

## **DIFFERENZIAZIONE GEOGRAFICA TRA RISPARMIO E INVESTIMENTO E ALLOCAZIONE INTERNAZIONALE DEL CAPITALE.**

di Sergio de Nardis (\*)

### **1. Introduzione**

*Nello scorso decennio si è verificata una crescente dissociazione "geografica" tra risparmio e investimento nell'area industriale, con ampi e persistenti squilibri delle partite correnti (tav. 1). Negli Stati Uniti, la caduta del tasso di risparmio nella prima metà del decennio (indotta dalla riduzione sia della componente privata che di quella pubblica) ha dato luogo a un disavanzo esterno che ha raggiunto il 3,4% del Pil nel 1986; in Giappone e nella Cee si sono invece avuti accumuli di attivi nelle partite correnti (pari, nel 1986, rispettivamente al 4,3% e all'1,3% del Pil); l'avanzo giapponese ha riflesso un tasso di risparmio eccezionalmente elevato e crescente; quello della Cee, una flessione del tasso d'investimento. Nella seconda metà del decennio ottanta e nei primi anni novanta, hanno preso a ridursi il passivo statunitense (-0,5% del Pil nel 1992) e l'avanzo della Cee; quest'ultimo si è trasformato in un disavanzo negli ultimi anni, a seguito, dapprima, di una certa ripresa degli investimenti e poi (nel biennio 1991-92) di una nuova flessione del risparmio. L'attivo giapponese si è invece stabilizzato intorno a valori del 2% del Pil. Nel suo insieme, l'area industriale è divenuta, nel decennio ottanta, assorbitrice netta di risparmio (il disavanzo esterno dell'area è stato pari allo 0,4% del Pil nel periodo 1980-85 e allo 0,6% nel periodo 1986-92), affiancandosi, in questa posizione, all'area in via di sviluppo (-2,5% del Pil nel periodo 1980-85 e -1,3% nel periodo 1986-91); negli ultimi anni, i rapidi cambiamenti nell'Europa centrale e nell'ex Unione Sovietica hanno comportato una domanda addizionale di capitali da parte di quest'area (con riferimento ai soli paesi dell'Europa centrale, lo squilibrio è stato in media nel triennio 1990-92 dell'1,4%, del Pil).*

*Questi sviluppi pongono evidentemente il problema della funzionalità dei mercati dei capitali nella loro attività di intermediazione, diversificazione e, soprattutto, allocazione internazionale delle risorse. Un'allocazione inefficiente dei capitali può infatti dare luogo a fenomeni di scarsità di risparmio e, più in generale, rendere inefficaci, rispetto all'obiettivo di accrescimento della disponibilità complessiva di capitali, politiche di aumento della formazione di risparmio nei paesi industriali (1).*

### **2. Recenti sviluppi dell'integrazione nel mercato dei capitali**

*Negli anni settanta e ottanta si è avuta una progressiva riduzione delle barriere ai movimenti internazionali di capitale che operavano sotto il regime di Bretton Woods. La liberalizzazione è stata avviata nel 1973 da Stati Uniti, Canada, Germania, Svizzera e Olanda; negli anni settanta, l'espansione del mercato internazionale dei capitali ha ricevuto notevole impulso con il riciclaggio dei surplus dei paesi "petroliferi" e lo sviluppo degli euromercati; alla fine del decennio, Regno Unito e Giappone hanno completamente rimosso le loro barriere valutarie. Nel decennio ottanta il processo d'integrazione finanziaria ha riguardato soprattutto il continente europeo, con il completamento del mercato unico e il progetto di unione monetaria. Una maggiore apertura finanziaria è stata registrata anche nei paesi di nuova industrializzazione dell'estremo oriente; i paesi in via di sviluppo hanno invece visto, dopo la crisi del debito del 1982, drasticamente ridotto l'accesso al mercato dei capitali.*

(\*) Centro Studi Confindustria.

Questi sviluppi si sono tradotti in forti aumenti dei flussi di capitale, con riflessi rilevanti anche sugli stock. Nella tavola 2 sono riportate alcune misure del grado d'internazionalizzazione dello stock di capitale dei paesi industriali. Da essa risulta che il processo d'internazionalizzazione ha riguardato soprattutto gli investimenti di portafoglio: in termini di attività e passività estere complessive, è fortemente cresciuta l'internazionalizzazione nel Regno Unito (circa 39% sia dal lato delle attività che delle passività nel 1990), in Olanda (circa 30%), Giappone (31% per le attività e 25% per le passività) e Francia (24% e 28% rispettivamente); leggermente inferiore, ma pur sempre elevata se confrontata con la situazione che caratterizzava questi paesi nel 1980, risulta l'apertura internazionale di Stati Uniti, Germania, Italia e Spagna (tra il 10 e il 20%) (2).

Informazioni alquanto diverse si ricavano invece se si guarda l'internazionalizzazione dal lato degli investimenti diretti; quest'ultimi, nonostante aumenti sensibili registrati negli ultimi anni, continuano a rappresentare in termini di consistenza una frazione modesta degli stock di capitale nazionali. In Europa, l'economia maggiormente internazionalizzata, in termini di investimenti diretti dall'estero, è l'Olanda (7,8% dello stock di capitale), seguita da Belgio-Lussemburgo (6%), Regno Unito (5%), Spagna (4,7%) e Francia (4,4%); gradi d'apertura nettamente più bassi presentano Italia (2,6%) e Germania (0,9%). Fuori dall'Europa, l'internazionalizzazione è pressoché nulla in Giappone (0,2%) e modesta negli Stati Uniti (3,4%).

Inoltre, allargando la prospettiva storica si vede che la crescita dell'apertura finanziaria dell'ultimo periodo ha costituito solo una ripresa parziale dopo circa sessant'anni (dalla prima guerra mondiale alla fine di Bretton Woods) di forte chiusura. E' noto che l'epoca "d'oro" della mobilità dei fattori è stata il gold standard (1870-1914), quando le risorse affluivano in grande quantità dai paesi sviluppati europei a quelli in via di sviluppo. In tale periodo, i flussi di risorse verso i paesi dotati di abbondanti risorse naturali, ma scarsamente popolati (Nordamerica, Argentina e Australia) erano costituiti sia da capitale che da lavoro; i due flussi si sostenevano a vicenda per la disponibilità dei paesi europei ad affidare capitali (sotto forma di prestiti) a una forza-lavoro qualificata, che portava con sé nel nuovo mondo lo spirito imprenditoriale europeo; verso le regioni più densamente popolate (India e paesi del sud-est asiatico), i movimenti consistevano invece in investimenti diretti nei settori connessi allo sfruttamento delle risorse naturali (Nurske, 1954).

Nella tavola 3 si confrontano per alcune economie i saldi delle partite correnti (che misurano i flussi netti di capitale) del periodo 1870-1914 con quelli dei decenni 1960-69, 1970-79 e 1980-91. Si vede che nel gold standard, ben sette dei dieci paesi di cui si dispone di dati hanno registrato in media flussi netti superiori al 2,5% del Pil; nei periodi (più brevi) 1970-79 e 1980-91 solo quattro dei diciannove paesi considerati hanno avuto un saldo medio delle partite correnti superiore a tale valore.

In questo confronto è opportuno sottolineare la distinzione tra flussi lordi e netti di capitale. E' chiaro che i flussi lordi sono oggi molto più ampi che nel periodo antecedente la prima guerra mondiale. La riduzione dei costi di transazione (portata dall'avanzamento tecnologico) e l'esistenza di economie esterne di scala incoraggia, in un mondo di attività finanziarie differenziate (per grado di rischio, di liquidità, scadenza, ecc.), scambi di attività del tipo two-way (Grilli 1989). Ciò avviene per gli stessi motivi che, nel commercio di beni, danno luogo a scambi di tipo intra-industriale (bassi costi di transazione, economie di scala e prodotti differenziati, cfr. Golub 1990). Tuttavia, i flussi lordi, proprio perché implicano lo scambio di attività contro altre attività, non producono di per sé spostamenti internazionali di risparmio. I flussi netti (misurati dai saldi delle bilance correnti) costituiscono invece il corrispettivo finanziario di trasferimenti reali di risorse (commercio intertemporale di beni e servizi "oggi" contro beni e servizi "domani") e insorgono solo quando risparmio e investimento sono squilibrati; i flussi netti sono quindi quelli da considerare nell'esame dell'allocazione del risparmio tra paesi.

### 3. Fattori di localizzazione del capitale in assenza di imperfezioni di mercato

*Secondo la teoria tradizionale del commercio internazionale lo scambio di merci dovrebbe condurre al pareggiamento delle remunerazioni dei fattori produttivi; se ciò non avviene per impedimenti naturali o artificiali al commercio internazionale, la mobilità dei fattori, quando non è ostacolata da imperfezioni di mercato, dovrebbe condurre allo stesso risultato. Ciò significa che il capitale dovrebbe spostarsi dai paesi ricchi (dove è relativamente abbondante e, quindi, meno produttivo e a più bassa remunerazione) ai paesi poveri (dove è invece scarso e, quindi, altamente produttivo e a più alta remunerazione), mentre il lavoro dovrebbe muoversi in senso inverso; gli incentivi a questi spostamenti verrebbero meno solo quando i rendimenti dei fattori nei diversi paesi fossero completamente uguali. Nella realtà storica si sono naturalmente osservati investimenti anche ingenti dei paesi ricchi in quelli poveri (per esempio, nel periodo del gold standard), ma non nella misura che era prevedibile sulla base della teoria tradizionale.*

*L'approccio tradizionale alla mobilità dei fattori dipende in effetti da due condizioni essenziali: a) livelli di efficienza produttiva non troppo diversi tra le economie; b) economie di scala trascurabili. Né l'una né l'altra di queste condizioni si incontrano nella realtà.*

*In presenza di ampi divari d'efficienza produttiva, gli incentivi al commercio internazionale e alla mobilità dei fattori possono dipendere dalle differenze tecnologiche piuttosto che dalle differenze nelle dotazioni dei fattori. In questo caso il commercio internazionale non conduce al pareggiamento del rendimento dei fattori, mentre la mobilità dei capitali può, in linea di principio, realizzarsi anche nella direzione opposta a quella prevista dalla teoria tradizionale: il rendimento del capitale più elevato osservabile nelle regioni povere sarebbe più che compensato dalla bassa produttività che caratterizza queste regioni e ciò potrebbe condurre a spostamenti di capitale dai paesi poveri a quelli ricchi (capital flight).*

*Lucas (1990) enfatizza il ruolo del capitale umano nello spiegare le produttività "effettive" dei fattori. I paesi ricchi detengono, in generale, un capitale umano di qualità più elevata dei paesi poveri. Se si correggono le produttività "osservate" tenendo conto di queste differenze, si vede che i differenziali tra le produttività dei fattori tendono a ridursi sensibilmente. Se poi si tiene conto anche degli effetti esterni che il capitale umano ha sull'efficienza di tutti i fattori con cui si combina nei processi produttivi, le differenze osservate tra i livelli di produttività potrebbero perfino scomparire.*

*Anche la presenza di economie di scala sia interne che esterne all'impresa va contro le previsioni della teoria tradizionale. Le economie di scala favoriscono infatti fenomeni di agglomerazione industriale: le imprese tendono a raggrupparsi geograficamente per essere vicine al centro del mercato, accedere più facilmente agli input produttivi specializzati che vengono offerti da altre imprese simili e beneficiare del lavoro qualificato, delle infrastrutture e della ricaduta delle conoscenze che si sviluppano nelle aree ad alta concentrazione industriale (Wheeler e Mody 1992). I vantaggi della vicinanza al mercato e dell'agglomerazione possono più che compensare gli svantaggi connessi agli elevati costi dei fattori e alle diseconomie da congestione (3). Poiché i paesi poveri sono, in generale, anche paesi periferici, mentre i paesi ricchi sono al centro del mercato mondiale, la tendenza del capitale sarà, in questo contesto, quella di spostarsi verso le aree ricche già dotate di capitale. Inoltre, questi processi sono cumulativi (il mercato si amplia dove avviene la concentrazione che a sua volta comporta lo sviluppo di conoscenze, infrastrutture e input specializzati che attirano altre imprese), sicché la divaricazione tra centro e periferia tende a perpetuarsi (Krugman 1991).*

*Anche in questo caso esistono comunque importanti limiti ed eccezioni (The Economist 1993 e EEC 1993). In particolare, le nuove tecnologie hanno ridotto in molte produzioni la scala minima d'efficienza produttiva, diminuendo la necessità di grosse concentrazioni (l'acciaio,*

*i prodotti dell'elettronica e della biotecnologia sono degli esempi). Inoltre, le nuove tecniche industriali che mettono in primo piano tra i fattori di successo l'affidabilità e puntualità delle consegne (gestione del magazzino, just-in-time, metodi di produzione flessibili), la "personalizzazione" del prodotto e le funzioni di marketing, conducono rivalutare, tra i motivi di localizzazione, la "prossimità" dell'impresa ai clienti e ai diversi mercati di sbocco. E' da sottolineare che questi fattori riguardano soprattutto i fenomeni di concentrazione all'interno delle aree industriali (favorendo in queste zone una maggiore diffusione regionale della presenza industriale), ma non sono certamente tali da poter incoraggiare una maggiore mobilità dei capitali verso le aree più povere.*

### **3. Imperfezioni di mercato e misure della mobilità dei capitali**

#### **3.1 Le misure basate sul test di Feldstein-Horioka: integrazione del mercato dei beni e rischio politico**

*Feldstein e Horioka (1980) hanno proposto di misurare la mobilità internazionale dei capitali (movimenti sia di portafoglio che di capitale fisico) attraverso la correlazione tra risparmio e investimento nazionali. L'idea di base è che se il capitale può spostarsi liberamente verso gli impieghi più remunerativi, la diminuzione del risparmio in un paese non riduce necessariamente l'investimento nazionale: quest'ultimo può essere finanziato attraverso capitali esteri. Un'elevata mobilità dei capitali dovrebbe, quindi, comportare un legame molto debole tra investimento e risparmio nazionali.*

*Un primo modo di verificare la proposizione di Feldstein-Horioka è attraverso una semplice analisi grafica. Nelle figure 1 e 2 è riportato per tre diversi periodi (1960-69, 1970-79 e 1980-91) lo scatter dei punti corrispondenti alla media del saldo delle partite correnti e del risparmio (entrambi in rapporto al Pil) rispettivamente di 21 paesi Ocse e di 16 paesi europei. Se i capitali potessero trasferirsi, in un mercato altamente integrato, dai paesi ad elevato risparmio a quelli a basso risparmio, ci si dovrebbe attendere una certa corrispondenza tra la distribuzione geografica dei tassi di risparmio e quella dei saldi delle partite correnti: i punti dovrebbero distribuirsi intorno a una linea inclinata a 45 gradi (al crescere del risparmio dovrebbe aumentare il saldo esterno). Dalle figure si vede che questo non è certamente vero per l'insieme dei paesi Ocse nei periodi 1960-69 e 1970-79; solo nel periodo 1980-91 si comincia a vedere una certa corrispondenza tra risparmio e saldo delle partite correnti. Una conclusione analoga si raggiunge per i paesi europei per quanto riguarda i primi due decenni considerati; nel periodo 1980-91, invece, diviene più evidente una maggiore corrispondenza tra le due variabili.*

*Queste osservazioni vengono confermate dall'analisi della relazione tra investimento e risparmio nazionali. Nelle tavole 4 e 5 sono riportati i risultati delle stime (alla Feldstein-Horioka) ottenute regredendo l'investimento (in rapporto al Pil) sul risparmio (in rapporto al Pil) per i due gruppi di paesi (Ocse ed Europa) nei tre periodi considerati e per i singoli anni. Le stime per i paesi Ocse condotte su medie di periodo evidenziano un coefficiente di regressione molto alto nei decenni sessanta e settanta (circa 0,90); il coefficiente diminuisce nel periodo 1980-91, rimanendo però su valori pur sempre elevati (0,67). Le stime condotte su dati annuali confermano sostanzialmente queste valutazioni; inoltre da esse si vede che la riduzione del coefficiente di regressione nel periodo 1980-91 è principalmente da imputare alla prima metà del decennio: negli ultimi anni (1988-91) il coefficiente "annuale" si colloca sistematicamente al di sopra di quello ottenuto con le medie di periodo.*

*Per quanto riguarda i paesi europei, emerge una correlazione più bassa tra risparmio e investimento nazionali rispetto all'insieme dei paesi industriali. Questa correlazione è comun-*

que ancora molto elevata nei decenni sessanta e settanta (il coefficiente di regressione è pari nei due periodi rispettivamente a 0,82 e 0,86); essa diminuisce nel periodo 1980-91 (0,62). Anche in questo caso, le stime annuali evidenziano un aumento del coefficiente di regressione negli anni più recenti (1987-91).

In definitiva, questo test indicherebbe per i paesi industriali una bassa mobilità internazionale del capitale; la mobilità sarebbe comunque cresciuta (leggermente) nell'ultimo decennio; questo aumento è risultato più sensibile per i paesi europei (4).

Le conclusioni che si ottengono con questo tipo di stime si prestano a critiche. Diversi fattori potrebbero infatti condurre a un'elevata correlazione tra investimenti e risparmio, pur in presenza di perfetta mobilità dei capitali: crescita demografica e miglioramenti nella produttività possono, ad esempio, influire positivamente su risparmio e investimento dando luogo a una correlazione che in realtà riflette risposte simili delle due variabili a shock comuni. Tuttavia, è stato mostrato che stime condotte con variabili strumentali (per escludere queste influenze "spurie") non modificano sostanzialmente le conclusioni (Feldstein e Horioka 1980).

Un ulteriore fattore che potrebbe influire sulla correlazione tra risparmio e investimento è l'azione di politica economica (in funzione, ad esempio, di un obiettivo di bilancia dei pagamenti). Anche in questo caso però le evidenze non sono univoche. I lavori empirici hanno mostrato che reazioni di politica monetaria sono riscontrabili quasi esclusivamente nell'area europea e, per di più, solo nel più recente periodo, quando l'obiettivo del mantenimento di cambi stabili, in un quadro di minori controlli valutari, avrebbe spinto le autorità monetarie di questi paesi a dedicare maggiore attenzione alla posizione estera delle economie (cfr. Bhandari-Mayer 1990, Koskela-Viren 1992 e, per quanto riguarda l'Italia, Basevi e altri 1992). Questo comportamento potrebbe, quindi, spiegare l'aumento del grado di correlazione tra investimento e risparmio che si è registrato nei paesi europei nella seconda metà del decennio ottanta (nel periodo, cioè, di più forte integrazione finanziaria dell'area).

Sembrerebbe, in definitiva, che l'evidenza prodotta dai test alla Feldstein-Horioka possa in effetti essere interpretata (sia pure con le cautele sopra evidenziate) in termini di imperfetta integrazione del mercato dei capitali. Un'integrazione che risulterebbe notevolmente inferiore rispetto a quella del benchmark storico costituito dal periodo 1870-1914 (5). Principalmente due sembrerebbero i motivi dell'incompleta integrazione dell'epoca attuale: a) i mercati dei beni sono imperfettamente integrati; b) esistono ineliminabili fattori di rischio politico.

Per quanto riguarda il primo punto si può osservare che una perfetta mobilità del capitale (bassa correlazione tra risparmio e investimento) dovrebbe accompagnarsi a una tendenziale uguaglianza tra i tassi d'interesse reali dei vari paesi (gli spostamenti del capitale assicurerebbero tale uguaglianza). Tuttavia, questa condizione si potrebbe realizzare solo se nel mondo si scambiassero un singolo bene omogeneo. Nelle moderne economie industriali, invece, i mercati dei beni non sono perfettamente integrati per la compresenza di beni traded non omogenei (o differenziati) e di beni nontraded nei panieri di consumo nazionali: ciò comporta, indipendentemente dalla presenza di barriere, un allentamento dei legami nei mercati dei capitali (Krugman 1989a). Quanto più è elevata la quota di nontradeables e di beni differenziati, tanto più variazioni del risparmio nazionale si traducono in scostamenti del tasso reale interno da quello mondiale (a seguito di scostamenti del tasso d'inflazione interno da quello mondiale), piuttosto che in mutamenti nella posizione estera netta del paese. Al limite, se un paese producesse e consumasse solo nontradeables, avrebbe per definizione un saldo esterno nullo e ogni variazione del risparmio si tradurrebbe in una pari variazione dell'investimento nazionale (correlazione perfetta tra risparmio e investimento).

Nell'epoca attuale i servizi (ancora in gran parte nontradeables) hanno un peso molto elevato nelle economie industriali; inoltre, lo scambio di tradeables tra questi paesi riguarda in misura crescente beni differenziati (per i quali non vale la legge del prezzo unico). Ciò finisce col

*rendere il mercato dei beni degli anni ottanta meno integrato che all'epoca del gold standard (quando il peso dei servizi e il grado di differenziazione dei prodotti erano inferiori). L'integrazione del mercato dei capitali risulterebbe quindi attualmente "meno efficace" che in quel periodo (Krugman 1989b).*

*Il secondo motivo che rende fundamentalmente diverso il periodo attuale dalla fase di grande mobilità dei capitali del 1870-1914 è il mutato clima politico; questo cambiamento ha introdotto un'importante imperfezione di mercato (rischio politico) che ha ridotto la mobilità internazionale dei capitali (Krugman 1989b e Lucas 1990). Per comprendere come opera questa imperfezione di mercato basta osservare che perchè si realizzi un contratto di prestito tra due paesi occorre che esista un meccanismo (esplicito o implicito) che spinga il paese debitore a rispettare gli obblighi sottoscritti (restituzione del prestito più gli interessi). Se un simile meccanismo non è operante, allora il paese debitore ha un incentivo a non restituire le somme dovute, mentre il paese prestatore, in previsione di questo comportamento, tenderà a non spostare fondi all'estero.*

*Nel periodo antecedente la prima guerra mondiale, il rischio politico era ridotto in quanto i diritti di proprietà erano considerati inviolabili (e sostenuti anche con l'uso della forza militare). Nel periodo attuale, il ripudio del debito è molto più probabile: il rischio di azioni di interventi statali che violino i contratti di prestito limita la mobilità dei capitali. Questa imperfezione di mercato contribuisce a spiegare l'interruzione dei flussi di capitale verso i paesi in via di sviluppo negli anni ottanta; essa, però, può intervenire anche per frenare i flussi tra i paesi industriali, qualora questi registrassero andamenti insostenibili del debito estero.*

### *3.2 Le misure basate sui differenziali d'interesse: rischio paese, rischio di cambio e deviazioni dalla P.P.A.*

*Come si concilia l'evidenza d'imperfetta integrazione nel mercato dei capitali con l'accresciuta mobilità dei flussi finanziari e lo smantellamento delle barriere valutarie degli anni ottanta? In effetti, questi fenomeni hanno influito sulla mobilità "complessiva" dei capitali, abbassando il grado di correlazione tra investimento e risparmio (in misura più accentuata per i paesi europei). La più forte integrazione finanziaria tra i maggiori paesi industriali implicherebbe che almeno in questo segmento di mercato non vi fosse correlazione tra risparmio e investimento. Non è naturalmente possibile avere una misura diretta di ciò; si può però verificare se l'accresciuta integrazione finanziaria comporti anche la condizione di uguaglianza tra tassi d'interesse reali che dovrebbe, come visto, accompagnare l'assenza di correlazione tra risparmio e investimenti nazionali.*

*A questo fine ci si avvale del metodo proposto da Frankel (1989) che consente di analizzare il differenziale d'interessi reale scomposto in tre componenti: a) il differenziale d'interessi nominale coperto che misura il premio al rischio-paese (derivante dalle differenti giurisdizioni politiche in cui sono emesse le attività finanziarie); b) lo scostamento tra premio a termine e variazione attesa del cambio che riflette la variabilità del cambio nominale e costituisce il premio al rischio di cambio; c) il deprezzamento/apprezzamento reale atteso che rappresenta la deviazione dalla parità relativa (ex-ante) dei poteri d'acquisto (P.P.A.), derivante dalla imperfetta integrazione del mercato dei beni. Rischio di cambio e apprezzamento reale atteso costituiscono insieme il rischio-moneta (conseguente al fatto che le attività sono denominate in moneta diversa).*

*Questa scomposizione è stata applicata ai differenziali dei tassi d'interesse reale a tre mesi nei periodi 1980-85 e 1986-91 di cinque paesi industriali rispetto al dollaro (tav. 6) e di tre paesi europei rispetto al marco (tav. 7) (6).*

*Con riferimento al differenziale col dollaro (tav. 6), questa scomposizione mostra che il premio al rischio-paese si è virtualmente azzerato negli anni ottanta per Giappone, Germania e Regno Unito; in Francia e Italia, il premio al rischio-paese era elevato e negativo nel periodo*

1980-85 (barriere all'uscita di capitali) e si è ridotto nella seconda metà del decennio, dopo le misure di liberalizzazione valutaria. In tutti i casi si osserva una forte variabilità nei cambi nominali e reali che segmenta i mercati finanziari; per Giappone e Germania, il premio al rischio di cambio e le deviazioni dalla parità relativa dei poteri d'acquisto si riducono nel periodo 1986-91; ciò ha contribuito a ridurre il differenziale d'interesse reale di questi paesi rispetto agli Stati Uniti (un aspetto che potrebbe essere collegato agli effetti di stabilizzazione del coordinamento delle politiche economiche tra le maggiori economie).

In generale è da sottolineare che, se anche si verificasse un rischio di cambio nullo, la violazione della parità (*ex-ante*) dei poteri d'acquisto (dovuta alla non perfetta integrazione del mercato dei beni) condurrebbe, anche in questo segmento del mercato dei capitali, a violare la parità dei tassi d'interesse reali.

Per i paesi europei (tav. 7) il differenziale reale d'interessi è stato scomposto solo in due elementi: rischio-paese e rischio-moneta. Da questa scomposizione emerge che, proprio nel periodo di accelerazione dell'integrazione finanziaria (1986-91), i differenziali reali si sono allargati (anche se la loro variabilità è diminuita). Ciò può spiegarsi col fatto che nella prima metà degli anni ottanta il rischio-moneta veniva "compensato", per Francia e Italia, con le barriere all'uscita dei capitali (riflesse nel differenziale coperto dei tassi negativo), sicché questi paesi potevano mantenere tassi reali d'interesse sufficientemente vicini a quelli della Germania. Nel periodo 1986-91 scompare il rischio-paese (virtuale azzeramento del differenziale nominale coperto d'interessi), mentre il rischio moneta persiste. L'allargamento dei differenziali reali di questi paesi rispetto alla Germania sembra riflettere, quindi, la segmentazione dei mercati derivante dalla variabilità dei cambi, nominali e reali, in assenza di controlli valutari.

#### **4. I Paesi in via di sviluppo.**

Imperfezioni di mercato e rischio politico sono i fattori che sembrano meglio spiegare il funzionamento del mercato dei capitali nei confronti dei paesi in via di sviluppo negli ultimi due decenni. Un mercato efficiente dovrebbe operare in modo graduale: dapprima allargando i differenziali d'interesse nei confronti dei debitori la cui creditworthiness è deteriorata e poi, se il segnale d'avvertimento non è raccolto, attraverso l'esclusione dal mercato. Gli anni a cavallo della crisi del debito del 1982 hanno invece evidenziato un mercato che ha operato in modo brusco e discontinuo.

Nel decennio settanta e all'inizio del decennio ottanta, le banche commerciali occidentali ricevevano depositi dai paesi petroliferi in attivo e prestavano massicciamente ai paesi in via di sviluppo, ottenendo rendimenti reali superiori a quelli (negativi) conseguibili nell'area industriale. I paesi in via di sviluppo, a fronte della notevole disponibilità di credito, non hanno "aggiustato" le economie dopo gli shock petroliferi, ma hanno anzi finanziato ambiziosi programmi di spesa e di investimento in gran parte realizzati nel settore pubblico o in segmenti protetti e non competitivi del settore privato.

Questa situazione ha portato a una cattiva valutazione del rischio. I prestatori ritenevano che i paesi maggiormente indebitati sarebbero stati comunque salvati dalle grandi economie industriali con cui mantenevano legami politici ed economici. Inoltre, l'esistenza di garanzie ufficiali (l'assicurazione sui depositi bancari) e la percezione che le banche commerciali esposte fossero "troppo grandi per fallire" hanno interposto un velo tra il rischio percepito dai depositanti e il rischio effettivo assunto dalle istituzioni finanziarie.

Infine, molti prestatori ritenevano di detenere un portafoglio-prestiti diversificato, essendo esposti verso paesi diversi per posizione geografica, grado di sviluppo e specializzazione produttiva. Il manifestarsi di shock "sistemici" (come la caduta delle ragioni di

scambio, l'innalzamento dei tassi reali d'interesse e la recessione dell'area industriale) ha invece implicato il deterioramento simultaneo della situazione economica di tutte le economie in via di sviluppo. I portafogli si sono rivelati non sufficientemente diversificati e ciò ha condotto a una rapida e generalizzata contrazione del credito.

Gli anni ottanta hanno inoltre mostrato che l'affidabilità di credito ha un ruolo fondamentale nel regolare le condizioni di costo e l'accesso al mercato dei capitali. Il recupero di creditworthiness si è rivelato un processo lento e difficile, su cui hanno agito negativamente anche "effetti contagio" che hanno accomunato nel razionamento del credito economie che si trovano in condizioni diverse. D'altro canto, recupero di affidabilità e (conseguente) accesso al mercato sono condizioni necessarie per ri-orientare un flusso ordinato di risorse verso i paesi in via di sviluppo: politiche di aumento del risparmio nei paesi industriali non hanno effetti rilevanti sulle economie arretrate se quest'ultime rimangono fuori del mercato dei capitali.

Negli anni della crisi del debito, il finanziamento estero ai paesi in via di sviluppo si è praticamente ridotto ai canali ufficiali, che hanno però potuto coprire solo una piccola parte del gap di finanziamento provocato dal brusco ritiro dei prestiti privati. Tra il 1982 e il 1987, la quota dei capitali privati sul totale dei finanziamenti è scesa dal 50% al 36%, mentre quella dei flussi ufficiali è aumentata dal 38% al 66%. Negli ultimi anni (1990-92) si è assistito a una forte ripresa degli investimenti privati (sia di portafoglio che diretti) verso quest'area; i flussi di finanziamento si sono però diretti prevalentemente verso un ristretto gruppo di economie (situate principalmente in America Latina e nell'estremo oriente) (7); nei confronti dei paesi meno avanzati (è il caso, per esempio, dell'Africa sub-sahariana) i flussi privati hanno continuato a costituire una quota trascurabile del finanziamento totale.

I flussi ufficiali hanno potuto quindi svolgere nel finanziamento delle economie solo un ruolo complementare, ma non sostitutivo del canale privato. Tuttavia, anche se piccoli rispetto alle necessità finanziarie dei debitori, i trasferimenti ufficiali hanno svolto un'importante funzione indiretta nella gestione della crisi del debito. Essi hanno costituito un punto di riferimento per le banche commerciali: la concessione di un prestito da parte del Fondo Monetario Internazionale implica l'accettazione di un programma di risanamento interno; questo è un segnale per le banche commerciali che il paese si impegna a intraprendere misure che dovrebbero consentire la ripresa del normale pagamento del servizio del debito. Accanto a ciò, il Fondo Monetario Internazionale ha svolto un'azione di coordinamento del prestito bancario, attraverso la pratica, inaugurata nel caso del Messico, dei "prestiti forzati": il Fondo "scambia" l'approvazione di un prestito (e l'annesso programma di stabilizzazione) nei confronti di un'economia con l'impegno da parte delle banche commerciali esposte non solo a rinnovare il prestito, ma a fornire fondi addizionali.

## 5. Conclusioni

Negli ultimi anni si è avuto uno smantellamento delle barriere valutarie nell'area industriale. La maggiore integrazione finanziaria ha però riguardato principalmente gli investimenti di portafoglio; gli investimenti diretti, che pure hanno registrato una sensibile accelerazione nello scorso decennio, costituiscono ancora una quota modesta degli stock di capitale nazionali. Inoltre, se si confronta l'epoca attuale con il gold standard, si vede che, nonostante l'enorme avanzamento tecnologico e lo sviluppo delle innovazioni finanziarie, il grado d'integrazione del mercato dei capitali è (presumibilmente) inferiore oggi di allora.

I mercati dei capitali considerati nel loro complesso (impieghi a breve, a lungo termine,



azioni, capitale fisico) sembrano non perfettamente integrati principalmente per due motivi. In primo luogo, una quota importante del reddito di ogni paese viene spesa in beni e servizi di produzione nazionale (nontradeables); i mercati dei beni non sono, quindi, completamente integrati e ciò comporta che variazioni del risparmio nazionale si traducano, in parte, in corrispondenti variazioni degli investimenti, anziché in modifiche del saldo delle partite correnti. In secondo luogo, sussiste il rischio politico: non c'è garanzia che un governo si astenga dall'intervenire (limitando la mobilità dei capitali e intaccando i diritti acquisiti dei prestatori e proprietari stranieri), qualora il debito estero assuma dinamiche insostenibili; questa situazione si è verificata nel caso dei paesi in via di sviluppo in occasione della crisi del debito; non può escludersi che si verifichi anche nel caso di paesi industriali se si determinassero le stesse condizioni.

La riduzione delle barriere negli ultimi due decenni ha consentito una più forte integrazione dei mercati valutari, che costituiscono un importante segmento del mercato dei capitali. La liberalizzazione valutaria ha condotto alla riduzione del rischio-paese nell'area industriale; permangono però anche in questo mercato delle segmentazioni dovute alla variabilità dei cambi nominali e reali.

L'accresciuta integrazione ha inoltre riguardato quasi esclusivamente l'area industriale, ricca di capitale. Nei confronti dei paesi in via di sviluppo, il mercato ha invece operato, contrariamente a quanto previsto dalla teoria tradizionale del commercio internazionale, in modo insufficiente e discontinuo. Differenze tecnologiche e di capitale umano (che nei paesi poveri è di "qualità" inferiore rispetto ai paesi ricchi) e le tendenze alla concentrazione industriale (le imprese tendono a localizzarsi dove ci sono già altre imprese) contribuiscono a spiegare l'insufficiente afflusso di fondi verso le aree arretrate. Fattori di rischio politico (evidenziatisi con la crisi del debito) hanno inoltre drasticamente ridotto l'accesso di molte economie in via di sviluppo al mercato dei capitali.

L'America Latina, grazie ai cambiamenti economici di alcuni paesi (riduzione del debito, disinflazione, liberalizzazioni commerciali e privatizzazioni), è tornata nell'ultimo periodo ad attrarre ingenti capitali dall'estero (affiancandosi, nella posizione di polo d'attrazione degli investimenti, ai paesi dell'estremo oriente); molti paesi arretrati continuano, però, a non essere interessati dai flussi internazionali di capitale privato. Il ripristino di condizioni adeguate d'accesso al mercato è un fattore essenziale perché politiche di riduzione degli squilibri di finanza pubblica nell'area industriale si traducano effettivamente in una maggiore disponibilità di fondi anche per le zone più arretrate dell'area in via di sviluppo.

L'esperienza nel finanziamento dei paesi in via di sviluppo può essere utile per trarre qualche indicazione per le esigenze di finanziamento dei paesi dell'Est europeo e l'ex Unione Sovietica. Nei confronti di quest'area si è avuto finora soprattutto un flusso di capitali ufficiali, mentre il canale privato ha contribuito molto poco al finanziamento dell'area (nel biennio 1992-93, si stima per una quota non superiore all'11-13% dei finanziamenti totali) (8).

Un più consistente flusso di capitali privati evidentemente non può realizzarsi da solo, data la situazione d'incertezza economica, giuridica e istituzionale di questi paesi. I finanziamenti ufficiali potrebbero svolgere un ruolo positivo in questo senso se fossero indirizzati alla stabilizzazione del quadro macroeconomico, al completamento delle riforme economiche e alla liberalizzazione dei mercati. Inoltre, finanziamenti legati a specifici progetti d'investimento sarebbero da preferire a finanziamenti "generici", con capitale di debito (vale a dire proprio il tipo di finanziamento che finora è prevalso). Il ricorso a capitale di rischio (sotto forma di investimenti diretti, partecipazioni produttive, joint ventures) comporta il coinvolgimento degli investitori stranieri nella realizzazione (e nella riuscita) dei progetti. Questo coinvolgimento è necessario affinché i capitali siano impiegati in modo produttivo e si

evitino quegli eccessi di general financing che, nel caso dei paesi in via di sviluppo, hanno contribuito a portare alla crisi del debito.

- (1) È da sottolineare che la somma degli squilibri delle partite correnti a livello mondiale non è nulla, ma è pari a un valore negativo. Tale discrepanza riflette errori nelle registrazioni dell'interscambio di servizi e trasferimenti unilaterali. La principale fonte di errore si trova nei redditi da capitale, il cui saldo "mondiale" negativo è più che decuplicato nell'ultimo decennio. L'esistenza di una discrepanza negativa nella bilancia "mondiale" delle partite correnti implica o una sottostima del risparmio o una sovrastima degli investimenti. Anche se il reale ammontare dei flussi internazionali di risparmio è sconosciuto, le tendenze dei saldi delle principali aree dovrebbero essere effettivamente quelle mostrate dalle statistiche ufficiali: aggiustamenti delle bilance effettuati dal Fondo Monetario Internazionale per tenere conto della discrepanza confermano sostanzialmente l'evidenza delle statistiche internazionali ufficiali (IMF, 1987). Per una recente rassegna sui problemi dell'adeguatezza del risparmio mondiale, cfr. de Nardis e Micossi (1993).
- (2) Il dato molto elevato relativo al Belgio-Lussemburgo (135% circa) è da imputare principalmente al Lussemburgo che rappresenta una piazza finanziaria importante, ma il cui *stock* di capitale è esiguo.
- (3) Allo stesso risultato si giunge se le imprese impiegano un'elevata quota di beni intermedi differenziati e che non sono oggetto di commercio internazionale; in questo caso, se l'efficienza produttiva delle imprese aumenta al crescere del ventaglio di *input* differenziati a cui può attingere, vi sarà una tendenza alla concentrazione dell'intera industria (comprendente sia le imprese che producono i beni intermedi sia le imprese che li utilizzano) in un'unica localizzazione (Eichengreen 1990).
- (4) Queste conclusioni sono in linea con quelle raggiunte da diversi autori; tra gli altri, cfr. Feldstein e Bacchetta (1989), Bayomi (1990), Golub (1990), Koskela e Viren (1992). Dooley, Frankel e Mathieson (1987) hanno mostrato che se accanto ai paesi industriali si considerano anche i paesi in via di sviluppo, il coefficiente di regressione si riduce.
- (5) L'indisponibilità di dati non consente confronti attendibili col grado di correlazione tra investimento e risparmio dell'epoca del *gold standard*. Bayomi (1990), limitatamente a otto economie e per il periodo 1880-1914, stima un coefficiente di regressione molto basso (0,29) e non significativo.
- (6) Date le difficoltà di trattare i termini con aspettativa contenuti nella scomposizione, l'esercizio è solo indicativo del modo in cui sono mutate nel tempo le differenti componenti del differenziale reale. Come è noto, tale differenziale è dato da

$$r-r^* = (i-\Delta p^e) - (i^*-\Delta p^{e*})$$

dove  $\Delta p^e$  e  $\Delta p^{e*}$  sono rispettivamente l'inflazione attesa interna ed estera; questo differenziale può essere scomposto nel seguente modo

$$r-r^* = (i-i^*-f) + (f-\Delta s^e) + (\Delta s^e-\Delta p^e+\Delta p^{e*})$$

dove  $f$  è il premio/sconto a termine  $\Delta s^e$  è il deprezzamento/apprezzamento atteso della moneta nazionale. Il termine  $(i-i^*-f)$  è il differenziale d'interesse nominale coperto e rappresenta il premio al rischio-paese; il termine  $(f-\Delta s^e)$  rappresenta il premio al rischio di cambio; il termine  $(\Delta s^e-\Delta p^e+\Delta p^{e*})$  è il deprezzamento/apprezzamento reale atteso del cambio. Su questo termine influisce il grado d'integrazione del mercato dei beni: in mercati dei beni perfettamente integrati varrebbe la parità dei poteri d'acquisto, per cui il deprezzamento reale atteso sarebbe nullo.

Per il termine "rischio-paese"  $(i-i^*-f)$  si sono usati i differenziali dei tassi di mercato monetario a tre mesi rispetto all'eurodollaro, corretti per il premio a termine a tre mesi. Nei termini "rischio di cambio"  $(f-\Delta s^e)$  e «deprezzamento reale atteso»  $(\Delta s^e-\Delta p^e+\Delta p^{e*})$ , le aspettative di deprezzamento e d'inflazione sono state approssimate con il deprezzamento e l'inflazione verificatisi nei tre mesi successivi alla data  $t$  dell'investimento.

- (7) I flussi di capitale verso l'America Latina sono cresciuti da 434 milioni di dollari nel 1989 a 5,6 miliardi di dollari nel 1992. I principali beneficiari della ripresa degli investimenti diretti verso l'area in via di sviluppo (+50% tra il 1990 e il 1992, con una quota sul totale passata dal 12% nel 1987 al 25% nel 1992) sono stati Messico, Brasile e Argentina in America Latina e Cina, Malaysia, Thailandia nell'estremo oriente (World Bank 1993).

### Riferimenti bibliografici

- Basevi G., Ferrari M., Onofri P. e Poli G. (1993), "Vincoli di Bilancio dell'Economia Italiana e Integrazione Finanziaria Internazionale", in S. Micossi e I. Visco (a cura di), *Inflazione, Concorrenza e Sviluppo: l'Economia Italiana e la Sfida dell'Integrazione Europea*, Il Mulino, Bologna.
- Bayoumi T. (1990), "Saving-Investment Correlations: Immobile Capital, Government Policy or Endogenous Behaviour?", *IMF Staff Paper*, pp.360-387.
- Bhandari J.S. e Mayer T.H. (1990), "A Note on Saving-Investment Correlations in the EMS", *IMF working paper* (ottobre).
- De Nardis S. e Micossi S. (1993), "L'Insufficienza del Risparmio a Livello Mondiale: Miti e Realtà", *Luiss, Osservatorio e Centro di Studi Monetari quaderni di ricerca*, n 32 (marzo).

- Dooley M., Frankel J.A. e Mathieson D. (1987), "International Capital Mobility in Developing Countries vs. Industrial Countries: What Do Saving-Investment Correlations Tell Us?", *IMF Staff Papers*, pp. 503-529.
- The Economist (1993), *Everybody's Favourite Monsters: A Survey on Multinationals*, (27 marzo).
- EEC (1993), "New Location Factors for Mobile Investment - Final Report", Commission of the European Communities, Directorate General for Regional Policies, Regional Development Studies (aprile).
- Eichengreen B. (1990), "One Money for Europe? Lessons from the US Currency Union", *Economic Policy*, pp. 118-187.
- Feldstein M. e Bacchetta P. (1989), "National Saving and International Investment", *NBER working paper*, n. 3164 (novembre).
- Feldstein M. e Horioka C. (1980), "Domestic Saving and International Capital Flows", *Economic Journal*, pp. 314-329.
- Frankel J.A. (1989), "Quantifying International Capital Mobility", *NBER working paper* n. 2856 (febbraio).
- Golub S. S. (1990), "International Capital Mobility: Net versus Gross Stocks and Flows", *Journal of International Money and Finance*, pp. 424-439.
- Grilli V. (1989), "Financial Markets", *Economic Policy*, pp. 2-35.
- International Monetary Fund (1987), *Report on the World Current Account Discrepancy*, (settembre).
- Koskela E. e Viren M. (1992), "Monetary Policy Reaction Functions and Saving-Investment Correlations", *Weltwirtschaftliches Archiv*, pp. 452-471.
- Krugman P. (1989a), Comments, *European Economic Review*, pp.1083-1085.
- Krugman P. (1989b), *Exchange Rate Instability*, The Mit Press, London, England.
- Krugman P. (1991), "Geography and Trade", Leuven University Press and Cambridge, Mass.: MIT Press.
- Krugman P. e Obstfeld M. (1988), *International Economics*, Scott-Foresman and C., Glenview, Illinois, U.S.
- Lucas R.E. (1990), "Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries", *American Economic Review*, Papers and Proceedings, pp. 92-96.
- Nurske R. (1954), "International Investment Today in the Light of Nineteenth-Century Experience", *Economic Journal*, n. 64, pp. 134-150.
- Wheeler D. e Mody A. (1992), "International Investment Location Decisions: The Case of U.S. Firms", *Journal of International Economics*, pp. 57-76.
- World Bank (1993), *Global Economic Prospects and the Developing Countries*, (aprile).

**RISPARMIO E INVESTIMENTO NELLE PRINCIPALI AREE ECONOMICHE***(in % del Pil)*

	1976-80	1981-85	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
<b>Mondo</b>									
Risparmio	25,1	22,9	22,5	23,1	23,5	23,5	23,1	22,6	21,6
Investimento	25,4	23,8	23,5	23,7	24,2	24,3	23,9	23,4	22,7
Discrepanza nella bilancia delle partite correnti	-0,3	-0,9	-1,0	-0,6	-0,7	-0,8	-0,8	-0,8	-1,1
<b>Paesi Industriali</b>									
Risparmio	22,7	20,9	20,1	20,2	20,9	21,1	20,4	19,8	19,2
privato	21,2	21,0	20,2	19,4	19,6	19,0	18,9	18,9	19,3
pubblico	1,5	-0,1	-0,2	0,8	1,3	2,1	1,5	0,8	-0,1
Investimento	23,0	21,3	20,7	20,9	21,5	21,9	21,2	20,1	19,6
Saldo partite correnti	-0,3	-0,4	-0,6	-0,7	-0,6	-0,8	-0,8	-0,3	-0,5
<b>Stati Uniti</b>									
Risparmio	20,5	18,5	15,8	16,0	16,6	16,4	15,4	14,8	14,1
privato	18,8	19,1	16,9	16,1	16,4	15,6	15,5	15,9	16,2
pubblico	1,7	-0,6	-1,1	-0,1	0,2	0,8	-0,1	-1,1	-2,1
Investimento	20,6	19,7	19,1	18,9	18,4	18,2	16,9	15,0	15,2
Saldo partite correnti	-0,1	-1,2	-3,4	-2,9	-1,8	-1,7	-1,5	-0,2	-1,1
<b>CEE</b>									
Risparmio	22,1	19,8	20,6	20,2	20,9	21,4	20,9	19,6	19,2
privato	21,4	21,0	21,5	20,7	21,0	20,7	21,2	20,5	20,8
pubblico	0,7	-1,2	-0,9	-0,5	-0,1	0,7	-0,3	-0,8	-1,6
Investimento	22,7	20,0	19,3	19,6	20,8	21,5	21,3	20,6	20,1
Saldo partite correnti	-0,5	-0,2	1,3	0,6	0,1	-0,1	-0,4	-0,9	-0,9
<b>Giappone</b>									
Risparmio	32,1	30,9	32,1	32,3	33,4	33,8	34,0	34,5	34,4
privato	28,7	26,6	27,4	25,8	25,6	24,2	23,6	23,8	24,3
pubblico	3,4	4,3	4,7	6,4	7,7	9,5	10,4	10,7	10,1
Investimento	31,7	20,1	27,8	28,7	30,6	31,8	32,8	32,4	31,2
Saldo partite correnti	0,4	1,8	4,3	3,6	2,7	2,0	1,2	2,2	3,2
<b>Paesi in via di sviluppo</b>									
Risparmio	25,7	21,9	22,3	24,1	24,3	24,7	25,2	24,1	24,6
Investimento	26,0	24,4	24,4	24,8	25,7	25,8	25,8	25,6	26,2
Saldo partite correnti	-0,3	-2,5	-2,1	-0,7	-1,4	-1,2	-0,7	-1,6	-1,6
<b>Paesi dell'Europa Centrale</b>									
Risparmio	31,2	28,7	29,8	28,7	29,8	26,9	26,8	19,5	18,8
Investimento	34,2	28,9	30,0	28,3	28,4	26,7	27,0	22,3	20,0
Saldo partite correnti	-2,9	-0,2	-0,3	0,3	1,4	0,2	-0,2	-2,8	-1,2

Fonte: Fondo Monetario Internazionale.

Tavola 1

**STOCK DI CAPITALE E INTERNAZIONALIZZAZIONE***(valori in % dello stock lordo di capitale nazionale)*

	1980	1985	1989	1990	1980	1985	1989	1990	1980	1985	1989	1990
	Attività estere				Passività estere				Saldo (attività-passività)			
Stati Uniti	6,7	9,6	11,0	11,4	5,6	9,2	13,7	14,0	1,1	0,4	-2,7	-2,6
Canada	7,8	9,3	11,0	11,6	18,5	21,6	23,6	24,4	-10,7	-12,3	-12,6	-12,8
Giappone	7,0	17,4	35,2	31,4	6,5	12,3	29,4	25,8	0,5	5,1	5,8	5,6
Australia	1,5	2,5	4,9	5,3	6,4	9,9	14,1	14,8	-4,9	-7,4	-9,2	-9,5
Germania	7,7	10,0	14,5	16,1	6,7	8,5	10,0	10,9	1,0	1,5	4,5	5,2
Francia	14,1	19,2	25,8	24,5	10,6	20,2	27,1	27,6	3,5	-1,0	-1,3	-3,1
Regno Unito	19,7	38,2	42,2	38,5	18,4	33,7	39,5	38,6	1,3	4,5	2,7	-0,1
Italia	4,4	9,5	13,3	14,6	4,4	11,6	15,1	17,4	0,0	-2,1	-1,8	-2,8
Olanda	20,1	26,1	30,4	32,3	13,1	20,3	25,5	27,7	7,0	5,8	4,9	4,6
Belgio-Lussemburgo	64,6	101,0	130,9	137,4	64,6	102,6	128,9	134,9	0,0	-1,6	2,0	2,5
Spagna	4,2	8,1	10,5	11,5	6,7	12,9	17,4	20,6	-2,5	-4,8	-6,9	-9,1
Svezia	3,5	8,1	12,2	n.d.	3,8	15,3	24,2	n.d.	-0,3	-7,2	-12,0	n.d.
Norvegia (1)	8,2	13,2	11,4	4,1	17,4	16,5	16,3	7,8	-9,2	-3,3	-4,9	-3,7
Finlandia (2)	4,0	5,8	6,0	n.d.	6,8	9,0	9,9	n.d.	-2,8	-3,2	-3,9	n.d.
	Stock d'investimenti diretti all'estero				Stock d'investimenti diretti all'estero				Saldo (investimenti all'estero-investimenti dall'estero)			
Stati Uniti	1,9	3,1	6,7	4,6	0,7	1,8	4,4	3,4	1,2	1,3	2,3	1,2
Canada	3,1	4,5	4,8	4,9	8,2	7,2	7,1	7,1	-5,1	-2,7	-2,3	-2,2
Giappone	0,9	1,4	3,1	3,4	0,1	0,2	0,2	0,2	0,8	1,2	2,9	3,2
Australia	0,6	0,9	2,2	2,3	3,4	3,3	4,9	5,4	-2,8	-2,4	-2,7	-3,1
Germania	1,0	1,3	1,6	1,9	0,8	0,7	0,7	0,9	0,2	0,6	0,9	1,0
Francia	2,2	3,2	3,6	3,6	n.d.	1,1	3,3	4,4	n.d.	2,1	0,3	-0,8
Regno Unito	2,9	4,5	5,5	5,0	2,3	2,9	4,4	5,0	0,6	1,6	1,1	0,0
Italia	0,3	1,4	2,3	2,6	0,4	1,5	2,5	2,6	-0,1	-0,1	-0,2	0,0
Olanda	7,5	9,6	10,8	11,3	3,4	5,0	6,7	7,8	4,1	4,6	4,1	3,5
Belgio-Lussemburgo	n.d.	1,7	4,0	5,0	n.d.	3,3	5,5	5,9	n.d.	-1,6	-1,5	-0,9
Spagna	0,3	0,6	1,4	1,7	1,2	0,9	3,6	4,7	-0,9	-0,3	-2,2	-3,0
Svezia	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Norvegia (1)	0,3	0,3	0,8	n.d.	0,4	0,3	0,7	n.d.	-0,1	-0,1	0,1	n.d.
Finlandia (2)	0,3	0,6	1,1	n.d.	0,2	0,4	0,6	n.d.	0,1	0,2	0,5	n.d.

(1) In rapporto allo stock netto di capitale.

(2) In questo caso, il dato relativo al 1989 si riferisce, in realtà, al 1988.

Fonte: Elaborazioni su dati OCSE, FMI e WEFA.

Tavola 2

**SQUILIBRI DELLE PARTITE CORRENTI NEI PRINCIPALI PAESI INDUSTRIALI IN DIVERSI  
PERIODI STORICI**

*(in % sul Pil, medie di periodo)*

	1870-1914 (1)	1960-69	1970-79	1980-91
Stati Uniti	-0,5	3,3	0,5	-1,7
Canada	-7,7	-0,7	-0,8	-1,6
Australia	-3,7	-0,7	-1,2	-4,5
Giappone	n.d.	0,3	0,9	2,0
Germania	1,8	0,7	0,7	1,9
Francia	3,0	-0,1	-0,1	-0,7
Regno Unito	4,5	-0,2	-0,3	-0,4
Italia	0,6	1,4	-1,3	-1,0
Belgio	n.d.	0,1	0,4	0,2
Olanda	n.d.	0,0	1,3	2,5
Danimarca	-2,6	-0,2	-2,8	-2,3
Spagna	n.d.	-0,2	-0,8	-1,2
Grecia	n.d.	-0,2	-2,5	-4,9
Irlanda	n.d.	-0,1	-5,3	-3,6
Austria	n.d.	0,0	-1,0	-0,2
Finlandia	n.d.	-0,1	-2,3	-2,5
Svezia	-2,7	-0,1	-0,8	-1,4
Norvegia	-2,5	-0,2	-4,6	1,2
Svizzera	n.d.	-0,1	2,7	4,0
Media aritmetica semplice dei precedenti paesi	-1,0	0,2	-0,9	-0,7
Deviazione standard	3,6	0,9	2,0	2,4

(1) Per Italia, Svezia, Svizzera, Norvegia, Danimarca e Australia il periodo di riferimento è il 1880-1913.

Fonte: elaborazioni su dati Fmi, Ocse, Bayoumi (1990), Frankel (1989), Krugman e Obstfeld (1990).

Tavola 3

**IL COEFFICIENTE DI REGRESSIONE ( $\beta$ ) DEL TASSO DI INVESTIMENTO (I/Y) SUL TASSO DI RISPARMIO (S/Y) IN 21 PAESI OCSE (1)**

Anni	$\alpha$	$\beta$	R <sup>2</sup>	S.E.R.	Anni	$\alpha$	$\beta$	R <sup>2</sup>	S.E.R.	Anni	$\alpha$	$\beta$	R <sup>2</sup>	S.E.R.
<i>Stime cross-section su medie di periodo</i>														
1960-69	2,89 (1,61)	0,91 (9,10)	0,89	1,33	1970-79	3,67 (1,11)	0,90 (9,00)	0,70	2,18	1989-91	8,16 (3,89)	0,67 (6,70)	0,71	1,96
<i>Stime cross-section su dati annuali</i>														
1960	3,89 (1,64)	0,86 (8,72)	0,79	2,22	1970	4,57 (1,93)	0,85 (9,48)	0,76	2,07	1980	6,89 (2,31)	0,81 (6,21)	0,65	2,67
1961	2,54 (0,88)	0,94 (7,92)	0,76	2,65	1971	3,97 (1,52)	0,85 (8,62)	0,72	2,10	1981	10,81 (2,72)	0,60 (3,34)	0,34	4,03
1962	3,99 (1,68)	0,86 (8,80)	0,79	2,03	1972	3,44 (1,61)	0,85 (10,47)	0,84	1,72	1982	8,94 (2,05)	0,67 (3,23)	0,32	4,10
1963	0,46 (0,24)	1,02 (12,68)	0,89	1,44	1973	0,47 (0,12)	0,99 (6,89)	0,70	2,62	1983	7,24 (2,57)	0,70 (5,21)	0,57	2,53
1964	2,64 (1,28)	0,93 (11,29)	0,86	1,51	1974	8,59 (1,68)	0,78 (3,89)	0,41	3,95	1984	12,55 (4,80)	0,44 (3,66)	0,38	2,65
1965	4,19 (1,52)	0,87 (6,87)	0,70	2,07	1975	-0,20 (-0,05)	1,10 (5,75)	0,62	3,30	1985	12,99 (5,39)	0,40 (3,53)	0,36	2,65
1966	4,01 (1,68)	0,87 (9,08)	0,80	1,70	1976	7,28 (1,40)	0,78 (3,43)	0,35	3,73	1986	10,66 (3,70)	0,51 (3,79)	0,40	2,84
1967	3,79 (1,53)	0,87 (8,57)	0,78	1,92	1977	8,18 (1,43)	0,73 (2,86)	0,26	3,67	1987	7,54 (3,45)	0,67 (6,53)	0,68	2,25
1968	4,48 (2,13)	0,83 (9,68)	0,82	1,67	1978	4,83 (1,34)	0,83 (5,28)	0,57	2,51	1988	6,34 (2,62)	0,73 (6,74)	0,69	2,38
1969	5,93 (2,24)	0,77 (7,43)	0,73	2,05	1979	7,58 (1,86)	0,75 (4,23)	0,46	3,01	1989	8,98 (3,61)	0,64 (6,62)	0,63	2,58
										1990	8,16 (3,63)	0,66 (6,62)	0,68	2,43
										1991	5,56 (2,92)	0,75 (8,39)	0,78	2,21

(1) L'equazione stimata è  $I/Y + + (S/Y)$ , dove  $I/Y$  è il tasso d'investimento (in rapporto al prodotto interno lordo) e  $S/Y$  è il tasso di risparmio (in rapporto al prodotto interno lordo). Le stime sono fatte con minimi quadrati ordinari; tra parentesi sono riportate le t statistics. I 21 paesi Ocse considerati sono: Austria, Australia, Belgio, Canada, Danimarca, Finlandia, Francia, Germania (occidentale), Giappone, Grecia, Italia, Irlanda, Norvegia, Nuova Zelanda, Paesi Bassi, Portogallo, Regno Unito, Spagna, Stati Uniti, Svezia e Svizzera. Nelle stime riferite alle medie di periodo, le variabili sono medie di  $I/Y$  e  $S/Y$  calcolate per ciascun paese nei periodi indicati.

Tavola 4

**IL COEFFICIENTE DI REGRESSIONE ( $\beta$ ) DEL TASSO DI INVESTIMENTO (I/Y) SUL TASSO DI RISPARMIO (S/Y) IN 16 PAESI EUROPEI (1)**

Anni	$\alpha$	$\beta$	R <sup>2</sup>	S.E.R.	Anni	$\alpha$	$\beta$	R <sup>2</sup>	S.E.R.	Anni	$\alpha$	$\beta$	R <sup>2</sup>	S.E.R.
<i>Stime cross-section su medie di periodo</i>														
1960-69	5,21	0,82	0,78	1,41	1970-79	4,31	0,88	0,41	2,35	1989-91	9,00	0,62	0,56	2,11
	(1,92)	(7,26)				(0,69)	(3,39)				(3,01)	(4,45)		
<i>Stime cross-section su dati annuali</i>														
1960	4,75	0,81	0,72	2,34	1970	9,57	0,66	0,53	2,04	1980	8,69	0,73	0,53	2,89
	(1,53)	(6,29)				(2,32)	(4,20)				(2,18)	(4,22)		
1961	4,90	0,83	0,57	2,93	1971	5,57	0,80	0,56	2,36	1981	12,12	0,54	0,22	4,54
	(1,12)	(4,60)				(1,20)	(4,49)				(2,40)	(2,29)		
1962	6,08	0,79	0,67	2,14	1972	5,05	0,78	0,69	1,88	1982	9,73	0,65	0,22	4,41
	(1,83)	(5,63)				(1,43)	(5,84)				(1,69)	(2,29)		
1963	1,59	0,98	0,81	1,59	1973	2,31	0,93	0,51	3,02	1983	8,37	0,64	0,45	2,71
	(0,56)	(8,04)				(0,31)	(3,32)				(2,28)	(3,63)		
1964	5,51	0,83	0,76	1,53	1974	13,20	0,59	0,20	3,47	1984	13,17	0,38	0,39	2,28
	(1,90)	(6,98)				(1,95)	(2,17)				(5,15)	(3,26)		
1965	6,10	0,80	0,52	2,25	1975	-1,47	1,15	0,51	3,29	1985	14,16	0,32	0,26	2,44
	(1,29)	(4,18)				(-0,23)	(4,11)				(5,38)	(2,53)		
1966	6,05	0,79	0,67	1,78	1976	12,50	0,55	0,07	4,02	1986	10,54	0,51	0,26	3,08
	(1,77)	(5,58)				(1,52)	(1,48)				(2,50)	(2,51)		
1967	7,27	0,72	0,56	2,01	1977	8,63	0,71	0,07	4,11	1987	5,70	0,74	0,62	2,40
	(1,87)	(4,47)				(0,81)	(1,46)				(1,83)	(5,05)		
1968	11,08	0,55	0,44	1,64	1978	2,87	0,91	0,42	2,86	1988	6,05	0,74	0,55	2,73
	(3,02)	(3,63)				(0,50)	(3,47)				(1,62)	(4,37)		
1969	16,78	0,34	0,13	1,91	1979	9,66	0,65	0,28		1989	10,30	0,57	0,47	2,85
	(3,02)	(3,63)				(0,50)	(3,47)				(1,62)	(4,37)		
										1990	10,53	0,54	0,45	2,61
											(3,17)	(3,67)		
										1991	7,90	0,63	0,58	2,27
											(2,76)	(4,66)		

(1) L'equazione stimata è  $I/Y = \alpha + \beta(S/Y)$ , dove  $I/Y$  è il tasso d'investimento (in rapporto al prodotto interno lordo) e  $S/Y$  è il tasso di risparmio (in rapporto al prodotto interno lordo). Le stime sono fatte con minimi quadrati ordinari; tra parentesi sono riportate le t statistics. I 16 paesi europei considerati sono: Austria, Belgio, Danimarca, Finlandia, Francia, Germania (occidentale), Grecia, Italia, Irlanda, Norvegia, Paesi Bassi, Portogallo, Regno Unito, Spagna, Svezia e Svizzera. Nelle stime riferite alle medie di periodo, le variabili sono medie di  $I/Y$  e  $S/Y$  calcolate per ciascun paese nei periodi indicati.

Tavola 5



**LA SCOMPOSIZIONE DEL DIFFERENZIALE DELL'INTERESSE REALE  
DELLE PRINCIPALI VALUTE RISPETTO AL DOLLARO**

	N.osserv.	Differ. d'interesse reale (1)		Premio al rischio paese (2)		Premio al rischio di cambio (3)		Parità relativa (ex ante) di poteri d'acquisto (4)	
		Media	Deviazione Standard	Media	Deviazione Standard	Media	Deviazione Standard	Media	Deviazione Standard
<b>Periodo gennaio 1980 - dicembre 1985</b>									
Giappone	71	-2,24	4,93	-0,26	0,42	-3,27	25,18	1,27	24,60
Germania	71	-2,28	3,65	0,28	0,36	-12,78	27,20	10,22	27,37
Regno Unito	71	-1,58	5,64	-0,09	0,56	-10,66	29,28	9,91	28,85
Francia	71	-3,03	4,13	-2,28	3,04	-10,44	27,80	8,95	26,88
Italia	71	-2,17	5,43	-2,21	4,93	-6,82	26,60	6,87	26,33
<b>Periodo gennaio 1986 - dicembre 1991</b>									
Giappone	71	0,07	3,83	-0,50	0,30	1,65	23,01	-1,07	22,65
Germania	71	0,68	2,58	-0,01	0,08	1,88	25,07	-1,20	24,77
Regno Unito	71	2,33	4,11	-0,07	0,14	3,51	23,73	-0,95	23,59
Francia	71	2,20	2,16	-0,36	1,07	4,94	24,59	-2,54	24,16
Italia	71	2,88	2,50	0,31	0,83	6,28	22,83	-3,71	22,96

(1) Differenziali nominali d'interesse meno differenziali di aspettative di inflazione; le aspettative d'inflazione sono approssimate dall'inflazione realizzata nei tre successivi mesi.

(2) Differenziali d'interessi coperti.

(3) Sconto/premio a termine meno aspettative di variazione del cambio; le aspettative di cambio sono approssimate dalla variazione del cambio nei tre mesi successivi.

(4) Aspettative di variazione del cambio meno differenziale di aspettative d'inflazione; le aspettative di cambio e d'inflazione sono approssimate come sopra descritto.

Fonte: elaborazioni su dati FMI e OCSE.

Tavola 6

**LA SCOMPOSIZIONE DEL DIFFERENZIALE DELL'INTERESSE REALE  
DELLE PRINCIPALI VALUTE EUROPEE RISPETTO AL MARCO**

	N. osserv.	Differ. d'interesse reale (1)		Premio al rischio paese (2)		Premio al rischio moneta (3)	
		Media	Deviazione Standard	Media	Deviazione Standard	Media	Deviazione Standard
Periodo gennaio 1980 - dicembre 1985							
Regno Unito	71	0,70	5,09	-0,37	0,49	1,07	5,09
Francia	71	-0,75	4,26	-2,56	3,03	1,81	5,31
Italia	71	0,11	5,19	-2,49	4,98	2,60	4,81
Periodo gennaio 1986 - dicembre 1991							
Regno Unito	71	1,65	3,99	-0,05	0,18	1,71	3,97
Francia	71	1,52	1,95	-0,38	1,10	1,87	2,02
Italia	71	2,20	2,40	0,29	0,85	1,88	2,46

(1) Differenziali nominali d'interesse meno differenziali di aspettative di inflazione; le aspettative d'inflazione sono approssimate dall'inflazione realizzata nei tre successivi mesi.

(2) Differenziali d'interessi coperti.

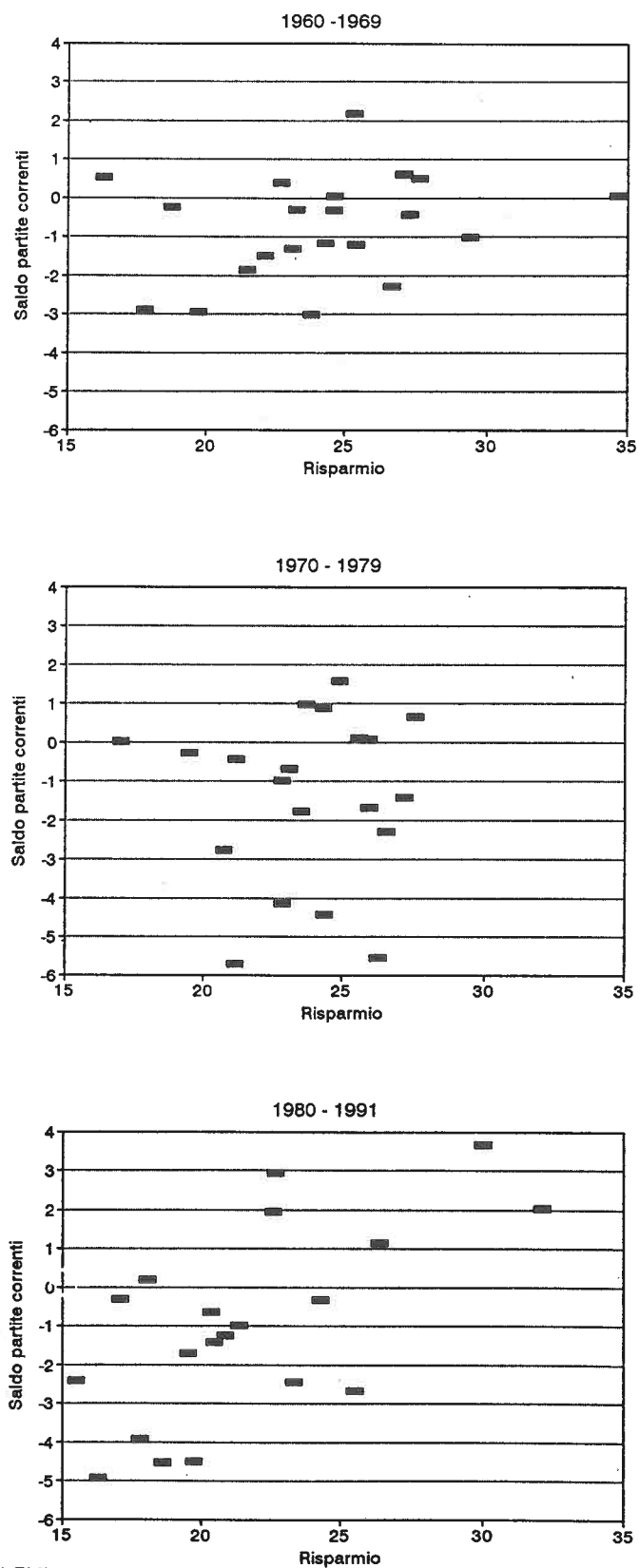
(3) Sconto/premio a termine meno aspettative di variazione del cambio; le aspettative di cambio sono approssimate dalla variazione del cambio nei tre mesi successivi.

(4) Sconto/premio a termine meno differenziale di aspettative d'inflazione; le aspettative di cambio ed'inflazione sono approssimate come sopra descritto.

Fonte: elaborazioni su dati FMI e OCSE.

Tavola 7

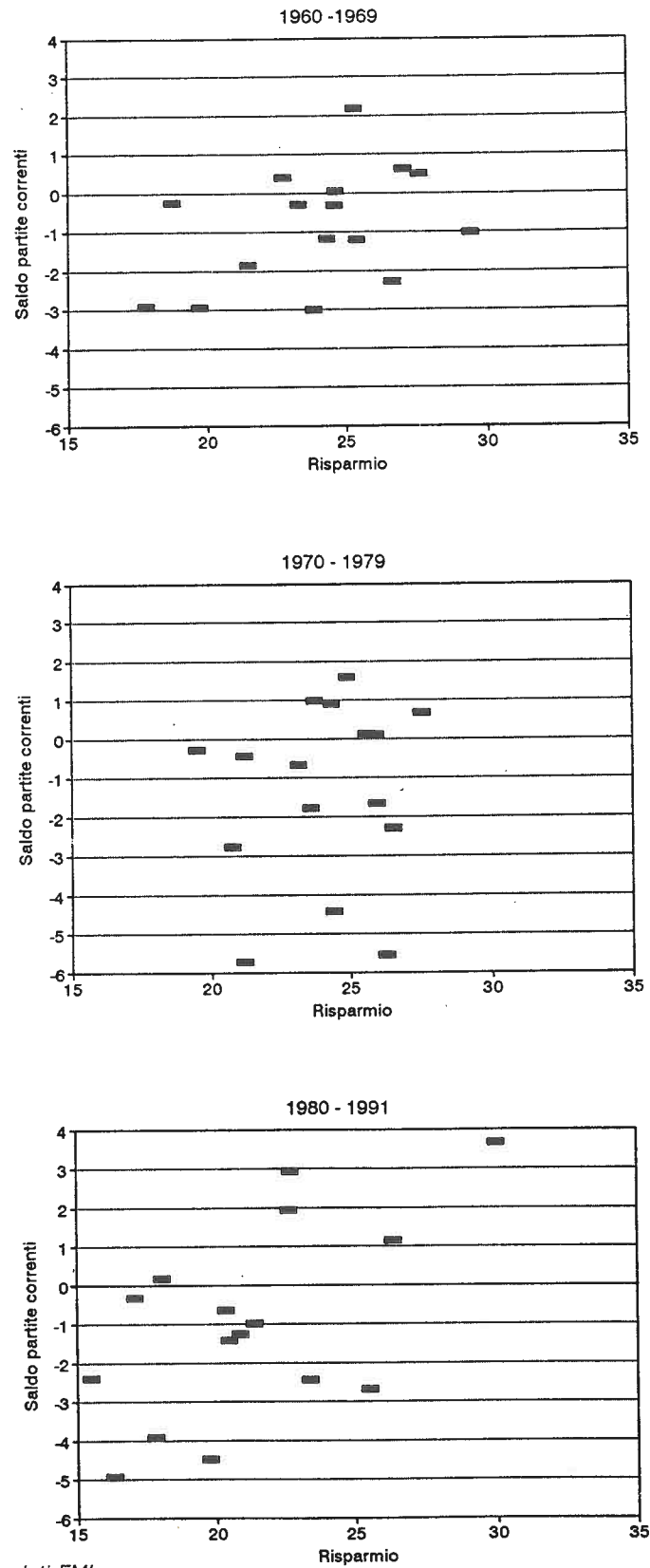
### SALDO DELLE PARTITE CORRENTI E RISPARMIO NEI PAESI OCSE (in % del Pil)



Fonte: elaborazioni su dati FMI.

Figura 1

**SALDO DELLE PARTITE CORRENTI E RISPARMIO NEI PAESI EUROPEI**  
(in % del Pil)



Fonte: elaborazioni su dati FMI.

Figura 2