



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

Default Argentina ed effetti della dollarizzazione
Argentine default and dollarization effects

Relatore:

Prof. Antonio Palestrini

Rapporto Finale di:

Filippo Saturni

Anno Accademico 2021/2022

INDICE

1 definizione di dollarizzazione ufficiale

- 1.1 cenni teorici
- 1.2 Come implementare la dollarizzazione

2 Benefici e costi della dollarizzazione

- 2.1 introduzione
- 2.2 I vantaggi associati alla riduzione dei costi di transazione
- 2.3 I benefici associati all'ancoraggio a una valuta credibile
- 2.4 Costi associati alla perdita di indipendenza monetaria

3 problemi di implementazione

- 3.1 introduzione
- 3.2 Le entrate da signoraggio
- 3.3 Il prestatore di ultima istanza

4 Storia economica argentina

- 4.1 Storia economica fino al 1989
- 4.2 il governo Menem
- 4.3 Ley de Emergencia Economica
- 4.4 Da una decade di crescita alla crisi
- 4.5 2002

5. Conseguenze della dollarizzazione per l'Argentina

- 5.1 I vantaggi associati alla riduzione dei costi di transazione
- 5.2 Benefici associati all'ancoraggio a una valuta credibile
- 5.3 Costi associati alla perdita di indipendenza monetaria

6. Conclusione

sommario

Questa tesi ha l'obiettivo nella prima parte di descrivere in maniera esaustiva il fenomeno della dollarizzazione e dei vari aspetti che caratterizzano questo fenomeno. Nella seconda parte mi andrò a soffermare sulla storia economica argentina che ha portato al default e andrò a sottolineare le conseguenze della dollarizzazione in questo caso specifico.

1 Definizione di dollarizzazione ufficiale

1.1 cenni teorici

Ci sono diverse definizioni che dovrebbero essere prese in considerazione per spiegare il termine dollarizzazione. La situazione della dollarizzazione ufficiale o della piena dollarizzazione si verifica quando un paese abbandona completamente l'uso della moneta nazionale e adotta il dollaro come valuta ufficiale. In un certo senso, può essere paragonato all'adozione di un regime di cambio fisso, anche se si tratta di un caso più estremo in quanto implica la totale scomparsa della moneta nazionale. La completa abolizione della valuta locale conferisce alla dollarizzazione un carattere più permanente di un regime di cambio fisso, dove esiste ancora un certo margine di uscita dal currency board. Anche se è vero che una futura reintroduzione della valuta locale sarebbe possibile dopo la dollarizzazione, ciò implicherebbe un processo lungo e complesso. Questo problema sarà ulteriormente discusso di seguito quando verranno presentati i diversi modi in cui la dollarizzazione può essere implementata.

Diversamente, un paese è parzialmente dollarizzato o dollarizzato ufficiosamente quando il dollaro viene utilizzato, insieme alla valuta nazionale, come uno qualsiasi dei tre ruoli classici della moneta, cioè come unità di conto, mezzo di pagamento o riserva di valore. Ad esempio, il dollaro è ampiamente utilizzato come unità di conto e mezzo di pagamento nelle transazioni finanziarie private in molti paesi. Inoltre, l'apertura di conti bancari denominati in dollari potrebbe anche essere legale. Il fatto che una o più di queste forme di dollarizzazione parziale caratterizzino un paese dipende da questioni riguardanti fattori economici, giuridici e istituzionali. Questo

fenomeno non è limitato solamente ai paesi meno sviluppati, anche se ad un livello moderato, molti paesi industrializzati, come la Grecia o il Regno Unito, sono considerati parzialmente dollarizzati.

La dollarizzazione in alcuni termini può anche essere paragonata ad un'unione monetaria, come l'Unione Monetaria Europea, ma ancora una volta vi sono alcune differenze. Queste differenze possono essere comprese più chiaramente analizzando ciò che implica un'unione monetaria. In un'unione monetaria, i paesi partecipanti si organizzano per mantenere un regime di tassi di cambio fissi o gestiti lasciando la responsabilità ad un'organizzazione centrale di coordinare la politica monetaria. Di norma, la dimensione economica e la stabilità di uno o due paesi membri consentono all'unione monetaria di basare i livelli dei tassi di cambio in rapporto al tasso di cambio di questi paesi loro lo status di valute ancora. Sono definite valute ancora, le valute utilizzate come riferimento in un regime di cambi fissi, a cui una o più monete sono ancorate. L'ancoraggio della valuta di un Paese nei confronti di un'altra estera permette di stabilizzare il tasso di cambio e favorisce il commercio e gli investimenti tra i due Stati. Ciò è particolarmente utile ai Paesi piccoli e a quelli in via di sviluppo, la cui economia dipende largamente dal commercio e dagli investimenti esteri, provenienti soprattutto da uno o più Paesi grandi e avanzati. Inoltre, il tasso di cambio fisso permette di controllare l'inflazione, poiché ancora il valore della valuta interna a quello della valuta estera di riferimento. Tuttavia, questo risultato è ottenuto a discapito della perdita di indipendenza della politica monetaria in regime di cambi fissi e perfetta mobilità di capitali. Per mantenere inalterato il tasso di cambio, infatti,

la Banca Centrale è costretta a effettuare operazioni di compravendita della propria valuta sul mercato aperto, e perde dunque il controllo della quantità di valuta interna. Le differenze tra un'unione monetaria e la dollarizzazione sono che, in primo luogo, il proprietario della valuta di ancoraggio, in questo caso la Fed, non rinunciarebbe alla sua indipendenza di politica monetaria al paese dollarizzato. Inoltre, la situazione particolare del paese che utilizza il dollaro non sarebbe necessariamente presa in considerazione nell'elaborazione della politica monetaria. In effetti, di solito ciò che si intende per dollarizzazione è esattamente l'adozione dell'attuale politica monetaria in modo da ottenere stabilità dei prezzi o una maggiore credibilità. In secondo luogo, la dollarizzazione non implicherebbe la creazione di una nuova autorità monetaria. La Fed continuerebbe ad essere l'autorità monetaria esclusiva incaricata di progettare e attuare politiche monetarie per il dollaro. (1,2,3)

1.2 Come implementare la dollarizzazione

Esistono due diverse tipologie di implementazione della dollarizzazione: decisione unilaterale e accordo bilaterale. La dollarizzazione unilaterale, si riferisce alla situazione in cui il dollaro statunitense viene adottato unilateralmente senza alcun riconoscimento formale o impegno significativo da parte del governo degli Stati Uniti. Al contrario, accordo bilaterale significa perseguire la dollarizzazione creando un trattato con gli Stati Uniti che specifichi le condizioni dell'accordo, come per esempio la condivisione delle entrate da signoraggio.

La dollarizzazione unilaterale ha il vantaggio di poter essere implementata immediatamente senza che un governo dovuto dedicare tempo a negoziati con il

governo degli Stati Uniti. D'altra parte, la dollarizzazione bilaterale può implicare un lungo e costoso periodo di negoziati con il governo degli Stati Uniti e la Federal Reserve. Tuttavia, la dollarizzazione unilaterale ha lo svantaggio della mancanza di un qualsiasi accordo formale con gli Stati Uniti. Un altro vantaggio molto importante di un trattato con il governo degli Stati Uniti o la Fed è che aumenta la credibilità della misura. La maggiore credibilità di una dollarizzazione bilaterale è la conseguenza del suo carattere più permanente di una dollarizzazione unilaterale. Mentre il ripristino della dollarizzazione unilaterale richiederebbe il cambiamento delle leggi, convincendo il pubblico a adottare la nuova valuta, la dollarizzazione bilaterale richiederebbe anche di cambiare qualsiasi accordo o trattato con gli Stati Uniti. (2)

2 Benefici e costi della dollarizzazione

2.1 introduzione

I benefici e i costi della dollarizzazione sono una conseguenza sia del carattere permanente della misura che della maggiore credibilità derivante dall'adozione di una moneta emessa da un'autorità monetaria affidabile.

È importante notare anche che l'importanza dei benefici e dei costi non sarà la stessa per tutti i paesi. La loro grandezza dipenderà dalle caratteristiche speciali di ciascun paese, nonché dalla loro relazione con gli Stati Uniti e altri paesi in dollari. Questa osservazione vale in particolare per i paesi che sono già parzialmente dollarizzati, in particolare per quest'ultimi, la dollarizzazione accrescerà i benefici associati alla riduzione della capacità dei governi di generare sorprese inflazionistiche e ridurrà i costi associati alla perdita dell'indipendenza della politica monetaria. L'entità dei benefici e dei costi dipenderà anche dal modo in cui è stata attuata la dollarizzazione. La credibilità e il carattere permanente della dollarizzazione variano a seconda che si tratti di una decisione unilaterale o del risultato di un trattato con gli Stati Uniti. Una maggiore credibilità e un carattere permanente aumenteranno principalmente i benefici associati alla riduzione della possibilità di incappare in sorprese inflazionistiche e la diminuzione dei costi associati alla perdita di indipendenza monetaria.

2.2 I vantaggi associati alla riduzione dei costi di transazione

La dollarizzazione implica l'eliminazione totale della valuta locale, che viene sostituita dal dollaro statunitense, e quindi il rischio di cambio è completamente eliminato a differenza di quanto accade con la semplice fissazione del tasso di cambio, dove vediamo una riduzione dei rischi di cambio associati alla volatilità dei tassi di cambio. Sebbene i rischi di cambio siano ridotti in un regime di cambio fisso, un certo rischio di cambio rimarrà sempre dovuto al fatto che il tasso di cambio fisso potrebbe essere abbandonato in futuro.

La dollarizzazione riduce anche i costi associati ai cambi, che si verificano quando le transazioni valutarie devono essere effettuate tra paesi diversi con valute diverse. Questi costi di conversione valutaria dipendono da fattori come la commissione che le banche addebitano per la conversione in valuta estera o i costi interni che sorgono quando le imprese devono mantenere dipartimenti di cambio separati. Di conseguenza, scompariranno solo nel caso dell'unione monetaria o della dollarizzazione, laddove non sia necessaria una conversione in valuta estera.

Sia l'eliminazione dei costi di rischio di cambio che dei costi di cambio, riducono i costi di transazione associati ai flussi commerciali e di investimento tra gli Stati Uniti e i paesi dollarizzati. Di conseguenza, la dollarizzazione potrebbe finire per aumentare i flussi commerciali e di investimento bilaterali a causa dei minori costi di transazione tra di loro.

L'importanza dei vantaggi della dollarizzazione dipenderà da tre caratteristiche principali. In primo luogo, la riduzione dei costi di transazione sarà più elevata quando la volatilità dei tassi di cambio sarà elevata. In secondo luogo, la riduzione dei costi di transazione sarà più elevata quando i costi di cambio associati alla conversione valutaria sono elevate. Infine, l'aumento dei flussi commerciali e di investimento sarà più elevato quando l'integrazione commerciale e finanziaria tra i paesi dollarizzati e gli Stati Uniti sarà elevata. (4)

2.3 I benefici associati all'ancoraggio a una valuta credibile

Per meglio comprendere i benefici da questo punto di vista si può fare un confronto tra regime di cambio fisso e dollarizzazione. Nel primo caso, l'uso discrezionale del tasso di cambio da parte dell'amministrazione locale, che può creare "sorprese" inflazionistiche, è notevolmente ridotto dall'adozione di un regime di cambio fisso. Ma l'adozione di un regime di cambio fisso non è un meccanismo automatico per generare credibilità. Gli operatori economici potrebbero ancora temere che il governo non sia in grado di mantenere il regime di cambio fisso. Di conseguenza, un regime di cambio fisso e a bassa credibilità non impedirà agli operatori economici di temere una svalutazione in futuro. Ci sono due condizioni che un regime di cambio fisso deve soddisfare per rassicurare gli operatori economici. In primo luogo, l'impegno a fissare il tasso di cambio deve essere una misura credibile. In secondo luogo, la valuta estera prescelta deve essere una moneta forte di un paese con una reputazione affidabile in relazione alla sua gestione della politica monetaria. A differenza dei cambi fissi, la dollarizzazione offre i massimi benefici che ci si può aspettare in

questo senso in quanto implica un impegno molto forte con una valuta molto affidabile. Inoltre, come analizzato nel paragrafo 1.2, una dollarizzazione bilaterale a carattere molto permanente avrà naturalmente effetti di credibilità maggiori rispetto ad una dollarizzazione unilaterale.

I principali benefici dovuti all' ancoraggio ad una valuta forte quindi sono:

- Il tasso di inflazione e la sua volatilità saranno ridotti. La dollarizzazione implica che il paese sta importando automaticamente la credibilità della politica monetaria dell'autorità monetaria degli Stati Uniti e quindi raggiungerà un tasso di inflazione più basso.
- Il tasso d'interesse reale e la sua volatilità saranno ridotti. La riduzione della capacità di utilizzare il tasso di cambio in modo discrezionale ridurrà il rischio di svalutazione e ridurrà così l'incertezza nel contesto economico.
- I paesi con una moneta debole e un mercato del credito denominato in valuta locale, con la dollarizzazione hanno la possibilità di approfondire il loro sistema finanziario in modo da diminuire la loro fragilità finanziaria. Per fragilità finanziaria si intende, in macroeconomia, la suscettibilità di un sistema finanziario a crisi finanziarie su larga scala causate da piccoli shock economici di routine. La fragilità finanziaria deriva dai portafogli collegati degli investitori, se gli investitori hanno collegato portafogli in modo tale che se un investitore ritira fondi l'investimento fallirà e anche l'altro investitore si assumerà una perdita, allora qualsiasi evento che induce gli investitori a cambiare il loro portafoglio potrebbe causare altre perdite. Se queste perdite

sono abbastanza grandi da indurre ulteriori cambiamenti di portafoglio, un piccolo cambiamento potrebbe avviare una reazione a catena di perdite. La fragilità appare quando le aziende o il governo vogliono finanziare i loro investimenti a lungo termine, che spesso sono ripagare in valuta locale, con un credito. In questo caso, possono finanziare i loro investimenti a lungo termine con prestiti locali a breve termine e ottenere periodicamente il rinnovo dei loro prestiti, o in alternativa finanziare i loro progetti, che spesso ripagano in valuta locale, con prestiti esteri a lungo termine. Queste possibilità genereranno certamente fragilità finanziaria, dove un improvviso declino della liquidità del sistema bancario o un'improvvisa svalutazione della valuta avranno gravi conseguenze per coloro che hanno un qualsiasi tipo di prestito.

I paesi più avvantaggiati dalla dollarizzazione saranno quindi quelli che, a seguito di autorità monetarie con una cattiva reputazione, hanno un tasso d'inflazione e un tasso d'interesse reali elevati e variabili, un'elevata volatilità del tasso di cambio reale e sistemi finanziari meno sviluppati. Questi vantaggi saranno più importanti anche per i paesi che sono già fortemente indebitati in dollari, ciò significa che i soggetti indebitati locali (società o governo) hanno una grande quota dei loro debiti in dollari statunitensi e quindi sono inclini alla fragilità finanziaria a causa del disallineamento della valuta. (4,5,6)

2.4 Costi associati alla perdita di indipendenza monetaria

Il costo principale associato all'attuazione di una dollarizzazione è la perdita dell'indipendenza della politica monetaria. Una politica monetaria indipendente fornisce tre vantaggi principali per un'economia. In primo luogo, una politica monetaria indipendente consente di isolare il tasso d'interesse interno dai tassi d'interesse esteri e di determinarne più liberamente il livello. Tale isolamento limiterebbe, ad esempio, l'effetto sul tasso d'interesse interno di uno shock monetario esterno che ha aumentato i tassi di interesse esteri. In secondo luogo, consente alle autorità monetarie di utilizzare la politica monetaria come strumento di gestione anticiclica della domanda aggregata. Questo strumento può essere utilizzato, ad esempio, per alleviare le fluttuazioni cicliche dell'economia che sorgono a causa del ciclo economico o degli shock alle ragioni di scambio. Il terzo vantaggio è che anche quando la politica monetaria non ha alcun effetto sulla domanda aggregata, una politica monetaria indipendente migliora la capacità delle autorità monetarie di influenzare o determinare il livello dei prezzi. In altre parole, le banche centrali possono sempre influenzare il tasso di inflazione utilizzando la stampa di moneta.

Uno dei maggiori rischi, è il fenomeno chiamato "deflazione del debito" e si verifica quando il livello nominale del debito e dei tassi di interesse rimangono invariati e la deflazione conduce ad un aumento dell'onere del debito reale. Ciò può portare a una spirale deflazionistica: l'aumento del debito reale provoca l'insolvenza di alcuni

debitori. Ciò porta a una riduzione della domanda aggregata e quindi a un'ulteriore riduzione dei prezzi. Ciò a sua volta porta a un reddito nominale ancora più basso, e quindi a un aumento ancora maggiore dell'onere del debito reale. Ciò porta a ulteriori fallimenti e così via e implica che anche le imprese efficienti possono soffrire di gravi problemi finanziari perché i loro prezzi e redditi diminuiscono nel contempo che i loro debiti non sono influenzati dall'aggiustamento deflazionistico.

La letteratura Optimal Currency Area (OCA) identifica diversi criteri che renderanno meno costosa la perdita di indipendenza monetaria per un paese. Sarà meno costoso se il ciclo economico del paese dollarizzato è altamente correlato con il ciclo economico degli Stati Uniti. I costi sono meno severi quando il paese dollarizzato ha un più alto grado di flessibilità salariale. In terzo luogo, sarà meno costoso se c'è un alto grado di mobilità del lavoro tra il paese dollarizzato e gli Stati Uniti. In quarto luogo, i costi saranno meno critici quando ci saranno sistemi di trasferimento tra i paesi, che possono essere utilizzati come fattori stabilizzanti. Infine, la perdita di indipendenza monetaria sarà meno costosa se l'economia sarà altamente aperta, dove la politica monetaria è meno efficace e le svalutazioni spesso causano un aumento dell'inflazione. Tuttavia, la letteratura tradizionale dell'OCA non dice nulla sulle questioni finanziarie. Al fine di valutare i costi reali della perdita dell'indipendenza monetaria e la determinazione del livello dei tassi di cambio, è importante tener conto delle questioni finanziarie, come l'attuale dollarizzazione parziale e più specificamente l'esistenza di un debito denominato in dollari. (1,7,8)

3. Problemi di implementazione

3.1 introduzione

In questa sezione, vengono discussi alcuni problemi che sorgono quando un paese decide di implementare la dollarizzazione. I due principali problemi sono la perdita della capacità di riscuotere le entrate da signoraggio e la capacità della banca centrale di fungere da prestatore di ultima istanza. Queste due situazioni vengono considerate come problemi di implementazione e non come costi perché la loro caratterizzazione come costi dipende dalle caratteristiche del trattato tra USA e il paese dollarizzato.

3.2 Le entrate da signoraggio

Le entrate da signoraggio sono le entrate che un governo guadagna perché ha il monopolio di creare denaro. Di solito la banca centrale del paese è incaricata di regolamentare la creazione di moneta. Le entrate da signoraggio sono una conseguenza delle caratteristiche specifiche degli elementi che compongono il suo bilancio. Le sue passività sono generalmente composte dalle riserve, che sono i depositi che gli intermediari finanziari detengono nella banca centrale, e dalla base monetaria, o stock di moneta. In genere, nessuno di questi paga interessi.

Al contrario, il lato attivo del bilancio è composto da attività fruttifere, come i titoli di Stato denominati sia in valuta locale che estera. Chiaramente, la banca centrale realizza un profitto in quanto le passività non pagano interessi e le attività guadagnano interessi. Questo profitto è la misura del costo opportunità delle entrate

da signoraggio. È chiaro che quando un paese decide di dollarizzare la propria economia, perde la sua capacità di riscuotere entrate da signoraggio, che ora viene riscossa dall'autorità monetaria degli Stati Uniti. Per valutare se questa perdita di capacità di riscossione sia un costo o meno per il paese in dollarizzazione, il modo in cui il paese adotta la dollarizzazione diventa di importanza centrale.

Sotto la dollarizzazione unilaterale, il governo degli Stati Uniti non condividerà queste entrate con il paese dollarizzato. Di conseguenza, dovrebbe essere considerato un costo per il paese in cui si è fatto il dollaro. Tuttavia, la situazione può essere diversa se la dollarizzazione viene soddisfatta da un accordo bilaterale in cui l'autorità monetaria degli Stati Uniti accetta di condividere le entrate da signoraggio perse con il paese dollarizzato. Il trattato tra i paesi dovrà quindi affrontare la questione e dovranno essere stabilite adeguate regole di condivisione del signoraggio. Tuttavia, prima di progettare possibili regole di condivisione, sarebbe importante determinare l'importo delle entrate da signoraggio del paese. Per semplicità, le entrate da signoraggio perse sono generalmente stimate come entrate da tassi di interesse sulle attuali partecipazioni obbligazionarie da parte della banca centrale, che sostengono la circolazione monetaria. Questo concetto non tiene conto della crescita della base monetaria nel tempo, a causa dell'inflazione e della crescita della produzione, e quindi sottovaluterà le entrate da signoraggio.

I due seguenti accordi di condivisione cercano di superare questa limitazione. La regola più accurata sarà monitorare i flussi di dollari da e verso il paese in dollari e determinare periodicamente lo stock effettivo di dollari nel paese. Questo importo di

dollari può quindi essere utilizzato per stimare la corretta perdita di entrate da signoraggio. Sebbene questo metodo sia il più preciso ed equo, richiede un sistema di monitoraggio molto complicato, che possa mettere in dubbio la sua accuratezza e causare conflitti tra i paesi. La quarta regola di condivisione è molto più pratica dell'alternativa di cui sopra, ma anche meno accurata. Invece di monitorare regolarmente lo stock di dollari nell'economia, è possibile impostare una formula fissa per determinare questo valore e stimare le entrate da signoraggio. Le possibili variabili da utilizzare nella formula potrebbero essere, tra l'altro, la crescita del PIL, la crescita della popolazione, il tasso di interesse, il tasso di inflazione e/o altre variabili finanziarie. Il problema di questa alternativa è costruire una formula equa che incorpori accuratamente le fluttuazioni della domanda di moneta. (9,8)

3.3 Il prestatore di ultima istanza

Una delle diverse funzioni di cui dispone una banca centrale è quella di prestatore di ultima istanza per le banche del sistema finanziario. Ci sono diversi scopi per cui le banche utilizzano la funzione di prestito di ultima istanza. In generale, le banche sono tenute a detenere una frazione legalmente specificata dei depositi dei loro clienti come cassaforte o depositi con la banca centrale. Se a causa di problemi di liquidità, una banca non soddisfa il livello dei requisiti di riserva, una delle alternative è prendere in prestito dall'autorità monetaria. Questi prestiti da parte della banca centrale equivalgono a una temporanea diminuzione dell'fabbisogno di riserva e di solito sono un'operazione normale tra banche. Tuttavia, questo problema di liquidità

potrebbe non essere dovuto a un problema temporaneo, ma a causa di una crisi bancaria.

Se i depositanti ritirassero tutti i loro depositi da una determinata banca, la banca potrebbe finire senza risorse sufficienti per mantenere le sue promesse. Questa possibilità è una conseguenza della mancata corrispondenza temporale tra le attività e le passività di una banca. Le “corse agli sportelli” non influiscono necessariamente sulle banche gestite male, anche le banche solvibili possono essere soggette a fenomeni di questo genere. Inoltre, una corsa agli sportelli bancari che interessa una determinata banca può estendersi ad altre banche e può finire per influenzare l'intero sistema finanziario. Pertanto, le banche centrali sono generalmente disposte ad agire come prestatori di ultima istanza al fine di evitare gli effetti deleteri di questi fenomeni sulla produzione e sull'occupazione.

A volte questa funzione di prestatore di ultima istanza è esercitata dalle banche centrali attraverso la creazione di nuova moneta, vale a dire utilizzando il loro monopolio della stampa monetaria. Di conseguenza, quando un paese dollarizza la sua economia, la capacità di una banca centrale di agire come prestatore di ultima istanza è limitata dalla perdita della sua capacità di stampare moneta. Tuttavia, anche se è vero che la banca centrale non sarà più in grado di stampare moneta, non smarrirà completamente la capacità di agire come prestatore di ultima istanza. Esistono diversi modi alternativi in cui una banca centrale può continuare a fornire sostegno alla liquidità delle banche locali. Di conseguenza, il fatto che la dollarizzazione implichi la perdita della capacità di stampare moneta non dovrebbe

essere un motivo sufficiente per considerare che un paese ha perso la funzione di prestatore di ultima istanza. Importante è che il paese abbia la capacità politica e finanziaria di creare modi alternativi per garantire la funzione di prestatore di ultima istanza. La prima alternativa per assicurarsi la funzione di prestatore di ultima istanza sarebbe quella di adottare una dollarizzazione bilaterale e includere nel trattato una clausola che consenta alle banche locali di avere accesso alla finestra di sconto della Fed. Questa alternativa richiederà quindi una vasta cooperazione e coordinamento tra la Fed e la banca centrale del paese. Un'altra alternativa è quella di creare un fondo di stabilizzazione che potrebbe essere utilizzato dalla banca centrale per svolgere funzioni di prestatore di ultima istanza. Tuttavia, questa alternativa sarà a portata di mano solo per i paesi che hanno riserve sufficienti per istituire il Fondo. Una terza alternativa è quella che suggerisce che la banca centrale dovrebbe organizzare linee di credito con banche private internazionali o anche con le autorità statunitensi da utilizzare in caso di crisi bancarie. Attraverso questa possibilità, la banca centrale pagherebbe una certa commissione 19 a queste banche internazionali a condizione che, in caso di crisi bancaria, siano obbligate ad acquistare una certa quantità di titoli di Stato. Questo tipo di strutture può anche essere organizzato utilizzando il flusso di entrate da signoraggio come garanzia. Ciò dipenderà naturalmente dal modo in cui l'accordo di condivisione del signoraggio è stato istituito nel trattato bilaterale.

(10,11)

4 Storia economica argentina

Dopo aver approfondito il tema della dollarizzazione e alcuni degli aspetti più importanti relativi a questo argomento, in questa sezione andiamo a prendere in considerazione la storia economica argentina.

4.1 Storia economica fino al 1989

La storia economica argentina è caratterizzata da un grande sviluppo nella prima metà del XX secolo, seguito da un forte declino nella seconda metà del Novecento caratterizzato da numerosi default e enormi oscillazioni dei tassi di inflazione.

L'Argentina ha vissuto un periodo di sviluppo tra il 1860 e il 1930 caratterizzato dallo sfruttamento del potenziale agricolo dovuto al fertile territorio della Pampa. Grazie a questa situazione nei primi anni del Novecento l'Argentina era tra i primi paesi al mondo per PIL pro capite. Dagli anni 30 in poi, la crisi economica si è presentata in argentina, questo cambiamento è imputabile principalmente all'instabilità politica. Nonostante questo periodo di recesso, gli anni Trenta, si sono conclusi con il paese che aveva il PIL pro capite superiore a quello di molti altri stati ad esempio come l'Italia. I governi che si succedettero dagli anni Trenta fino al 1976 furono caratterizzati da politiche di lotta alle importazioni con l'obiettivo di stimolare lo sviluppo industriale, ma ebbero per lo più il risultato di distogliere risorse dal settore agricolo. Queste condizioni, unite ad un enorme spesa pubblica, l'eccessivo incremento dei salari e una produzione inefficiente, causarono

un'inflazione galoppante che aumentò per tutti gli anni 80. Si arrivò nel 1989 con un livello di debito pubblico equivalente al 75% del PIL. (12)

4.2 il governo Menem

Nel 1989 venne eletto il nuovo presidente argentino Carlos Saul Menem e il suo ministro dell'economia Domingo Cavallo. Il loro governo fu caratterizzato politica era di tipo liberista ed ebbe molto successo. Il paese crebbe straordinariamente dal punto di vista economico, con tassi più alti rispetto a tutte le altre economie sudamericane. I due politici sembrarono aver fatto superare al paese il precedente periodo di instabilità grazie alle loro riforme mirate alla risoluzione del deficit di bilancio, dell'inflazione non controllata e dei bassi tassi di investimento esteri.

In questi anni la politica portata avanti dal governo ha avuto come fini principali la riduzione dell'inflazione, la privatizzazione dell'industria e la rimozione delle barriere commerciali. Per fare ciò, il presidente si ispirò ai "Washington consensus", l'insieme di politiche economiche condivise in particolare dalla Banca Mondiale, Fondo Monetario Internazionale e Dipartimento del Tesoro degli Stati Uniti. Queste politiche erano volte a ricreare, all'interno delle economie meno industrializzate, le condizioni favorevoli per ottenere nel breve termine stabilità e crescita economica.

La misura più famosa del governo Menem fu la "ley de convertibilidad" del 1991, che istituiva un sistema a cambio fisso fra peso e dollaro statunitense, con rapporto di valore 1 a 1. La legge, che di fatto limitava la politica monetaria Argentina, contribuì a stabilizzare l'inflazione. Negli anni '80 superiore al 600 % annuo. Il sistema a cambio fisso introdotto dalla legge sulla convertibilità, elaborato dal ministro

dell'Economia del governo Menem, Domingo Cavallo, impediva alla BCRA, la Banca Centrale Argentina, di attuare politiche monetarie espansive. Infatti, la quantità di pesos immessa nel mercato doveva essere corrisposta da una pari quantità di dollari statunitensi posseduti da Buenos Aires. Così, il nuovo sistema eliminava le aspettative d'inflazione, in quanto rendeva impossibile stampare denaro per finanziare il deficit di bilancio del Paese. La legge sulla convertibilità ebbe immediato successo nel ridurre l'inflazione, che scese al 2,9 % mensile dal 27 % di gennaio 1991. Nei dieci anni successivi, resterà quasi sempre intorno allo 0,5 %. La “ley de convertibilidad”, rappresenta tuttora la misura antinflazionistica più efficace della storia argentina. Tutto questo però aveva un prezzo, sia dal punto di vista economico, il governo aveva infatti volontariamente deciso di privarsi della capacità di controllare la politica monetaria, sia dal punto di vista sociale, infatti i tassi di disoccupazione sono aumentati notevolmente. La parità della moneta locale con il dollaro scoraggiò la competitività dell'industria argentina, favorendo l'ingresso delle importazioni a scapito della produzione locale e generando i più alti tassi di disoccupazione della storia. (13,14)

4.3 Ley de Emergencia Economica

Dopo l'introduzione della legge di convertibilità, Menem e Cavallo si dovettero concentrare sul sistema finanziario e sui mercati. Il primo rappresentava, per via della sua inefficienza e della sua organizzazione, una delle cause per le quali il paese non era mai riuscito a diventare un vero protagonista a livello mondiale. L'inefficienza di questo settore era comune alla quasi totalità dei paesi sudamericani, che nei primi

anni Novanta erano tutti intenti ad attuare riforme su questa materia. L'Argentina in particolare doveva risolvere gravi problemi, quali: il basso indice di sviluppo, alti tassi d'inflazione che impedivano ai privati di depositare somme di denaro presso le banche (e che quindi limitava importanti investimenti da parte di queste ultime) e l'assenza di una vera regolamentazione prudenziale del sistema bancario. Il governo argentino attuò dunque una riforma finanziaria che si fondava su tre punti cardine: la liberalizzazione completa dei mercati finanziari, l'introduzione di nuovi procedimenti di supervisione bancaria e regolamentazione prudenziale e la concessione di facilitazioni per la nascita di nuovi istituti bancari. Questa riforma fu oggetto di feroci critiche a causa degli ambiziosi obiettivi che essa si poneva. Altre critiche riguardavano la coesistenza (impossibile per alcuni) di questa riforma con la "ley de convertibilidad" che, come visto in precedenza, fissava la parità tra dollaro e peso. La storia economica insegna che un forte grado di liberalizzazione dei mercati dei capitali aumenta in modo significativo il rischio di contagio internazionale. E per questo motivo che la rigidità delle regole previste da Cavallo in materia monetaria sembravano costituire, già all'epoca, una trappola in grado di innescare una disastrosa crisi valutaria (cosa che effettivamente avvenne a partire dal dicembre 2001). (15)

4.4 Da una decade di crescita alla crisi

L'economia argentina crebbe stabilmente tra il 1991 e il 1997, in seguito all'implementazione di queste riforme, solamente nel 1995 non ci fu una crescita a causa degli effetti della crisi del peso messicano. Nel 1996 la produzione argentina si riprese nonostante la battuta di arresto nell'anno precedente e questo fece aumentare

la fiducia nelle politiche del governo e nella stabilità del sistema economico argentino. Nonostante questo periodo di crescita il sistema economico argentino stava per andare in contro ad una profonda crisi. Nel 1997 il ministro dell'economia Cavallo, propose di disancorare il peso dal dollaro, ma questa proposta venne respinta per via della vicinanza al periodo elettorale. Il paese dovette alzare i tassi di interesse che prometteva agli investitori privati perché il crollo di un'economia apparentemente solida e sana come quella messicana, aveva aumentato l'incertezza degli investitori internazionali nei confronti di qualsiasi operazioni in America Latina. Conseguentemente, per garantirsi i necessari flussi di investimenti, il governo argentino e addirittura gli stati federali argentini emisero bond a tassi sempre maggiori. A causa di ciò il debito pubblico argentino iniziò ad assumere dimensioni preoccupanti. A chi sottolineava questa anomalia macroeconomica il governo rispondeva che se l'economia avesse continuato a crescere, così come aveva fatto nei quasi dieci anni precedenti, il paese non avrebbe avuto difficoltà a restituire i prestiti ricevuti con gli interessi. Il cambiamento dello scenario economico internazionale, ora sfavorevole alle esportazioni argentine e la crisi del Brasile del 1999, primo partner commerciale dell'Argentina, furono un duro colpo per l'export del paese. Contemporaneamente l'apprezzamento continuo del dollaro statunitense, che trascinava con se a causa delle Ley de Convertibilidad il valore del peso, mise ulteriormente fuori mercato le esportazioni argentine. (17)

4.5 2002

Nel 2001 oltre alla fuga di capitali dovuta alla perdita di fiducia da parte degli investitori, anche i risparmiatori iniziarono a ritirare il denaro dai propri conti correnti dando il via ad una corsa agli sportelli che venne combattuta con una serie di misure, chiamate corralito, che non permettevano ai risparmiatori di ritirare denaro se non per piccole somme. A fine 2001, il governo guidato da Adolfo Rodríguez Saà, vista l'impossibilità di ripagare il debito, dichiarò lo stato di default sulla maggior parte del debito pubblico, per una quantità pari a 132 miliardi di dollari. In più il governo propose un metodo per preservare il regime di convertibilità che prese il nome di "Terza Valuta" che prevedeva l'introduzione dell' argentino come valuta legale. Si sperava che la conservazione della convertibilità ristabilisse la fiducia popolare, mentre la natura non convertibile di questa valuta avrebbe permesso di attuare misure di flessibilità fiscale (impensabili con il peso) che avrebbero contrastato la devastante recessione economica.

Durante il gennaio del 2002 la parità 1 a 1 dollaro-peso venne abbandonata. In pochi giorni il peso perse gran parte del proprio valore nel mercato non regolamentato. Un tasso di scambio provvisorio ufficiale fu fissato a 1,4 pesos per dollaro.

Venne introdotta anche la pesificacion ("pesificazione"), che prevedeva la conversione in pesos di tutti i conti correnti denominati in dollari. In seguito, il tasso di cambio fu lasciato fluttuare liberamente, portando ad un grande deprezzamento del peso, ciò spinse l'inflazione.

Durante il 2002, la disoccupazione continuò a peggiorare, il vecchio tasso di cambio 1 a 1 era schizzato a quasi 4 pesos per dollaro e l'inflazione era aumentata di quasi l'80% rispetto al momento della svalutazione. La qualità della vita dell'argentino medio si era abbassata di conseguenza; molte imprese chiusero o fallirono, molti prodotti importati divennero praticamente inaccessibili ed i salari furono lasciati così com'erano prima della crisi. (16,17)

5. Conseguenze della dollarizzazione per l'Argentina

In questo paragrafo andrò a presentare le conseguenze della dollarizzazione per l'Argentina partendo dai benefici e i costi presentati teoricamente nel paragrafo 2.

5.1 I vantaggi associati alla riduzione dei costi di transazione

Uno dei vantaggi della dollarizzazione, è che riduce i costi di transazione che possono finire per aumentare i flussi commerciali e di investimento bilaterali tra gli Stati Uniti e i paesi dollarizzati. I benefici della dollarizzazione saranno maggiori quando i costi di cambio e i costi del rischio di cambio sono elevati perché sono i due fattori che determinano la riduzione dei costi di transazione. Questi benefici saranno anche più elevati se vi è un'elevata integrazione commerciale e finanziaria. Nel caso dell'Argentina l'integrazione con gli Stati Uniti è importante, di conseguenza, i flussi di investimento statunitensi hanno tratto i massimi benefici dalla riduzione dei costi di transazione.

Per quanto riguarda il costo dei cambi, la dollarizzazione comporta una riduzione minima o irrilevante dei costi di cambio per le società che investono in Argentina e/o le imprese argentine che commerciano con gli Stati Uniti. Una delle ragioni di questo fenomeno è che la legge sulla convertibilità garantisce che un dollaro USA sia convertito in un peso o viceversa. Di conseguenza nessuna commissione per la conversione di dollari USA in pesos o viceversa viene addebitata dalle banche. Il motivo è che la relazione tra il dollaro USA e il peso è 1: 1 e quindi non è difficile fare calcoli tra le valute. Inoltre, data la storia dell'alta inflazione dell'Argentina, la

maggior parte delle aziende argentine sono abituate a lavorare sia con dollari USA che con pesos.

Per quanto riguarda il costo del rischio di cambio, il tasso di cambio tra il peso e il dollaro USA è stato fissato con successo per quasi 10 anni a una parità di 1: 1, cioè la volatilità del tasso di cambio è stata nulla. Inoltre, il fatto che avere conti bancari e debiti denominati in dollari sia completamente legale e che il dollaro USA sia comunemente usato come mezzo di pagamento, consente a molte aziende di avere gran parte delle loro attività e passività in dollari USA, cioè una sorta di "copertura" senza costi. Di conseguenza, i costi del rischio di cambio per le società che investono in Argentina e/o le imprese argentine che commerciano con gli Stati Uniti dovrebbero essere nulli o vicini allo zero. (8)

5.2 Benefici associati all'ancoraggio a una valuta credibile

È stato notato nel paragrafo 2 che il secondo gruppo di benefici della dollarizzazione è legato alla riduzione della capacità del governo di utilizzare il tasso di cambio in modo discrezionale. È stato anche sottolineato che questi benefici saranno anche più importanti per i paesi che sono altamente responsabilizzati e hanno implementato la dollarizzazione attraverso un accordo bilaterale. Pertanto, quando si analizza il caso dell'Argentina, si dovrebbe tenere presente che il regime di convertibilità è un regime di cambio fisso molto affidabile che è in vigore dal 1991 e che è riuscito, con successo, a sopravvivere a diverse gravi crisi valutarie. Uno dei vantaggi che il regime di convertibilità ha già realizzato, è la riduzione del tasso di inflazione e della sua volatilità, il tasso di inflazione è in calo dal 1991 ed è stato mantenuto al di sotto

del 2% dal 1995. Pertanto, la dollarizzazione non ha alcun beneficio in questo senso per l'Argentina.

Il principale beneficio per l'Argentina, è quello legato alla riduzione del tasso di interesse reale e alla sua volatilità. Se l'economia è dollarizzata, il rischio di svalutazione scompare, la volatilità dei tassi di interesse reali si riduce e il livello dei tassi di interesse diminuisce. A sua volta, la riduzione del rischio di svalutazione abbasserà ulteriormente il livello dei tassi di interesse reali.

Un altro vantaggio derivante dall'ancorare il tasso di cambio al dollaro USA attraverso la dollarizzazione è la riduzione della fragilità finanziaria nei paesi che, come l'Argentina, si presentavano con una valuta debole e un mercato del credito denominato in valuta locale a medio-lungo termine scarso o inesistente. Questa fragilità finanziaria è causata da disallineamenti valutari e disallineamenti delle scadenze in relazione rispettivamente a un tasso di cambio reale volatile e a un tasso di interesse reale volatile. Per questo motivo, le imprese private e il governo, di solito soffrono sia di disallineamenti delle scadenze che di disallineamenti valutari quando prendono prestiti in Argentina.

5.3 Costi associati alla perdita di indipendenza monetaria

È chiaro che la dollarizzazione non è una misura senza costi e implica la perdita totale dell'indipendenza della politica monetaria nel breve e nel lungo periodo. La dollarizzazione rende più difficile l'isolamento del tasso di interesse interno a quelli esterni. Limita inoltre la capacità della banca centrale di gestire la domanda aggregata e impedisce alle autorità monetarie di influenzare il livello dei prezzi. Il costo

aggiuntivo della dollarizzazione per l'Argentina è stato il costo di perdere una futura "opzione di uscita".

6. Conclusione

Durante lo svolgimento di questa tesi, ho cercato di raggruppare e spiegare le principali caratteristiche della dollarizzazione. Dopo questa caratterizzazione teorica, ho presentato l'interessante storia economica argentina fino al suo default nel 2002. Avendo una rappresentazione di quelle che sono state le operazioni di politica economica e gli avvenimenti che hanno portato alla crisi economica argentina, sono arrivato ad elencare quelle che sono state le conseguenze della dollarizzazione in questo caso specifico.

La riduzione dei costi di transazione ha portato a benefici quali l'aumento degli investimenti e dei flussi commerciali tra gli USA e l'Argentina. Ciò è dovuto alle questioni relative al costo dei cambi e al costo del rischio di cambio elencate nel paragrafo 5.1.

L'ancoraggio a una valuta credibile ha portato a benefici legati alla riduzione della capacità del governo di utilizzare il tasso di cambio in modo discrezionale e alla riduzione della fragilità finanziaria.

Tra i punti a sfavore della dollarizzazione ci sono alcuni costi che l'Argentina ha dovuto sostenere. I principali costi sono: la perdita totale dell'indipendenza della politica monetaria nel breve e nel lungo periodo, la limitazione della capacità della banca centrale di gestire la domanda aggregata, l'impossibilità per le autorità monetarie di influenzare il livello dei prezzi e la perdita dell'"opzione di uscita".

Fonti

1. Calvo, 1999, "On Dollarization"
2. Bogetic, 1999, "Official or 'Full' Dollarization: Recent Issues and Experiences"
3. Treccani Dizionario di Economia e Finanza, 2012
4. Stein et al., 1999, "Evaluando la Dolarizacion: Una Aplicacion a Paises de America Central y del Caribe"
5. De Grauwe, 1994, "The Economics of Monetary Integration"
6. Lagunoff, Roger; Stacey Schreft (2001). "A Model of Financial Fragility"
7. Irving Fisher, The Debt-Deflation Theory of Great Depressions, 1993
8. Dollarization By ALBERTO ALESINA AND ROBERT J. BARRO
9. Gros, 1993, "Seigniorage and EMU: The Fiscal Implications of Price Stability and Financial Market Integration"
10. Testo di Macroeconomia Mc Graw Hill
11. Fischer, 1999, "On the Need for an International Lender of Last Resort"
12. Argentina's Economic Crisis: An "Absence of Capitalism", By Ana Eiras and Brett Schaefer, 19 aprile 2001
13. Startingfinance, La terribile crisi argentina del 2001
14. Britannica.com, S.R.Hurt
15. Mutone 2009, testi accademici luiss business school
16. Il Federalista, Il processo di dollarizzazione in America latina e la crisi del mensusur
17. Michele Lucernoni, Gli anni '90 in Argentina. Tra crescita economica, neoliberismo e default