



E I N A U D I I N S T I T U T E F O R E C O N O M I C S A N D F I N A N C E

---

15-12-2012

# “Sudden Stops” e crisi finanziarie: ci sono lezioni per l’Italia?

Paola Caselli – Eief

# Sintesi

---

- Brusche inversioni dei flussi di capitali ('sudden stops') si sono comunemente verificate dopo fasi di **forte espansione del credito interno** e si sono associate spesso, ma non sempre, a **crisi finanziarie, bancarie e/o valutarie** con drastiche cadute del PIL, della DI e forti aumenti della disoccupazione
- Nei **paesi emergenti** l'aggiustamento ai 'sudden stops' ha richiesto, a parte rare eccezioni, **deprezzamenti significativi del tasso di cambio nominale e reale**.
- Gli aggiustamenti macroeconomici (politica fiscale, tassi di cambio/regimi valutari e quindi politica monetaria) si sono accompagnati anche a programmi di riforme in vari settori (bancario e finanziario, *corporate governance*, privatizzazioni)

# Evidenza empirica sui “Sudden Stops”

---

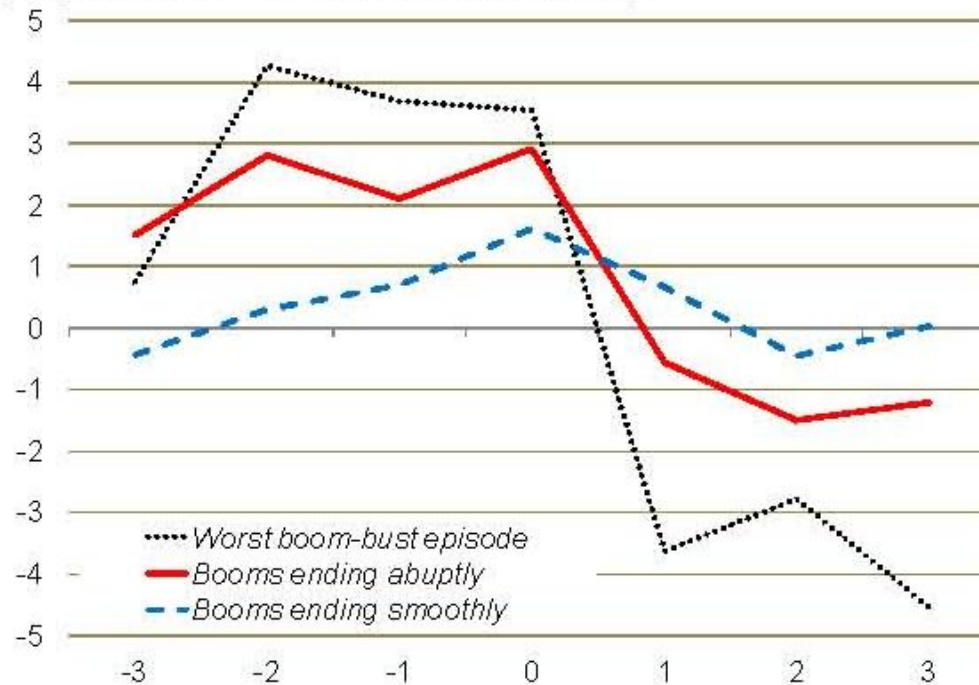
Le figure successive sintetizzano l'evoluzione di alcune variabili macroeconomiche rilevanti in episodi di “sudden stops” e sono tratte da: **Selim Elekdag e Yiqun WU:** *“Rapid Credit Growth: Boon or Boom-Bust?”* IMF Working Papers WP/11/241, October 2011.

- i. 99 episodi identificati nel periodo 1960-2010: 60 in paesi emergenti (16 dell'Asia) e 39 in economie avanzate (Italia, 1992; Svezia, 1990; Finlandia, 1990)
- ii. Cosa avviene nei 3 anni che precedono e nei 3 che seguono il punto di svolta del credito reale.
- iii. Confronto fra effetti nei paesi emergenti e nei paesi avanzati

# PIL in termini reali

## Real GDP

(In percent, deviation from trend)



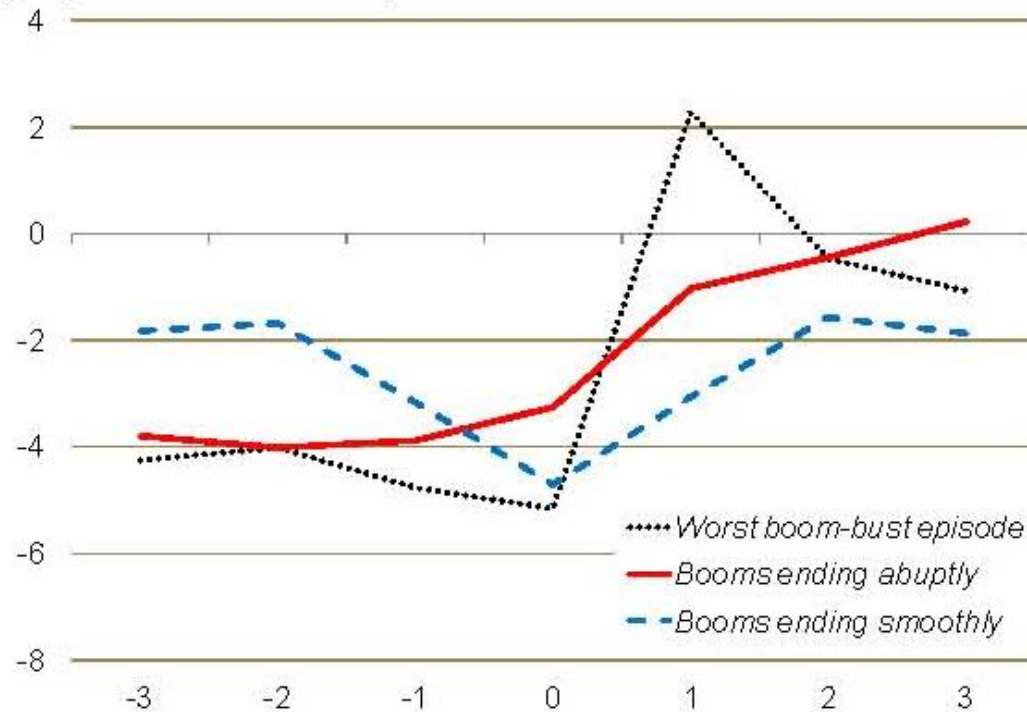
Source: Selim Elekdag – Yiqun Wu (2011)

# Saldo del Conto Corrente

(in percentuale del Pil)

## Current Account

(In percent of GDP)

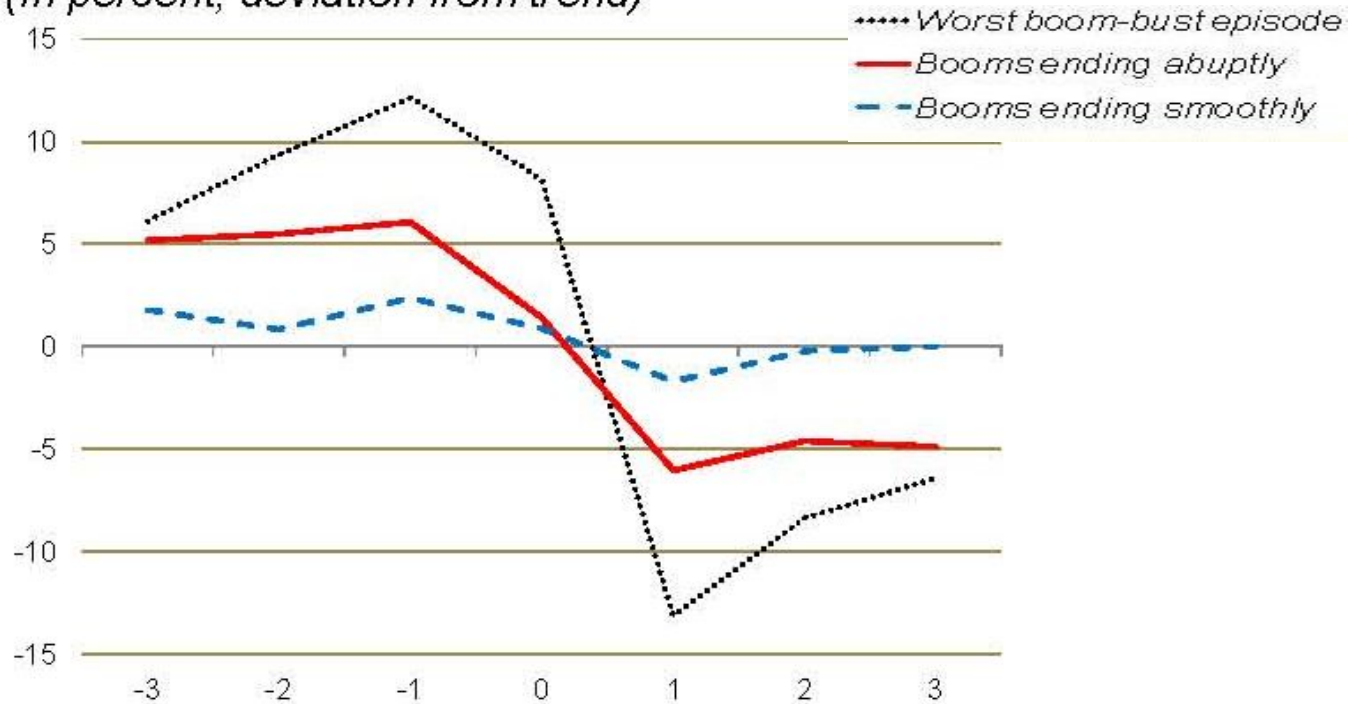


Source: Selim Elekdag – Yiqun Wu (2011)

# Tasso di cambio effettivo reale (calcolato sulla base dei prezzi al consumo)

## REER

(In percent, deviation from trend)

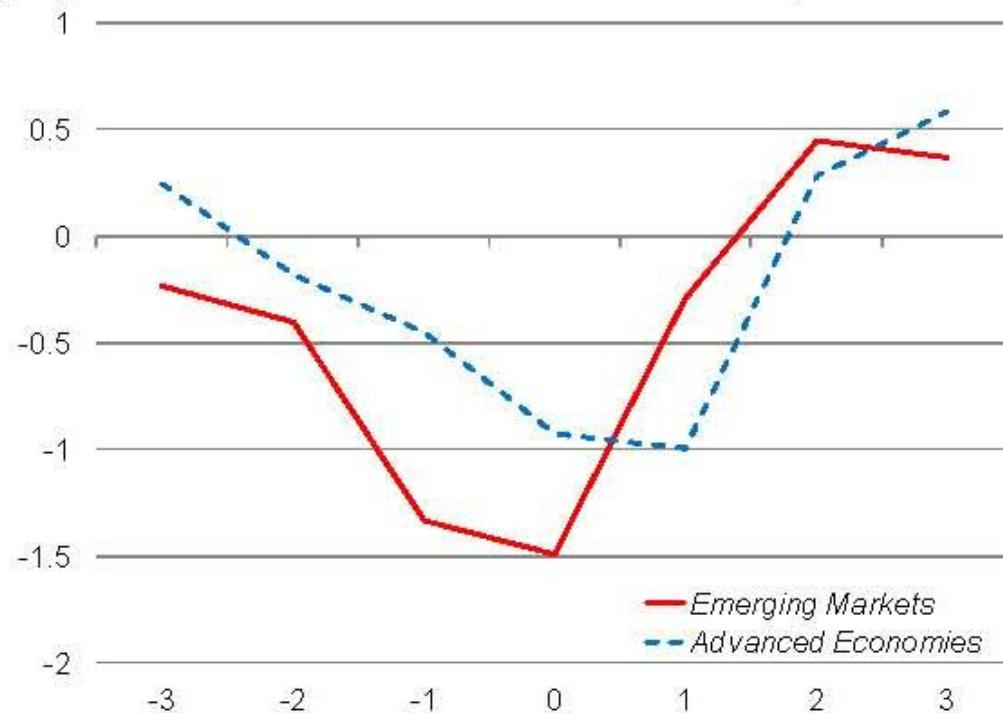


Source: Selim Elekdag – Yiqun Wu (2011)

# Economie emergenti vs. avanzate: saldo del conto corrente (in percentuale del Pil)

## Current Account

*(In percent of GDP, deviation from trend)*

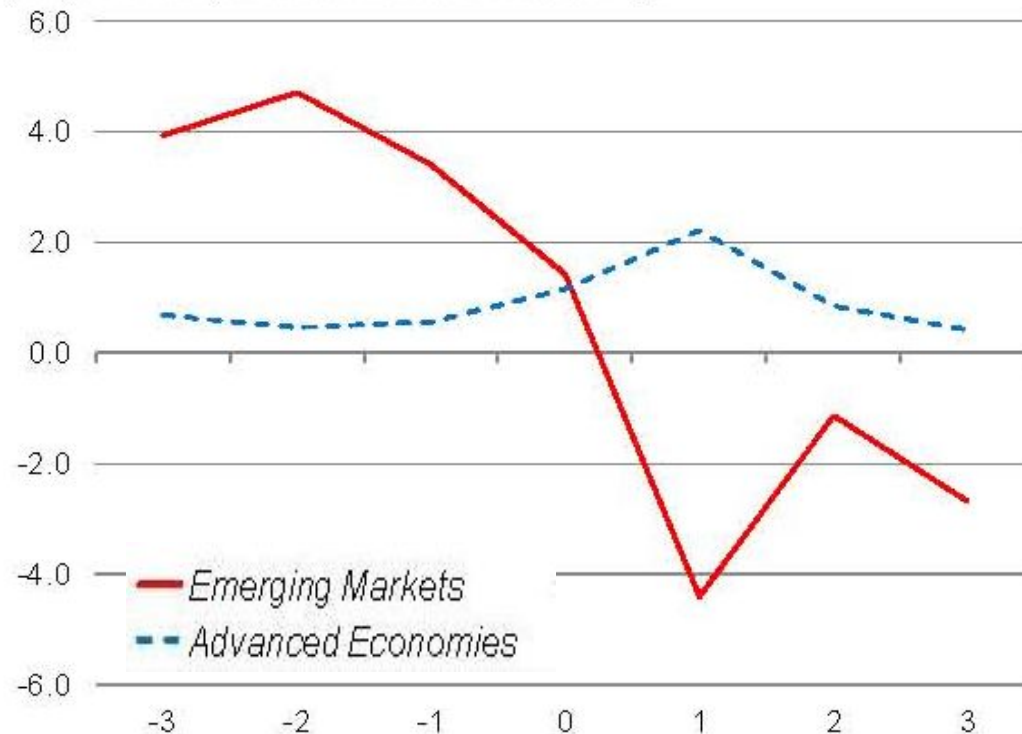


Source: Selim Elekdag – Yiqun Wu (2011)

# Economie emergenti vs. avanzate: tasso di cambio effettivo reale (calcolato sulla base dei prezzi al consumo)

## REER

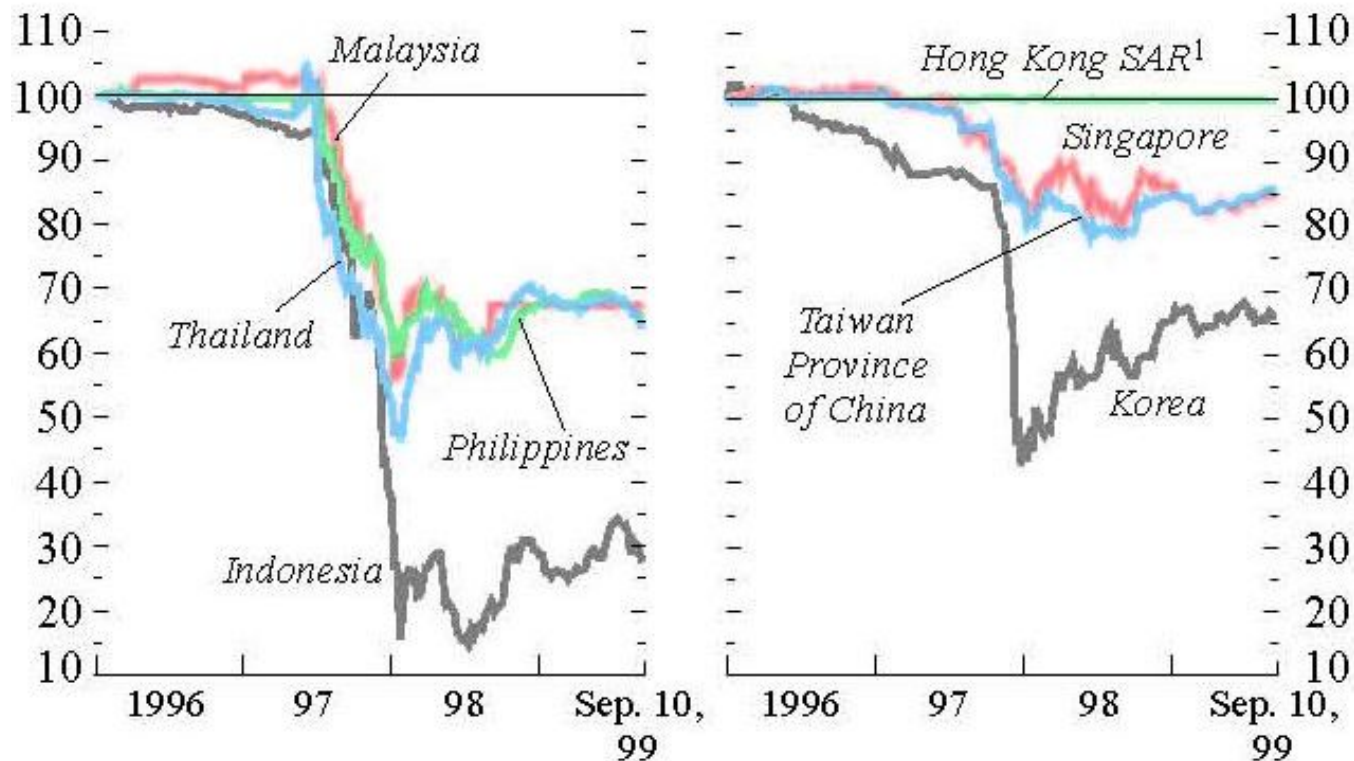
(In percent, deviation from trend)



Source: Selim Elekdag – Yiqun Wu (2011)



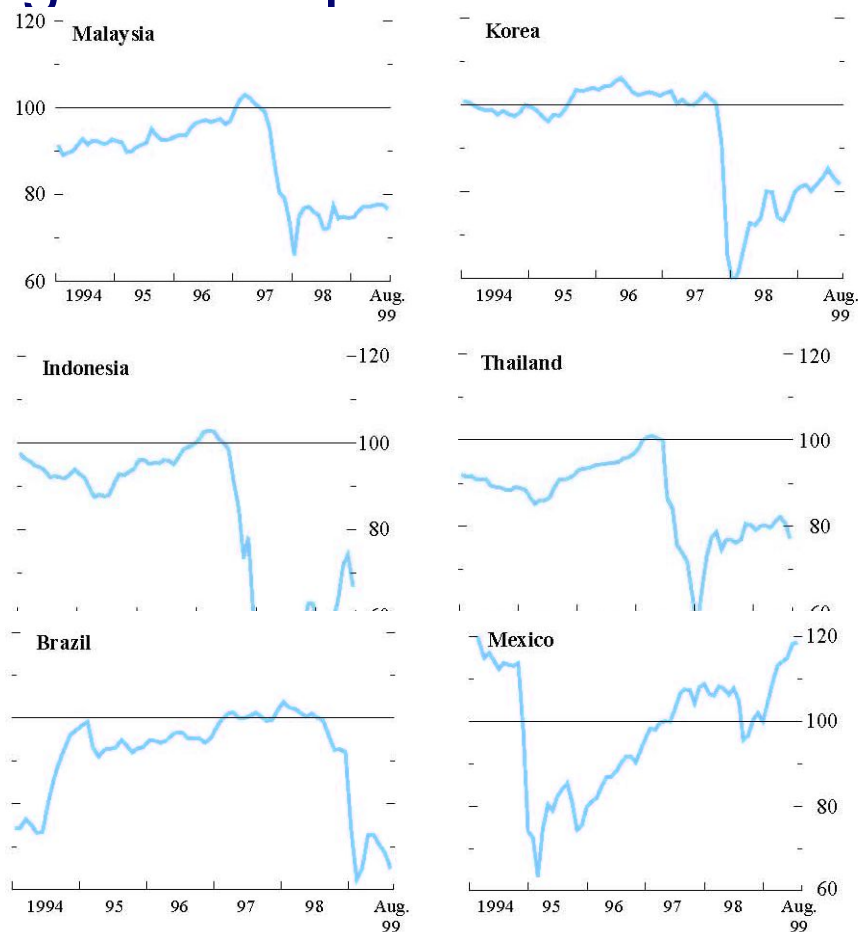
## 'Sudden stops' nei paesi asiatici (1997) deprezzamento del tasso di cambio vs. dollaro USA(\*)



(\*) Unità di dollari USA per unità di valuta locale; 5 gennaio 1996 = 100.

Fonte: IMF – World Economic Outlook (October 1999)

# Tassi di cambio effettivi reali di alcuni paesi emergenti nel periodo 1994-1999 (\*)



(\*) calcolati sulla base dei prezzi al consumo; giugno 1997 = 100  
Fonte: IMF – World Economic Outlook (October 1999)

# Bottom line

---

- Le esperienze di 'sudden stops' nei paesi emergenti negli ultimi 50 anni indicano che il **deprezzamento del tasso di cambio nominale e reale** ha costituito uno degli elementi peculiari del **processo di aggiustamento macroeconomico** a shock indotti dalla perdita di fiducia degli investitori internazionali.
- I deprezzamenti del tasso di cambio nominale e reale sono stati generalmente molto ampi e **non sono stati riassorbiti dopo tre anni dall'inizio della crisi.**

# Un contro-esempio: la crisi della Lettonia

- Isolato contro-esempio recente di ‘sudden stop’ sfociato in una **profonda crisi finanziaria e reale, ma non in una valutaria**, è quello della Lettonia.
- Dopo aver registrato tassi di crescita compresi fra il 30 e il 60 per cento all’anno nel periodo 2000-2006, dopo lo scoppio della crisi alla metà del 2007, **il credito ha decelerato fino a diminuire nel 2009 e nel 2010.**
- Il **culmine della crisi** (in termini di spread) è stato raggiunto nell’ **estate 2009.**
- Dopo l’approvazione e attuazione di un drastico programma di aggiustamento (“svalutazione interna”) le tensioni si sono attenuate: **i tassi di interesse a breve sono scesi dal 30 per cento a valori prossimi a quelli dell’area dell’euro già dalla primavera del 2010.**

- Il regime di cambio fisso unilaterale con l'euro ha tenuto, contrariamente a quanto temuto (Krugman: *Latvia will be the new Argentina*; Roubini: *“devaluation of the lats seems unavoidable”*)
- La svalutazione “esterna” è stata sostituita da una “interna” e ha permesso un guadagno di competitività considerevole senza variazioni della parità con l'euro
- “Svalutazione Interna”: riduzione dei salari dei dipendenti pubblici del 26% e di quelli privati del 10%; licenziamento di circa il 30 per cento dei dipendenti pubblici e chiusura di circa la metà di enti pubblici; miglioramento del saldo del settore pubblico di 16 pp di PIL fra il 2008 e il 2011.

- Le perdite in termini di PIL (e di occupazione) sono state molto forti (quasi 22 per cento nel periodo 2008-10), ma nel 2011-12 il PIL è aumentato del 5.5 e del 4,5 per cento, rispettivamente.
- La esperienza della Lettonia è stata molto apprezzata dall'FMI (cfr. Blanchard, giugno 2012) e dal *Peterson Institute for International Economics* (luglio 2012) che la indica come esempio da seguire anche per Grecia, Italia e Portogallo.
- Tuttavia, date le enormi differenze in termini di dimensione, di popolosità, di struttura produttiva, di livello del debito e della spesa pubblica, l'esperienza della Lettonia non sembra costituire un caso di particolare utilità per l'Italia.