima e la crescita. La definizione che ha guadagnato, nel corso degli anni, maggiore popolarità è quella elaborata da Stanley Fischer, il quale suddivide questo ampio e complesso concetto in tre dimensioni complementari e talvolta sovrapposte: la stabilità reale, nominale ed esterna. Questo schema teorico, apparentemente semplicistico, ha permesso di analizzare un caso reale in maniera maggiormente analitica, grazie alla scomposizione degli eventi in sotto-componenti e alla successiva ricostruzione del quadro completo della situazione.

Nel Capitolo 2, infatti, l'attenzione si sofferma sull'analisi delle vicende che hanno caratterizzato l'Argentina durante l'ultimo decennio del XX secolo e che hanno portato a uno dei più grandi default della storia. Il suddetto caso studio offre la possibilità di analizzare una serie di politiche e riforme, da parte del governo argentino, finalizzate al raggiungimento di un maggiore livello di stabilità nel paese, che hanno avuto risultati spesso contrastanti tra loro. La linea che viene seguita nella conduzione di tale analisi consiste nell'individuazione degli effetti che le riforme hanno provocato sulle varie dimensioni della stabilità macroeconomica argentina, cercando di individuare quali fossero i principali elementi di criticità nel paese. L'obiettivo è quello di operare un confronto tra quanto previsto dalla dottrina economica e quanto accaduto in Argentina negli anni presi in esame, cercando di individuare le motivazioni per cui determinate

riforme, che sulla carta avrebbero garantito una maggiore stabilità, finirono, invece, per provocare un forte impoverimento del paese, fino al suo fallimento.

Nel Capitolo 3 vengono analizzati gli impatti a livello sociale delle riforme e viene condotta un'analisi empirica di carattere econometrico, nello specifico una regressione lineare multipla, volta a individuare l'esistenza di relazioni tra la crescita dell'Argentina, nel periodo tra il 1990 e il 2005, l'instabilità macroeconomica, per cui viene costruito un indice specifico in grado di misurarne il livello in ciascuna osservazione annuale, e altre variabili particolarmente rilevanti per il contesto argentino. Il principale risultato ottenuto è quello di una forte relazione negativa tra la suddetta instabilità e la crescita, in linea con le aspettative e la florida letteratura economica sul tema.

1. LA STABILITÀ MACROECONOMICA

1.1 Revisione della letteratura sulla relazione tra stabilità e crescita

*“E’ oggi generalmente riconosciuto che un contesto macroeconomico stabile costituisca una condizione fondamentale, sebbene non sufficiente, per una crescita economica sostenibile”.*¹

Così Stanley Fischer (M.I.T., Cambridge), nel 1993, esordisce in un articolo riguardante il ruolo che i principali fattori macroeconomici svolgono nella crescita di un paese. In questo suo studio, basandosi su dei precedenti articoli della World Bank (1990), Fischer definisce come “stabile” un contesto macroeconomico caratterizzato da un’inflazione bassa e prevedibile, una politica fiscale stabile e sostenibile, un tasso di cambio reale competitivo e una bilancia dei pagamenti che può essere considerata sostenibile per lo stato.

La stabilità macroeconomica, intesa quindi come situazione ipotetica che caratterizza l’economia di un paese, è stata, nel corso degli anni, oggetto di numerose rielaborazioni che ne hanno fornito diverse definizioni. Fra queste, una delle prime, risalente agli anni successivi la Seconda Guerra Mondiale, caratterizzati dall’affermazione del pensiero Keynesiano, concepiva la stabilità macroeconomica come coesistenza tra equilibrio nella dimensione interna ed esterna di un paese, considerato un elemento fondamentale che avrebbe poi costituito la base per il pieno impiego, una crescita economica stabile e un basso livello di inflazione. Tale definizione, figlia della concezione di economia Keynesiana, che concentrava l’attenzione maggiormente sul lato reale dell’economia, negli anni successivi è stata integrata di un’ulteriore variabile: la stabilità al livello fiscale, riguardante cioè la spesa pubblica e i modi per finanziarla. Di conseguenza, il rapporto tra stabilità e crescita ha cominciato a suscitare un interesse particolare tra gli studiosi, che hanno contribuito alla ricerca sul tema focalizzandosi su diversi aspetti e con metodologie differenti.

¹ Fischer, Stanley. "The role of macroeconomic factors in growth." *Journal of monetary economics* 32.3 (1993): 485-512.

Ad interrogarsi sulla relazione tra stabilità macroeconomica e crescita, fra i primi troviamo Stanley Fischer, il quale, con un primo studio pubblicato nel 1991 e un secondo nel 1993, cerca di esaminare la questione da un punto di vista analitico attraverso l'uso di strumenti econometrici. In primo luogo, egli attribuisce alla stabilità una ulteriore caratteristica che la rende importante in un qualsiasi contesto macroeconomico, ovvero la sua capacità di generare incertezza. L'incertezza, come racconta Fischer, influenza la crescita di un paese attraverso due canali principali, individuati dall'autore nell'inefficienza del sistema di formazione dei prezzi e nella riduzione del livello di investimenti, aspetto, quest'ultimo, che verrà poi ripreso e ampliato nel 1996 da Michael Bleaney. Per quanto riguarda la formazione dei prezzi, una elevata incertezza fa sì che i produttori siano poco efficienti nell'allocazione delle risorse, cioè che non siano in grado di stabilire quando e quanto produrre nella maniera più efficace a causa delle sconosciute prospettive di vendita, il che può risultare in una diminuzione della produttività. Il secondo aspetto, invece, riguarda l'incapacità degli individui di effettuare valutazioni circa le migliori opportunità di investimento data l'elevata volatilità, che può portare ad una drastica diminuzione del livello di investimento domestico, accompagnata da un deflusso di capitali all'estero, delineando così, senza dubbio, una condizione che provoca un marcato impoverimento del paese.

Tra le componenti individuate alla base della stabilità macroeconomica, Fischer fa particolare riferimento all'inflazione e al bilancio fiscale. La prima, poiché facilmente misurabile e influenzata da molteplici fattori, viene vista come una stima del livello di incertezza, e dunque di instabilità nel sistema, mentre un bilancio in avanzo è percepito come indicatore di uno stato che è in grado di manovrare l'andamento dell'economia con le proprie azioni. Inoltre, la bilancia dei pagamenti di uno stato può fornire numerosi indizi circa lo stato di salute della sua economia, in quanto, analizzandone le componenti, si comprende in che misura il paese riesce a finanziare le proprie politiche senza la necessità di ricorrere al debito o ad aiuti da parte di paesi esteri. Questa dimensione, nella quale rientrano le dinamiche della politica fiscale e delle esportazioni nette, sarà poi fondamentale per la comprensione e l'analisi del caso argentino, trattato nel secondo capitolo di questo elaborato.

Analizzando differenti dataset composti da molteplici paesi del mondo, in un periodo compreso tra il 1973 e il 1988, Stanley Fischer giunge al risultato, statisticamente significativo, di una correlazione negativa tra inflazione e crescita. Le motivazioni dietro a questa relazione negativa tra le due variabili, sempre secondo l'autore, deve esser ricercata negli effetti che l'inflazione provoca sull'accumulazione del capitale e sulla crescita della produttività. Inoltre, Fischer si concentra sull'individuazione della causalità tra le due variabili, concludendo che sia l'inflazione a causare una diminuzione della crescita, seppur tale causalità possa sussistere anche in direzione opposta. In linea con questi risultati, viene individuata una relazione positiva tra un surplus nella bilancia dei pagamenti e la crescita, che appare robusta anche da un punto di vista statistico.

Continuando nella stessa direzione di Fischer, Michael Bleaney², nel 1996, indaga ulteriormente la relazione che intercorre tra gli eventi che provocano instabilità in un sistema economico, gli investimenti e la crescita del prodotto interno lordo pro capite, dimostrando come tale influenza sia non solo empiricamente, ma anche statisticamente significativa. Qualsiasi shock esterno nel sistema economico si riflette statisticamente nelle variabili di maggior interesse per la macroeconomia, tuttavia, come afferma Bleaney, ciò che riveste maggiore importanza è l'abilità dello stato nel riuscire ad accomodare lo shock stesso e mantenere la stabilità. Di conseguenza, un metodo per misurare il livello di stabilità consiste nell'individuazione di quanto i governi riescono a gestire in maniera attiva ed efficace le proprie politiche fiscali e monetarie, che si collegano direttamente ai concetti di debito pubblico e tasso di cambio della moneta rispetto alle valute estere. A tal proposito, lo studio di Bleaney assume la crescita del prodotto interno lordo pro capite, utilizzata come misura della crescita di un paese, come variabile dipendente, che viene definita come funzione di un numero limitato di variabili, tra cui la crescita del capitale fisico, per cui viene usata la crescita della popolazione come proxy, e gli investimenti. Analizzando un campione di 41 paesi in via di sviluppo, in un periodo compreso tra il 1980 e il 1990, Bleaney individua nella bilancia fiscale la variabile più statisticamente significativa, seguita dalla volatilità del tasso di cambio e dal debito pubblico. Seppur in maniera differente da quanto evidenziato da Fischer, Bleaney dimostra, nuovamente, come la crescita di un paese sia profondamente influenzata dal

² Bleaney, Michael F. "Macroeconomic stability, investment and growth in developing countries." *Journal of development economics* 48.2 (1996): 461-477.

grado di stabilità nel framework macroeconomico, di cui forniscono una misura le variabili sopra nominate.

1.2 Analisi dei principali indici di stabilità

Una prima discussione della letteratura economica sul tema della stabilità macroeconomica ha mostrato come quest'ultima sia un requisito quasi fondamentale per la promozione della crescita di un paese. Tuttavia, oggi appare impresa assai ardua definire quali siano gli ingredienti esatti che compongono un contesto macroeconomico stabile, sia per motivi legati alle difficoltà che si riscontrano nelle misurazioni di determinati valori, sia a causa delle profonde differenze che possono essere riscontrate nei vari paesi, i quali possono apparire tra loro ugualmente stabili anche se caratterizzati da situazioni diametralmente opposte. A tal proposito, sembra più appropriato ai fini di questa ricerca definire quali siano le componenti fondamentali della stabilità macroeconomica di qualsiasi paese e in che modo gli allontanamenti dai valori considerabili ottimali per tali variabili possono incidere sull'economia di un paese.

La stabilità macroeconomica è un concetto che può essere suddiviso in tre componenti fondamentali: una dimensione nominale, che fa riferimento alla stabilità dei prezzi, una dimensione reale, riguardante l'attività economica e il livello di occupazione, e infine una dimensione esterna, ovvero circa la sostenibilità della bilancia dei pagamenti. Ciascuna di queste tre dimensioni contribuisce a generare instabilità nel sistema economico di un paese, influenzando in maniera più o meno complessa la crescita; dunque, la loro analisi costituisce un buon punto di partenza per la successiva valutazione dell'economia Argentina, che costituisce uno dei casi di instabilità più eclatanti nella storia.

Come già affermato da Fischer, l'instabilità nominale, che trova nell'inflazione la sua manifestazione più importante, è la principale responsabile dell'incertezza nel sistema economico, in quanto impatta negativamente sia i produttori di beni e servizi, per le motivazioni esposte precedentemente, sia i consumatori finali, in quanto questa non colpisce tutte le categorie dei beni allo stesso modo o nello stesso momento. Per quanto riguarda la cosiddetta instabilità reale, è facile notare la sua importanza nel garantire un livello di produzione e occupazione stabile nel tempo, che possa permettere ai consumatori di allocare i propri risparmi tra investimento e consumo secondo le proprie

preferenze. Il terzo aspetto, quello riguardante la stabilità esterna, risulta invece particolarmente importante per diversi motivi, ovvero la capacità di un paese di far fronte ai pagamenti necessari, di mostrarsi solido ai mercati internazionali e di riuscire ad affrontare degli eventuali elementi di crisi, che possono, come molto spesso accade, avere degli effetti negativi anche sulle altre componenti dell'economia. Parallelamente a questa distinzione tra le tre dimensioni fondamentali della stabilità, si deve inserire il ruolo ricoperto dalla politica fiscale e dal debito pubblico, tra loro strettamente collegati, che va attentamente analizzato singolarmente a seconda del caso, in quanto non esistono parametri standard su cui potersi regolare.

1.2.1 La stabilità reale

Il concetto di “economia reale” trova una delle sue prime definizioni nella scuola Neoclassica dell'economia, con la cosiddetta dicotomia classica. Secondo questa scuola di pensiero, le principali variabili della macroeconomia possono essere distinte, e dunque analizzate separatamente, in due principali categorie: le variabili reali e le variabili nominali. Tale distinzione³ è importante perché permette di separare la dimensione materiale da quella monetaria, valutando così in maniera più chiara gli avvenimenti che accadono nell'economia di un paese.

La stabilità macroeconomica reale fa riferimento alla crescita stabile e sostenibile dell'attività economica e dell'occupazione di un paese. Questa può essere misurata tramite diversi indicatori economici, come il tasso di disoccupazione o l'*output gap*. L'*output gap*, calcolato come differenza logaritmica tra il livello del PIL nel breve periodo e la tendenza nel medio-lungo periodo (cioè un arco di tempo che va dai 5 anni in avanti), è una misura importante della instabilità reale, poiché la sua deviazione standard fornisce una stima di quanto il Prodotto Interno Lordo di un paese in un determinato anno si discosta dal valore generalmente indicato come quello di “pieno impiego”. Quando la

³ Quando facciamo riferimento alla dicotomia classica, le variabili reali sono quelle variabili che vengono misurate in unità fisiche, cioè come il prodotto tra una quantità e il relativo prezzo, mentre le variabili nominali sono quelle misurate attraverso un valore monetario, dunque il concetto di “reale” non va confuso con la successiva accezione di valore calcolato al netto dell'inflazione (come nel caso del tasso dell'interesse reale $r = i - \pi$, dove questo viene calcolato come differenza tra il tasso nominale i e il tasso di inflazione π). Secondo questa teoria, le due dimensioni possono essere considerate indipendenti tra loro, in quanto la moneta è neutrale e non ha effetti sulla dimensione reale dell'economia.

deviazione standard dell'output gap presenta un valore pari a zero, si può affermare che la dimensione reale dell'economia sia stabile.

Il prodotto interno lordo (PIL) è una misura del valore monetario dell'attività economica di un paese in un determinato periodo di tempo, ed è solitamente preso come riferimento per misurare l'andamento di un sistema economico. Anche nella successiva analisi del caso argentino, infatti, il tasso di crescita del prodotto interno lordo viene utilizzato come stima della crescita dell'economia di un paese. Nello specifico, il PIL può essere generalmente interpretato secondo due visioni alternative, ovvero come reddito cumulato totale di tutti gli operatori che partecipano al sistema economico e come spesa totale per l'acquisto dei beni e servizi fiscali prodotti dal sistema economico. Di conseguenza, in quanto somma del valore aggiunto prodotto da un paese in un anno, il PIL può essere considerato come indicatore dello stato di salute e di crescita dell'economia, sebbene presenti molteplici limiti, come la sua incapacità di misurare il benessere sociale o la non computazione della distribuzione della ricchezza all'interno della popolazione.

Un altro elemento che riveste particolare importanza nella dimensione reale dell'economia è il concetto di produttività. Nella sua definizione più basilare, la produttività viene misurata attraverso il rapporto tra output e input⁴, ovvero una misura della relazione che intercorre tra la quantità di prodotto finito che una ciascuna unità di fattore produttivo (in cui rientra il capitale necessario per la produzione, le materie prime, la forza lavoro e gli altri fattori che rientrano nella produzione di un bene) riesce a generare. Nell'ambito della nostra ricerca, risulta particolarmente complesso definire il concetto di stabilità nell'ambito della produttività di un paese. Tuttavia, una misura della produttività che può essere considerata "stabile" è data dal tasso di crescita di quest'ultima, per cui un paese che, per periodi di tempo ragionevolmente lunghi, riesce ad avere un tasso di crescita della propria produttività positivo, seppur basso, può essere considerato stabile dal punto di vista della sua produttività. Infatti, per far crescere il proprio PIL, un paese può incrementare la quantità di fattori produttivi, ad esempio attraverso l'accumulazione di nuovo capitale da investire o l'incremento della forza lavoro attiva, oppure può cercare un modo per accrescere la propria produttività, che, a

⁴ Owyong, David T. "Productivity growth: theory and measurement." *APO Productivity Journal* (2000): 19-29.

parità di impiego di risorse, permette di ottenere una maggiore quantità di output. La scelta di perseguire una politica orientata al raggiungimento di uno dei due obiettivi non è indifferente e priva di trade-off, come viene evidenziato da Krugman (1994)⁵, il quale, attraverso un'analisi empirica, mostra come la crescita economica in Asia fosse stata causata principalmente dal miglioramento della "qualità" (quindi della produttività) dei fattori e dei processi produttivi, piuttosto che da un aumento della loro quantità.

1.2.2 La stabilità nominale

La stabilità nominale costituisce, secondo l'elaborazione di Fischer, la seconda componente della stabilità macroeconomica. La definizione più semplice per il concetto di stabilità nominale consiste nella stabilità dei prezzi, cioè nell'assenza di inflazione (e deflazione, sebbene quest'ultima sia già alquanto rara). L'inflazione è un fenomeno economico che consiste in un aumento generalizzato dei prezzi di beni o servizi in un determinato periodo di tempo. Un aumento dell'inflazione provoca una diminuzione del potere di acquisto della moneta, vale a dire che una singola unità di valuta permette di acquistare una minore quantità di beni rispetto a prima.

I primi studi sul tema dell'inflazione risalgono alle teorie economiche classiche, ma si sono susseguiti, sotto punti di vista differenti, fino a tempi più moderni. Secondo Adam Smith, la cui visione si fondava sull'esistenza di tre principali fattori di produzione (la terra, il lavoro e il capitale), le imprese e i datori di lavoro competevano tra loro nel mercato del lavoro, cercando di assumere lavoratori migliori rispetto ai concorrenti, provocando un aumento dei salari, che comportavano una riduzione del loro margine di profitto. Di conseguenza, la relazione tra stabilità della dimensione nominale e crescita era implicitamente positiva, in quanto l'inflazione, osservata nell'aumento delle paghe ai lavoratori, generava un rallentamento nella crescita delle imprese dati i maggiori costi per i capitalisti, che riuscivano così a ottenere margini di profitto inferiori.

⁵ Krugman, Paul. "The myth of Asia's miracle." *Foreign affairs* (1994): 62-78.

Successivamente, con la formulazione della legge di Say⁶, la moneta inizia a venire considerata come semplice mezzo di pagamento, dunque incapace di influire sulla crescita, di cui gli investimenti, a loro volta connessi ai tassi di interesse, risultano essere la sola determinante. Tuttavia, nonostante l'introduzione della Teoria Quantitativa della Moneta⁷, alla base della dottrina classica, è chiaro come inizi a emergere una correlazione negativa tra inflazione e crescita, in quanto l'inflazione, come affermato da Boyd e Champ (2006)⁸, è responsabile per una riduzione nel livello degli investimenti e un aumento della domanda di moneta attraverso i prestiti, che provocano un aumento nei tassi, facendo conseguentemente diminuire gli investimenti e la crescita.

Con il susseguirsi degli anni, sono emerse ulteriori interpretazioni e teorie circa gli effetti dell'inflazione sulla crescita di un paese, anche contrastanti tra loro. Tra questi, è opportuno ricordare la visione di Lucas (1973)⁹, il quale afferma che l'inflazione deve essere tenuta sotto stretto controllo dalle autorità in modo da attestarsi su valori bassi, al fine di "lubrificare" l'economia rendendo i salari e i prezzi maggiormente flessibili. Ancora, il contributo di Feldstein (1982)¹⁰, che individua una relazione tra l'inflazione e il sistema di tassazione, attraverso cui la prima è in grado di influenzare le decisioni dei consumatori negli investimenti, con l'effetto di aumentare il costo del capitale e, infine, rallentare la crescita economica. Per citare uno studio tra molti su questa relazione, Bruno ed Easterly (1998)¹¹, analizzando un campione composto da 26 paesi, stabiliscono che un elevato livello di inflazione, da loro fissato sulla soglia del 40% annuo, rallenta la crescita, al contrario di un livello inferiore che ha un impatto meno profondo. La letteratura sul tema è assai vasta, con ricerche che hanno individuato che la relazione tra stabilità

⁶ Elaborata da Jean Baptiste Say nel 1803. In sintesi, la legge afferma che l'offerta di beni è sempre in grado di creare la propria domanda, dato che il produttore del bene cercherà di liberarsene in maniera quanto più rapida in cambio di denaro, che a sua volta cercherà di spendere rapidamente in cambio di un nuovo bene. I prezzi, dunque, tenderanno ad accomodarsi a seconda che ci sia un eccesso di domanda o di offerta, permettendo al mercato di autoregolarsi.

⁷ La teoria quantitativa della moneta afferma che maggiore è la quantità di moneta in circolazione nell'economia, minore è il suo valore in termini di beni e servizi, per cui l'inflazione è un fenomeno puramente monetario, incapace di provocare effetti sulla dimensione reale dell'economia.

⁸ Boyd, John, and Bruce Champ. "Inflation, banking, and economic growth." *Economic Commentary* 5/15/2006 (2006).

⁹ Lucas, Robert E. "Some international evidence on output-inflation tradeoffs." *The American economic review* 63.3 (1973): 326-334.

¹⁰ Feldstein, Martin. "Government deficits and aggregate demand." *Journal of monetary economics* 9.1 (1982): 1-20.

¹¹ Bruno, Michael, and William Easterly. "Inflation crises and long-run growth." *Journal of Monetary economics* 41.1 (1998): 3-26.

nominale e crescita può essere, in molti casi, non lineare¹², bensì maggiormente pronunciate per livelli di inflazione più bassi, o addirittura non statisticamente significativa per alcuni paesi¹³.

È dunque opportuno sottolineare come l'impatto dell'inflazione sullo sviluppo e sulla crescita dell'economia di un paese sia di diversa entità a seconda delle condizioni del singolo caso preso in esame. Inoltre, va sottolineato, in preparazione allo studio del caso argentino di fine anni Novanta, che la stabilità della dimensione economica nominale sia solo una tra le componenti che garantiscono la stabilità dell'intero sistema, e che, in quanto tale, questa non debba essere vista come unica variabile da tenere sotto controllo a qualsiasi costo, anche perché, spesso, questa non è solo un obiettivo da perseguire, bensì il risultato di una efficiente gestione da parte del governo.

1.2.3 La stabilità esterna

Con il concetto di stabilità macroeconomica esterna si fa riferimento a tutte quelle dimensioni dell'economia che hanno a che fare con l'apertura di un paese agli scambi e ai mercati internazionali, vale a dire come il suddetto paese si comporta nel contesto globale, con particolare riferimento al commercio, ai movimenti di capitale e ai tassi di cambio. Maggiore è il grado di apertura del paese, tanto più la stabilità nella dimensione esterna acquisisce rilevanza. Sono molteplici gli indicatori che possono essere presi in esame per operare un'analisi della stabilità esterna in un'economia, ma tra le più importanti figurano la bilancia commerciale, ovvero la differenza tra il valore delle esportazioni e delle importazioni di beni e servizi, la bilancia dei capitali, che tiene conto dei movimenti dei flussi di capitale da e verso l'estero, il tasso di cambio, che è una misura della forza di una valuta rispetto alle altre e risulta strettamente collegato alla competitività delle esportazioni di un paese, e altre variabili di carattere politico, come gli accordi commerciali con gli altri paesi o l'interazione con questi attraverso le reti di commercio.

¹² Vedi Gillman, Max, and Michal Kejak. "Inflation and balanced-path growth with alternative payment mechanisms." *The Economic Journal* 115.500 (2005): 247-270.

¹³ Malla (2007) analizza un campione composto da alcuni paesi OCSE, per i quali non individua la relazione negativa tra inflazione e crescita, al contrario di quanto previsto dalla teoria economica.

La gestione della stabilità esterna è molto complessa, poiché richiede delle politiche che considerino sia le dinamiche globali esterne che quelle interne al paese, che spesso si muovono in direzioni opposte e sono difficili da conciliare allo stesso momento.

Una delle determinanti più importanti per la stabilità esterna di un paese risulta essere il tipo di regime di tassi di cambio adottato. È ormai opinione concorde tra gli studiosi, sebbene le metodologie di analisi e la focalizzazione delle varie ricerche siano spesso differenti, che il regime di tassi di cambio ideale sia diverso da paese a paese, in quanto diverse sono le problematiche che possono caratterizzare le varie nazioni. Nello specifico, maggiore è la frequenza e la portata degli shock esogeni nella valuta nazionale, più sarà conveniente per il paese adottare un regime che prevede un tasso di cambio fisso, al fine di controbilanciare l'incertezza degli avvenimenti con una maggiore rigidità nel cambio della valuta. Una dimensione esterna stabile fornisce una certa prevedibilità nel tipo di azioni e politiche che il governo di un paese deciderà di intraprendere, che a sua volta permette agli investitori sia internazionali che interni di avere maggiori garanzie e sicurezze nella scelta del tipo di investimenti da intraprendere, potendo così stimolare la crescita del paese. Inoltre, la riduzione del rischio di cambio è altrettanto importante se l'ammontare di flussi che provengono da paesi con valute diverse è molto rilevante per il paese, in quanto è necessario garantire agli investitori che i capitali investiti non perdano valore a causa di un impoverimento della valuta nazionale. Tramite l'adozione di un regime a tassi di cambio fissi, è possibile aumentare la stabilità della propria valuta, rinunciando però, in parte o totalmente, al controllo indipendente della politica monetaria, come accadde in Argentina con la riforma del 1991. Va anche tenuto in considerazione che regimi differenti vanno sostenuti con strumenti diversi fra loro. In particolare, per garantire la convertibilità della valuta al tasso prefissato, un governo che decide di adottare un regime di tassi di cambio fissi deve mantenere sufficienti riserve di valuta estera al fine di non essere troppo vulnerabile agli shock esterni. Al contrario, un regime di cambio variabile offre una flessibilità maggiore, sia nell'uso della moneta come strumento per accomodare gli shock esterni, sia per rendere le proprie esportazioni più o meno competitive. Tuttavia, la scelta del regime di tasso di cambio è un argomento delicato, che il governo di un paese deve analizzare approfonditamente e in un'ottica globale, ovvero tenendo conto delle implicazioni di una determinata scelta nelle varie dimensioni della propria economia. Ciò che è possibile affermare, come anche riscontrato

empiricamente da alcune ricerche di carattere empirico¹⁴, è che le caratteristiche specifiche del singolo paese lo rendono maggiormente adatto a un determinato regime di tasso di cambio che sia più in grado, rispetto agli altri, di garantire una più solida stabilità nella dimensione esterna dell'economia, favorendo così la crescita del paese.

1.3 Il debito pubblico e la struttura finanziaria

La letteratura economica sul tema del debito pubblico ha dato vita, negli anni, a una lunga serie di discussioni circa il rapporto tra quest'ultimo e la crescita di un paese, con diversi autori che sono giunti a conclusioni differenti nei propri studi. Tuttavia, è lecito affermare che in generale il debito pubblico, inteso nella sua accezione più ampia, abbia un effetto negativo sulla crescita di un paese, principalmente attraverso il "crowding out effect"¹⁵. Se dunque da un lato l'impatto di determinate politiche fiscali o il contesto macroeconomico del paese possono amplificare l'effetto dello spiazzamento, dall'altro il ricorso al debito, specialmente se contratto per finanziare delle politiche di crescita sostenibili, è necessario per il raggiungimento degli obiettivi prefissati. Di conseguenza, risulta inappropriato, nonché impossibile, cercare di formulare una legge universale che stabilisca se il debito sia positivo o negativo per la crescita. È però forse plausibile cercare di formulare delle linee guida a cui volgere l'attenzione, specialmente in riferimento alla composizione del debito pubblico, alle condizioni con cui viene contratto, e anche all'esistenza di un valore soglia da non superare per non incorrere in spiacevoli scenari.

Secondo la visione di Elmendorf e Mankiw (1999)¹⁶, che introducono quella che ritengono essere la "visione convenzionale" degli effetti del debito pubblico sull'economia, l'impatto del debito può essere osservato sia nel breve che nel lungo termine. Nello scenario in cui un governo decidesse di finanziare le proprie spese con

¹⁴ Vedi Aizenman, Joshua. "A theory of current account and exchange rate determinations." *European Economic Review* 23.3 (1983): 261-280.

¹⁵ Il *crowding out* effect, traducibile con l'espressione "spiazzamento", è un fenomeno che consiste nell'impoverimento del settore privato a seguito della crescita della spesa pubblica. Ciò accade poiché un governo, per spendere una maggiore quantità di denaro, deve prendere in prestito tali somme, provocando un aumento dei tassi di interesse e limitando l'accesso al credito alle imprese private e rendendo loro più oneroso procurarsi il capitale per crescere, oppure deve aumentare la tassazione, giungendo allo stesso risultato.

¹⁶ Elmendorf, Douglas W., and N. Gregory Mankiw. "Government debt." *Handbook of macroeconomics* 1 (1999): 1615-1669.

l'emissione di debito, per esempio a seguito di una riduzione dell'imposizione fiscale, gli effetti immediati sarebbero quelli di rendere la popolazione maggiormente predisposta al consumo, dato il reddito più elevato, con la conseguenza di provocare uno stimolo nella produzione e, infine, una crescita generale dell'economia nazionale. Tuttavia, nel lungo periodo, in cui quella rigidità dei prezzi e dei salari che rende possibile questo stimolo della domanda e quindi della produzione tende ad avere una importanza più limitata, gli effetti di un aumento del debito per finanziare le politiche fiscali del governo possono avere effetti differenti, in larga parte negativi.

Una delle uguaglianze fondamentali dell'economia afferma che il reddito nazionale sia uguale all'output nazionale, da cui si ricava che la somma tra il risparmio del settore privato e il risparmio pubblico sia pari alla somma tra gli investimenti e le esportazioni nette. La derivazione della suddetta uguaglianza è la seguente.

$$Y = C + S + T ,$$

dove Y corrisponde al reddito nazionale, che è composto dal consumo del settore privato (C), dal risparmio del settore privato (S) e dalle tasse del governo al netto dei trasferimenti (T). Questo deve essere uguale all'output nazionale:

$$Y = C + I + G + NX ,$$

dove Y, in questo caso, rappresenta l'output nazionale, che può essere scomposto in quattro componenti di spesa differenti, rispettivamente: il consumo (C), gli investimenti domestici (I), la spesa pubblica (G) e le esportazioni nette (NX, ovvero le esportazioni al netto delle esportazioni). Combinando le due uguaglianze si ottiene:

$$S + (T - G) = I + NX ,$$

che afferma che la somma tra il risparmio privato (S) e il risparmio pubblico (T - G) deve essere uguale alla somma tra gli investimenti e le esportazioni nette.

Inoltre, il saldo delle partite correnti¹⁷ deve risultare pari al negativo della capital account balance, chiamato investimento diretto estero (IDE, in inglese NFI, *Net Foreign Investments*), cioè gli investimenti dei residenti nazionali all'estero al netto degli

¹⁷ Definito come somma tra esportazioni nette (NX), Net Investment Income by Domestic Residents e Net Transfers. Queste due ultime componenti sono trascurabili, dunque nell'equazione rimane soltanto NX.

investimenti interni dall'estero. Quindi $NX = NFI$, in modo che ai flussi di beni siano corrisposti uguali flussi monetari. La nuova uguaglianza diventa:

$$S + (T - G) = I + NFI ,$$

dove la prima parte rappresenta il risparmio nazionale, mentre la seconda mostra l'impiego delle somme risparmiate per gli investimenti.

Riportando l'attenzione sulla questione del debito, una riduzione delle tasse provoca una diminuzione del risparmio nazionale, alterando l'equilibrio nell'uguaglianza¹⁸. Tale equilibrio può essere ripristinato in diversi modi, ovvero attraverso un aumento di pari importo del risparmio del settore privato, una diminuzione negli investimenti o una riduzione dell'investimento diretto estero. Nel primo scenario, la dottrina economica tradizionale mostra che l'aumento del risparmio nel settore privato non avviene nella stessa misura della diminuzione di quello pubblico, per cui la componente degli investimenti diminuisce lo stesso, compensando il divario, e provocando una riduzione del prodotto aggregato, ricordando l'uguaglianza introdotta all'inizio. Alternativamente, una riduzione degli investimenti provoca una diminuzione dello stock di capitale, che a sua volta comporta, nel medio termine, un abbassamento delle capacità produttive, e quindi della produzione aggregata del paese. Infine, l'equilibrio potrebbe essere ripristinato tramite una riduzione dell'investimento diretto estero, che comporterebbe alternativamente meno capitale all'estero posseduto dai cittadini nazionali oppure maggiore capitale all'interno dei confini del paese in mano a investitori esteri, che in entrambi gli scenari implicherebbe minore reddito per i cittadini. Da queste semplici uguaglianze si può apprezzare come implicitamente esista una relazione negativa tra debito pubblico e crescita del paese. Gli effetti che questo ha sull'economia possono riguardare anche un aumento dei tassi di interesse, con una ulteriore diminuzione nel livello degli investimenti oppure, in situazioni particolarmente gravi, come quella dell'Argentina, il paese può entrare in una spirale del debito, per cui per far fronte ai

¹⁸ La logica dietro questo ragionamento consiste nel fatto che una riduzione delle tasse priva lo stato di una parte di entrate necessarie per attuare le proprie politiche, diminuendo il reddito del paese (Y), di cui le tasse, al netto della spesa pubblica, sono una componente. In questo caso, diminuire le tasse vuol dire costringere il paese a prendere in prestito capitale dall'estero sotto forma di debito pubblico.

pagamenti degli interessi relativi alle emissioni di titoli precedenti il governo è costretto a emettere nuovi titoli a condizioni sempre più svantaggiose e gravose per la popolazione.

1.4 Politiche economiche e monetarie

La politica monetaria è uno strumento, insieme alla politica fiscale, attraverso cui i governi di uno stato influenzano regolarmente l'andamento e la direzione dell'economia, nello specifico la produzione aggregata, il livello di occupazione della popolazione e il livello generale dei prezzi. Negli ultimi decenni, a partire dalla seconda metà del XX secolo, il tema della politica monetaria ha acquisito notevole importanza, come dimostrato dalla grande quantità di studi effettuati sull'argomento, grazie ai quali sono state esplorate da un punto di vista teorico ed empirico molteplici questioni riguardanti questa componente fondamentale dell'economia.

La politica monetaria di un paese può avere obiettivi differenti, ma quelli che generalmente sono stati perseguiti in tempi recenti riguardano il mantenimento della stabilità dei prezzi e il raggiungimento del livello massimo di produzione e impiego, in modo da garantire alla popolazione le migliori condizioni nel sistema macroeconomico per la crescita, ovvero la stabilità di tutte le sopracitate dimensioni. Parallelamente a questi obiettivi dichiarati, la politica monetaria opera anche con il fine di raggiungere una elevata stabilità nella dimensione del commercio internazionale e dei mercati finanziari, che sono fondamentali per fare in modo che gli investimenti, sia interni che dall'estero, si mantengano su un livello elevato, in quanto costituiscono una delle componenti alla base dello sviluppo e della crescita di un paese. Uno degli attori più importanti, se non l'unico in grado di influenzare discrezionalmente la politica monetaria di un paese, è la banca centrale. Una banca centrale è una istituzione che controlla, in maniera monopolistica, l'emissione della moneta di una determinata area monetaria, con la possibilità di emetterne di nuova. Attraverso l'emissione o il ritiro di valuta, tramite operazioni finanziarie, la banca centrale è in grado di regolarne la quantità in circolazione nell'economia al fine di mantenere la stabilità dei prezzi accomodando gli shock che si verificano. Insieme all'emissione di moneta, un altro strumento a disposizione di una banca centrale sono le riserve di valuta obbligatorie e il tasso di interesse retribuito sui depositi e richiesto sui prestiti. Influenzare le riserve obbligatorie permette all'autorità

monetaria di influenzare la quantità di moneta che le banche commerciali possono utilizzare per le proprie attività, determinando quindi il costo del denaro (cioè il tasso di interesse) per la popolazione e le banche stesse. Tuttavia, un tema che negli ultimi anni ha preso piede nel dibattito economico è quello che mette in discussione l'obiettivo del mantenimento della stabilità dei prezzi come obiettivo principale di una banca centrale, in quanto tra gli accademici è cresciuta in popolarità l'idea che la costrizione dell'economia per raggiungere tale obiettivo possa comportare un incremento del rischio nella stabilità finanziaria¹⁹, legata cioè alla dimensione dei mercati, a sua volta connessa con i flussi di capitale da e verso l'estero. Un tasso di inflazione troppo basso, infatti, potrebbe essere dannoso per l'economia nel momento in cui le aspettative degli operatori economici sono da questo riformulate con un ottimismo eccessivo, che incentiva all'assunzione di rischi troppo elevati.

Dunque, sono state formulate varie motivazioni contro l'uso della politica monetaria come strumento diretto per la stabilizzazione dell'economia attraverso il livello dei prezzi. Tra queste rientra la regola di Tinbergen²⁰, che afferma che un'autorità monetaria, al fine di ottenere una soluzione univoca a un problema, deve poter avere un numero di strumenti, che devono essere tra loro indipendenti, pari al numero delle variabili obiettivo. Di conseguenza, nel momento in cui la stabilità del sistema finanziario viene vista come una variabile differente dalla stabilità dei prezzi, secondo la regola di Tinbergen, la sola politica monetaria non è in grado di garantirle entrambe, ma c'è bisogno di un secondo strumento che la banca centrale possa manovrare. Tale discussione è rilevante nella discussione che seguirà nel secondo capitolo sulla crisi che ha afflitto l'Argentina alla fine dello scorso secolo. Infatti, attraverso una riforma del sistema monetario, il paese riuscì, in breve tempo, a ripristinare la stabilità nel valore della propria valuta, ma senza eccellere nella stabilizzazione del sistema finanziario, arrivando a capitolare in una delle crisi più grandi della storia economica recente. Comprendere la distinzione tra le due dimensioni risulta quindi fondamentale per l'analisi della condizione di salute e delle performance di un paese.

¹⁹ Proprio questo aspetto costituisce uno dei centri focali dell'analisi qui proposta del caso argentino.

²⁰ Formulata nel 1952 da Jan Tinbergen, premio Nobel per l'economia i cui lavori hanno portato grandi contributi nella macroeconomia.

1.4.1 Monetary targeting e Inflation targeting

L'inflazione è uno tra gli indicatori della condizione macroeconomica di un paese più importanti. Le motivazioni, come già esposto precedentemente, fanno riferimento a questioni molteplici, come la sua semplicità di interpretazione e la sua importanza nel condizionare l'incertezza nell'intero sistema nonché le abitudini e i comportamenti della popolazione. Proprio per questi motivi, un framework macroeconomico stabile nella sua dimensione nominale costituisce una condizione favorevole per lo sviluppo dell'economia e la crescita del paese. Il controllo dell'inflazione assume, perciò, particolare rilevanza nell'ambito delle politiche monetarie perseguite da una banca centrale, che può adottare diverse strategie per far in modo che questa si attesti intorno a valori contenuti, stabili e sostenibili. Due delle principali strategie monetarie che una banca centrale può scegliere di perseguire sono il “*monetary targeting*” l’“*inflation targeting*”.

Il monetary targeting si fonda sulla relazione fondamentale tra la quantità di moneta in circolazione e il livello generale dei prezzi, descritta dalla Teoria Quantitativa della Moneta. Questa teoria prevede l'esistenza di una relazione diretta tra l'offerta di moneta, che una banca centrale è in grado di regolare, e il livello dei prezzi, dunque l'inflazione, tenendo costante l'output e la velocità di circolazione della moneta²¹. Una banca centrale che adotta strategia monetaria di money targeting, quindi, mira regolare la quantità di moneta nell'economia al fine di influenzare l'inflazione. Il target primario della banca centrale diventa uno fra gli aggregati monetari (M1, M2 o M3), che, attraverso l'emissione o l'acquisto di moneta²² vengono ristretti o espansi affinché l'offerta di moneta incontri la domanda nel punto in cui il livello di inflazione è quello prefissato come obiettivo dalla banca centrale. Oltre alle operazioni di mercato aperto, restano a disposizione dell'autorità monetaria anche altri strumenti, come la regolazione della quantità minima di riserve obbligatorie che le banche commerciali devono detenere

²¹ La legge può essere così descritta: $MV = PY$. Assumendo quindi che la velocità di circolazione (V) sia costante, e ricordando che l'output (Y), in quanto variabile reale, non viene influenzato dalla dimensione nominale, un aumento della quantità di moneta (M) si traduce direttamente in un incremento del livello generale dei prezzi (P).

²² L'emissione e l'acquisto di moneta avvengono attraverso quelle che comunemente sono definite “operazioni di mercato aperto”. In cambio di attività finanziarie, la Banca Centrale immette (preleva) sul mercato una determinata quantità di moneta, facendo aumentare (diminuire) quella in circolazione.

presso la banca centrale sottoforma di liquidità o i tassi di rendimento sulle stesse. Il meccanismo di trasmissione, dunque, consiste principalmente nella regolazione del mercato interbancario, che a sua volta modifica le condizioni per l'accesso al credito di tutti gli operatori economici, regolando così la quantità di denaro che viene immessa nell'economia. Il principale vantaggio del monetary targeting consiste nella possibilità di individuare una linea di azione piuttosto lineare, in quanto l'obiettivo da perseguire, cioè la quantità di denaro in circolazione, risulta particolarmente chiaro ed esplicito. Tuttavia, gli assunti su cui questa strategia si fonda (gli stessi della Teoria Quantitativa della Moneta), sono delle semplificazioni troppo evidenti della realtà, in quanto la velocità con cui il denaro circola è assai variabile a seconda della propensione al rischio e al consumo della popolazione e la domanda di moneta è profondamente influenzata dall'afflusso di capitali dall'estero, che possono complicare notevolmente la relazione che intercorre tra quantità di moneta e livello dei prezzi. Inoltre, il meccanismo di trasmissione che caratterizza il monetary targeting presuppone l'esistenza di una correlazione diretta tra la dimensione che si vuole influenzare, come la stessa inflazione, e gli aggregati monetari che la banca centrale manovra per il raggiungimento del proprio obiettivo, ovvero risulta necessario che l'inflazione, nel caso specifico del paese che opera il monetary targeting, sia un fenomeno esclusivamente monetario, come previsto dalla teoria della moneta, e quindi difficilmente influenzabile da altri fattori come le aspettative degli operatori, che sappiamo essere in grado di sortire degli effetti sulla suddetta variabile.

È a causa di queste criticità che una delle strategie di politica economica e monetaria tra le più popolari è la pratica dell'“*Inflation targeting*”. L'*inflation targeting* è una strategia utilizzata dalla banca centrale di un paese che consiste nel manovrare gli strumenti a propria definizione con il fine ultimo di mantenere il tasso di inflazione entro un certo intervallo target, che appunto la banca centrale ritiene giusto per lo stato di riferimento. L'intervallo entro il quale la banca centrale solitamente cerca di contenere l'inflazione consiste in un valore piuttosto basso, che possa essere mantenuto stabile nel breve e medio periodo e che permetta di stabilizzare la dimensione nominale dell'economia del paese. L'obiettivo rimane sempre la stabilità dei prezzi e delle altre componenti dell'economia; tuttavia, nel monetary targeting il fine ultimo è costituito da un determinato livello di offerta di moneta, di cui la stabilità è una teorica conseguenza, mentre nell'*inflation*

targeting la banca centrale manovra i propri strumenti in funzione di quanto il tasso di inflazione attuale si discosta da quello target.

La strategia di inflation targeting è caratterizzata da una serie di elementi chiave. Tra questi si può individuare: un intervallo target ufficiale entro il quale la banca centrale opera per contenere il tasso di inflazione²³, una politica di forward-looking, che consiste in un comportamento attivo da parte della banca centrale, la possibilità per quest'ultima di manovrare diversi strumenti e aggregati per il raggiungimento dell'obiettivo, degli elevati standard di trasparenza, di comunicazione e di credibilità, senza la quale gli annunci ufficiali non avrebbero il potere di influenzare l'economia. L'insieme di principi che si trova alla base della pratica di inflation targeting prende il nome di "*Taylor rule*"²⁴.

Una Banca Centrale che segue la *Taylor rule* opera la propria politica monetaria attraverso l'aggiustamento dei tassi di finanziamento e di deposito a breve termine, cercando di definire quelli più appropriati alla situazione macroeconomica attuale sulla base del differenziale tra il tasso di inflazione corrente e quello obiettivo. Se l'inflazione attuale è superiore a quella target, la Banca Centrale aumenta il livello dei tassi di interesse, e, al contrario, li diminuisce quando questa è troppo bassa, stimolando così l'attività economica del paese. Questo tipo di politica monetaria è, al giorno d'oggi, quello maggiormente utilizzato nelle economie sviluppate, in quanto permette di produrre effetti in tempi molto rapidi (se non addirittura prima degli effettivi cambiamenti nei tassi stabiliti dalla banca centrale, attraverso annunci di rialzi o tagli che influenzano le aspettative²⁵), nonché di aggiustare le manovre con una frequenza particolarmente elevata.

Nel caso dell'Argentina, un tema ricorrente sarà proprio l'incapacità della Banca Centrale di operare una politica monetaria autonoma, a causa della necessità di mantenere il tasso di cambio della moneta nazionale stabile nei confronti del dollaro. Quindi, possiamo affermare che dal 1991 l'Argentina avesse intrapreso una politica monetaria basata sul

²³ Nel caso della Banca Centrale Europea, il range target entro il quale contenere il tasso di inflazione è il 2 per cento. Nello specifico, questo target inoltre definito "simmetrico", vale a dire che livelli di inflazione superiori o inferiori al valore centrale vengono considerati ugualmente indesiderabili.

²⁴ Con l'espressione "Taylor rule" si fa riferimento a una serie di principi, elaborati dall'economista americano John B. Taylor nel 1992, che una Banca Centrale deve seguire per il perseguimento di una politica monetaria che ha la finalità di garantire un tasso di inflazione stabile.

²⁵ Fenomeno che prende il nome di "*Forward Guidance*".

monetary targeting, i aggregati monetari di riferimento erano le riserve di moneta e la quantità di moneta in circolazione, che però non venivano manovrati con il fine di accomodare gli shock interni ed esterni, cercando dunque di fare ciò che la dottrina economica avrebbe consigliato, bensì con l'unico obiettivo del mantenimento del tasso di cambio. Come verrà poi illustrato nel capitolo 2, questa costrizione della politica monetaria avrebbe poi portato il paese a far fronte a delle problematiche particolarmente severe.

1.4.2 Il modello Mundell-Fleming

Tra gli strumenti messi a disposizione dalla dottrina e dalla letteratura economica per l'analisi delle fluttuazioni cicliche in una economia aperta troviamo il modello Mundell-Fleming, che costituisce uno dei capisaldi della macroeconomia ed è ancora oggi utilizzato per via della sua versatilità e semplicità. Sviluppato in maniera indipendente durante gli anni '60 del Novecento da Robert Mundell (1963)²⁶ e Marcus Fleming (1962)²⁷, il modello in questione offre la possibilità di analizzare come i fattori economici interni di un paese interagiscono con quelli esterni, e ciò è possibile farlo scegliendo il tipo di regime di tasso di cambio tra fisso e flottante. Le componenti fondamentali del modello di Mundell-Fleming, infatti, riprendono quelle caratterizzanti il modello IS-LM, includendo le esportazioni nette e i flussi di capitale da e verso l'estero, in quanto si fa riferimento ad una economia aperta che interagisce con il resto del mondo.

Il modello generalmente utilizzato per oltre mezzo secolo per l'analisi delle fluttuazioni macroeconomiche, di cui il Mundell-Fleming costituisce un'espansione, è il modello IS-LM²⁸, che a differenza della sua successiva specificazione, può essere utilizzato solamente per descrivere il caso di una economia chiusa. Questo si fonda su due relazioni

²⁶ Mundell, R. A. "Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates." *The Canadian Journal of Economics and Political Science / Revue Canadienne d'Economie et de Science Politique*, vol. 29, no. 4, 1963, pp. 475–85.

²⁷ Fleming, J. Marcus. "Domestic Financial Policies under Fixed and under Floating Exchange Rates." *Staff Papers-International Monetary Fund* (1962): 369-380.

²⁸ Teorizzato da John Hicks nel 1937 nel saggio "Mr. Keynes and the "Classics": A Suggested Interpretation", pubblicato dopo il celebre "The General Theory of Employment, Interest and Money" di John Maynard Keynes del 1936.

fondamentali²⁹, che fanno riferimento al rapporto che intercorre tra il prodotto di un paese (chiamato “output” e indicato con “Y”) e il tasso di interesse (indicato con “i”). La prima relazione riguarda il mercato dei beni e consiste in un rapporto decrescente tra il tasso di interesse e la loro domanda, per cui un aumento del livello del tasso di interesse provoca una diminuzione della domanda di beni e di investimenti, insieme a una riduzione del consumo in generale. Poiché, come visto nelle uguaglianze descritte precedentemente, gli investimenti e il consumo sono alla base del prodotto di un paese, un aumento dei tassi provoca una riduzione della produzione aggregata, relazione che viene descritta e rappresentata con la curva IS (che sta appunto per “Investment” e “Saving”, data la condizione di uguaglianza tra le due componenti).

La seconda relazione riguarda invece il mercato della moneta, la cui quantità domandata risulta essere funzione del reddito e del tasso di interesse. Il rapporto con il reddito è positivo, vale a dire che la domanda di moneta aumenta al crescere dei redditi delle famiglie, mentre è negativa per quanto riguarda il tasso di interesse, che infatti rappresenta il costo-opportunità di detenere moneta liquida rinunciando alla rendita derivante dall’investimento di questa, o alternativamente il costo che deve essere sostenuto per prendere in prestito la somma qualora non se ne disponesse.

Combinando le due curve, che indicano tutte le combinazioni tra reddito del paese e tasso di interesse per cui, rispettivamente, il mercato dei beni e della moneta sono in equilibrio, si ottiene, nel punto di intersezione, la sola combinazione per cui entrambi i mercati sono in equilibrio contemporaneamente.

²⁹ Per ulteriori approfondimenti sulle relazioni descritte dalle due curve confr. Hicks, John R. "Mr. Keynes and the "classics"; a suggested interpretation." *Econometrica: journal of the Econometric Society* (1937): 147-159.

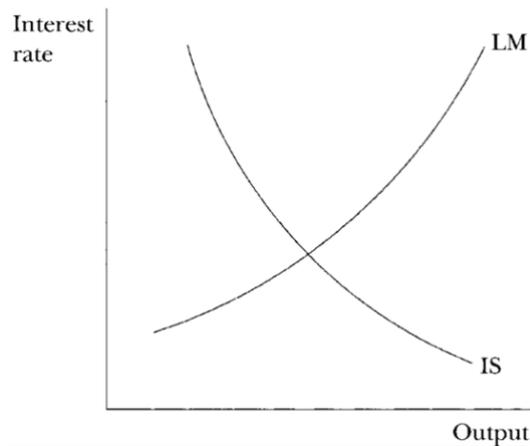


Figura 1.1: Rappresentazione delle curve IS e LM. Fonte: Romer, David. "Keynesian macroeconomics without the LM curve." Journal of economic perspectives.

L'equilibrio può essere alterato a seguito di cambiamenti nei valori delle componenti nelle due curve. Ad esempio. Se il governo decide di aumentare la spesa pubblica, oppure diminuire l'aliquota fiscale riducendo così le tasse, la curva IS trasla verso destra, poiché aumenta il valore di Y determinato nell'equazione della stessa curva. A quel punto, l'economia si muove lungo la curva LM, che ha un'inclinazione positiva, facendo aumentare contemporaneamente sia il prodotto Y che il tasso di interesse.

Il modello di Mundell-Fleming, quindi, si fonda sulle relazioni tra reddito e tasso di interesse che caratterizzano il precedente IS-LM, e viene utilizzato per l'analisi delle fluttuazioni economiche e dell'efficacia della politica fiscale e monetaria in una piccola economia aperta, secondo l'assunzione di perfetta mobilità dei capitali. La caratteristica fondamentale che rende questo modello così versatile e ne giustifica un utilizzo tanto diffuso è la possibilità di analizzare gli eventi economici assumendo, alternativamente, un regime di tassi di cambio fissi o fluttuanti. La distinzione tra i due tipi di regime monetario è importante in quanto evidenzia come uno stesso provvedimento in materia di politica fiscale o monetaria, in ciascuno dei due regimi, può avere effetti e impatti diversi sulla dimensione reale e nominale dell'economia. Nel caso dell'Argentina, analizzato nel capitolo successivo, la distinzione tra regime di tasso di cambio fluttuante e fisso sarà un tema centrale nella trattazione degli effetti delle politiche monetarie attuata dal paese negli anni, e costituirà un esempio particolarmente calzante nell'evidenziare la profonda differenza nella gestione dell'economia a cui un paese viene sottoposto nel

momento in cui decide di ancorare la propria moneta nazionale a una valuta estera, fenomeno che in inglese si definisce “peg”.

Il modello Mundell-Fleming può essere ridotto a tre equazioni. Le prime due, cioè la curva IS, che descrive l’equilibrio che si raggiunge nel mercato dei beni (la dimensione reale dell’economia), e la curva LM, relativa al mercato della moneta, riprendono le stesse componenti e logiche del modello IS-LM, con alcune differenze. La terza, invece, viene introdotta per completare il quadro, descrivendo, quindi, la dimensione esterna, e prende il nome di curva BP, che sta per “*balance of payments*”. L’inclinazione di questa curva risulta essere proporzionale al differenziale tra il tasso di interesse interno, cioè del paese preso in esame, e quello mondiale, che per una delle assunzioni fondamentali del modello risultano essere uguali tra loro³⁰. Di conseguenza, la curva BP risulta essere parallela all’asse delle ascisse³¹, cioè piatta.

Le curve IS e LM, infatti, possono essere descritte come segue:

$$IS: \quad y = C(y - T) + I(i) + G + NX(y, y_f, e) \quad ,$$

dove y rappresenta il reddito nazionale, $C(y - T)$ la propensione al consumo moltiplicata per il risparmio privato, I gli investimenti, G la spesa pubblica e NX le esportazioni nette, dipendenti dal reddito e dal tasso di cambio e ;

$$LM: \quad \frac{M}{P} = L(y, i) \quad ,$$

dove $\frac{M}{P}$ e $L(y, i)$ rappresentano, rispettivamente, l’offerta e la domanda di saldi monetari reali, quest’ultima funzione crescente al reddito e decrescente al tasso di interesse i .

Le logiche seguite dalle due curve sono le stesse del modello IS-LM, con l’unica differenza che la curva IS nel modello Mundell-Fleming include una misura delle esportazioni al netto delle importazioni. Tuttavia, l’approccio analizzato in questa sede

³⁰ L’assunzione a cui si fa riferimento è che il paese esaminato sia una piccola economia aperta, incapace di influenzare il tasso di interesse globale. In presenza di perfetta mobilità dei capitali, un aumento del tasso di interesse interno farebbe affluire capitali dall’estero, attirati dal rendimento superiore, che provoca una pressione al ribasso sul tasso di interesse stesso, fino al punto in cui questo non torna al livello di quello globale (e viceversa per una sua diminuzione). Dunque, il differenziale tra tasso interno e mondiale risulta pari a zero.

³¹ Esistono anche delle formulazioni che prevedono un rischio paese superiore a quello globale, con la conseguenza di una inclinazione della curva BP positiva e di un effetto di spiazzamento della politica fiscale.

segue la riformulazione del modello elaborata da Nicholas Gregory Mankiw, il quale propone una rappresentazione del modello sul piano (y, e) ³², a differenza della più convenzionale illustrazione sul piano (y, i) . Il vantaggio di questa rappresentazione è quello di mostrare in maniera esplicita la dimensione relativa al tasso di cambio, in quanto visibile sull'asse delle ordinate, nonché di evidenziare più chiaramente le dinamiche relative a questa dimensione, diverse a seconda del regime fluttuante o fisso, che altrimenti sarebbero nascoste e meno intuitive. Inoltre, la formulazione di Mankiw vede le esportazioni nette come reattive al solo tasso di cambio, con una correlazione negativa, in quanto un apprezzamento della valuta rende i beni nazionali maggiormente costosi e i beni esteri meno, peggiorando il saldo commerciale del paese. Poiché la variabile rappresentata sull'asse delle ordinate è il tasso di cambio e , la curva LM non risente delle variazioni nel tasso i , per cui viene rappresentata come una linea verticale in corrispondenza del reddito di equilibrio y .

Per completare il modello viene inserita una terza equazione, che prende il nome di curva BP. La curva BP è reattiva al differenziale tra il tasso di interesse interno del paese e quello mondiale: nel momento in cui il tasso interno al paese aumenta, dall'estero sono attratti nuovi capitali in cerca di migliori rendimenti, con una conseguente pressione a rialzo anche sul tasso di cambio. Tuttavia, nel caso di una piccola economia aperta, il tasso di interesse interno è uguale al tasso mondiale, in quanto il paese risulta incapace di influenzare il livello generale dei tassi e le dinamiche di domanda e offerta di attività finanziarie riportano in equilibrio i due valori non appena si verifica una variazione ($i = i_f$). Date queste condizioni e la perfetta mobilità dei capitali, il risultato è una curva BP orizzontale.

³² Per una maggiore chiarezza, le curve IS e LM, quando intese secondo la formulazione di Mankiw, cioè la loro rappresentazione sul piano (y, e) , prendono il nome di curva IS* e curva LM*.

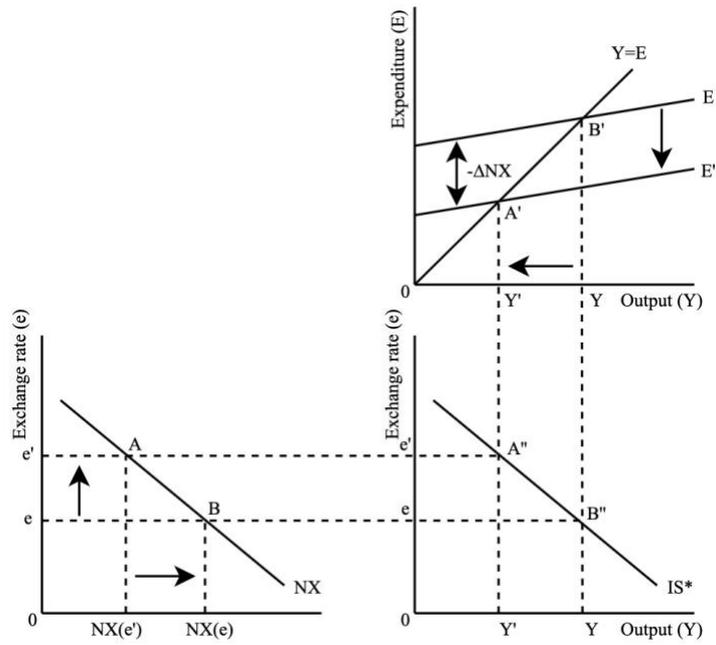


Figura 1.2: Derivazione della curva IS^* sul piano (y, e) . Fonte: N. G. Mankiw, *Macroeconomia*.

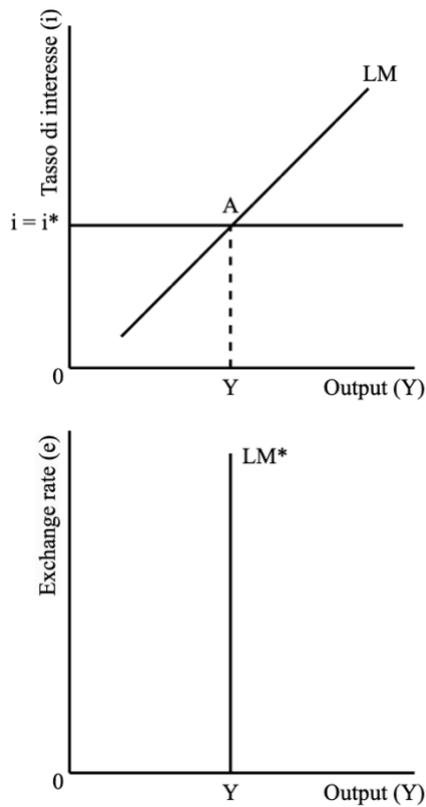


Figura 1.3: Derivazione della curva LM^* sul piano (y, e) . Fonte: N. G. Mankiw, *Macroeconomia*.

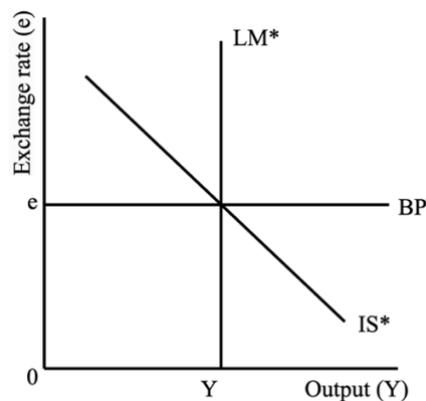


Figura 1.4: Il modello di Mundell-Fleming sul piano (y, e). Fonte: N. G. Mankiw, *Macroeconomia*.

Il modello Mundell-Fleming permette di operare un'analisi delle fluttuazioni macroeconomiche sia in regime di tassi fissi che fluttuanti. La letteratura economica ha prodotto numerosi studi relativamente all'efficacia della politica fiscale nell'accomodare gli shock dell'economia in presenza di tassi variabili, giungendo a un largo consenso riguardo la sua quasi totale incapacità di produrre effetti significativi. Questo è dovuto principalmente all'effetto che una politica fiscale espansiva, attuabile sia attraverso un aumento della spesa pubblica o una diminuzione delle imposizioni fiscali, ha su tassi di interesse interni al paese. Infatti, l'effetto primario di una tale politica è quello di far spostare verso destra la curva IS, che genera una pressione al rialzo sul tasso di interesse i , con due effetti principali. Il primo è una diminuzione degli investimenti a causa del tasso di interesse più elevato, che in parte frena l'effetto espansivo sull'output che la maggior spesa pubblica o privata inizialmente provoca, il secondo è l'aumento del differenziale tra i tassi di interesse, in quanto ora $i > i_f$, attraendo così capitali dall'estero, con conseguente apprezzamento del tasso di cambio e riduzione delle esportazioni nette. Entrambi questi effetti, combinati, finiscono per rendere la politica fiscale inefficace. Questo effetto può anche essere osservato da un punto di vista grafico, in quanto la curva LM risulta essere verticale su un determinato livello di reddito y , per cui lo spostamento della curva IS finisce solamente per influenzare il tasso di cambio e .

Nel caso di un regime di tasso di cambio fisso, il quadro descritto dal modello suggerisce una completa inefficacia della politica monetaria a favore di quella fiscale. Un'espansione dell'offerta di moneta (la curva LM* si sposta verso destra), genera una pressione a ribasso sul tasso di cambio, che a sua volta provoca una fuga di capitali verso l'estero a

causa dei minori rendimenti interni al paese. Per riportare l'economia, e soprattutto il tasso di cambio, di nuovo in equilibrio, la banca centrale deve attuare una serie di misure volte a generare una contrazione nell'offerta di moneta, mostrando come la politica monetaria sia di per sé inefficace. Quindi, l'unico strumento che può essere utilizzato risulta essere la politica fiscale, che inoltre si dimostra tanto più efficace quanto piatta la curva BP, la quale, a sua volta è, per le assunzioni sopra citate, orizzontale. Nel modello presentato da Mankiw, possiamo notare come un aumento della spesa pubblica, che provoca uno spostamento della curva IS* verso destra, debba essere accompagnato da una politica monetaria espansiva volta al mantenimento del tasso di cambio sul livello prestabilito.

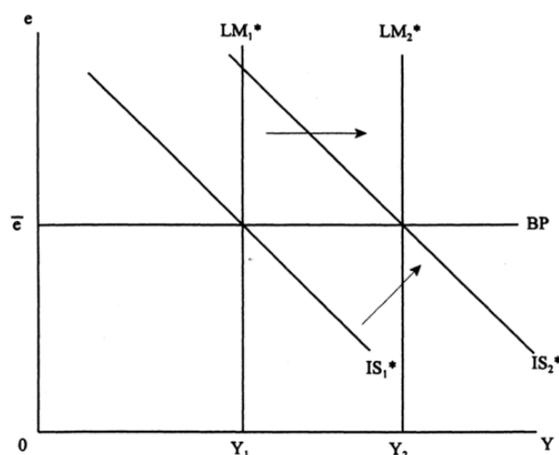


Figura 1.5: Effetti di una politica fiscale espansiva in regime di tassi di cambio fissi. Fonte: Fan, Liang-Shing, and Chuen-mei Fan. "The Mundell-Fleming model revisited." The American Economist.

Dunque, per una banca centrale che opera in un regime di tassi fissi la sola politica monetaria, che sia espansiva o restrittiva, non risulta essere uno strumento utilizzabile, in quanto l'obiettivo dell'autorità diventa il mantenimento del prestabilito tasso di cambio. E proprio questo risulta essere il caso che l'Argentina ha dovuto affrontare durante tutto il corso degli anni '90, a seguito dell'introduzione del *peg* tra il peso argentino e il dollaro statunitense, che ha contribuito in maniera fondamentale a stabilizzare la dimensione nominale dell'economia nazionale, ma al caro prezzo di una rinuncia alla politica monetaria come strumento per la risposta agli avvenimenti esterni e l'accomodamento degli shock susseguitis negli anni.

2. LA CRISI ARGENTINA DI FINE XX SECOLO

L'Argentina costituisce uno dei più eclatanti esempi di elevata instabilità a livello macroeconomico, politico e sociale. Nell'immaginario collettivo, il nome di questa Nazione viene associato quasi automaticamente al concetto di inflazione, nonostante le debolezze dell'Argentina, specialmente negli ultimi anni del XX secolo, abbiano riguardato molteplici aspetti dell'economia, a partire da una dimensione di carattere puramente strutturale, relativa per esempio al sistema bancario, fino ad arrivare alle questioni riguardanti le politiche monetarie e fiscali operate dai governi che si sono susseguiti. L'obiettivo di questa analisi, vista l'elevata complessità del caso, è quello di esaminare le sopracitate dimensioni da un punto di vista teorico ed empirico, al fine di fornire una panoramica sulle principali debolezze che hanno caratterizzato l'Argentina durante la fine del XX secolo e che hanno portato alla crisi di fine 2001, evidenziando per quali motivazioni il paese possa essere definito instabile e in che modo tale instabilità abbia influenzato la popolazione e l'economia nel suo complesso.

La crisi che ha colpito l'Argentina nei primi anni Duemila è un argomento che ha destato molto interesse negli economisti, i quali hanno tentato di ricostruire la vicenda sotto molteplici punti di vista, giungendo spesso anche a risultati diversi circa le presunte cause del dissesto. I motivi di tale interesse sono da ricercarsi nella complessità del caso, che offre la possibilità di analizzare empiricamente come differenti componenti dell'economia possano interagire tra loro e influenzare la condizione del paese. Gli aspetti su cui risulta particolarmente interessante soffermare la ricerca sono molteplici, poiché molteplici sono le dimensioni caratterizzate da squilibri, instabilità ed errori di gestione. Tra queste, senza dubbio, rientrano la questione relativa al debito pubblico e alle debolezze strutturali che lo hanno caratterizzato, il ruolo fondamentale del tasso di cambio e le forti influenze esercitate da alcuni stati esteri, partner commerciali del paese.

Tuttavia, tentare di individuare in maniera lineare un'unica causa responsabile per l'intera vicenda sembra, oggi, non solo difficile, ma anche piuttosto incorretto. La crisi, come verrà poi illustrato nel dettaglio, appare infatti essere il risultato di una vasta gamma di elementi, e di problemi, che hanno contribuito alla creazione di un contesto molto

instabile, all'interno del quale non sempre è risultato possibile attuare quelle misure che la dottrina economica avrebbe consigliato per la specifica situazione dell'Argentina.

Un sistema bancario troppo legato alla politica, un'economia caratterizzata da una sempre più decrescente produttività delle proprie risorse, un elevato debito pubblico e l'attuazione di politiche monetarie non sostenibili nel lungo periodo: tutti elementi che, combinati, hanno provocato un declino della situazione argentina quasi irreparabile.

2.1 Analisi del contesto storico prima del 1989

Dopo la promulgazione della Costituzione del 1853, l'Argentina, indipendente dalla Spagna ormai dal 1816, diede il via ad un processo di costruzione di un sistema di istituzioni democratiche, con un governo esecutivo e due camere legislative, sulla base dei modelli che negli anni erano venuti a formarsi in Occidente e negli Stati Uniti. Tale trasformazione segnò il passaggio da un'epoca di colonialismo a una di democrazia dotata di tutti quei sistemi che maggiormente avrebbero favorito la crescita e contribuito allo sviluppo del paese. In questo periodo, l'Argentina assistette a una prima apertura allo scambio internazionale e alla creazione di rapporti con i paesi esteri, dando vita a un rigoglioso periodo di crescita, arricchito ulteriormente dalle numerose immigrazioni da parte di cittadini provenienti da Italia e Spagna. Agli inizi del Novecento, il PIL pro capite dell'Argentina si attestava su livelli simili a quelli di Svizzera, Francia e Germania. Lo sfruttamento delle Pampas, delle vaste pianure assai fertili, aveva infatti permesso all'Argentina di diventare uno dei maggiori esportatori di carne e prodotti agricoli al mondo, contribuendo in maniera determinante alla crescita del paese. Tuttavia, la quasi totale mancanza di un sistema industriale sviluppato iniziò a mostrare le fragilità dell'economia, generando, negli anni della Seconda Guerra Mondiale, forte instabilità a livello politico e sociale. Nel 1946, Juan Domingo Perón, una delle figure più rilevanti nella storia dell'Argentina, venne eletto presidente, dando il via a una lunga serie di riforme sul piano economico che avrebbero gettato l'economia nel caos. Tra queste, la svalutazione della moneta, la chiusura del paese al commercio internazionale e un'elevata spesa pubblica sotto forma di sussidi alle imprese (peraltro danneggiate dalle politiche dello stesso Peron), il tutto finanziato dalla stampa incondizionata di moneta e l'emissione continua di debito pubblico. La figura di Perón riscosse un grande consenso fra i ceti

popolari, composti principalmente da operai e contadini, in quanto le sue politiche, fortemente populiste, avevano permesso loro di ottenere delle prime vittorie in termini di diritti e benefici. Grazie ai sussidi che costantemente venivano concessi da Peròn, queste classi di lavoratori ottennero giornate lavorative più brevi, maggiore sicurezza sul lavoro e benefici di carattere fiscale, che permesso al presidente di creare un ambiente a lui favorevole. Tuttavia, memore delle vicende nell'Europa Orientale, Peròn non cercò esclusivamente il favore della classe operaia, bensì si rivolse anche alle classi di imprenditori, cercando di incrementare al massimo il proprio consenso. La linea politica di Peròn, fondata su una forte presenza dello stato tramite sussidi ai lavoratori, inizialmente sostenibile vista la condizione florida in cui l'economia argentina versava dopo la guerra, si riscoprì eccessivamente gravosa per le casse dello stato, sostenute principalmente dalle esportazioni di materie prime. Questa politica fiscale largamente espansiva, tra le più alte del mondo, accompagnata da numerose acquisizioni di imprese private, comportarono l'inizio del declino per l'Argentina. Un tentativo di generare un processo di industrializzazione dell'economia costò caro all'agricoltura, in quanto tale programma venne finanziato tramite un sistema che prevedeva l'acquisto di beni agricoli a prezzi stabili dallo stato, assai inferiori rispetto al reale valore, che lo stato avrebbe rivenduto sui mercati internazionali, lucrando sulla differenza. Tale sistema privò l'agricoltura di una parte molto rilevante dei profitti che provocò un impoverimento dell'intero sistema. Essendo incapace di tagliare la spesa pubblica, poiché avrebbe provocato un duro scontro con sindacati e lavoratori, il governo di Peròn si vide costretto a fare affidamento a diverse forme di finanziamento, a partire dal signoraggio. Un aumento della quantità di moneta in circolazione, se non accompagnato da un aumento della produzione di beni e dell'offerta di servizi, finisce soltanto per influenzare la dimensione nominale della moneta, facendone diminuire il valore, provocando così inflazione nel sistema. A tale inflazione, segue un aumento dei salari nominali, che a loro volta generano un ulteriore aumento dei beni, e così via. L'Argentina entrò dunque nella spirale dell'inflazione, che in qualche anno raggiunse livelli piuttosto elevati. La forte penalizzazione inferta all'agricoltura generò una diminuzione della produzione di beni e quindi delle esportazioni, gravando ulteriormente sulla bilancia dei pagamenti. Il risultato di queste politiche furono una instabilità macroeconomica e un'inflazione a livelli mai registrati in precedenza. L'era di Peron terminò con il suo esilio nel 1955, sebbene la

democrazia avrebbe fatto ritorno solamente nel 1983. In questo periodo, l'Argentina assistette a un'alternanza di presidenti eletti, colpi di stato e governi militari. Negli anni immediatamente successivi a Peròn, le politiche attuate furono un tentativo di riparare agli errori commessi precedentemente. L'obiettivo era quello di provocare una apertura allo scambio internazionale e una ripresa delle esportazioni, e a tal fine venne svalutata la moneta e liberalizzato il commercio. Tuttavia, gli effetti che queste misure provocarono aggravarono ulteriormente le condizioni economiche del paese, mentre i tentativi di tagliare la spesa pubblica vennero, come negli anni precedenti, ostacolati e resi impossibili. Negli anni fra il 1976 e il 1983, l'Argentina fu governata da una dittatura militare, che cercò di ridurre ulteriormente la presenza dello stato nell'economia per alleviare la pressione sulla bilancia dei pagamenti. La scelta di finanziare il debito pubblico, costantemente in crescita, attraverso prestiti da parte di stati esteri, inizialmente si rivelò funzionante, riuscendo a ristabilire per un breve periodo una certa stabilità economica. Tuttavia, non venne effettuato alcun tentativo per far tornare la scarsa produttività argentina ai livelli del primo dopoguerra, con il conseguente declino della produzione industriale, l'aumento della disoccupazione e il ritorno di una prospettiva di inflazione. Il 30 ottobre 1983, Raúl Ricardo Alfonsín, candidato della Union Civica Radical, vinse le elezioni presidenziali con il 52% dei voti, ristabilendo per la prima volta dopo decenni un governo democratico legittimo. La situazione a livello sociale ed economico che Alfonsín si trovò davanti denotava un quadro a tinte molto fosche: il debito pubblico era cresciuto a dismisura, arrivando fino a 66 miliardi di dollari nel 1983, e l'intero sistema produttivo versava in uno stato di profonda crisi.

In questo contesto, il nuovo eletto emanò il Plan Austral, che prevedeva la sostituzione del Peso con l'Austral, e permise in un lasso di tempo molto breve, grazie al congelamento dei prezzi e dei salari, una drastica riduzione del tasso di inflazione. Contestualmente, Alfonsín promosse l'apertura del paese al commercio internazionale, a partire dall'intensificazione dei rapporti con il Brasile, che gettarono la base per la realizzazione del successivo Mercosur (1991). Dopo questa prima ripresa, la situazione economica argentina continuò ad aggravarsi, in quanto le misure implementate tramite il Plan Austral erano tutte di carattere temporaneo, e al loro abbandono i salari nominali e i prezzi ripresero a crescere molto velocemente, tanto che il tasso di inflazione tornò ad attestarsi intorno a valori misurati in migliaia. Nei primi mesi del 1989, il governo Alfonsín

giungeva al termine, lasciandosi alle proprie spalle una situazione che, da un punto di vista sociale, non era mai stata tanto disastrosa.

2.2 Il Plan de Convertibilidad

Nel maggio del 1989, un'Argentina in piena crisi economica, quasi sull'orlo di una epocale rivolta popolare, si preparava per le elezioni presidenziali che avrebbero visto trionfare, con un distacco di quasi 15 punti percentuale sugli avversari, il peronista Carlos Saùl Menem, che sarebbe rimasto alla guida del paese per due mandati, dal 1989 al 1999. Al suo fianco, Menem scelse come Ministro dell'Economia Domingo Cavallo, una figura chiave nella storia economica dell'Argentina. Per contrastare l'iperinflazione che nei recenti periodi aveva ricominciato a manifestarsi nel paese, il governo Menem introdusse una delle riforme più importanti di sempre nella storia economica del paese: il Plan de Convertibilidad.

Con l'espressione "Plan de Convertibilidad" si fa riferimento alla Legge n. 23.928, promulgata il 27 marzo 1991 (ed entrata in vigore il 1° aprile dello stesso anno) su proposta del nuovo ministro dell'Economia Domingo Cavallo. Gli obiettivi principali che con questa legge il Governo argentino intendeva perseguire consistevano in una drastica diminuzione dell'iperinflazione e in uno stimolo della crescita economica, tramite l'istituzione di un regime di cambio fisso tra il dollaro statunitense e l'Austral Argentino, in un rapporto pari a 1 dollaro contro 10.000 *Australes*³³. Questa dollarizzazione dell'economia, nelle migliori previsioni del governo, avrebbe permesso all'Argentina di godere di un sistema monetario stabile, che avrebbe posto fine ai livelli insostenibili dell'inflazione, permettendo una ripresa della crescita e il ristabilimento della fiducia nel paese da parte dei mercati internazionali. L'ancoraggio del Peso al Dollaro Statunitense fu accompagnato da una serie di riforme, nel corso di pochi anni, volte a garantire la possibilità per lo stato di mantenere il rapporto di cambio fisso sul valore prestabilito. In tal senso, il governo intraprese un processo di privatizzazione di molte imprese nazionali, per riuscire a garantire i flussi di capitale in entrata dall'estero, e operò una profonda

³³ L'*Austral* verrà sostituito nel gennaio 1992 dal Peso in un rapporto pari a 1:10.000, per cui il tasso di cambio tra Dollaro statunitense e Peso argentino sarà pari a 1:1.

riforma del sistema bancario e delle attività, nonché dei compiti, della Banca Centrale Argentina. Questa regolazione del mercato, di carattere Neoliberale, prevedeva, inoltre, una liberalizzazione relativa al commercio internazionale e la creazione di un mercato del lavoro dalle condizioni più flessibili e favorevoli, poiché l'obiettivo, parallelo alla stabilità dei prezzi, era quello innescare un processo di accumulazione del capitale fisico che avrebbe a sua volta dato vita a un periodo di crescita più sostenibile nel lungo periodo.

Con l'attuazione del piano, dunque, il governo argentino mirava a ristabilire un livello di stabilità macroeconomica che mancava da anni, e che aveva trascinato il paese in una condizione assai critica, caratterizzata da livelli mai visti precedentemente di disoccupazione e povertà, con circa il 33,7% della popolazione sotto la soglia minima.

Sebbene l'ancoraggio del Peso al Dollaro, elemento centrale della politica monetaria ed economica di questo decennio in Argentina, fosse di per sé formalmente benefico per l'economia, oltre che a essere in linea con la dottrina in materia di gestione della valuta, la modalità con cui venne attuato si fondava su una considerazione del valore del Peso molto lontana dalla realtà. Infatti, il rapporto stabilito, pari a 1:1, in realtà mostrava una sopravvalutazione del Peso rispetto al Dollaro di circa il 14%, stando a delle stime effettuate al tempo da J.P. Morgan, e tale sopravvalutazione continuò a crescere negli anni successivi, raggiungendo il suo massimo nel 1993.

2.2.1 Le riforme nel sistema bancario e le privatizzazioni

Una delle componenti più importanti della stabilità macroeconomica è la stabilità del sistema finanziario, composto da tutti gli intermediari e le autorità predisposte. Un sistema finanziario stabile si presenta come un sistema in grado di resistere agli shock che si verificano, facendo fluire il denaro laddove ve n'è il bisogno in tempi brevi. A tal proposito, appare opportuno operare una analisi del sistema bancario, e in generale finanziario, dell'Argentina, evidenziandone l'evoluzione durante l'ultimo decennio del Novecento e cercando di capire come tali cambiamenti abbiano influenzato la stabilità macroeconomica del paese e, quindi, le performance dell'economia.

Durante il XX secolo, il sistema bancario argentino ha subito una costante e progressiva evoluzione, segnata particolarmente da due radicali riforme, la prima con l'attuazione del

piano di convertibilità nel 1991, e la seconda in risposta alla crisi del 1994 in Messico, che diede il via a un processo di privatizzazione degli istituti bancari provinciali in Argentina.



Figura 2.1: Riserve totali (oro compreso) in Dollari Statunitensi in Argentina. Fonte: FMI. Elaborazione ad opera dell'autore.

La legge che aveva decretato il cambio fisso tra il Peso e il Dollaro prevedeva che la Banca Centrale argentina detenesse riserve bancarie (costituite sia da oro che da valute estere) pari almeno al 100% della base monetaria, e che tali riserve potessero essere utilizzate soltanto come strumento per regolare la quantità di moneta in circolazione al fine di mantenere il rapporto di cambio tra la valuta argentina e quella statunitense. Come possiamo osservare nella figura 2.1, tra il 1991 e il 1992 ci fu un notevole aumento delle riserve di moneta, che diminuirono drasticamente tra il 2001 e il 2002, anni della crisi e della destituzione del regime di convertibilità. In seguito a queste riforme, la Banca Centrale argentina divenne un “*currency board*”, ovvero una autorità monetaria incaricata di perseguire esclusivamente una politica monetaria passiva volta a garantire, in questo caso, la convertibilità del Peso in Dollaro in rapporto 1:1.

Le caratteristiche fondamentali³⁴ di un *currency board* sono la presenza di un tasso nominale di cambio fisso, che garantisce la piena convertibilità della moneta (è infatti quasi canonico che sotto un *currency board* lo stato permetta la circolazione sia della valuta nazionale sia di quella a cui viene ancorata), delle riserve di moneta estera pari al

³⁴ Hanke, Steve H. "Currency boards." *The Annals of the American Academy of Political and Social Science* 579.1 (2002): 87-105.

cento per cento della moneta emessa³⁵, che servono a permettere alla banca centrale il mantenimento del valore prefissato, nonché degli alti costi legati alla volontà del paese di dismettere il *currency board* dopo averlo istituito, a causa del costo da sostenere per modificare il sistema, che fungono però da incentivo a intraprendere politiche monetarie che non siano rischiose per l'economia. Come conseguenza di queste caratteristiche, un *currency board* non ha potere discrezionale in materia di politica monetaria, ma svolge operazioni semi-automatiche per il mantenimento del tasso di cambio, evitando così di imbattersi nel trade-off tra politica monetaria interna ed esterna.

Come parte integrante del Convertibility Plan, nell'ottobre del 1992 venne emanata la *Carta Organica del Banco Central*³⁶, una legge che stabiliva l'indipendenza della Banca Centrale argentina e i compiti che questa avrebbe da lì in poi perseguito. Tra i cambiamenti nel sistema che la suddetta legge introdusse, ne troviamo alcuni di importanza capitale per la situazione che caratterizzava l'Argentina in quel periodo, come il divieto assoluto per la Banca Centrale di prestare denaro alle banche provinciali o al governo, la fissazione del mantenimento del tasso di cambio come unico obiettivo al posto di tasso di disoccupazione basso e crescita economica, nonché dei cambiamenti per quanto riguarda l'autorità cui la Banca Centrale avrebbe dovuto rendere conto. Questa legge costituì una riforma fondamentale per garantire una maggiore sicurezza e affidabilità al sistema bancario e finanziario dell'Argentina, che storicamente non erano rinomati per la loro solidità.

Agli inizi della convertibilità, nel 1991, oltre il 31% dei finanziamenti da parte delle banche provinciali e municipali³⁷ era nei confronti del settore pubblico, da cui è facile evincere la forte influenza di chi governava sulle suddette banche, che erano spesso utilizzate come strumento per finanziare politiche discutibili e favorevoli a chi si trovava al governo. Dopo l'introduzione della Carta Organica, che appunto sanciva il divieto a tali forme di finanziamento, questo rapporto diminuì molto rapidamente, rendendo la Banca Centrale e le banche provinciali sempre più indipendenti dal sistema che le

³⁵ Come si evince dalla Fig. 5, le riserve di moneta crebbero notevolmente a partire dal 1991, anno di introduzione del *currency board*, per poi ritornare a valore meno elevati nel 2002, anno in cui la convertibilità venne destituita.

³⁶ Con la legge numero 24.144.

³⁷ Vedi Alston, Lee J., and Andres A. Gallo. "Evolution and revolution in the Argentine banking system under convertibility: the roles of crises and path dependence." (2000).

circondava. Come risultato di tali operazioni, l'afflusso di capitale dall'estero, sottoforma di investimenti, cominciò a crescere, segno di una nuova fiducia in questo sistema più solido e indipendente.

La stabilità macroeconomica di un paese dipende da molti fattori, e la stabilità del sistema bancario è una delle componenti più importanti, in quanto è attraverso le banche, pubbliche e private, che i flussi di capitali entrano ed escono dal paese. In periodi di massicci deflussi verso l'estero, le banche possono spesso trovarsi in situazioni di mancanza di liquidità³⁸ e tale situazione è pesantemente gravosa in presenza di un regime di piena convertibilità come quello introdotto in Argentina, poiché la Banca Centrale perde la sua funzione di *lender of last resort*³⁹, cioè non è in grado di fornire alle banche nel bisogno la liquidità necessaria, a meno che non abbia altrettante riserve di valuta estera. La mancanza di liquidità per una banca comporta l'incapacità di far fronte ai pagamenti dovuti, e qualora questa situazione dovesse affliggere molteplici banche nello stesso periodo, la fiducia nel paese crolla e l'intero sistema ne risente negativamente. È per questo motivo che si mostrava necessario un cambiamento nella struttura del sistema finanziario, a partire dalle banche.

A partire dal 1992, il governo argentino iniziò una massiccia opera di privatizzazione di molte imprese pubbliche, in particolare di quelle bancarie. Questa opera di privatizzazione venne duramente criticata e ostacolata da alcune figure politiche, che in caso di piena indipendenza delle banche avrebbero perso la possibilità di finanziare a loro piacimento le proprie operazioni. È importante sottolineare come nel periodo 1992-2000, le privatizzazioni di asset nazionali costituirono circa il 25% dei capitali netti in entrata del paese, i quali furono un elemento chiave per il finanziamento del deficit e all'accumulazione delle riserve⁴⁰. Tuttavia, tale opera di privatizzazione si mostrava di vitale importanza, in quanto il legame tra Banca Centrale e banche provinciali era stato reciso, e ora le banche avrebbero necessitato di maggiore solidità.

³⁸ Fenomeno che prende il nome di *liquidity shortage*.

³⁹ La funzione di *lender of last resort* è una delle caratteristiche fondamentali di una banca centrale. Questa consiste nell'offrire la possibilità alle banche commerciali di richiedere una qualunque somma di denaro, a fronte di opportune garanzie, alla banca centrale, sottoforma di prestito a breve termine e a un tasso elevato. Tale funzione serve a garantire maggiore efficienza nel sistema, in quanto permette a quelle banche che si trovano in improvvisa difficoltà di far fronte ai propri pagamenti.

⁴⁰ O'Connell, Arturo. "The recent crisis of the argentine economy: some elements and background." *METU Conference, Ankara*. 2002.

Lo scoppio della crisi in Messico del 1994⁴¹ ebbe un sostanziale impatto anche sull'economia Argentina. La Exrader Bank⁴², una banca argentina al tempo molto importante, che deteneva gran parte delle proprie riserve in titoli del debito pubblico messicano, subì una corsa agli sportelli da parte dei propri depositari, che si sparse anche su molte altre banche argentine. In breve tempo, l'intero sistema venne colpito da una crisi di liquidità, e il governo dovette procedere con ulteriori modifiche al sistema per farvi fronte, altrimenti l'impossibilità di iniettare liquidità nel sistema della Banca Centrale avrebbe fatto sprofondare l'economia del paese. L'unica alternativa si mostrò essere quella di procedere con una riduzione delle riserve di valuta obbligatorie, che fece fluire circa 2,7 miliardi di Dollari nel sistema, l'apertura di linee di credito per le banche insolventi e la reintroduzione della funzione di lender of last resort della banca centrale, ma limitatamente a somme di poca rilevanza e solo nei confronti delle banche più in difficoltà. Tuttavia, l'iniziativa più importante fu la creazione, insieme al Fondo Monetario Internazionale, di un fondo per l'avviamento della procedura di privatizzazione delle banche: il *Fondo Fiduciario para el Desarrollo Provincial*, che al momento della sua creazione, nel 1995, consisteva di circa 7 miliardi di finanziamenti, che si rivelarono fondamentali per la preservazione del Convertibility Plan, anche se la crisi provocò comunque degli effetti negativi, ovvero una diminuzione del PIL tra 3,5% e il 4% e l'aumento della disoccupazione fino a un valore intorno al 17%.

2.2.2 La fase espansiva del Plan de Convertibilidad

L'introduzione di prime politiche di libero mercato da parte di Menem, a partire dal Plan de Convertibilidad, segnò l'inizio di un periodo di ripresa per l'economia dell'Argentina. Il peg che venne stabilito tra il Peso e il Dollaro si rivelò immediatamente efficace nel porre un freno all'iperinflazione che affliggeva il paese agli inizi degli anni Novanta. L'idea su cui questo regime di convertibilità si basava era quella di attribuire ai possessori di Peso argentini un "diritto di proprietà" sui dollari a cui questi erano ancorati, al fine di

⁴¹ La crisi che afflisse il Messico tra il 1994 e il 1995 è conosciuta come "*Tequila crisis*". La crisi venne causata da una improvvisa svalutazione del Peso messicano nei confronti del Dollaro statunitense, generando una forte incertezza e una elevata percezione del rischio paese, che a loro volta provocarono una massiccia fuga di capitali verso l'estero.

⁴² In poco tempo la Exrader Bank andò incontro al fallimento, e solo successivamente vennero avanzate accuse di amministrazione fraudolenta e impropria detenzione di asset a carico del suo presidente.

aumentare la solidità della valuta e la percezione che questa solidità potesse essere mantenuta nel tempo. Tra gli inizi del 1990 e l'aprile del 1991, momento in cui la convertibilità iniziò a entrare pienamente in vigore, l'inflazione precipitò da un valore annuale di 1.334 punti percentuale a uno di circa 29, arrivando a toccare il 4 per cento nel 1994, prima dello scoppio della crisi in Messico.

Attraverso questa operazione di ancoraggio valutario, l'Argentina riuscì a ristabilire, almeno in un primo momento, un maggiore livello di stabilità macroeconomica, lavorando sull'aspetto nominale dell'economia. Una valuta forte e stabile come il Dollaro, nel momento in cui un governo decide di ancorarvi la propria valuta, permette di sollevare la politica dal peso di prendere scelte scomode a livello monetario, e dona al sistema la possibilità di riprendere l'attività di produzione senza preoccupazione di vedere tutti gli sforzi vanificati da elevati livelli di inflazione.

Infatti, se osserviamo l'evoluzione di molteplici variabili macroeconomiche in Argentina negli anni immediatamente successivi all'introduzione del Convertibility Plan, possiamo notare come i benefici non interessarono esclusivamente la valuta nazionale, attraverso un'inflazione molto più bassa, bensì anche numerosi aspetti dell'economia reale. In particolare, questo nuovo livello di stabilità macroeconomica generò un aumento del PIL pro capite di circa l'8% tra il 1991 e il 1992, mantenendosi fino al 1995 intorno al 4,5%. Il tasso di povertà passò dal 33,7% al 17,8% in due anni, e si riscontrò una crescita notevole anche nei salari medi, denominati in Peso.

L'implementazione del regime di convertibilità rese possibile un intenso processo di accumulazione del capitale, che, secondo molteplici dottrine economiche, risulta essere uno degli elementi fondamentali per la crescita di un paese, oltre che un efficace metodo per misurarla. Nell'arco temporale tra il 1991 e il 1998, lo stock di capitale fisico crebbe, facendo una stima a prezzi costanti, di oltre il 23,3%⁴³, grazie all'aumento di investimenti privati e alla riduzione dei costi di importazione. L'industria manifatturiera diede vita a un processo di modernizzazione delle infrastrutture produttive che, accompagnato dall'aumento della spesa per il capitale fisico, portò ad una crescita della produttività per lavoratore di circa il 58,5%. Parallelamente a questi miglioramenti, nello stesso periodo

⁴³ Salvia, Sebastian Pedro. "The boom and crisis of the Convertibility Plan in Argentina." *Brazilian Journal of Political Economy*, vol. 35 (2015): 325-342.

si andò incontro anche a una diminuzione del costo dei salari reali, nonostante la crescita nella produttività del lavoro, pari al 21,1%. È dunque facile comprendere che un aumento della produttività, specialmente se combinato con una diminuzione del costo del lavoro, sia un ottimo indicatore di performance economica positiva e dunque di crescita. L'aumento dei profitti, derivante da questa crescita, contribuì ulteriormente ad accrescere l'appetibilità delle opportunità di investimento in Argentina, attirando ulteriori capitali dall'estero e permettendo l'inizio di un processo di accumulazione del capitale.

Tuttavia, il sistema che era stato implementato nascondeva dei limiti che si sarebbero rivelati solo a partire dalla crisi in Messico del 1994, seguita poi da quella in Russia e Brasile tra il 1998 e il 1999.

2.3 Net exports e bilancia dei pagamenti

La stabilità nominale che era stata ristabilita dal Piano di convertibilità aveva avuto successo nel porre un freno all'inflazione e a stimolare la crescita. Tuttavia, il rapporto su cui era stato basato il cambio tra Peso e Dollaro prevedeva una sopravvalutazione della valuta argentina, che a sua volta aveva avuto un'influenza notevole sulle dinamiche di import ed export del paese. L'apprezzamento del tasso, accompagnato dalla crescita degli investimenti del settore privato, stimolò in maniera massiccia le importazioni, inibendo, dall'altro lato, la crescita delle esportazioni.

Volgendo lo sguardo alle esportazioni, il piano di convertibilità, oltre ad accelerarne, seppure di poco, la crescita rispetto agli anni '80, fece in modo che queste fossero meno instabili rispetto a prima. Infatti, è possibile osservare come durante il nuovo decennio la volatilità delle esportazioni, misurata attraverso la loro deviazione standard⁴⁴, fosse diminuita, contribuendo a rendere il sistema nel suo complesso più stabile. Una delle ragioni per la marcata volatilità che caratterizza le esportazioni argentine, maggiore rispetto a quelle degli altri paesi del Sudamerica, può essere individuata nella natura dei prodotti che il paese esporta principalmente. Infatti, le esportazioni argentine riguardano soprattutto materie prime e prodotti dalla lavorazione semplice, al contrario di altri paesi

⁴⁴ Catao, Luis, and Elisabetta Falcetti. "Determinants of Argentina's external trade." *Journal of applied Economics* 5.1 (2002): 19-57.

vicini che si sono specializzati nella lavorazione pesante e nella creazione di un forte apparato industriale. Tra questi prodotti, i principali sono: greggio, oli vegetali, carne, soia e grano; tutti prodotti che non hanno bisogno di lunghe lavorazioni industriali per la loro commercializzazione. Per avere un'idea più precisa della loro importanza basti considerare che soltanto questi prodotti, insieme, compongono circa il 40% delle export argentine, mentre altre materie prime un ulteriore 30%. Data la natura di questi prodotti, per i quali la qualità della lavorazione ha un peso scarsamente rilevante, la componente fondamentale che influenza la volatilità delle esportazioni dell'Argentina risulta essere la fluttuazione dei prezzi sui mercati internazionali, che impatta direttamente il volume monetario delle operazioni di vendita. Inoltre, la sopravvalutazione del tasso di cambio con cui la valuta argentina era stata fissata a quella statunitense, aveva provocato un suo prevedibile apprezzamento, con la conseguente perdita di competitività nelle esportazioni, che infatti ripresero a crescere soltanto a un tasso particolarmente basso. Un altro fattore che aveva giocato un ruolo in questa dinamica era la particolare forza del dollaro durante questo periodo, che a causa di tensioni a livello macroeconomico si era apprezzato, influenzando, si conseguenza, il Peso stesso. Dalla figura 2.2 possiamo infatti osservare la crescita delle esportazioni argentine tra il 1987 e il 2005, in modo da poter notare come gli eventi del 1991-1992 avessero impatto questa dimensione.

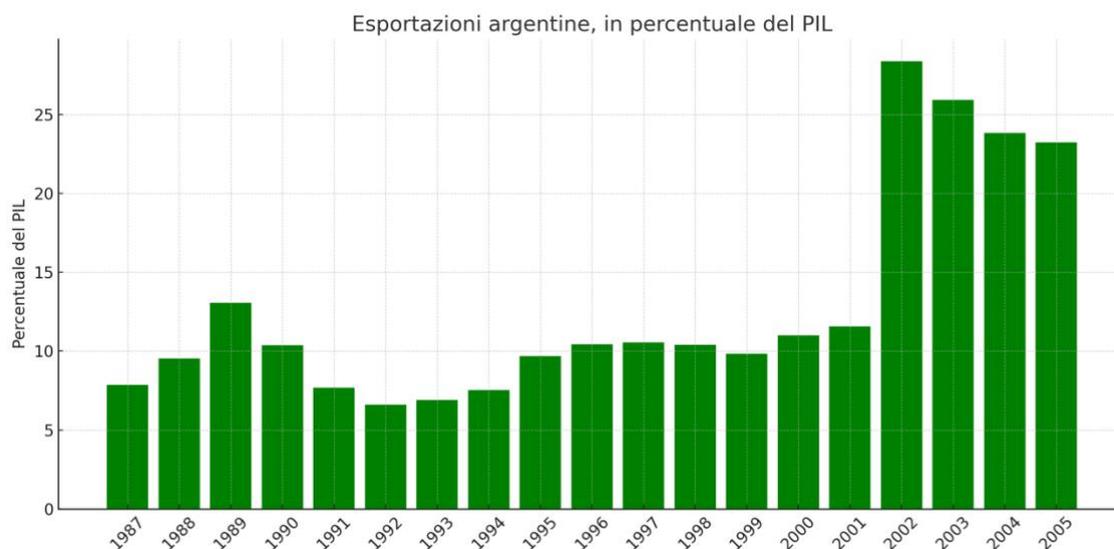


Figura 2.2: Esportazioni argentine. Valori in percentuale sul PIL. Fonte: FMI. Elaborazione ad opera dell'autore.

Un altro aspetto da tenere in considerazione nell'analisi dell'evoluzione delle esportazioni argentine, oltre alle vicende legate al tasso di cambio, è la creazione di accordi commerciali con gli altri paesi dell'America Latina, in particolare del Mercosur. Tra questi accordi, troviamo l'abbattimento delle barriere tariffarie per le industrie più importanti, una serie di incentivi frutto di accordi governativi tra i paesi, la promozione del commercio di prodotti semi-lavorati di carattere manifatturiero, nonché veri e propri accordi bilaterali con singoli paesi, che hanno favorito e sostenuto le esportazioni anche in corrispondenza del forte apprezzamento della valuta argentina. Infatti, osservando i dati relativi ai rapporti commerciali tra Argentina e Brasile, possiamo osservare come per l'Argentina questi rappresentassero nel 1990 soltanto il 4% delle esportazioni totali, mentre nel 1997 tale valore fosse pari al 16%.

Dunque, per le materie prime di scarsa o nulla lavorazione, l'Argentina era strettamente soggetta alle fluttuazioni dei prezzi sui mercati internazionali, quindi virtualmente incapace di influenzarli, un fattore che contribuiva a generare maggiore incertezza, e che combinato all'apprezzamento della valuta influiva negativamente sulla competitività delle proprie esportazioni. Al contrario, per quei prodotti di carattere manifatturiero commercializzati con i paesi del Mercosur, l'Argentina risultava in grado, nonostante la limitata rilevanza di tali rapporti, di influenzare l'andamento delle esportazioni attraverso le proprie politiche, agevolando la determinazione dei prezzi tramite incontro tra domanda e offerta. La distinzione tra le due aree è dunque importante per valutare in maniera critica le esportazioni dell'Argentina durante gli anni Novanta del Novecento. La crescita dei rapporti commerciali con gli altri paesi sudamericani risulta inoltre molto rilevante nell'ottica della nostra ricerca, poiché sottolinea come la stabilità di una dimensione macroeconomica, in questo caso quella delle esportazioni, sia influenzata da molteplici fattori che spesso operano in direzioni opposte, e come sia quasi sempre impossibile valutare le condizioni economiche di un paese secondo schemi teorici predeterminati.

In riferimento alle importazioni, è ormai facilmente dimostrabile come l'apprezzamento della valuta avesse contribuito alla loro rapida crescita durante gli anni Novanta, e come queste fossero state uno dei fattori responsabili del deficit nella bilancia dei pagamenti argentina durante questo periodo. Il miglioramento dei rapporti commerciali tra paesi e la nascita di un mercato sempre più su scala globale avevano fatto sì che in molteplici paesi

le importazioni fossero cresciute in maniera superiore rispetto al PIL, tuttavia, in Argentina, il tasso di crescita delle importazioni aveva più che quadruplicato quello del PIL, evidenziando una condizione di instabilità particolarmente pronunciata rispetto alle economie di altri paesi simili. Tale fenomeno, combinato alla perdita di competitività delle esportazioni, aveva contribuito in maniera significativa al peggioramento della bilancia dei pagamenti, che già versava in condizioni poco auspiciabili per via delle politiche fiscali dei periodi precedenti.

A questo punto, risulta interessante interrogarsi in maniera più approfondita sulle cause della crescita nel divario tra importazioni ed esportazioni in Argentina, cercando di capire se tale fenomeno fosse stato causato solamente dalla volatilità nei prezzi a livello mondiale, e se tale volatilità avesse colpito l'Argentina in maniera particolarmente significativa rispetto ad altri paesi, a causa del regime monetario che prevedeva un tasso di cambio fisso. Di seguito si riporta l'andamento delle importazioni argentine nel periodo 1987-2005, espresse in percentuale rispetto al PIL.

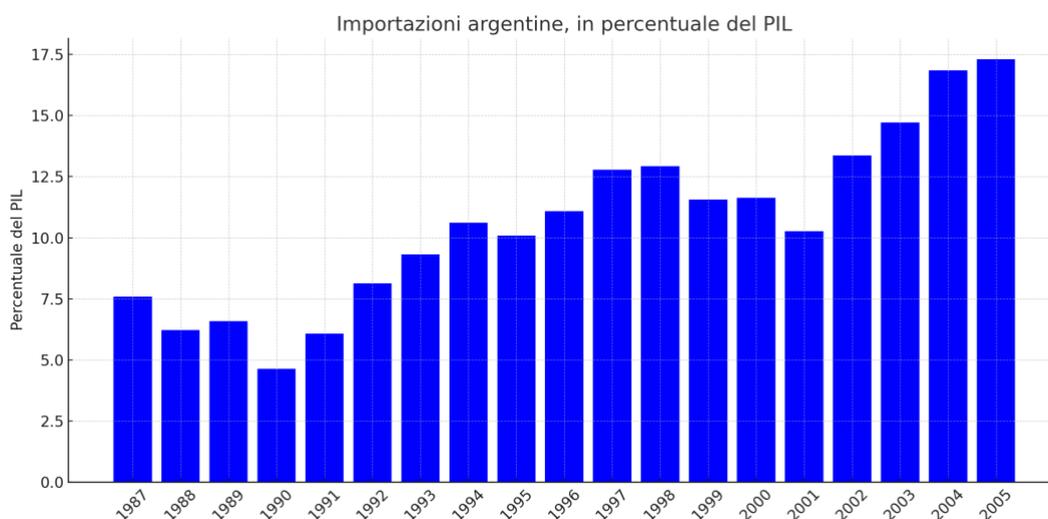


Figura 2.3: Importazioni argentine. Valori in percentuale sul PIL. Fonte: FMI. Elaborazione ad opera dell'autore.

I principali fattori responsabili per questo ampliamento del divario commerciale sembrano essere due⁴⁵: la scarsa crescita delle esportazioni in relazione alle importazioni e l'elevata elasticità della domanda di importazioni rispetto a un reddito elevato. In riferimento alla prima, vi sono diversi fattori che rendono le esportazioni argentine

⁴⁵ Vedi L. Catão e E. Falcetti (2002).

scarsamente propense alla crescita se comparate con quelle di altri paesi. Primo fra tutti, la natura dei prodotti esportati, che come sottolineato in precedenza risultano inevitabilmente legati all'andamento globale dei prezzi. Infatti, a partire dalla seconda metà degli anni Novanta, i prezzi delle commodity avevano iniziato a registrare un costante declino, influenzando negativamente i guadagni del paese, nonostante la spinta alla crescita causata dalla stipulazione di accordi commerciali più favorevole. In secondo luogo, le esportazioni dell'Argentina sembrano essere particolarmente correlate con l'aumento dei consumi domestici, il che significa che una parte rilevante dei prodotti destinati al commercio internazionale viene invece consumata internamente, nonostante la crescita degli investimenti interni avesse contribuito ad aumentare la produzione, influenzando indirettamente, quindi, anche la quantità di beni da esportare. Inoltre, è opportuno sottolineare ulteriormente il legame molto stretto con il Mercosur, in particolare con il Brasile, che a seguito dell'apprezzamento del Peso, insieme a un declino nell'attività economica brasiliana, si è ridotto drasticamente, con effetti negativi sulle esportazioni argentine.

Per quanto riguarda l'elevata elasticità della domanda di importazioni al reddito, individuata come secondo fattore responsabile per il peggioramento della bilancia commerciale, questa risulta essere non particolarmente elevata di per sé -infatti molti prodotti inizialmente destinati ad essere esportati venivano invece consumati internamente-, bensì gli effetti che aveva provocato pare che fossero stati amplificati dalla impossibilità della Banca Centrale di accomodare tale instabilità tramite un deprezzamento della valuta, lasciando così che lo squilibrio tra importazioni ed esportazioni fosse determinato quasi completamente dalle dinamiche di prezzo e di mercato a livello internazionale. Il quadro che si evince da questa breve analisi delle dinamiche di import ed export argentine durante gli anni Novanta del Novecento mostra un'interazione tra molteplici fattori, che hanno influenzato negativamente le esportazioni nonostante le premesse per una potenziale crescita, insieme a un aumento nel livello generale delle importazioni. Questi due elementi, interagendo tra loro e con le altre dimensioni dell'economia, come la politica fiscale e il debito pubblico, hanno contribuito in maniera significativa al peggioramento, o almeno ne hanno gettato le basi, della situazione macroeconomica generale del paese, la cui instabilità ha poi portato a delle conseguenze con pochi precedenti nella storia.

2.4 Le politiche fiscali

Già agli inizi degli anni Novanta del Novecento, l'Argentina appariva debole da un punto di vista fiscale. Con questo attributo si fa riferimento a una elevata vulnerabilità agli improvvisi shock che avrebbero potuto influire sulla disponibilità di capitali in entrata, su cui la stabilità dell'intero sistema di convertibilità era stato costruito. Come visto precedentemente, la bilancia dei pagamenti argentina mostrava performance negative di pochi punti percentuali se rapportata al PIL del paese, dunque non avrebbe dovuto costituire una situazione completamente insostenibile per un paese normale⁴⁶. Tuttavia, se contestualizzato nell'ambito di un paese caratterizzato da un grado di apertura ancora basso (il processo di apertura era, infatti, appena iniziato) e con la maggioranza delle passività denominate in Dollari, anche un tale livello di deficit si mostrava pericoloso per l'Argentina, poiché avrebbe potuto drasticamente amplificare gli effetti di una diminuzione di flussi dall'estero, minacciando l'uscita dalla convertibilità, che avrebbe a sua volta provocato una corsa agli sportelli per ritirare i Dollari prima della loro conversione in una moneta nazionale altamente instabile e di poco valore, facendo collassare l'intero sistema bancario.

Per evitare un ricorso al debito sempre più massiccio, Calvo, Izquierdo e Talvi (2003)⁴⁷ hanno stimato che l'Argentina avrebbe dovuto mantenere, in maniera permanente, un surplus nella bilancia dei pagamenti pari al 3% del PIL. Questo surplus, che può semplicemente essere definito come entrate dello stato al netto delle uscite, poteva essere ottenuto in due modi: l'inasprimento dell'imposizione fiscale o la riduzione della spesa.

In questo contesto, con una banca centrale principalmente focalizzata sul mantenimento della quantità di moneta necessaria a garantire la convertibilità del peso, la politica fiscale assume particolare importanza, in quanto si configura come principale strumento nelle mani del governo per direzionare l'economia. L'Argentina, in quanto paese dall'ordinamento federale, prevede che le proprie province siano alquanto autonome nella gestione della spesa, tanto che le uniche spese in capo esclusivamente al governo centrale

⁴⁶ Vedi Moro, Beniamino, and Victor A. Beker. "Modern financial crises." *Financial and Monetary Policy Studies* 42 (2016) per maggiori approfondimenti sull'esistenza di valori "soglia" per il rapporto debito-PIL entro i quali i risultati sembrano evidenziare una relazione positiva tra i due elementi.

⁴⁷ Calvo, Guillermo A., Alejandro Izquierdo, and Ernesto Talvi. "Sudden stops, the real exchange rate, and fiscal sustainability: Argentina's lessons." (2003).

sono quelle che riguardano la difesa e gli affari internazionali, come gli accordi commerciali con gli altri paesi. Dunque, è vitale per la salute dell'economia del paese che ciascuna provincia sia responsabile nelle proprie politiche e nella gestione della spesa. Questo perché, oltre alla piena autonomia di gestione per i ricavi derivanti dalla riscossione di una parte delle tasse a livello provinciale (dunque le tasse dei cittadini della singola provincia), una parte importante delle spese di ciascuna regione vengono finanziate attraverso un fondo comune di tasse nazionali, il che comporta che una parte della ricchezza prodotta nella singola provincia sia poi trasferita in altre parti, distribuendola anche a quelle zone che in un determinato momento ne presentano maggiore bisogno. Tuttavia, sebbene tale redistribuzione, se gestita bene, sia un elemento capace di portare molti benefici, in Argentina, negli anni precedenti alla riforma del 1991, si registrava una elevata percentuale di province che finanziavano con i propri introiti meno del 20% della propria spesa totale, andando ad aggravare il bilancio nazionale e contribuendo al peggioramento del deficit che negli anni stava aumentando, come è possibile osservare dalla figura 2.4.

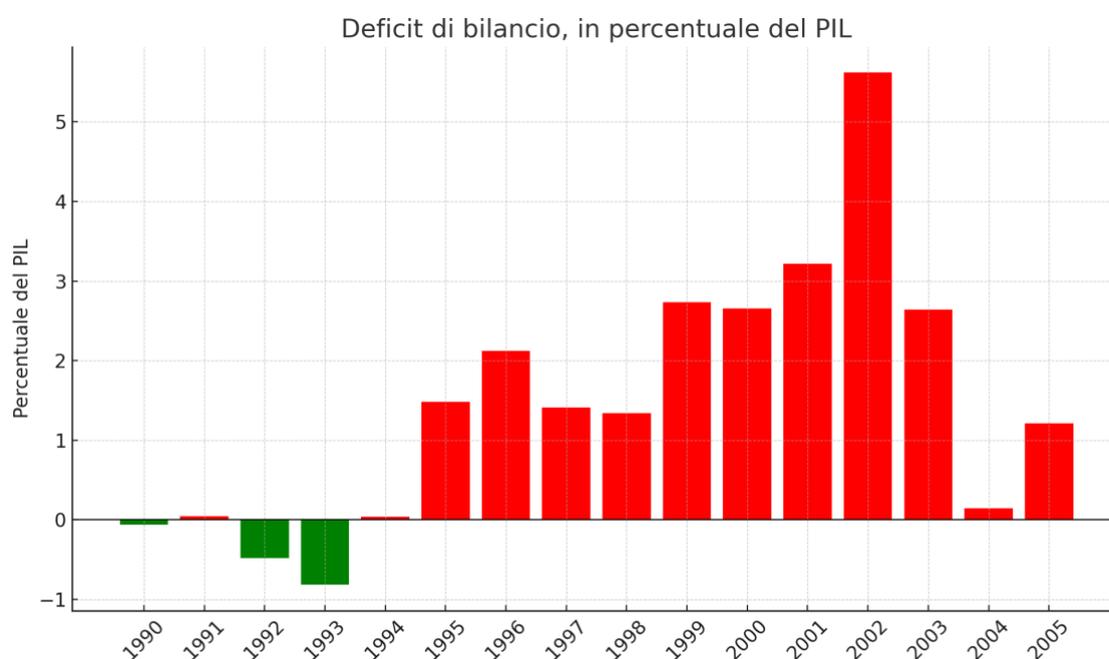


Figura 2.4: Deficit di bilancio. Valori in percentuale del PIL. Fonte: FMI. Elaborazione ad opera dell'autore.

I valori in rosso indicano un deficit positivo, cioè un disavanzo fiscale, mentre quelli in verde (contrassegnati da valori negativi) indicano anni in cui il governo è riuscito a spendere meno di quanto avesse incassato, senza dover ricorrere, quindi, a forme di finanziamento esterne come il debito pubblico.

Per cercare di risolvere questi squilibri a livello fiscale venne formulato un nuovo sistema di compartecipazione che prevedeva la ritenzione del 42% delle tasse a livello nazionale, la distribuzione tra le varie province del 57%, con il restante 1% destinato a far fronte a eventi non previsti dalle leggi di bilancio⁴⁸. Tuttavia, questo tipo di federalismo fiscale può anche essere considerato parzialmente responsabile per il tipo di dinamiche che in Argentina si può osservare in vari periodi della storia, in particolare la spiccata tendenza del paese a intraprendere operazioni di aumento della spesa non appena si nota un miglioramento dell'economia, in mancanza di una linea generale ben definita a livello nazionale. Nello specifico, la spesa delle province tra il 1991 e 1994 aumentò quasi del 100%, nonostante gli introiti dalla tassazione rimasero quasi inalterati, facendo aumentare il deficit. Di conseguenza, nel 1995, a seguito della crisi in Messico, l'Argentina non riuscì a trovare i fondi necessari a finanziare le proprie politiche, dovendo ricorrere al debito pubblico. Accadde lo stesso anche dopo il superamento del 1995, in corrispondenza di un secondo periodo di crescita, con conseguenze simili. Ancora, questa discrasia nelle decisioni prese a livello provinciale e nazionale può portare, come affermato da Tanzi nel 1996⁴⁹, a ulteriori inefficienze, che nel caso dell'Argentina si manifestarono sottoforma di una tassazione sul lavoro troppo elevata per il livello di disoccupazione del paese. Oltre a questo, difficoltà nella riscossione delle tasse, inefficienze nell'allocazione dei fondi pubblici alle zone più bisognose, nonché conseguenze secondarie, come una significativa differenza nel tasso di frequentazione delle scuole in province differenti, hanno contribuito a peggiorare il saldo del bilancio fiscale argentino, amplificando il deficit e costringendo il paese al ricorso al debito.

⁴⁸ Tommasi, Mariano, et al. "Fiscal federalism in Argentina: Policies, politics, and institutional reform." *Economia* 1.2 (2001): 157-211.

⁴⁹ Tanzi, Vito. *Questione di tasse: La lezione dell'Argentina*. EGEA spa, 2010.

2.5 Il debito pubblico argentino.

Una combinazione di diversi elementi, agli inizi del 1994, rivelò le fragili fondamenta del Plan de Convertibilidad e degli iniziali risultati positivi che aveva provocato. La crisi in Messico mostrò come il sistema fosse strettamente dipendente dai costanti e cospicui flussi in entrata di valuta estera, necessari per mantenere un tasso di cambio tanto elevato. Tali flussi erano stati inizialmente procurati attraverso la vendita ad aziende estere di compagnie statali, che tuttavia avevano iniziato a venir meno dopo la crisi stessa. Di conseguenza, venendo meno tale forma di finanziamento, il governo argentino dovette ricorrere in maniera sempre maggiore ai finanziamenti tramite debito pubblico.

Negli anni Settanta del Novecento, l'Argentina, similmente ad altri paesi emergenti dello stesso periodo, aveva vissuto un periodo di crescita nel livello del proprio debito pubblico, anche grazie ai bassi tassi di interesse sul mercato, che rendevano l'indebitamento meno costoso. Tra il 1976 e il 1983, l'Argentina contrasse un elevatissimo ammontare di debito pubblico, passando da un livello iniziale di 7 miliardi di Dollari a circa 45 miliardi. Nel 1982, la dichiarazione da parte del Messico di non essere più in grado di far fronte ai pagamenti del proprio debito generò grande diffidenza anche negli altri paesi, provocando un progressivo restringimento dei flussi di capitali nei confronti dei paesi sudamericani. L'Argentina, parallelamente a un debito elevato, si trovò ad affrontare una situazione problematica relativamente al problema della galoppante inflazione, due fattori che, insieme, generarono una elevata instabilità macroeconomica.

Tra il 1983 e il 1989, la bilancia dei pagamenti argentina performò in maniera ampiamente negativa, registrando un deficit di circa il 3,7% de PIL, contribuendo ulteriormente al processo di accumulazione del debito che era partito dalla metà degli anni Settanta. In questi anni, il debito pubblico aveva raggiunto i 65 miliardi di Dollari, ai quali dovrebbero essere aggiunti, per una migliore stima, circa 26 miliardi di debito non registrato, rendendo il debito totale pari a circa il 60% del PIL. Proprio in quegli anni cominciò un processo di ristrutturazione del debito, noto come *Brady Plan*⁵⁰, che coinvolse numerosi paesi del Sudamerica e si concluse nel 1992. Grazie a questo piano, l'Argentina riuscì ad

⁵⁰ Il Brady Plan fu un programma promosso dal Segretario al tesoro degli Stati Uniti d'America Nicholas Brady a partire dalla fine degli anni Ottanta, che prevedeva l'emissione di obbligazioni denominate in dollari da parte dei paesi sudamericani, con l'obiettivo di fornire a questi ultimi un certo grado di sollievo dal peso del loro debito, denominato in valute nazionali particolarmente instabili.

ottenere delle riduzioni nelle proprie obbligazioni debitorie. Fino alla fine del 1993, la performance del paese migliorò notevolmente, anche grazie allo stesso Plan de Convertibilidad. Durante questi anni di grandi riforme, in Argentina si assistette a un cambio di paradigma quasi inaspettato. Il paese, che durante gli anni Ottanta (la cosiddetta “*Decada Perdida*”) aveva visto la propria economia messa in ginocchio da una grande crisi del debito e dalla rampante inflazione, riuscì a ottenere di nuovo l’accesso ai capitali internazionali, che a seguito della suddetta crisi aveva perso in maniera che si credeva quasi completa.

Come analizzato nel paragrafo dedicato alle riforme bancarie e del sistema finanziario, a seguito delle riforme del 1991 la Banca Centrale argentina divenne impossibilitata a concedere prestiti ai governi provinciali e allo stesso governo centrale, al fine di evitare la concessione di prestiti onerosi destinati a riforme fiscali che, nella maggior parte dei casi, erano volte a mettere l’operato della classe politica sotto buona luce e guadagnare maggiore consenso tra il popolo. Tale riforma, tuttavia, fece insorgere dei dubbi negli investitori internazionali riguardo i possibili rischi incontrati nel venire coinvolti nelle vicende argentine, rendendo così per il paese più difficile il ricorso al debito. Se da un lato, dunque, il divieto di concedere prestiti serviva a garantire una maggiore stabilità del sistema, dall’altro aveva delle implicazioni negative che consistevano nel rendere la percezione del paese da parte degli investitori più rischiosa, vista la supposta incapacità di far fronte agli shock esterni in maniera efficace tramite la politica monetaria. Questo scenario finì per implicare, seppur indirettamente, che non fosse possibile arrivare a un deficit fiscale per il governo, che infatti iniziò una vasta opera di privatizzazioni per finanziare le proprie spese fiscali. Tra il 1992 e il 1993, per la prima volta dopo molti anni, la bilancia dei pagamenti del settore pubblico argentino vide un valore di poco superiore allo zero. Tuttavia, già nel 1994, la necessità di riforme nel settore della sicurezza sociale comportarono il trasferimento di parte dei guadagni ottenuti tramite le privatizzazioni al settore privato, segnando così il ritorno del bisogno di finanziamenti da parte dei mercati internazionali, che si protrasse anche agli anni successivi. Alla fine del 1994, il debito registrava un valore pari a circa 78 miliardi di dollari (a fronte di un PIL di 257 miliardi), ma era solo l’inizio di un nuovo periodo di accumulazione annuale di debito, che alla fine del 2001, all’apice della crisi, avrebbe raggiunto un valore di 151 miliardi di dollari, a fronte di una crescita complessiva del PIL di poco sopra il 5%.

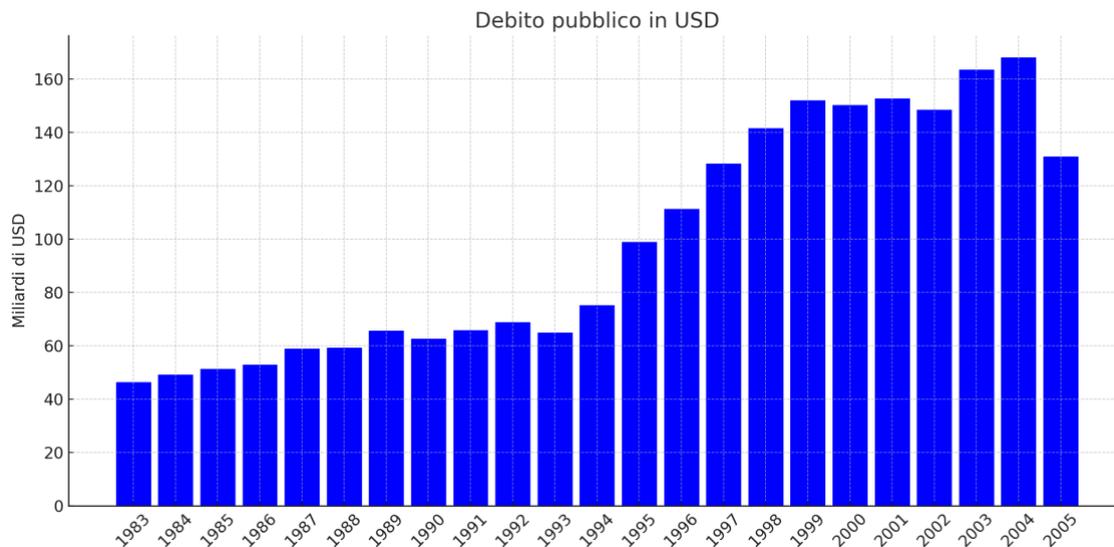


Figura 2.5: Debito pubblico argentino. Valori in USD. Fonte: FMI: Elaborazione ad opera dell'autore.

Dunque, tra il 1993 e il 1994, l'Argentina riuscì a riguadagnare l'accesso ai capitali internazionali, scenario che nel 1991 sembrava assai remoto. Le motivazioni dietro questo ritorno al finanziamento internazionale sembrano essere molteplici. In particolare, è opportuno sottolineare come già dal 1992 l'Argentina fosse in stretti rapporti con il Fondo Monetario Internazionale, che oltre a fornire delle risorse monetarie aveva aiutato il paese nella gestione e determinazione di alcune politiche fiscali. Inoltre, l'Argentina aveva aderito, anche in maniera piuttosto entusiastica, al Washington Consensus, e l'istituzione del currency board, con annesse riserve obbligatorie di valuta estera, aveva fatto sì che il rischio di un deprezzamento del Peso fosse completamente evitato, garantendo così una maggiore sicurezza anche sul piano della fiducia da parte dei paesi esteri. Date le premesse di una maggiore stabilità macroeconomica, raggiunta grazie al Convertibility Plan e alla promessa di una politica fiscale più sostenibile, l'Argentina riprese ad attirare l'attenzione a parte dei mercati internazionali, attratti anche dagli alti tassi di interesse che l'Argentina doveva promettere sulle proprie obbligazioni (bisogna sempre ricordare che, rispetto a molti altri stati, l'Argentina si posizionava su un livello di rischio chiaramente superiore). Dunque, la rinnovata capacità di accesso al credito, combinata al costante supporto del Fondo Monetario Internazionale, finì per gettare le fondamenta di

un continuo ricorso all'accumulazione del debito pubblico, che nel corso degli anni avrebbe reso ogni politica fiscale, se non lo stesso sistema di cambio fisso, insostenibile.

2.5.1 Composizione e problematiche

Nella letteratura economica, un tema ricorrente è quello che pone la questione relativa alla composizione del debito pubblico al centro della diatriba circa quale livello di debito, per esempio in rapporto al PIL, sia considerabile pericoloso per la stabilità e la solvibilità di un paese. La composizione del debito pubblico è una questione che risulta particolarmente importante nell'analisi della situazione debitoria di differenti paesi, in quanto è possibile osservare diverse nazioni che risultano molto stabili, sotto varie dimensioni macroeconomiche, pur presentando dei livelli di debito pubblico profondamente diversi tra loro. Uno dei casi più eclatanti è senza dubbio quello del Giappone, che negli ultimi anni ha raggiunto dei livelli di debito fino a quasi il 260% del PIL, pur senza destare particolari preoccupazioni da parte degli investitori internazionali, e che è da anni considerato uno dei paesi più solidi del mondo. Una delle motivazioni dietro ciò trova il fondamento proprio nella composizione del debito giapponese e nella situazione patrimoniale dello stato, il cui debito è detenuto principalmente da investitori istituzionali nazionali e garantito da un patrimonio particolarmente consistente.

Come evidenziato da Paesani e altri (2006)⁵¹, sulla base di analisi condotte su Italia, Germania e USA, una delle principali motivazioni dietro la pericolosità di un elevato debito pubblico consiste in un aumento del rischio di default percepito, che a sua volta comporta un tasso di interesse da corrispondere più elevato, e cioè maggiori pagamenti, per i quali lo stato potrebbe dover emettere ancor più debito, innescando così un circolo vizioso di auto-alimentazione del debito pubblico. Tuttavia, negli anni presi qui in esame, l'Argentina risultava essere una piccola economia piuttosto nuova ai mercati internazionali, di conseguenza i tassi di interesse sul debito venivano influenzati particolarmente dall'andamento generale dei tassi mondiali⁵², per cui il rischio di esporsi a tassi molto elevati nel lungo termine era mitigato da questo legame con i tassi degli altri

⁵¹ Paesani, Paolo, Rolf Strauch, and Manfred Kremer. *Public debt and long-term interest rates: the case of Germany, Italy and the USA*. No. 656. ECB working paper, 2006.

⁵² Non era cioè in grado di influenzarli direttamente.

paesi. Di conseguenza, negli anni precedenti alla crisi del 2001, non risulta appropriato definire il debito pubblico argentino eccessivamente elevato; quindi, la questione relativa alla sua composizione assume un valore rilevante per l'analisi del fattore debito pubblico come componente di stabilità macroeconomica.

Il processo di accumulazione del debito, che dal 1994 in poi era cresciuto a causa del deficit nella bilancia dei pagamenti, dal declino nel PIL e dal riconoscimento di debiti che erano stati contratti precedentemente al 1991, aveva portato a un rapporto debito/PIL pari a circa il 45% alla fine del 2000. Tale livello, come evidenziato sopra, per un paese come l'Argentina, avrebbe dovuto rappresentare un valore assolutamente gestibile, se non addirittura ampliabile. Tuttavia, la politica fiscale del paese, che non sembrava mostrare possibilità di essere ridotta, combinata a una scarsa fiducia da parte dei mercati e basse prospettive di crescita, rendeva il finanziamento di tale debito un'opera alquanto complicata. La mancanza di prospettive di crescita, oltre a generare incertezza e avere un impatto negativo sulle possibilità di accedere al credito, implica, qualora la crescita fosse effettivamente inesistente, che la politica fiscale diventi per il paese insostenibile, spingendo il governo a intraprendere strade maggiormente rischiose per finanziarsi o arrivare a privarsi degli asset di valore del paese, con possibili ripercussioni a livello sociale nella forma di disoccupazione o tagli ai sussidi per le classi più in difficoltà.

Nel caso argentino, il debito pubblico aveva una struttura quantomeno favorevole per lo stato, in quanto una larga parte era costituita da prestiti a lungo termine, che implicava che il pagamento annuale per i titoli emessi precedentemente non fossero completamente insostenibili, senza perciò costringere il paese a emetterne di nuovi per sostenere i precedenti. Nonostante i debiti a breve termine fossero una parte relativamente piccola rispetto al totale, l'Argentina riscontrò dei problemi nel differimento di tali titoli, proprio a causa della diffidenza riguardo la capacità di farvi fronte negli anni successivi. Inoltre, la grande maggioranza dell'ammontare totale di debito pubblico era detenuto in valuta estera (principalmente dollari), il che esponeva l'Argentina all'ulteriore rischio di vedere questo ammontare crescere a dismisura sia nell'eventualità di una svalutazione della moneta nazionale che di un apprezzamento del valore del Dollaro, particolarmente forte nella seconda metà degli anni '90.

2.5.2 Il rapporto con il Fondo Monetario Internazionale

Nella discussione relativa al debito pubblico argentino, un fattore che non può non essere trattato riguarda il rapporto tra l'Argentina e il Fondo Monetario Internazionale, che a più riprese, negli anni, ha svolto un ruolo fondamentale nel garantire prestiti di cui il paese aveva fortemente bisogno. La relazione che è andata nel tempo a crearsi tra le due entità è, tuttavia, lontana dall'essere priva di discrasie, vista la forte turbolenza che ha caratterizzato le vicende argentine. Dopo la ripresa che l'Argentina ha sperimentato durante l'ultimo decennio del XX secolo, nel dicembre del 2001 il paese ha dichiarato il default sul proprio debito pubblico, mettendo definitivamente fine al regime di convertibilità e suscitando numerosi dubbi sull'operato dello stesso Fondo Monetario Internazionale, visto il suo stretto coinvolgimento nell'economia del paese sudamericano.

Le riforme implementate durante i primi anni del Novecento, come abbiamo già potuto osservare, contribuirono in maniera significativa alla creazione di un ambiente economico notevolmente più aperto e libero, promuovendo lo scambio su un piano internazionale e segnando l'inizio di un periodo di crescita. Nonostante il Fondo Monetario Internazionale non fosse inizialmente del tutto convinto della solidità del sistema in un arco temporale di medio-lungo termine, il superamento del periodo di difficoltà causato dalla crisi in Messico del 1994, proprio grazie alle stesse riforme, mostrò come tale regime fosse imprescindibile per garantire la stabilità dei prezzi. Tuttavia, data l'impossibilità per la Banca Centrale di utilizzare la politica monetaria come strumento per l'assestamento dell'economia in caso di shock, la politica fiscale assumeva un'importanza capitale, sia per garantire l'affidabilità e la fiducia nel sistema, sia per scongiurare un ricorso continuo a forme di finanziamento esterne. A tal proposito, prima della concessione dei prestiti, il Fondo Monetario Internazionale iniziò a concentrarsi sulla struttura della politica fiscale argentina. La gestione di questa era inizialmente migliorata rispetto ai periodi precedenti, ma tali miglioramenti non erano stati mantenuti nel tempo, e a causa della difficoltà nel reperimento di dati affidabili e qualitativamente soddisfacenti, il Fondo Monetario Internazionale non era stato in grado di rilevare queste mancanze, influenzando negativamente anche la propria analisi della situazione economica del paese. Inoltre, l'attenzione del FMI era rimasta sempre focalizzata sul debito pubblico come principale indicatore di performance, e ciò aveva comportato che altri fattori ugualmente rilevanti,

come il progressivo riconoscimento di debito contratto precedentemente e la gestione delle finanze da parte delle province, non fossero stati oggetto di analisi sufficientemente approfondite. Se da un lato questa mancanza di diligenza da parte del FMI fosse stata particolarmente grave, seppur in minima parte comprensibile data la mancanza di informazioni sulla situazione, l'errore forse più grande commesso dal Fondo fu la scarsa implementazione di limiti e linee guida per la stessa politica fiscale del paese. In particolare, sarebbero stati necessari una maggiore regolamentazione del deficit fiscale, che dal 1994 non fu mai in miglioramento, e la richiesta di maggiore trasparenza da parte del governo argentino. Il tema della sostenibilità del debito pubblico fu preso in considerazione in maniera insufficiente, e dato l'elevato coinvolgimento del FMI nell'economia argentina questo errore fu molto pesante. Inoltre, le limitazioni poste dal Fondo riguardarono, nei primi tre accordi con il paese, solamente il tema della tassazione e della riforma della sicurezza sociale, senza alcun accenno a indicatori di performance, come la crescita del PIL o del tasso di occupazione. La mancanza di questa rigidità nella pattuizione degli accordi portò poi il FMI a dover continuare ad assistere l'Argentina anche nel momento più critico, come si può evincere dai numerosi prestiti elargiti in tempi molto ravvicinati tra la fine degli anni Novanta e gli inizi del nuovo millennio, fino alla crisi di fine 2001. Per sostenere l'Argentina durante il processo di corpose riforme, a partire dal 1989, il FMI ha concesso una lunga serie di prestiti allo stato argentino.

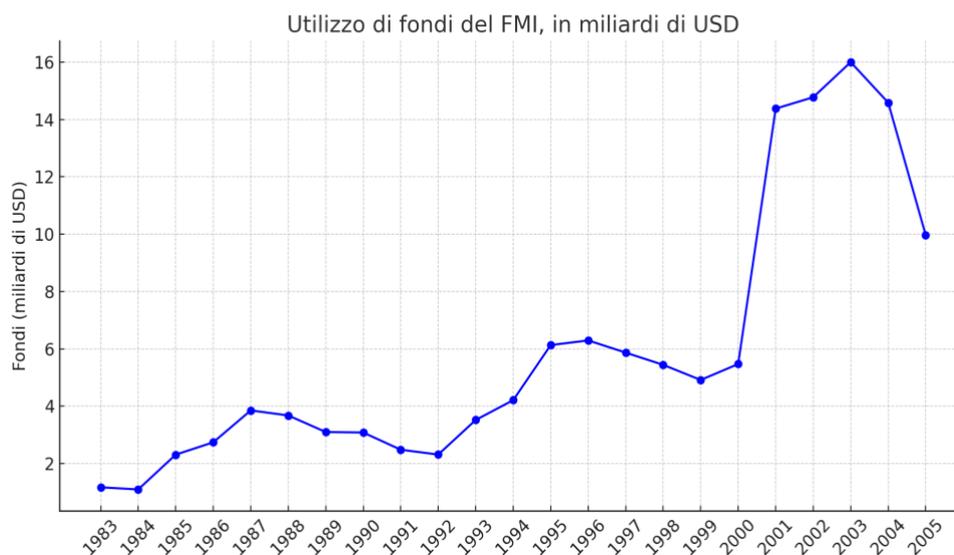


Figura 2.6: Utilizzo di fondi del FMI. Valori espressi in miliardi di USD. Fonte: FMI. Elaborazione ad opera dell'autore.

Inizialmente, il debito contratto era servito per accompagnare l'Argentina nel processo di avviamento delle riforme, e aveva comportato anche una stretta collaborazione riguardo a quali politiche fossero migliori da intraprendere. Successivamente, in particolare nel 1995, l'intervento del FMI si era rivelato fondamentale per superare le difficoltà della crisi messicana. Nel 2001, quando ormai le premesse dell'intero sistema riformato stavano venendo meno, e quando iniziava ad apparire chiaramente come la situazione economica argentina, sovrastata da un enorme ammontare di debito e una totale incapacità di sistemare le cose tramite la politica fiscale, il rinnovato intervento del FMI permise al governo argentino di continuare a finanziare le proprie manovre, che manifestatamente non stavano contribuendo alla crescita del paese. Infatti, negli ultimi mesi del 2001, il FMI decise di sospendere i propri finanziamenti nei confronti dell'Argentina, che nel giro di poche settimane fu costretta a dichiarare default. Oltre a una (forse troppo) elevata esposizione del FMI nei confronti del paese⁵³, l'insufficiente analisi delle possibili implicazioni e conseguenze delle manovre che i prestiti avrebbero finanziato, combinata a una politica di vincoli imposti all'operato del paese eccessivamente permissiva, fu un errore che contribuì in maniera significativa al dissesto finanziario dell'Argentina, poiché privò ulteriormente il paese della possibilità di abbandonare il regime di convertibilità quando ancora ciò era possibile.

2.6 Lo scoppio della crisi

La successione di eventi che hanno caratterizzato la storia economica argentina attraverso la seconda metà del Novecento rende molto difficile cercare di attribuire la colpa per il dissesto finanziario del paese a un singolo fattore. Questo poiché sono molteplici le dimensioni che compongono un quadro economico stabile ad essere state profondamente alterate, come abbiamo avuto modo di osservare nei paragrafi precedenti.

L'Argentina si è affacciata agli anni Novanta del XX secolo in una condizione marcatamente negativa, con dei livelli di inflazione osservati raramente nella storia e con una popolazione messa a dura prova dai tempi duri. Se è vero che le riforme attuate dal

⁵³ L'Argentina infatti contava da sola, nel 2003, per il 19% del totale dei fondi concessi dal FMI in tutto il mondo

governo Menem avevano avuto una immediata efficacia nel porre un freno all'inflazione, dando anche il via ad un quinquennio di crescita, risulta opportuno affermare anche che gli iniziali miglioramenti finirono solamente per rimandare la crisi, e in tempi nemmeno troppo lontani. Ciò che era stato iniziato era un processo di apertura del paese al mondo, una liberalizzazione dell'economia, che tuttavia andava contestualizzata in una situazione particolare rispetto a quella di un normale paese emergente alle prese con lo stesso processo. Il currency board, istituito per fermare l'inflazione, che impediva alla banca centrale di finanziare il deficit e prestare soccorso alle banche provinciali, il sistema a doppia valuta, l'adozione di regolamentazioni in ambito bancario particolarmente stringenti, la presenza di un sistema pensionistico che permetteva ai lavoratori statali di convertire i propri contributi a fondi privati, un sistema regolatorio in materia di competizione che finì per creare forti concentrazioni di potere in diversi settori, nonché la quasi totale mancanza di un sistema di sussidi per la disoccupazione. Tutti fattori che una semplice apertura del paese al libero mercato difficilmente avrebbe potuto risolvere.

La performance dell'Argentina, tenendo conto delle fluttuazioni periodiche⁵⁴ che si sono susseguite, ha registrato una crescita pari a circa il 3,2% tra il 1987 e il 1998. Un tale valore, se rapportato a quello di altri paesi e ai decenni precedenti⁵⁵, non risulta poi nemmeno particolarmente eccezionale, seppur rappresentando un miglioramento rispetto alla *Decada Perdida*. L'inizio del periodo di recessione precedente allo scoppio della crisi vera e propria del 2001-2002, può essere individuato nel secondo trimestre del 1998, da cui si comincia a registrare un declino nel tasso di crescita del PIL molto rapido, che agli inizi del 2002 sarà in negativo per un valore complessivo di circa il 24%.

2.6.1 Le determinanti fondamentali

Le riforme neoliberali introdotte da Menem iniziarono a essere messe a dura prova durante la crisi del peso messicano, a cavallo tra il 1994 e il 1995, tuttavia, il sistema si mostrò particolarmente solido e l'Argentina, anche grazie all'aiuto del sempre più presente Fondo Monetario Internazionale, riuscì a superare questo periodo, rimettendosi

⁵⁴ Come abbiamo evidenziato, è possibile individuare due periodi di crescita, rispettivamente dal 1991 al 1994 e dal 1995 al 1998, interrotti dalle influenze negative provocate dalla crisi in Messico del 1994.

⁵⁵ I decenni a cui si fa riferimento sono gli anni Cinquanta e Sessanta del Novecento.

di nuovo sulla strada della crescita economica. I limiti del nuovo sistema, però, iniziarono a manifestarsi a seguito degli shock che l'economia mondiale dovette affrontare tra il 1997 e il 1998, ovvero a seguito della crisi in Russia. Tre principali fattori incisero in maniera negativa sull'Argentina, mettendo in crisi il sistema di convertibilità e dando il via a una fase molto delicata per il paese: l'apprezzamento del tasso di cambio reale, il crollo dei prezzi delle materie prime⁵⁶ e la riduzione delle fonti di finanziamento internazionali.

La svalutazione del real brasiliano, a seguito della crisi che colpì il paese in quegli anni, fu di capitale importanza in questo periodo, poiché la valuta registrò una diminuzione nel proprio valore nominale del 42% per la fine di marzo 1999, rendendo le esportazioni del Brasile più competitive rispetto a quelle argentine, facendone diminuire il volume di merci esportate, dato il minore potere di acquisto del real brasiliano, verso il paese limitrofo, che costituiva il principale partner commerciale dell'Argentina con oltre il 30% degli scambi.

Insieme a questa svalutazione, l'Argentina fu profondamente penalizzata dalla diminuzione del prezzo di alcune materie prime che costituivano una parte fondamentale delle proprie esportazioni. Infatti, i prezzi del grano, del granturco e della soia diminuirono, rispettivamente, del 24,4%, 21,8% e 31,3%⁵⁷, un declino molto rilevante per l'economia argentina.

Inoltre, in questi anni si assistette a una fuga dei capitali dalle economie in fase di sviluppo a quelle maggiormente avanzate, che provocò una riduzione nelle fonti di finanziamento disponibili per l'Argentina, la quale ogni anno registrava un deficit nella propria bilancia fiscale. Infatti, le entrate di valuta estera registrarono delle forti diminuzioni, passando da 18,3 miliardi di dollari nel 1998 a 8,6 miliardi nel 2000⁵⁸.

Come risultato di questa combinazione di eventi, i margini dell'intera economia diminuirono in media del 15,7%, comportando una riduzione nel livello degli

⁵⁶ Con particolare riferimento ai prodotti agricoli, tra le principali componenti delle export argentine.

⁵⁷ Parra Torrado, Monica, James Parks, and Alejandro Guerson. "Export Structure and Growth: A Detailed Analysis for Argentina." *World Bank Policy Research Working Paper* 4237 (2007).

⁵⁸ Dati INDEC.

investimenti⁵⁹ e della produttività. La riduzione del PIL si attestò intorno a un valore di 13,1% tra il 1998 e il 2001.

2.6.2 Le politiche implementate

Tra il 1992 e il 2000, la bilancia corrente argentina registrava in media un deficit pari a 9,3 miliardi di dollari ogni anno, a causa della perdita di competitività delle proprie esportazioni. Tale deficit inizialmente veniva parzialmente coperto dalla privatizzazione di numerose imprese nazionali, che tuttavia negli anni andavano costituire una fonte di entrate sempre meno cospicua, lasciando che per la restante parte il paese continuasse ad accumulare debito. L'impossibilità dello stato nel far fronte al pagamento delle proprie obbligazioni tramite la politica fiscale fece precipitare l'Argentina in una vera e propria spirale del debito, dove ogni anno nuovi titoli venivano emessi per continuare a finanziare una spesa eccessiva e provvedere al saldo dei debiti pregressi, generando forti aspettative di default e mettendo a dura prova la sostenibilità del regime di convertibilità precedentemente implementato.

A tal proposito, le politiche che da qui in poi il governo avrebbe implementato miravano alla riduzione del premio di rischio del paese e dunque dei tassi di interesse. Poiché la ridiscussione dei termini secondo cui il regime di convertibilità era stato implementato figurava come una scelta politicamente impopolare, vista la paura dei cittadini di tornare alle condizioni del 1989, le politiche che il governo attuò si concentrarono sull'aumento delle tasse e sulla ulteriore vendita di asset nazionali. Infatti, tra le riforme figurava l'introduzione di una nuova tassa sulle imprese, oltre che all'inasprimento di quelle già esistenti, e la vendita della YPF, una delle imprese argentine di maggiore importanza, operante nel settore petrolifero, che venne ceduta al gruppo Repsol. Tali riforme inizialmente permisero all'Argentina di ridurre il deficit fiscale, secondo gli standard forniti dal Fondo Monetario Internazionale, ma nel breve termine diedero vita a un periodo di recessione e a un impoverimento generale del patrimonio statale.

⁵⁹ La diminuzione negli investimenti fu drastica, oltre il 30% tra il 1998 e il 2001.

Le successive elezioni videro trionfare, nel dicembre del 1999, Fernando de la Rúa, leader della cosiddetta “Alianza”⁶⁰, il quale mantenne la linea intrapresa da Menem, tagliando ulteriormente la spesa pubblica, con particolare riferimento ai salari dei dipendenti statali, le pensioni e gli investimenti pubblici. La maggiore flessibilità concessa nella pattuizione dei contratti di lavoro, che si traduceva sostanzialmente nella possibilità per le imprese di garantire minori diritti e condizioni di lavoro più sfavorevoli ai propri dipendenti, contribuì a generare una deflazione nei salari, come auspicato dal governo, che finì per scaricare gran parte dei costi sociali causati dalla crisi sulla classe operaia. Questa riforma del lavoro, come era prevedibile, generò una crisi politica che coinvolse l’intero paese e influì in maniera molto negativa sul rating dello stato. Per far fronte a questo aumento, da questo momento in poi l’Argentina avrebbe dovuto promettere un rendimento annuo del 15% per le proprie obbligazioni al fine di potersi garantire ancora l’accesso al credito.

Tuttavia, per tentare di evitare il default, il FMI siglò con l’Argentina, il 19 dicembre 2000, un accordo che prevedeva aiuti finanziari, che avrebbero dovuto coprire il ripagamento del debito e il deficit della bilancia, per un importo complessivo di 39,7 miliardi di dollari, da corrispondere a un interesse medio di circa l’8 per cento⁶¹, ovvero la metà di quanto l’Argentina avrebbe potuto ottenere sui mercati internazionali. Le speranze, nate da questo accordo, erano quelle di una diminuzione delle aspettative di default e di un abbassamento nei tassi di interesse, che effettivamente avvennero. Tuttavia, tale miglioramento non si riscontrò nell’economia reale, infatti il PIL non mostrò segni di crescita, anzi diminuì di circa il 2% nel primo trimestre del 2001, assieme a un peggioramento del deficit fiscale, che andò oltre i limiti concordati con il FMI. Il premio per il rischio crebbe di nuovo, e gli aiuti del FMI si mostrarono inutili nel riavviamento dell’economia argentina.

Tale ripresa della crescita si mostrava di vitale importanza per risollevare le sorti del paese, che oltre a una stabilità nella dimensione nominale, ovvero nei tassi di interesse per finanziare il debito e nell’inflazione, che era comunque resa stabile dal regime monetario presente, aveva bisogno di una ripresa degli investimenti, possibile però solo grazie a un costante afflusso di capitali. Questa ripresa degli investimenti sembrava

⁶⁰ Unione politica formata dai partiti del FrePaSo e della Unión Cívica Radical nel 1997.

⁶¹ Dati del FMI.

sempre più remota, vista la fuga dei capitali all'estero e il continuo apprezzamento del peso a causa della crescita del dollaro, che non contribuivano alla crescita della domanda di esportazioni, generando disinvestimento e impoverimento del paese.

Nei limiti delle possibilità offerte dal contesto di fine XX secolo, per il governo argentino, le politiche che potevano essere implementate a questo punto consistevano nel perseguimento di quanto fatto fino a ora, cioè un tentativo di migliorare la politica fiscale al fine di dover emettere ulteriori titoli aumentando il debito pubblico, oppure in un cambio di direzione, attraverso politiche meno convenzionali, volte a incentivare gli investimenti tramite dei sussidi. Nel marzo del 2001, il governo si concentrò su una riduzione della spesa pubblica adoperando dei tagli, che però incontrarono forti opposizioni da parte dei dipendenti statali e di alcuni gruppi di studenti, che organizzarono numerose proteste di resistenza. Nell'aprile del 2001, viste le difficoltà nel tagliare la spesa pubblica, la linea intrapresa fu quella di promuovere la produzione di materie prime, una manovra promossa dal Ministro dell'Economia Domingo Cavallo, nonché ideatore e promotore del Plan de Convertibilidad. Attraverso sussidi diretti alle imprese e vantaggi fiscali, la nuova politica mirava a stimolare la produzione di beni materiali, e sembrò portare a un miglioramento della produttività e della profittabilità di circa il 20% in pochi mesi.

Tuttavia, la viabilità di questa manovra non poteva dipendere dal finanziamento tramite debito pubblico, altrimenti avrebbe avuto il solo effetto di far peggiorare la bilancia fiscale a fronte di poche garanzie di crescita, dunque era necessario per il governo generare maggiori introiti, opera che venne affrontata tramite un inasprimento della tassazione sulle attività economiche, con conseguenti effetti recessivi. A tal proposito, gli effetti positivi delle manovre implementate vennero completamente controbilanciati dal rinnovato peso delle eccessive tasse, delineando una situazione molto delicata in cui il governo, avendo grandi difficoltà a finanziarsi sui mercati internazionali, non era in grado di procurarsi i fondi necessari per le proprie manovre senza privare un altro settore di questi, cioè senza alterare un fragilissimo equilibrio che mostrava sempre maggiori difficoltà nel garantire la stabilità e la solidità dell'economia.

A questo punto, nel luglio del 2001, le aspettative di default erano ai massimi storici, similmente al premio per il rischio del paese, per cui l'Argentina fu privata dell'accesso

al credito internazionale. Il governo, alla ricerca di qualsiasi via d'uscita dalla disastrosa condizione finanziaria del paese, emanò una legge drastica che prevedeva un deficit fiscale annuo pari a zero. Questo obiettivo doveva essere raggiunto tramite dei tagli alla spesa primaria, che provocò una diminuzione dei salari a dipendenti pubblici, delle pensioni e degli investimenti pari al 13%. La legge, seppur scontrandosi duramente contro la popolazione, riuscì a provocare una diminuzione nel premio per il rischio del paese, che a sua volta rese possibile un nuovo intervento del Fondo Monetario Internazionale per sostenere ulteriormente l'Argentina. Venne approvata la concessione di poco più di 5 miliardi di dollari, con l'obiettivo di sostenere le riserve del paese, a cui si aggiunse l'aiuto della American Development Bank con una somma pari a 500 milioni di dollari. I sussidi ebbero successo nel riempire le riserve di valuta estera, ma non a invertire la recessione a seguito della legge che prevedeva un deficit annuo nullo. Nel terzo trimestre del 2001, il PIL registrò una diminuzione del 4,9%, accompagnato da un considerevole calo nel settore manifatturiero e nel settore industriale. Notando l'incapacità dello stato nel contenimento della crisi, numerose imprese iniziarono a cercare un sistema per tutelarsi in maniera autonoma, che le portò ad abbandonare in maniera massiccia i progetti di investimento e a convertire i propri asset e conti correnti in valuta fisica. Iniziò quindi una corsa agli sportelli che in poche settimane prosciugò le riserve monetarie del paese, facendole tornare ai livelli registrati prima dei finanziamenti da parte del FMI. Allo stesso tempo, le prospettive di incertezza e di una sempre più probabile crisi finanziaria fecero diminuire drasticamente gli investimenti, con cali nel settore industriale di oltre il 40%.

Contestualmente alla crisi finanziaria andava sviluppandosi una forte crisi politica, con le proteste da parte di operai e studenti che non accennavano a placarsi. In questo contesto, il FMI decise di chiudere l'accesso al credito all'Argentina, che forzò il governo a istituire una quasi completa restrizione sui prelievi, al fine di evitare che tutta la valuta venisse prelevata e convertita, dunque che fluisse in maniera eccessiva fuori dai confini nazionali. Tale misura passò con il nome di "*corralito*". Il *corralito* riveste un'importanza particolare, poiché oltre che ad aver generato proteste e sommosse sociali con pochi precedenti⁶², segnava in maniera netta il momento in cui il regime di convertibilità non sarebbe più stato sostenibile. Senza una banca centrale in grado di regolare la quantità di

⁶² Nel paese, tra il 19 e 20 dicembre del 2001, si susseguirono lunghe serie di proteste e sommosse sociali, che provocarono anche un elevato numero di feriti, nonché decine di morti.

moneta, il governo aveva dovuto limitare drasticamente la circolazione del denaro, rimanendo senza alcuno strumento per mantenere il cambio fisso. L'unica via d'uscita dalla crisi, dunque, era l'abbandonamento del regime di convertibilità.

Dopo le dimissioni di de la Rúa e di Cavallo, un governo ad interim, guidato da Adolfo Rodríguez Saa, venne incaricato di prendere in mano l'amministrazione del paese. Di fronte alla completa impossibilità di far fronte ai pagamenti del debito pubblico, il nuovo governo dichiarò il default sulla maggior parte delle obbligazioni del paese, per un importo che mai era stato raggiunto prima nella storia. Anche il neo presidente venne privato del consenso popolare e del proprio partito, e venne così costretto a dimettersi. Il Congresso argentino incaricò il Senatore Eduardo Duhalde di portare a termine il mandato presidenziale. Duhalde, il 6 gennaio 2002, dichiarò la fine del currency board, insieme a un piano per la svalutazione del peso, mantenendo sempre un tasso di cambio fisso con il dollaro (in rapporto 1:1,4) e la conversione in valuta nazionale dei depositi bancari denominati in dollari, causando ulteriori proteste in quanto il valore degli importi, una volta convertiti, sarebbe stato quasi dimezzato. Per questo, in breve tempo, il valore del Peso venne lasciato libero di fluttuare secondo le dinamiche del mercato valutario.

2.6.3 Riflessioni sulle cause

L'insieme degli eventi che hanno coinvolto l'Argentina, portandola alla fine al default, delineano un quadro molto complesso, caratterizzato dall'interazione tra fattori differenti e dalla cancellazione reciproca di altri. È dunque particolarmente difficile valutare l'impatto delle singole componenti, ma è possibile cercare di individuare quali avessero avuto maggiore peso, anche in contrasto con le diverse riflessioni e opinioni che sono state elaborate nel tempo sul tema.

Tra i fattori che più probabilmente non possono essere considerati responsabili per la crisi troviamo la corruzione durante il periodo degli anni '90. Le privatizzazioni messe in atto da Menem sicuramente mostrarono dei segni di corruzione, individuabili ad esempio nel cambio di atteggiamento e comportamento dei dipendenti nel passaggio tra pubblico e privato. Tuttavia, i livelli di corruzione registrati in questo periodo non sembrano mostrare un allontanamento rilevante rispetto a quelli caratteristici del paese durante il XX secolo,

dunque, nonostante la corruzione non sia di certo stata d'aiuto, è possibile affermare con sufficiente certezza che questa non fu rilevante nel causare la crisi.

Ancora, un tema ampiamente discusso negli anni è quello che considera le riforme per la creazione di un mercato libero e aperto come troppo drastiche e rigide. Anche questo tema, se consideriamo la condizione in cui il paese si trovava nel 1989, risulta di scarso aiuto nella comprensione delle vicende della crisi. Ciò poiché difficilmente un governo che si trova ad affrontare determinati livelli di inflazione e disoccupazione riesce a comprendere quale sia il limite entro il quale agire, bensì cerca di fare tutto ciò che è in suo potere pur di risollevare l'economia, specialmente quando certe riforme vengono portate avanti con l'approvazione e l'entusiasmo di entità importanti e autorevoli come gli Stati Uniti e il Fondo Monetario Internazionale.

Inoltre, in riferimento al tema delle province, le cui banche, alla fine degli anni Ottanta, erano state indicate come uno degli elementi di maggiore fragilità all'interno del sistema economico argentino, tanto che uno dei punti fondamentali delle riforme di Menem si concentrava proprio sulla loro privatizzazione e regolamentazione, sembrano aver avuto un'incidenza minore di quanto ipotizzato negli anni, se si analizza attentamente il loro stato patrimoniale. Infatti, sebbene il loro livello di debito fosse piuttosto elevato rispetto ad altri paesi, le criticità divennero preoccupanti nel 1998, contestualmente alla crescita del debito pubblico nazionale e al deficit fiscale. Di conseguenza, la crisi non si sarebbe evitata anche se le banche provinciali avessero mantenuto uno stato di salute più elevato, visto che la maggior parte dei problemi che hanno poi portato alla crisi provenne in realtà dall'alto.

Volgendo invece ora lo sguardo alle altre componenti, può essere affermato con certezza come l'Argentina, dal 1998 in poi, avesse affrontato una condizione esterna particolarmente sfavorevole, causata dalla combinazione tra la svalutazione del real brasiliano e l'insolito apprezzamento dell dollaro. La crisi asiatica del 1997 e la crisi in Russia del 1998 fecero sì che gli investitori internazionali divenissero più scrupolosi e diffidenti in riferimento ai paesi emergenti, causando una diminuzione drastica dei flussi⁶³ di capitale destinati al loro finanziamento. Seppur non sia corretto additare la sola

⁶³ Le stime parlano di una diminuzione da 187,8 miliardi nel 1996 a 8,3 miliardi nel 2001 per i paesi emergenti.

componente delle esportazioni come causa scatenante della crisi, è senza dubbio lecito riconoscere che la combinazione di eventi sia stata fortemente sfavorevole per l'Argentina, tendendo anche in considerazione l'impossibilità per il paese di controllare tali eventi in maniera diretta.

Se invece si considera ciò che il governo argentino ha messo in atto durante gli anni strettamente precedenti il default di gennaio 2002, si evincono delle manovre forse troppo drastiche che hanno senz'altro aggravato la già compromessa situazione. Infatti, seppur in maniera molto ridotta, nell'ultimo trimestre del 1999 l'economia argentina aveva accennato a qualche segno di ripresa, tanto che, anno su anno, il tasso a cui il PIL stava diminuendo era migliorato da -5,1% a -0,2% nel primo trimestre del 2000. Proprio qui, al primo accenno di una ripresa (seppur con performance ancora negative), il governo De la Rúa, emanò un pacchetto di nuove misure fiscali consistenti in un aumento delle tasse a partire dal gennaio del 2000. Tali manovre consistevano in un inasprimento della tassazione diretta per i lavoratori, sia dipendenti che autonomi, con un reddito annuo superiore ai 30.000 peso, una tassazione speciale sui fondi destinati alle pensioni superiori ai 24.000 peso, un aumento dell'aliquota fiscale, da 0,5% a 0,75% sui beni dal valore superiore ai 200.000 peso, nonché un aumento delle tasse su altri beni come macchine, tabacco e bevande. Queste misure vennero intraprese in quanto il governo riteneva la tassazione come unico modo per aumentare gli introiti dello stato, ma tralasciò di considerare che un aumento della ricchezza della popolazione avrebbe potuto far ripartire l'economia nella sua complessità, ad esempio attraverso il consumo, e dunque la produzione, o gli investimenti. L'unico risultato, quindi, fu quello di tagliare le ali alla ripresa, e gli indicatori economici ricominciarono a registrare dei valori negativi, a causa dello scoraggiamento della crescita nel settore privato, fonte degli stessi introiti fiscali del governo.

Similmente, anche le successive politiche di Cavallo, di nuovo nominato Ministro dell'Economia nel 2001, nello specifico l'introduzione di un tasso di cambio più favorevole per le esportazioni, ebbero effetti contrari rispetto a quanto sperato, minando la fiducia nel regime di convertibilità e rallentando ulteriormente la crescita. Inoltre, il congelamento dei prelievi dichiarato dal 1 dicembre, siccome proibiva qualsiasi pagamento o trasferimento di denaro verso conti correnti di banche differenti, se da un lato consentì allo stato di prelevare denaro per far fronte ai pagamenti del debito (una

manovra drastica ma forse necessaria nell'immediato), dall'altro frenò bruscamente l'attività economica dei privati, facendo difficilmente passare l'Argentina da una fase di recessione, seppur già aggravata, a una vera e propria depressione economica.

3. LA STABILITA' MACROECONOMICA IN ARGENTINA

3.1 L'impatto sociale delle riforme

Gli avvenimenti che hanno coinvolto l'Argentina durante la cosiddetta *Decada Perdida* ruotano attorno all'elevata inflazione nel paese durante quegli anni. In questo periodo, infatti, in Argentina si era venuto a creare un vero e proprio regime di inflazione, dove dei meccanismi, dettati dalla legge, di costante adeguamento dei salari alla crescita dei prezzi dei beni avevano fatto precipitare il paese nella spirale dell'inflazione, in cui le aspettative di un successivo aumento della quantità di moneta in circolazione nell'economia generano che l'inflazione stessa si autoalimenti. Questo è infatti un fenomeno ricorrente in molti paesi emergenti, a cui è possibile porre rimedio soltanto stringenti riforme fiscali e manovre di carattere monetario, come cercò di fare l'Argentina agli albori del nuovo decennio. Fu proprio con l'emanazione della Ley de Convertibilidad che il governo centrale riuscì a dar vita a un processo di stabilizzazione della dimensione macroeconomica nominale, la cui importanza è stata più volte discussa nei capitoli precedenti.

Come spesso avviene nel caso in cui un paese attua manovre per contrastare l'economia attraverso l'utilizzo del tasso di cambio come strumento principale, il risultato ottenuto in Argentina fu quello della sopravvalutazione della valuta, il Peso, con conseguenti ripercussioni sulle dinamiche commerciali, che però rimase stabile per un lungo periodo di tempo come non era da molti anni. Parallelamente alla stabilizzazione nominale, un indicatore che faceva ben sperare era il tasso di crescita annuale del PIL, che si mantenne su valori positivi fino al 1995, a causa della crisi in Messico. Infatti, è possibile individuare, all'interno di questo decennio, due fasi di espansione, inframmezzate da una breve recessione proprio nel 1995, con la seconda conclusasi nel 1998, anno della crisi finanziaria in Russia.

Dietro al successo e alla ripresa dell'economia argentina durante gli anni '90 troviamo senza dubbio la rinnovata possibilità per il paese di accedere ai mercati finanziari internazionali, grazie al miglioramento delle condizioni dell'economia mondiale (con

particolare riferimento alla diminuzione generale del livello dei tassi di interesse). Questo contribuì particolarmente all'accumulazione di riserve di valuta estera da parte dell'Argentina, che a sua volta rese il neo-introdotta regime di tasso di cambio fisso solido e sostenibile agli occhi dei mercati e degli investitori, rendendo così possibile la crescita nei due periodi sopra indicati.

Da un punto di vista sociale, le riforme legate al tentativo di garantire maggiore stabilità non furono prive di effetti. Nello specifico, le dinamiche che hanno caratterizzato il paese per il periodo preso in considerazione si sono riversate su altri indicatori oltre a quelli generalmente legati all'aspetto economico, come nel caso della disoccupazione e del mercato del lavoro. Durante il decennio, come possiamo osservare dalla Figura 3.1, gli effetti delle manovre si tradussero in una iniziale fase di stabilità nel livello di disoccupazione, infatti, tra il la seconda metà del 1990 e il terzo trimestre del 1992 il tasso si attestò su un livello stabile e leggermente più basso rispetto al pure-convertibilità.



Figura 3.1: Tasso di disoccupazione 1983-2005. Fonte: DataBank World Development Indicators. Elaborazione ad opera dell'autore.

Tra la fine del 1992 e il 1995 si osserva un aumento molto repentino del tasso di disoccupazione, che raggiunge un nuovo punto di minimo relativo intorno al 1998, seguendo in maniera piuttosto precisa quello che fu l'andamento generale dell'economia di quel periodo. Infatti, gli effetti della crisi in Messico iniziarono a venire riassorbiti nel

1995, dando il via a un nuovo periodo di crescita che si concluse proprio nel 1998, a causa delle crisi esterne, che incisero molto sulla stabilità delle esportazioni argentine e sulla possibilità per il paese di indebitarsi senza un costo troppo elevato.

Damill, Frenkel e Maurizio (2002)⁶⁴ operano anche un'analisi empirica sull'impatto delle riforme nella distribuzione del reddito tra la popolazione argentina in questo periodo, evidenziando una disparità a livello sociale piuttosto marcata e in evoluzione nel tempo. Come misurato dall'indice di Gini, tra il 1991 e il 1994 la distribuzione della ricchezza rimase sostanzialmente inalterata. Infatti, il cinquanta per cento della popolazione, che nel 1991 era stata destinataria del 22,8% del reddito nazionale, nel 1994 ricevette circa il 22,9% di quest'ultimo. Dal lato opposto, il decile più ricco percepì più del 33% in entrambi gli anni, dunque circa 16 volte tanto rispetto ai decili inferiori. Sempre analizzando l'andamento dell'indice di Gini, nel periodo immediatamente successivo, fino al 1998, si osserva una redistribuzione del reddito dal primo, secondo e decimo decile in favore di quelli centrali, mostrando quindi una situazione di ulteriore impoverimento per le famiglie argentine più povere. Nonostante l'iniziale crescita del paese, notiamo dunque come le condizioni generali del paese non videro un miglioramento radicale a livello sociale.

Corbacho, Gracia-Escribano e Inchauste (2007)⁶⁵ conducono un'analisi riguardo la vulnerabilità delle famiglie argentine durante il periodo della crisi, analizzando i dati in un periodo compreso tra il 1999 e il 2002, sulla base della *Encuesta Permanente de Hogares*⁶⁶. I loro risultati mostrano un marcato impoverimento generale della popolazione già a partire dal maggio del 1999, che si attestò intorno a un valore di 3,8% fino all'ottobre del 2001, peggiorando fino a raggiungere una diminuzione del 23,8% nel maggio 2002. Inoltre, gli autori evidenziano come il reddito decile più povero diminuì del 42%, a dimostrazione della loro marcata vulnerabilità rispetto al resto della popolazione.

⁶⁴ Damill, Mario, Roberto Frenkel, and Roxana Maurizio. "Argentina: A decade of currency board. An analysis of growth, employment and income distribution." (2002).

⁶⁵ Corbacho, Ana, Mercedes Garcia-Escribano, and Gabriela Inchauste. "Argentina: Macroeconomic crisis and household vulnerability." *Review of Development Economics* 11.1 (2007): 92-106.

⁶⁶ Programma nazionale di produzione di indicatori sociali ad opera dell'INDEC. Lo scopo è monitorare le condizioni socioeconomiche e sociodemografiche della popolazione.

Per quanto riguarda la produttività dei fattori di produzione, Kehoe (2003)⁶⁷, partendo da una classica funzione di produzione di tipo Cobb-Douglas, esegue un'analisi empirica sull'evoluzione del suddetto parametro, giungendo al risultato secondo cui la crescita dell'Argentina tra il 1970 e il 2002 sia attribuibile principalmente a un incremento nella produttività, piuttosto che a un aumento della quantità di input. Questo risultato sembra essere in linea con quello che fu il processo di accumulazione del capitale che avvenne durante gli anni Novanta del secolo scorso, di cui, come già sottolineato in precedenza, la maggiore stabilità del paese, e il conseguente miglioramento della sua percezione agli occhi degli investitori nazionali e internazionali, fu un elemento fondamentale. Nonostante un tasso di crescita della produttività piuttosto solido e stabile, pari a circa il 3 per cento annuo⁶⁸ tra il 1991 e il 1998, il mercato del lavoro argentino, anche a causa delle rigidità introdotte per perseguire il forte bisogno di stabilità nella dimensione nominale, si mostrò insufficientemente flessibile e incapace di evitare la crescita della disoccupazione. Infatti, la suddetta crescita della produttività era stata causata principalmente da una forte diminuzione dei posti di lavoro, specialmente nel poco sviluppato settore industriale, che era stata accompagnata da una quasi assente crescita nel salario reale percepito, con la conseguente perdita del potere di acquisto e l'inasprimento delle condizioni di vita di molte famiglie argentine. Nonostante la creazione di posti di lavoro nel settore dei servizi, il totale dei lavoratori disoccupati crebbe notevolmente e in breve tempo.

3.2 Analisi empirica

In questo terzo capitolo, l'obiettivo principale è quello di mostrare, attraverso considerazioni e analisi empiriche di carattere econometrico, la validità della teoria sulla stabilità macroeconomica quando applicata al contesto argentino, nonché di analizzare, sempre con lo sguardo rivolto agli eventi di fine secolo nel paese, se la letteratura economica fornisce, nella teoria, una rappresentazione di quanto successo in Argentina

⁶⁷ Kehoe, Timothy J. "What can we learn from the current crisis in Argentina?." *Scottish Journal of Political Economy* 50.5 (2003): 609-633.

⁶⁸ Daseking, Ms Christina, et al. *Lessons from the Crisis in Argentina*. International Monetary Fund, 2005.

nel periodo analizzato, ovvero se quanto accaduto sia da considerarsi una eccezione alla dottrina o, in termini più estremi, una sua confutazione.

3.2.1 Introduzione al modello.

In questa sezione viene effettuata un'analisi empirica di carattere econometrico sulla relazione tra stabilità macroeconomica e crescita in Argentina, prendendo come riferimento gli anni che vanno dal 1990, poco prima dell'attuazione delle riforme e dell'introduzione del Plan de Convertibilidad, al 2005, anno in cui il paese accenna a mostrare dei segni di ripresa successivamente alla crisi e al default del 2001/2002.

Nello specifico, il modello qui elaborato consiste di una regressione lineare multipla, di cui si forniscono le impostazioni e le assunzioni alla base della ricerca. I dati utilizzati sono dati annuali per l'Argentina tra il 1990 e il 2005. La scelta dell'orizzonte temporale preso come riferimento è stata determinata dalla disponibilità di dati ufficiali.

La metodologia seguita è quella rintracciabile nel lavoro di Pedraza (2012)⁶⁹, il quale indaga l'impatto della stabilità macroeconomica sulla crescita in Colombia nel periodo tra il 1950 e il 2009, e nell'opera di Vasylieva, Lyeonov, Lyulyov e Kyrychenko (2018)⁷⁰, che applicano la stessa metodologia dal primo suggerita per l'analisi della suddetta relazione in vari paesi tra il 2000 e il 2016. Inoltre, è stato fatto particolare riferimento, per le metodologie di calcolo e alcuni spunti di riflessione, al lavoro di Ismihan, Metin-Ozcan e Tansel (2005)⁷¹, che operano una analisi empirica per indagare il rapporto tra l'instabilità macroeconomica, l'accumulazione di capitale da parte del settore privato e la crescita in Turchia, tra il 1963 e il 1999.

Il modello qui proposto segue, con le dovute modifiche riguardo le variabili utilizzate a causa dello scopo della ricerca e della quantità di dati disponibili, quanto elaborato dagli autori sopra citati, con il fine di fornire una risposta significativa da un punto di vista

⁶⁹ Pedraza, J.A.P. (2012). 'The role of macroeconomic instability on economic growth rate: the case of Colombia, 1950-2009.' [Online], [Retrieved May 15, 2020].

⁷⁰ Vasylieva, Tetiana Anatoliivna, et al. "Macroeconomic stability and its impact on the economic growth of the country." (2018).

⁷¹ Ismihan*, Mustafa, Kivilcim Metin-Ozcan, and Aysit Tansel. "The role of macroeconomic instability in public and private capital accumulation and growth: the case of Turkey 1963–1999." *Applied Economics* 37.2 (2005): 239-251.

statistico una risposta alla seguente domanda: esiste una relazione tra la stabilità macroeconomica e la crescita di un paese? Come verrà poi discusso, i dati sembrano suggerire di sì.

Al centro della ricerca vi è la formulazione di un indicatore che possa fornire una misura della stabilità macroeconomica dell'Argentina per ciascuno degli anni presi in esame, per la quale si segue quanto precedentemente fatto dagli autori sopra citati. La variabile che viene formulata prende il nome di *Indice di Instabilità Macroeconomica* (IIM), e la metodologia seguita per il calcolo dell'indice è la stessa impiegata dallo United Nations Development Programme per l'elaborazione dello *Human Development Index* (HDI), che consiste nella media aritmetica tra i valori normalizzati di variabili chiave nello sviluppo umano, che in questa sede vengono sostituiti da variabili relative alle varie dimensioni della stabilità macroeconomica secondo l'interpretazione, sopra introdotta, di Stanley Fischer.

A tal proposito, le variabili individuate per il calcolo dell'IIM sono: l'inflazione, il budget deficit in percentuale rispetto al PIL, il saldo della bilancia commerciale in percentuale rispetto al PIL e la volatilità del tasso di cambio tra Peso argentino e Dollaro statunitense. Tali variabili sono state scelte poiché, rispettivamente, un basso tasso di inflazione è indicatore di stabilità nella dimensione nominale dell'economia, un basso deficit fiscale indica che lo stato è in grado di autofinanziare quasi interamente le proprie politiche fiscali, senza dover quindi ricorrere eccessivamente al debito pubblico, un saldo della bilancia commerciale mostra che lo stato esporta in misura maggiore rispetto a quanto importa, mentre una scarsa volatilità del tasso di cambio indica che la valuta nazionale è stabile, permettendo al paese di intrattenere rapporti con l'esterno in maniera più agevole.

L'IIM viene così calcolato in due step: il primo riguarda il processo di normalizzazione delle variabili alla base dell'indice, poiché questi presentano ordini di grandezza e di fluttuazione differenti, mentre il secondo consiste nell'aggregazione delle quattro misure normalizzate di instabilità tramite la media aritmetica.

Il processo di normalizzazione avviene come segue:

$$I_t = \frac{X_t - X_{min}}{X_{max} - X_{min}}$$

Dove I_t rappresenta il sottoindice normalizzato della generica variabile “X” (una tra le quattro variabili che compongono l’IIM) al generico tempo “t”, X_t rappresenta il valore di “X” al tempo “t”, X_{min} e X_{max} , rispettivamente, il valore minimo e massimo di “X” nell’arco temporale preso in esame. In questo modo, ciascuna osservazione di ogni variabile alla base dell’IIM sarà rappresentata come un numero tra 0 e 1, dove 0 rappresenta la minima instabilità della singola dimensione nel periodo, mentre 1 la massima instabilità.⁷²

Dopo la normalizzazione di ciascuna variabile, si procede con il calcolo dell’IIM, che viene espresso nella seguente forma:

$$MI I_t = \alpha \left(\frac{inf_t - inf_{min}}{inf_{max} - inf_{min}} \right) + \beta \left(\frac{bd_t - bd_{min}}{bd_{max} - bd_{min}} \right) + \gamma \left(\frac{tot_t - tot_{min}}{tot_{max} - tot_{min}} \right) + \delta \left(\frac{ex_t - ex_{min}}{ex_{max} - ex_{min}} \right),$$

dove: $\alpha + \beta + \gamma + \delta = 1$, inf è l’inflazione, bd il budget deficit, tot il saldo della bilancia commerciale, ex la volatilità del tasso di cambio del Peso nei confronti del Dollaro. Secondo questa formulazione, l’IIM consente di disporre di una misura della instabilità macroeconomica del paese da poter utilizzare in una regressione lineare multipla.

Le due banche dati da cui è stata attinta la maggior parte dei valori delle osservazioni sono il DataBank World Development Indicators, realizzato dalla World Bank, e il IMF Data, ad opera del Fondo Monetario Internazionale. Per la variabile relativa all’inflazione è stata utilizzata la variazione annua del deflatore del PIL argentino⁷³, mentre per il budget deficit, la bilancia commerciale e la volatilità del tasso di cambio è stato necessario operare una serie di passaggi aggiuntivi. Nello specifico, il budget deficit è stato calcolato

⁷² Il processo di normalizzazione non ha il fine di stabilire a priori se il valore di una specifica osservazione possa essere considerato come segno di stabilità o instabilità macroeconomica, bensì serve ad analizzare il dataset preso in esame, che presenta variabili espresse con misure differenti tra loro, in maniera più uniforme. Un alto valore di instabilità registrato in una determinata osservazione indica che, se rapportata agli altri anni, quella dimensione, in quell’anno, presentava un valore piuttosto alto rispetto alla media.

⁷³La corrispondente voce nel World Development Indicators è “NY.GDP.DEFL.KD.ZG.AD”

come differenza tra uscite⁷⁴ ed entrate⁷⁵ totali dello stato, entrambe espresse in percentuale rispetto al PIL. La bilancia commerciale, espressa anche questa in percentuale rispetto al PIL, è stata calcolata come volume totale delle esportazioni di beni e servizi al netto delle relative importazioni⁷⁶. La volatilità del tasso di cambio in ogni anno, infine, è stata calcolata come logaritmo naturale del rapporto tra il valore del tasso di cambio in quell'anno e il valore dell'anno precedente, cioè come una normale variazione percentuale. In riferimento alla volatilità del tasso di cambio, è interessante notare come le osservazioni tra il 1993 e il 2001 presentino un valore molto vicino allo 0, proprio grazie all'introduzione del regime di convertibilità con il dollaro di quegli anni.

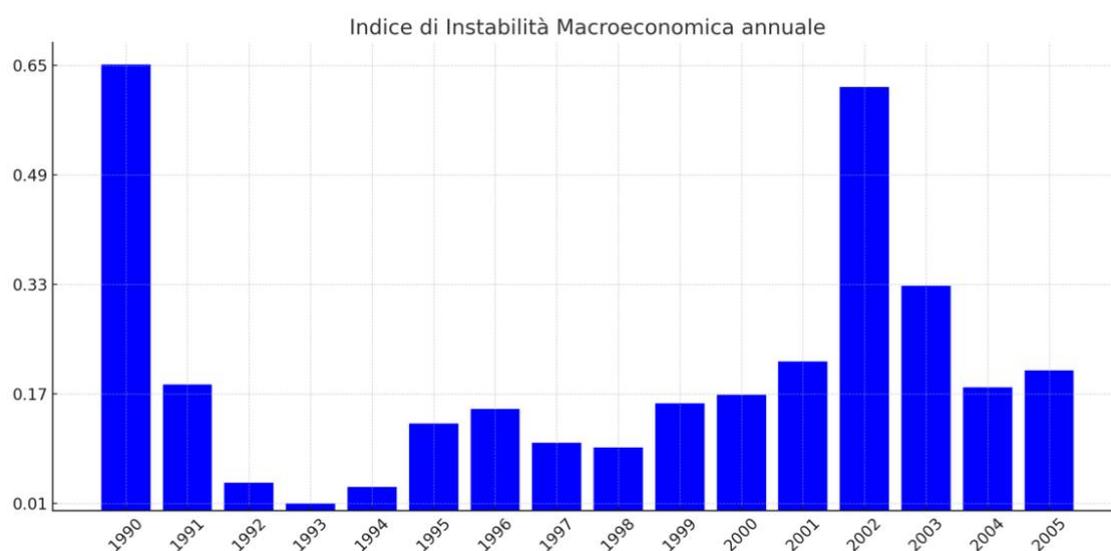


Figura 3.2: *Indice di Instabilità Macroeconomica annuale. Valori normalizzati. Fonte: FMI. Elaborazione ad opera dell'autore.*

Dopo aver illustrato i passaggi mediante cui è stato calcolato l'IIM, si procede con la descrizione delle altre variabili utilizzate per lo sviluppo della regressione lineare, che sono il tasso di disoccupazione, gli investimenti diretti esteri e il debito pubblico. Per la raccolta dei dati relativi alle osservazioni annuali, sono state confrontate le stesse banche dati relative alle sotto-variabili dell'IIM. Per quanto riguarda il tasso di disoccupazione, le osservazioni mostrano la percentuale di persone disoccupate sul totale della forza

⁷⁴ La corrispondente voce nel World Development Indicators è "GC.XPN.TOTL.GD.ZS"

⁷⁵ La corrispondente voce nel World Development Indicators è "GC.REV.XGRT.GD.ZS"

⁷⁶ Le voci corrispondenti sono, rispettivamente, "NE.EXP.GNFS.ZS" per le esportazioni e "NE.IMP.GNFS.ZS" per le importazioni, entrambe espresse in percentuale rispetto al PIL.

lavoro. I valori relativi agli investimenti diretti esteri fanno riferimento ai flussi di capitali in entrata netti, cioè scontati dei capitali che dal paese sono fluiti all'estero durante l'anno. Il debito pubblico in percentuale al PIL è stato inserito per completare la descrizione delle variabili fondamentali da tenere sotto controllo nell'analisi della stabilità e della crescita dell'Argentina. Nella raccolta dei dati, sono stati riscontrati dei problemi nella reperibilità di informazioni ufficiali relativi alle entrate e uscite statali negli anni precedenti al 1990, che non hanno permesso il calcolo del budget deficit, costringendo di eseguire l'analisi su un campione ristretto di 16 osservazioni, che può comunque essere considerato un periodo valido da analizzare per via del particolare regime monetario introdotto in quegli anni. Infatti, poiché la legge sulla convertibilità venne emanata nel 1991, entrando a pieno regime effettivamente nel 1992, il periodo esaminato consente di osservare, anche da un punto di vista statistico, i cambiamenti avvenuti in Argentina.

Il modello elaborato, dunque, presenta la seguente forma:

$$GDPC_t = \eta_1 MII_t + \eta_2 DIS_t + \eta_3 IDE_t + \eta_4 DEB_t ,$$

ovvero una regressione lineare multipla dove la crescita annuale del PIL, indicata da $GDPC$, è funzione dell'IIM, del tasso di disoccupazione (DIS), degli investimenti diretti esteri netti (IDE) e del debito pubblico (DEB) in percentuale sul PIL. In un'analisi di carattere econometrico, è facile incorrere nel rischio di scoprire delle correlazioni tra variabili che possono portare a conclusioni infondate circa la natura di tali relazioni, oppure a presupporre un elemento di causalità che nella realtà non esiste. È a questo proposito che si è proceduto con la verifica degli elementi fondamentali alla base di un modello di regressione multipla: l'autocorrelazione e la multicollinearità tra le variabili, l'omoschedasticità degli errori e la normalità della distribuzione delle osservazioni. Riguardo all'ipotesi di autocorrelazione, il modello è stato sottoposto al test di Durbin-Watson, che ha riportato un valore pari a 1,3985 e un p-value di 0,01596. Il range di valori del test di Durbin-Watson va da 0 a 4, dove lo 0 indica una forte autocorrelazione positiva e 4 una forte autocorrelazione negativa, un valore pari a 2 indica l'assenza di autocorrelazione. Nel nostro caso, 1,3985 indica una moderata autocorrelazione positiva tra le variabili, che tuttavia non compromette interamente a priori la validità del modello, che deve perciò essere sottoposto a ulteriori verifiche. Infatti, per testare ulteriormente l'ipotesi di assenza di autocorrelazione, è stato eseguito il test di Newey-West, che

corregge il modello per l'autocorrelazione e l'eventuale eteroschedasticità degli errori. Lo svolgimento del test ha prodotto come risultato le stesse stime per i coefficienti di regressione, ma con errori standard inferiori, migliorando così la significatività dei risultati e suggerendo che il modello è robusto a una moderata autocorrelazione inizialmente prevista dal test di Durbin-Watson. Per testare l'assunzione di multicollinearità è stato utilizzato il test VIF⁷⁷, che ha mostrato la quasi totale assenza di relazioni lineari tra le variabili utilizzate come regressori. L'omoschedasticità degli errori è stata verificata tramite il test di Breusch-Pagan⁷⁸, che ha restituito un p-valore pari a 0,5621, che permette di affermare l'assenza di eteroschedasticità degli errori. Procedendo con i test sulle assunzioni, si passa per il test di Shapiro-Wilk⁷⁹ che, con un p-valore di 0,1544, ha permesso di stabilire che le osservazioni utilizzate in questo modello sono state prese da una popolazione normalmente distribuita. L'implementazione del test di Shapiro-Wilk risulta particolarmente importante soprattutto in modelli caratterizzati da un numero di osservazioni piuttosto ridotto, come quello presentato in questa sede.

3.2.2 Risultati empirici.

Soltanto dopo aver eseguito la necessaria serie di test, volti ad accertare che il modello rispetti le assunzioni fondamentali alla base di una regressione lineare multipla, è possibile osservare i risultati ottenuti e cercare di interpretarli alla luce degli avvenimenti che hanno coinvolto l'Argentina tra il 1990 e il 2005. I valori riportati in ciascuna osservazione sono dati che fanno riferimento alla fine dell'anno. Risulta inoltre precisare che a seconda del database di riferimento, a causa di differenze nella metodologia di misurazione, alcuni dati relativi a specifiche osservazioni possono non essere identici, ma

⁷⁷ Il VIF test fornisce un valore numerico per ogni variabile, dove 1 indica la totale assenza di collinearità tra la suddetta variabile e le altre. Nell'analisi qui riportata, il valore del VIF è stato pari a 1,6828 per l'IIM, 1,1894 per il tasso di disoccupazione, 1,0804 per gli investimenti diretti esteri e 1,8804 per il debito pubblico.

⁷⁸ Attraverso il test di Breusch-Pagan si testa l'eteroschedasticità degli errori. Un p-valore elevato consente di affermare che l'ipotesi nulla, che consiste nell'assenza di eteroschedasticità degli errori, viene sempre rifiutata, confermando l'omoschedasticità.

⁷⁹ Il test di Shapiro-Wilk pone la normalità del campione come ipotesi nulla, ed è particolarmente importante quando la numerosità delle osservazioni risulta esigua, come nel caso dell'analisi qui presentata. Il p-valore ottenuto permette di non rifiutare l'ipotesi nulla, quindi di affermare la normalità della popolazione, che è una condizione fondamentale per un modello di regressione lineare.

tali divari risultano essere trascurabili. Tuttavia, per questioni di rigore e di coerenza, sono stati utilizzati, laddove possibile, i dati estrapolati dal World Development Indicators database della Banca Mondiale.

Di seguito si riporta l'output della regressione.

La variabile dipendente è *GDPC*.

Tabella 3.1: Coefficienti di regressione.

Variabili	Coefficiente	ES	Statistica-T	p-valore
IIM	-28,33750	7,25864	-3,904	0,00246 **
DIS	-0,78457	0,27103	-2,895	0,01458 *
IDE	-0,61240	0,60452	-1,013	0,33281
DEB	0,08223	0,03707	2,218	0,04853 *
Intercetta	14,71207	3,65236	4,028	0,00199 **

Legenda livelli di significatività: 0 “****” 0,001 “***” 0,01 “**” 0,05 “.” 1 “ ”

Errore standard dei residui: 4,026 su 11 gradi di libertà | $R^2 = 0,6953$, R^2 corretto = 0,5845

Statistica-F = 6,275 su 4 e 11 gradi di libertà, p-valore = 0,0006993.

I risultati prodotti dalla regressione offrono molteplici spunti di riflessione che meritano particolare attenzione, in quanto è possibile, a un primo sguardo, sia trovare delle conferme circa quanto inizialmente previsto dalla letteratura economica e dall'analisi del caso argentino, sia dei valori che sembrano andare in una direzione opposta.

Prima di tutto, risulta opportuno soffermare lo sguardo sul valore assunto da R^2 e da R^2 corretto, rispettivamente pari a 0,6953 e 0,5845⁸⁰. Entrambi i valori risultano essere piuttosto elevati, il che indica che il modello elaborato risulta in grado di spiegare oltre il 50% della variabilità della variabile dipendente, ovvero la crescita annuale del PIL.

⁸⁰ Il valore di R^2 e R^2 corretto variano da 0 a 1 e forniscono una prima, e semplice, misura della “qualità” del modello elaborato. La differenza tra i due è che R^2 corretto viene aggiustato per il numero di variabili indipendenti utilizzate; perciò, risulta sempre minore rispetto a R^2 .

Questo è un risultato particolarmente elevato per un modello di regressione lineare, che da un lato conferisce solidità e significatività ai risultati dell'analisi, ma che dall'altro deve essere interpretato con la dovuta prudenza e le dovute considerazioni, in quanto non è comunque possibile affermare con certezza l'esistenza di causalità tra le variabili indipendenti e la dipendente.

A questo punto occorre passare all'analisi critica dei coefficienti restituiti dalla regressione e alla loro interpretazione alla luce degli eventi cui si fa riferimento. In riferimento al valore restituito per l'Indice di Instabilità Macroeconomica, possiamo notare un coefficiente pari a -28.33750, accompagnato da un p-valore pari a 0,00246. Un tale p-valore indica una significatività da un punto di vista statistico particolarmente elevata, che permette di affermare, sempre secondo le specificazioni e le assunzioni di questo specifico modello di regressione, che il coefficiente restituito dalla regressione risulta correlato con l'andamento della variabile dipendente. Nello specifico, l'IIM risulta negativamente correlato alla crescita del PIL argentino, utilizzato come proxy per la crescita del paese, tra il 1990 e il 2005. Questo risultato, da un punto di vista numerico, ci suggerisce che una crescita dell'IIM pari a 0,1 provoca un rallentamento nel tasso di crescita del PIL argentino di circa il 2,833%, e viceversa una sua diminuzione può influire positivamente sulla crescita del paese. Un simile risultato si mostra in linea con le affermazioni illustrate nel primo capitolo, dove è stata operata un'analisi della stabilità macroeconomica nelle sue tre componenti. Inoltre, il valore restituito da questa analisi suggerisce una conclusione molto simile a quella di J. Pedraza (2012), che, utilizzando una metodologia affine a quella seguita in questa sede, individua una correlazione negativa tra l'IIM e la crescita del PIL in Colombia, nel periodo che va dal 1950 al 2009, per cui un aumento dell'IIM pari a 0,1 genera una diminuzione nella crescita del PIL pari al 2,25%. Sebbene la metodologia qui utilizzata per calcolare l'IIM sia stata basata su una media aritmetica⁸¹ tra le quattro sotto-variabili che compongono l'indice, questo risultato, a questo livello di significatività, può essere considerato come evidenza che una minore stabilità macroeconomica ha effetti negativi sulla crescita di un paese⁸². Tuttavia, risulta

⁸¹ Per un'analisi più precisa, potrebbe essere utile stimare coefficienti di ponderazione diversi tra loro per il calcolo dell'IIM, cercando di individuare il peso specifico di ciascuna sotto-variabile a seconda del paese e del periodo preso in considerazione.

⁸² Per poter procedere con affermazioni più precise sarebbe necessario operare uno studio sui vari canali di trasmissione che intercorrono tra le variabili indipendenti utilizzate nella propria analisi e la crescita del

sempre opportuno ribadire che i risultati forniti dai modelli di regressione vanno sempre interpretati con la giusta attenzione e cautela, e non intesi come prove assolute per la conferma o il rifiuto di una ipotesi iniziale. Alla luce di questa sempre necessaria precisazione, si procede al commento degli altri coefficienti.

La seconda variabile presa in considerazione è il tasso di disoccupazione, misurata in percentuale sul totale della forza lavoro in Argentina per ogni anno preso in esame. Il valore ottenuto, sufficientemente significativo per un valore del 5%, mostra, anche qui, una relazione negativa nei confronti del PIL, per cui un aumento di un punto percentuale nel tasso di disoccupazione si riflette, *ceteris paribus*, in una decrescita del PIL di circa lo 0,78%. Questo valore costituisce una semplice conferma di quanto previsto da larga parte della dottrina economica neoclassica, che vede il lavoro come uno dei fattori di produzione alla base di una economia, per cui il tasso di disoccupazione, che in Argentina ha sempre costituito un problema di grande rilevanza, coincide con una diminuzione dell'input, che a sua volta provoca un minore livello di output.

Differenti sono le considerazioni da fare in riferimento agli investimenti diretti esteri e al livello di indebitamento del paese, in quanto il coefficiente che ne misura l'impatto di ciascuno risulta, rispettivamente, non significativo e di scarsa entità. Nel dettaglio, gli investimenti diretti esteri, misurati come afflusso di capitali netti dall'estero in percentuale al PIL del paese, mostrano un p-valore di 0,33281, segno che il coefficiente trovato tramite la regressione risulta non significativo da un punto di vista statistico⁸³. Una prima motivazione dietro questo elemento riguarda il ruolo che gli investimenti nel paese dall'estero hanno avuto nell'economia argentina durante gli anni '90. Infatti, sebbene la rinnovata stabilità nel livello dei prezzi e della moneta avesse contribuito alla crescita degli investimenti nel paese, il ruolo da questi svolto consiste principalmente nell'accumulazione del capitale fisico, che appunto crebbe nel periodo esaminato. Inoltre, valutare l'impatto diretto degli IDE sulla crescita del PIL è difficile, in quanto i benefici degli investimenti sono spesso riscontrabili solo in un orizzonte temporale di medio-lungo

PIL, in quanto anche relazioni apparentemente provate nella teoria possono non essere riscontrate in alcuni scenari economici con particolari caratteristiche.

⁸³ Una variabile con p-valore superiore allo 0,1 (cioè una significatività del 10%) viene generalmente considerata come non significativa, in quanto la probabilità che non sia collegata alla variabile dipendente è troppo elevata; quindi, è altrettanto elevata la probabilità di commettere un errore nell'affermare l'esistenza di una relazione tra le due.

periodo, basti pensare alla costruzione di infrastrutture o allo sviluppo di tecnologie, che hanno bisogno di tempo per la realizzazione e di un ulteriore periodo per entrare nelle dinamiche economiche di un paese. Connessi agli IDE, ci sono una serie di benefici che non sono necessariamente catturati dalla crescita del PIL, come la creazione di relazioni più solide con i paesi da cui i capitali provengono, che comportano un miglioramento delle condizioni del paese senza manifestarsi in una crescita del prodotto interno.

Un altro elemento interessante che merita un'analisi più approfondita è il coefficiente relativo all'impatto attribuito al debito pubblico espresso in percentuale sul PIL. Osservando il valore numerico prodotto dalla regressione, si nota come questo sia maggiore di 0, nello specifico 0,08223, con un livello di significatività sufficientemente elevato (il p-valore è infatti pari a 0,04853) da poter essere considerato valido. La prima caratteristica che risalta a un primo impatto è proprio la natura di questo valore, che, dopo l'analisi del contesto argentino di fine XX secolo e le considerazioni fatte nel primo capitolo, ci saremmo aspettati certamente negativo, ma che invece risulta essere maggiore di zero. Questo è un elemento molto interessante in quanto apre uno scenario di considerazioni molto vasto da esaminare con attenzione e senza cadere nell'errore di fare affermazioni troppo drastiche; perciò, risulta opportuno cercare di attribuire un significato più preciso a questo valore numerico, cercando di contestualizzarlo al meglio nello scenario preso in esame.

Un simile valore indica che l'aumento di un punto percentuale nel livello di indebitamento del paese rispetto al proprio PIL dovrebbe causare, lasciando invariati gli altri elementi che abbiamo preso in considerazione, un aumento nel PIL stesso pari allo 0,08223 per cento. A un primo impatto, ciò significa che per l'intero periodo analizzato l'Argentina avrebbe beneficiato di un costante aumento del proprio livello di indebitamento, e che anzi avrebbe potuto sfruttare maggiormente il ricorso a questa forma di finanziamento per mantenere alto il proprio livello di crescita. Tuttavia, sebbene maggiore di zero, il coefficiente ottenuto risulta pur sempre piuttosto basso, per cui l'effetto positivo sulla crescita previsto dalla regressione sarebbe comunque da considerare come irrilevante. Certamente, affermare l'esistenza di una relazione positiva certa tra crescita e debito nel caso dell'Argentina manca di fondamento per una lunga serie di motivi, primi fra tutti il fatto che una semplice regressione lineare multipla, almeno nelle specificazioni utilizzate in questa sede, non prende in considerazione la possibilità che esista una soglia massima

entro la quale il debito può effettivamente avere un effetto positivo, come individuato dal FMI (secondo l'analisi del FMI, per i paesi a basso reddito, la soglia entro cui sfruttare i benefici del debito viene individuata nel valore del rapporto debito-PIL pari al 43 per cento, soglia che l'Argentina superò nel 1998)⁸⁴, nonché la totale assenza di un'analisi dei meccanismi di trasmissione tramite cui l'indebitamento del paese arriva a portare un beneficio all'economia dello stato. Inoltre, l'orizzonte temporale analizzato nel modello qui presentato presenta delle fondamentali differenze nel contesto macroeconomico e nella stabilità delle sue dimensioni che non permettono di affermare la validità del coefficiente sull'intero campione di osservazioni, in quanto nei periodi di crescita, cioè dopo l'introduzione del regime di cambio fisso e negli anni immediatamente successivi alla crisi in Messico, la possibilità di accedere al credito sui mercati internazionali ha portato all'Argentina benefici assai maggiori rispetto a quanto registrato dal coefficiente, mentre in periodi meno floridi questi effetti possono essere stati profondamente negativi. In più, il concetto di debito pubblico è un tema molto delicato, poiché presenta molteplici implicazioni ed elementi secondari ma importanti che ne rendono complicata la valutazione: un debito alto, se da un lato può aiutare il governo di uno stato a finanziare le proprie manovre, dall'altro può generare la preoccupazione che lo stato non sia, in futuro, più in grado di far fronte ai pagamenti. Questo è senza dubbio un aspetto che ha caratterizzato l'Argentina di fine anni '90, di cui ne sono una dimostrazione le costanti pressioni a rialzo del premio di rischio del paese. Parallelamente a ciò, un altro importante elemento consiste nel tipo e nella qualità delle manovre e riforme che vengono finanziate tramite il debito pubblico, che risulta essere un'altra questione rilevante nelle vicende argentine. C'è un motivo dietro al fatto che il Fondo Monetario Internazionale, nel garantire capitali all'Argentina, avesse previsto una serie di regole e direttive che il paese doveva seguire nel loro utilizzo, ovvero la scarsa capacità dei governi che in Argentina si sono susseguiti di operare una politica fiscale efficace, che aveva, anche per lunghi periodi tempo, generato deficit nel bilancio dello stato, spesso colmati attraverso il ricorso al debito. Inoltre, il debito pubblico presenta effetti che si manifestano nel medio-lungo periodo, che fanno riferimento per esempio alla percezione di solidità del paese, quindi un aumento del debito in un determinato anno, seppur elevato, può non incidere in

⁸⁴ Beker, Victor A. "Argentina's debt crisis." *Modern Financial Crises: Argentina, United States and Europe* (2016): 31-42.

maniera negativa sulla crescita del paese nell'anno stesso, ma avere degli effetti negativi (o positivi, a seconda delle condizioni) solamente dopo qualche anno, rendendo difficile valutarne l'impatto immediato.

In conclusione, guardando agli eventi susseguitesesi in Argentina a partire dagli anni '90, è possibile affermare che, nella prima metà del decennio, il ricorso al debito come forma di finanziamento delle politiche nazionali avesse contribuito all'attuazione di riforme che inizialmente avevano posto le basi per la crescita, ma che tuttavia, a partire dal 1998, gli eventi e le crisi a livello mondiale avevano rallentato drasticamente la crescita del paese, rendendo l'Argentina, a causa di minori introiti da tassazione e esportazioni, sempre meno in grado di far fronte ai pagamenti degli interessi. Questo contribuiva a far crescere il premio per il rischio paese⁸⁵ dell'Argentina, rendendo così l'indebitamento sempre più costoso e minando irreversibilmente la fiducia degli investitori internazionali, che di certo non contribuisce alla crescita di una nazione.

Queste considerazioni mostrano come il debito pubblico di un paese non sia una dimensione dell'economia da monitorare esclusivamente attraverso dei parametri numerici, bensì tenendo conto di vari aspetti che possono rendere un debito apparentemente elevato completamente gestibile (il caso del Giappone ne è l'esempio più eclatante) e un livello di indebitamento che sembra sostenibile, come quello argentino, particolarmente problematico.

3.3 Perseguire la stabilità a ogni costo? Lezioni dall'Argentina

Fino a questo punto, la trattazione dei fondamenti teorici alla base del concetto di stabilità macroeconomica e l'illustrazione, anche attraverso risultati empirici, delle vicende argentine, ha mostrato come sia quasi sempre impossibile valutare l'efficacia e l'appropriatezza di una riforma o manovra economica senza tenere conto del contesto e delle condizioni in cui questa viene attuata. Quanto accaduto in Argentina durante gli anni Novanta non può essere inquadrato e giudicato attraverso uno schema rigido, bensì sono

⁸⁵ Consultando il J. P. Morgan Emerging Markets Bond Index Plus, è possibile notare come, a partire dal 19 marzo 2001, il premio per il rischio argentino avesse iniziato a stabilirsi su un valore pari a circa il 13 per cento, un valore di lunga superiore a quello degli altri paesi emergenti inclusi nell'indice, arrivando a superare i 16 punti percentuale nel luglio e i 20 punti percentuale nell'ottobre dello stesso anno.

molteplici i punti di vista che un attento osservatore dovrebbe assumere prima di esprimere una valutazione. Ciò che è lecito chiedersi è se l'insieme di manovre che sono state promosse dai governi per rendere il paese più stabile da un punto di vista macroeconomico siano state, per l'Argentina, un metodo per evitare un fallimento ancora più catastrofico o un contributo verso quest'ultimo.

Un elemento che sembra opportuno analizzare, quindi, è il tipo di politica fiscale, con particolare riferimento alla spesa pubblica, attuata negli anni e le varie manovre che possono essere considerate benefiche per la stabilità dell'economia nella teoria, con effetti diversi nella pratica. Nello specifico, un episodio a cui risulta utile fare riferimento è quanto accaduto nel dicembre del 1999, anno in cui possiamo notare un valore del deficit fiscale particolarmente elevato, causato principalmente dal tentativo dell'uscente primo ministro Menem di aumentare la spesa pubblica per finanziare manovre popolari al fine di far crescere il consenso nei propri confronti in vista delle nuove elezioni, che però finì per perdere a beneficio di Fernando de la Rúa. In questa occasione, il governo neo-eletto diede il via a una serie di tagli alla spesa pubblica, intraprendo così una politica fiscale fortemente restrittiva con il fine di sollevare la pressione sulle casse dello stato attraverso, appunto, una riduzione del deficit. Come è stato possibile osservare nella precedente analisi empirica, il deficit fiscale, in quanto sottovariabile dell'IIM, ha un'influenza negativa sulla crescita e sulla stabilità macroeconomica del paese, poiché genera incertezza circa la solvibilità dello stato nel servire il crescente debito pubblico necessario per coprire lo stesso deficit. Di conseguenza, questo taglio della spesa pubblica intrapreso da De la Rúa appariva come una buona soluzione al tipo di problema che mirava a risolvere (la riduzione del deficit), tuttavia risultava essere in contrasto con quanto stabilito dalla dottrina economica, secondo cui una riduzione della spesa e un incremento nel livello della tassazione provocano una contrazione nell'output del paese. La giustificazione dietro questa manovra era stata individuata nell'aumento della credibilità del paese e nella diminuzione del premio per il rischio, che a loro volta avrebbero provocato un circolo virtuoso alimentato da un incremento nell'afflusso di capitali, una rinnovata accumulazione di riserve e una crescita della domanda di investimenti nel settore privato, per cui le iniziali pressioni recessionistiche della contrazione della spesa sarebbero state più che compensate dalla crescita delle precedenti componenti. Tuttavia, in un contesto come quello argentino di fine secolo, dove il debito aveva iniziato a

crescere, rendendo l'accesso ai capitali sempre più complesso e oneroso, se da un lato gli effetti negativi della contrazione fiscali erano certi, i benefici previsti non si manifestarono. A questo, il governo argentino rispose attraverso ulteriori tagli fiscali, alimentando la recessione e causando una corsa agli sporetelli, fino a che il paese non risultò più in grado di far fronte alle proprie obbligazioni e dovette dichiarare default sul proprio debito pubblico.

Al contrario, viste le conseguenze dei tagli alla spesa volti a ridurre il deficit, potrebbe essere interessante esaminare cosa sarebbe potuto accadere se il governo avesse deciso di operare attraverso un ulteriore ampliamento di quest'ultimo. A tal proposito, risulta utile fare riferimento al modello di Mundell-Fleming in regime di tassi di cambio fissi, introdotto nel Capitolo 1, per analizzare questo scenario ipotetico e provare a intuirne gli eventuali effetti sull'economia. Secondo le specificazioni del suddetto modello, un aumento della spesa pubblica (o alternativamente, un taglio nell'imposizione fiscale) avrebbe provocato un iniziale spostamento della curva IS* verso destra, facendo aumentare la domanda⁸⁶ e di conseguenza il tasso di interesse⁸⁷. Un tasso di interesse superiore avrebbe, tuttavia, attirato ulteriori capitali dall'estero in cerca di rendimenti superiori, che a loro volta avrebbero spinto a rialzo il valore del Peso. Visto il tasso di cambio fisso, la Banca Centrale argentina avrebbe dovuto scambiare valuta nazionale in cambio di dollari, facendo muovere la curva LM* verso destra fino a raggiungere un nuovo equilibrio in corrispondenza di un reddito maggiore. Tuttavia, il deficit causato dal suddetto aumento della spesa, sarebbe stato necessariamente finanziato attraverso il debito pubblico, con un'influenza negativa sulle aspettative di solvibilità del paese. A questo punto, è probabile che il trend di iniziale crescita si sarebbe invertito, attraverso la fuga di capitali verso l'estero e la svalutazione del Peso, che l'autorità monetaria avrebbe dovuto difendere scambiandolo con le proprie riserve di dollari, facendole diminuire drasticamente minando alla capacità stessa di mantenere la convertibilità. Proprio grazie

⁸⁶ L'illustrazione degli spostamenti delle curve segue, in linea teorica, le dinamiche descritte dal modello di Mundell-Fleming in una piccola economia con regime di tassi di cambio fissi, e deve perciò essere interpretata come un semplice tentativo di comprendere cosa sarebbe successo qualora il governo argentino avesse messo in atto manovre differenti da quelle intraprese realmente.

⁸⁷ Secondo quanto riportato da Daseking et al. (2004), un ampliamento del deficit, attraverso l'aumento della spesa pubblica, in una situazione come quella in Argentina alla fine del secolo, avrebbe potuto, in alternativa, anche generare forti aspettative di crescita, al punto da far diminuire i tassi di interesse data la minore rischiosità percepita per il paese.

a questo tipo di episodi, è possibile evincere in maniera sempre più chiara e concreta come il concetto di stabilità macroeconomica sia difficile da inquadrare in una serie di azioni giuste o sbagliate a prescindere dal contesto.

Un altro aspetto da considerare riguarda il *currency board*, che era stato introdotto proprio per raggiungere un livello di stabilità generale nel sistema più elevato, andando ad intervenire sull'inflazione, una delle sue componenti più importanti. Oggi, possiamo riconoscere che la manovra riuscì pienamente nel suo intento di stabilizzazione, ma è anche doveroso affermare che questo tipo di regime, specialmente nei termini con cui era stato implementato in Argentina, fosse stato particolarmente difficile da sostenere a causa delle forti restrizioni poste sulla politica monetaria, sulla politica fiscale e sul sistema finanziario stesso, ancora troppo poco sviluppato ed efficiente. Dunque, ciò che forse può essere messo in discussione è il lasso di tempo, troppo lungo, per cui questa impostazione dell'economia era stata mantenuta. Dallo studio del caso argentino appare evidente l'esistenza di molteplici trade-off nella scelta delle politiche che possono essere attuate per perseguire la stabilità, proprio per via della numerose dimensioni che possono essere stabilizzate. Nello specifico, l'introduzione del *currency board*, con il *Plan de Convertibilidad*, era riuscita pienamente nella stabilizzazione della dimensione nominale, arrestando drasticamente l'inflazione e, attraverso vari canali di trasmissione, restituendo al paese la possibilità di accedere ai capitali internazionali. Tuttavia, nella modalità di attuazione, ovvero un *hard peg* con il dollaro, questa aveva imposto troppe restrizioni sulla politica monetaria, indebolendo l'intero sistema finanziario e riponendo la responsabilità di far fronte alle crisi nella politica fiscale, che per l'Argentina aveva, da sempre, costituito una grande debolezza. Sebbene la scelta di abbandonare un regime monetario che aveva prodotto risultati promettenti sarebbe stata senza dubbio impopolare da attuare, nonché affatto priva di difficoltà, la decisione di mantenere il cambio fisso non fece altro che posticiparla ad un'epoca in cui le pressioni derivanti dall'enorme ammontare di debito la resero decisamente più dolorosa per l'intera popolazione.

CONCLUSIONI

La trattazione degli avvenimenti che si sono susseguiti in Argentina durante l'ultimo decennio del XX secolo permette di trarre molteplici conclusioni riguardo il concetto di stabilità macroeconomica, nonché circa il rapporto che intercorre tra questa e la crescita di un paese.

È stato possibile osservare che, sebbene il concetto di stabilità macroeconomica costituisca un elemento a cui ogni paese deve senza ombra di dubbio tendere, ciò che veramente risulta cruciale è il tipo di politiche che vengono intraprese per raggiungere tale obiettivo. Questo riguarda gli strumenti che un paese decide di manovrare, la dimensione macroeconomica che sceglie di stabilizzare e il grado di flessibilità che vuole manetenerne. Inoltre, quanto illustrato mostra come la soluzione che la letteratura economica suggerisce in ciascuna situazione debba essere valutata tenendo conto delle peculiarità del contesto a cui si fa riferimento, cercando di individuare eventuali effetti indiretti che potrebbero scaturire dalla sua implementazione.

Nel caso specifico dell'Argentina, la stabilizzazione della dimensione nominale, attraverso l'ancoraggio del Peso al Dollaro, ha prodotto notevoli miglioramenti sul lato dell'inflazione, provocandone un forte rallentamento, ma ha privato la banca centrale della politica monetaria come strumento di intervento per l'accomodamento degli shock esogeni, come la crisi in Messico del 1994 e quella in Brasile negli anni successivi. Questo mostra come gli sforzi di un paese per il raggiungimento di una maggiore stabilità debbano essere ponderati tra le molteplici dimensioni che ne caratterizzano l'economia, al fine di non creare criticità strutturali che potrebbero rivelarsi pericolose.

L'analisi empirica effettuata, inoltre, ha evidenziato una chiara relazione negativa tra l'instabilità generale diffusa in Argentina e la crescita del PIL annuale, contribuendo in maniera costruttiva alla domanda di ricerca che in questo elaborato si è cercato di approfondire.

INDICE DELLE FIGURE

Figura 1.1: Rappresentazione delle curve IS e LM.

Figura 1.2: Derivazione della curva IS* sul piano (y,e).

Figura 1.3: Derivazione della curva LM* sul piano (y,e).

Figura 1.4: Il modello di Mundell-Fleming sul piano (y, e).

Figura 1.5: Effetti di una politica fiscale espansiva in regime di tassi di cambio fissi.

Figura 2.1: Riserve totali (oro compreso) in Dollari Statunitensi in Argentina.

Figura 2.2: Esportazioni argentine.

Figura 2.3: Importazioni argentine.

Figura 2.4: Deficit di bilancio.

Figura 2.5: Debito pubblico argentino.

Figura 2.6: Utilizzo di fondi del FMI.

Figura 3.1: Tasso di disoccupazione 1983-2005.

Figura 3.2: Indice di Instabilità Macroeconomica annuale.

BIBLIOGRAFIA

- Aizenman, Joshua. "A theory of current account and exchange rate determinations." *European Economic Review* 23.3 (1983): 261-280.
- Alston, Lee J., and Andres A. Gallo. "Evolution and revolution in the Argentine banking system under convertibility: the roles of crises and path dependence." (2000).
- Beker, Victor A. "Argentina's debt crisis." *Modern Financial Crises: Argentina, United States and Europe* (2016): 31-42.
- Boyd, John, and Bruce Champ. "Inflation, banking, and economic growth." *Economic Commentary* 5/15/2006 (2006).
- Bleaney, Michael F. "Macroeconomic stability, investment and growth in developing countries." *Journal of development economics* 48.2 (1996): 461-477.
- Braun, Miguel. "The political economy of debt in Argentina, or why history repeats itself." *World Bank Conference on Sovereign Debt and Development: Market Access Countries, Washington DC*. 2006.
- Bruno, Michael, and William Easterly. "Inflation crises and long-run growth." *Journal of Monetary economics* 41.1 (1998): 3-26.
- Calvo, Guillermo A., Alejandro Izquierdo, and Ernesto Talvi. "Sudden stops, the real exchange rate, and fiscal sustainability: Argentina's lessons." (2003).
- Catao, Luis, and Elisabetta Falcetti. "Determinants of Argentina's external trade." *Journal of applied Economics* 5.1 (2002): 19-57.
- Corbacho, Ana, Mercedes Garcia-Escribano, and Gabriela Inchauste. "Argentina: Macroeconomic crisis and household vulnerability." *Review of Development Economics* 11.1 (2007): 92-106.
- Dabós, Marcelo, and Laura Gómez Mera. "The Tequila banking crisis in Argentina." *Chapter 9* (1999): 134-161.
- Damill, Mario, Roberto Frenkel, and Roxana Maurizio. "Argentina: A decade of currency board. An analysis of growth, employment and income distribution." (2002).
- Daseking, Ms Christina, et al. *Lessons from the Crisis in Argentina*. International Monetary Fund, 2005.
- Elmendorf, Douglas W., and N. Gregory Mankiw. "Government debt." *Handbook of macroeconomics* 1 (1999): 1615-1669.
- Escudé, Guillermo J. "Public debt and real exchange rate dynamics in Argentina under Convertibility." *Versión Preliminar. Banco Central de la República Argentina. Julio* (2002).
- Fan, Liang-Shing, and Chuen-mei Fan. "The Mundell-Fleming model revisited." *The American Economist* 46.1 (2002): 42-49.
- Fanelli, Jose Maria. "Growth, instability and the convertibility crisis in Argentina." (2002).

- Feldstein, Martin. "Government deficits and aggregate demand." *Journal of monetary economics* 9.1 (1982): 1-20.
- Fischer, Stanley. "The role of macroeconomic factors in growth." *Journal of monetary economics* 32.3 (1993): 485-512.
- Fleming, J. Marcus. "Domestic Financial Policies under Fixed and under Floating Exchange Rates." *Staff Papers-International Monetary Fund* (1962): 369-380.
- Frenkel, Jacob A., and Assaf Razin. "The Mundell-Fleming model a quarter century later: a unified exposition." *Staff Papers* 34.4 (1987): 567-620.
- Galiani, Sebastián, et al. "Great Expectations and Hard Times: The Argentine Convertibility Plan [with Comments]." *Economía* 3.2 (2003): 109-160.
- Gillman, Max, and Michal Kejak. "Inflation and balanced-path growth with alternative payment mechanisms." *The Economic Journal* 115.500 (2005): 247-270.
- Hanke, Steve H. "Currency boards." *The Annals of the American Academy of Political and Social Science* 579.1 (2002): 87-105.
- Hicks, John R. "Mr. Keynes and the "classics"; a suggested interpretation." *Econometrica: journal of the Econometric Society* (1937): 147-159.
- Hornbeck, John F., and Meaghan K. Marshal. "The Argentine financial crisis: a chronology of events." Congressional Research Service [Library of Congress], 2002.
- Kehoe, Timothy J. "What can we learn from the current crisis in Argentina?." *Scottish Journal of Political Economy* 50.5 (2003): 609-633.
- Kiguel, Miguel A. "Structural reforms in Argentina: success or failure?." *Comparative Economic Studies* 44 (2002): 83-102.
- Krugman, Paul. "The myth of Asia's miracle." *Foreign affairs* (1994): 62-78.
- Le Fort Varela, Guillermo, Bastián Gallardo, and Felipe Bustamante. "Macroeconomic stability and economic growth: myths and realities." (2020).
- Libman, Emiliano, and Gabriel Palazzo. "Inflation targeting, disinflation, and debt traps in Argentina." *European Journal of Economics and Economic Policies* 17.1 (2020): 78-105.
- López, Pablo J., and Cecilia Nahón. "The growth of debt and the debt of growth: Lessons from the case of Argentina." *Journal of Law and Society* 44.1 (2017): 99-122.
- Lucas, Robert E. "Some international evidence on output-inflation tradeoffs." *The American economic review* 63.3 (1973): 326-334.
- Moro, Beniamino, and Victor A. Beker. "Modern financial crises." *Financial and Monetary Policy Studies* 42 (2016): 31-42.
- Mundell, R. A. "Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates." *The Canadian Journal of Economics and Political Science / Revue Canadienne d'Economie et de Science Politique*, vol. 29, no. 4, 1963, pp. 475-85.

Mussa, Michael. *Argentina and the Fund: From triumph to tragedy*. Peterson Institute, 2002.

O'Connell, Arturo. "The recent crisis of the argentine economy: some elements and background." *METU Conference, Ankara*. 2002.

Owyong, David T. "Productivity growth: theory and measurement." *APO Productivity Journal* (2000): 19-29.

Parra Torrado, Monica, James Parks, and Alejandro Guerson. "Export Structure and Growth: A Detailed Analysis for Argentina." *World Bank Policy Research Working Paper* 4237 (2007).

Pedraza, J.A.P. (2012). 'The role of macroeconomic instability on economic growth rate: the case of Colombia, 1950-2009.' [Online], [Retrieved May 15, 2020].

Romer, David. "Keynesian macroeconomics without the LM curve." *Journal of economic perspectives* 14.2 (2000): 149-170.

Salvia, Sebastian Pedro. "The boom and crisis of the Convertibility Plan in Argentina." *Brazilian Journal of Political Economy*, vol. 35 (2015): 325-342.

Tommasi, Mariano, et al. "Fiscal federalism in Argentina: Policies, politics, and institutional reform." *Economia* 1.2 (2001): 157-211.