



**UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA**  
**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI**  
**"M.FANNO"**

**CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA**

**PROVA FINALE**

**"L'EFFETTO DEGLI IDE SULLO SVILUPPO ECONOMICO DEI PAESI  
DESTINATARI: IL RUOLO DEL MERCATO FINANZIARIO"**

**RELATORE:**

**CH.MO PROF. ANTONIETTI ROBERTO**

**LAUREANDO: FERREMI ETTORE**

**MATRICOLA N. 1115751**

**ANNO ACCADEMICO 2017 – 2018**

# INDICE

Introduzione .....	1
1 Gli investimenti diretti esteri.....	3
1.1 Condizioni locali ed effetti eterogenei degli IDE .....	3
1.2 Mercato finanziario: effetto sugli IDE e sui flussi di capitale.....	5
1.3 Mercato finanziario ed effetti macroeconomici degli IDE.....	6
1.4 Mercato finanziario ed effetti microeconomici degli IDE.....	9
2 IDE, crescita e sviluppo finanziario: analisi descrittiva .....	13
2.1 Flussi in entrata degli IDE .....	13
2.2 Flussi reali in entrata degli IDE .....	15
2.3 Capitalization of listed domestic companies .....	17
2.4 Stocks traded .....	20
2.5 Broad Money .....	23
3 Analisi empirica .....	25
3.1 Variabili.....	25
3.2 Analisi empirica .....	27
3.3 Implicazioni di policy .....	31
Conclusioni .....	33
Bibliografia.....	34
Sitografia.....	36

## **Introduzione**

Tra il XX e il XXI secolo la letteratura economica ha ampiamente studiato uno dei fenomeni economici più importanti di questo periodo: la globalizzazione. Uno degli aspetti più importanti e dibattuti del fenomeno della globalizzazione è il ruolo rivestito dagli investimenti diretti esteri nella crescita economica dei paesi che li ricevono; in particolare, poiché dagli anni '80 tali investimenti hanno prevalentemente interessato i paesi in via di sviluppo, gli studi economici sugli IDE si sono interrogati sull'effetto che queste forme di investimento hanno sul tasso di crescita economica delle economie emergenti.

Gli studi economici hanno dimostrato come gli IDE abbiano un potenziale effetto positivo sul tasso di crescita economica dei paesi che li ricevono, ma tale potenziale può tradursi in effetti concreti solo in presenza di un contesto economico, politico e socio-culturale favorevole; relativamente al contesto economico, il nostro lavoro si ispira agli studi di Laura Alfaro sul ruolo che il mercato finanziario di un paese gioca nel favorire gli effetti positivi degli IDE sulla crescita economica. Gli studi di Alfaro, condotti tra gli anni '90 e 2000, hanno dimostrato come lo sviluppo di un mercato finanziario, in termini di efficienza e dimensione, favorisca gli effetti benefici degli IDE sulla crescita economica del paese che li riceve.

Il nostro lavoro ha lo scopo di verificare se il mercato finanziario assume o meno un ruolo significativo nell'aiutare gli IDE ad esprimere il loro potenziale sulla crescita economica dei paesi in via di sviluppo; in altri termini, vogliamo verificare se il contesto finanziario con il quale gli IDE interagiscono è determinante affinché gli IDE possano contribuire alla crescita economica dei paesi emergenti.

Nel primo capitolo vengono passati in rassegna i maggiori risultati della letteratura economica sul ruolo degli IDE nella crescita economica dei paesi che li ricevono; gli effetti degli IDE a livello macroeconomico e microeconomico, ampiamente approfonditi da numerosi studi empirici, vengono osservati valutando in che modo le condizioni del settore finanziario possano favorirli o meno. Dallo studio di Alfaro sull'influenza che ha il mercato finanziario locale sugli effetti degli IDE sulla crescita economica di un paese, passiamo al rapporto tra il tessuto industriale locale e le imprese straniere, soffermandoci sulle modalità con le quali lo sviluppo del settore finanziario può aiutare le imprese locali a trarre vantaggio, in termini di innovatività e produttività, dai rapporti commerciali con le imprese straniere.

Nel secondo capitolo vengono descritte le variabili d'interesse utilizzate nel nostro studio econometrico per verificare l'effetto che l'interazione tra gli IDE e il mercato finanziario ha sul tasso di crescita economica del paese che li riceve. Prendendo le mosse dagli studi di Alfaro, abbiamo raccolto i dati sui flussi di IDE e su tre variabili che approssimano il livello di sviluppo di un mercato finanziario: il livello di capitalizzazione delle imprese locali nel mercato mobiliare, il volume di affari degli scambi azionari e l'offerta di moneta nazionale. Il campione utilizzato nella nostra ricerca riguarda 32 paesi in via di sviluppo, per un periodo che va dal 1995 al 2013.

Nel terzo capitolo viene spiegato il modello econometrico utilizzato e i risultati ottenuti; attraverso il modello dei minimi quadrati ordinari (OLS), abbiamo realizzato tre funzioni di regressione al fine di verificare inizialmente l'effetto individuale dello sviluppo del mercato finanziario e degli IDE sul tasso di crescita del GDP pro capite, per poi confrontare questi risultati con l'effetto della loro interazione. Dalle stime ottenute confermiamo i risultati di Alfaro in quanto, mentre gli effetti delle singole variabili sulla crescita economica risultano statisticamente non significativi o negativi, quello dell'interazione delle due variabili risulta determinante per la crescita economica. Dai

risultati ottenuti dall'inferenza statistica abbiamo infine valutato le implicazioni politiche, ossia quali politiche adottare e quali riforme realizzare in ambito finanziario affinché gli IDE possano contribuire alla crescita economica di un paese.

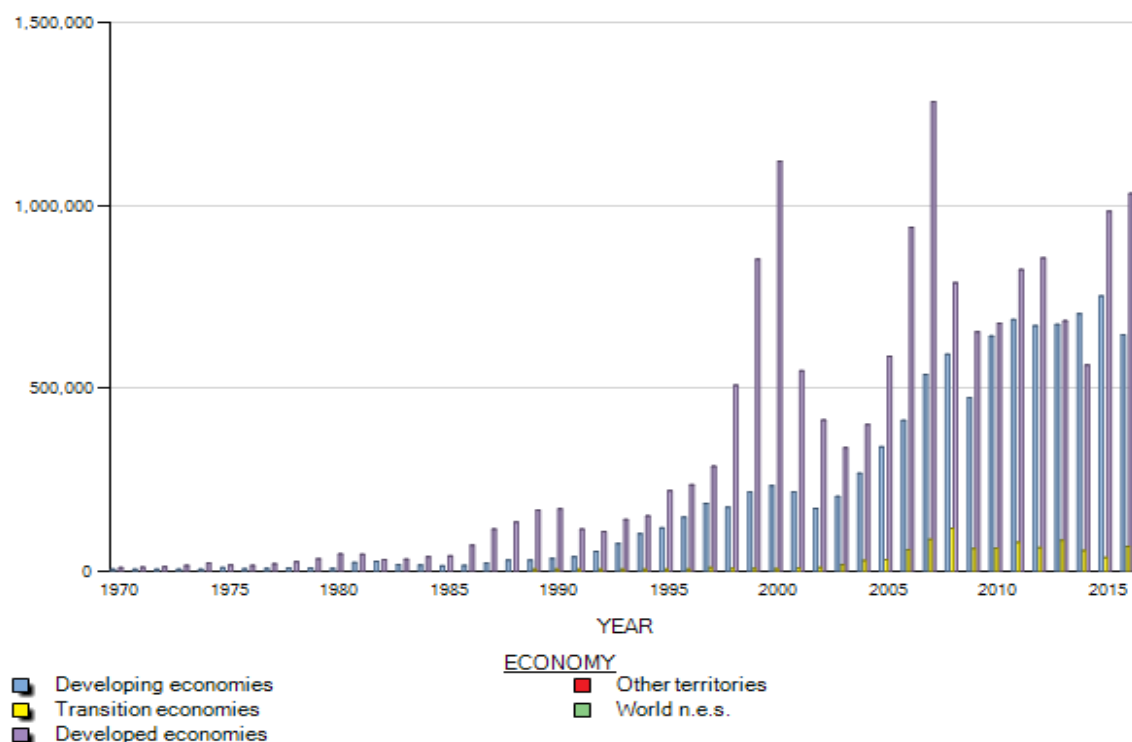
# 1 Gli investimenti diretti esteri

## 1.1 Condizioni locali ed effetti eterogenei degli IDE

Dagli anni novanta si assiste ad un considerevole aumento dei flussi di capitale internazionali. Si verifica, in particolare, un significativo cambiamento della loro composizione: il ruolo degli investimenti diretti esteri (IDE) cresce sensibilmente, soprattutto per quanto riguarda i flussi di capitale diretti verso i paesi in via di sviluppo.

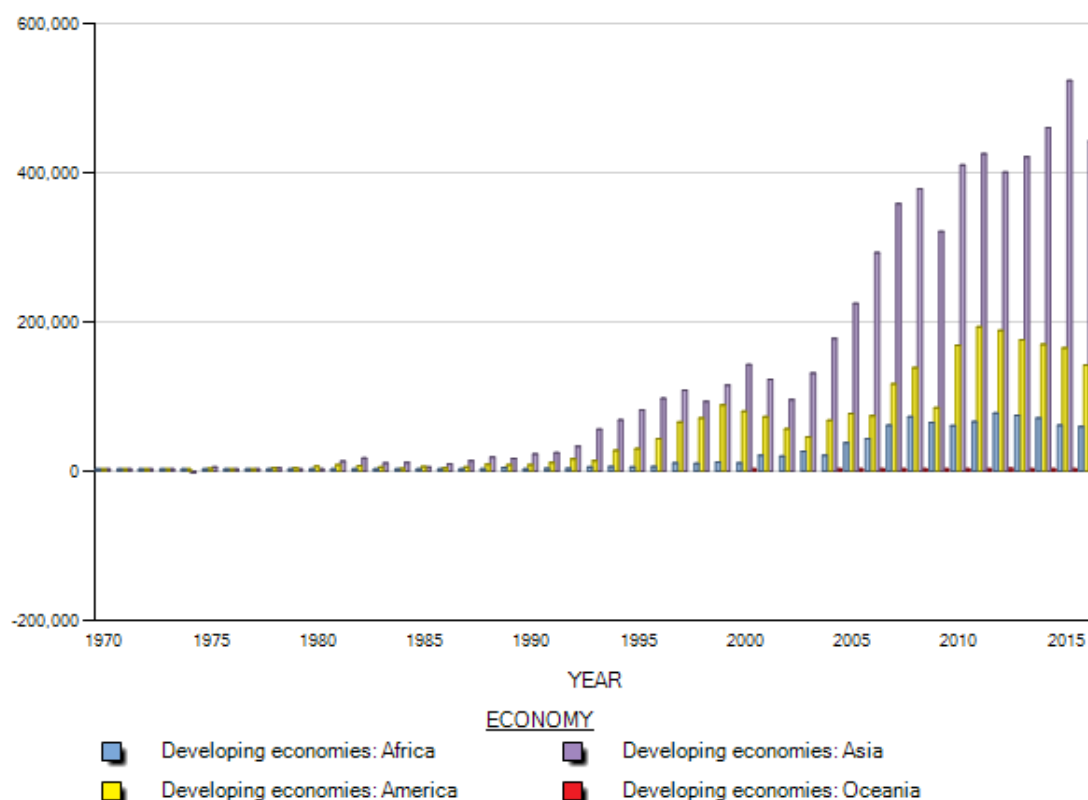
In seguito alla crisi del debito del terzo mondo degli anni ottanta e, più recentemente, alla crisi finanziaria, iniziata nel 1997, che ha colpito le economie emergenti dell'Asia orientale, i paesi in via di sviluppo hanno adottato politiche e riforme finalizzate ad attrarre IDE. Tali politiche hanno trovato il supporto delle istituzioni politiche ed economiche internazionali, le quali riconoscevano gli enormi benefici potenziali dei flussi di capitale internazionali per l'economia dei paesi che li ricevevano. Secondo le stime dell'UNCTAD, la quota di investimenti destinati ai paesi emergenti sui flussi mondiali di IDE è progressivamente aumentata, raggiungendo quella dei paesi avanzati nel 2010-11. In particolare, gli investimenti esteri in Cina e a Hong Kong hanno assorbito circa un terzo dei flussi complessivi destinati ai paesi emergenti durante il decennio 2001-11. Tra il 1990 e il 2012, lo stock di IDE a livello mondiale è decuplicato, crescendo a un ritmo superiore a quello sia del prodotto sia del commercio mondiali. Le consistenze complessive di IDE nel 2012 ammontavano ad oltre il 30% del PIL, da meno del 10% all'inizio degli anni '90.

Figura 1. Flussi annuali di IDE a livello mondiale, 1970-2015



Fonte: UNCTAD

Figura 2. IDE: flussi annuali in entrata nei paesi in via di sviluppo, 1970-2015



Fonte: UNCTAD

L'ingresso di IDE ha effetti positivi sullo sviluppo dell'economia che li riceve, aumentando la disponibilità di fattori produttivi, in particolare di capitale; ma il capitale non rappresenta l'unico canale attraverso il quale gli IDE impattano positivamente sull'economia locale e la produttività delle imprese. A livello macroeconomico gli IDE espandono la frontiera tecnologica, determinando la nascita di nuovi settori economici e diversificando le esportazioni; inoltre, essendo destinati ad investimenti di lungo periodo, riducono la volatilità dei capitali, assicurando una maggiore stabilità rispetto ad altri flussi di capitale, come possono essere prestiti di banche commerciali o investimenti di portafoglio. Dal punto di vista microeconomico, attraverso *spillovers* di conoscenza e legami verticali e orizzontali tra le imprese straniere e quelle locali, gli IDE possono favorire trasferimenti tecnologici, accrescere le competenze manageriali e il *know how* dei lavoratori, introdurre nuovi prodotti e processi produttivi nel mercato locale, consentire l'accesso a nuovi mercati e a *networks* internazionali alle imprese locali. L'ingresso delle imprese straniere nel mercato locale intensifica la competizione tra le imprese, costringendo le più efficienti a processi di innovazione per competere a livello produttivo, e quelle meno performanti ad uscire dal mercato; tutto ciò determina una più efficiente allocazione dei fattori produttivi.

Nonostante i benefici teorici, molti studi empirici hanno prodotto risultati discordanti sull'effetto degli IDE sulla crescita e lo sviluppo economico del paese ricevente. Lipsey (2004), a livello macroeconomico, riscontra un effetto positivo degli IDE sui salari e sul volume e la diversificazione delle esportazioni, ma non trova una relazione significativa tra IDE e tasso di crescita del paese. A livello microeconomico, dagli studi di Caves (1974) in Australia e Blomstrom (1986) e Blomström e Wolff (1994) in Messico, si è avuta evidenza empirica degli effetti positivi degli IDE sulla produttività delle imprese. Tuttavia, se si controlla per il fatto che le multinazionali tendono ad

essere più presenti nei settori a maggior valore aggiunto, Aitken e Harrison (1999) mostrano che la produttività cresce nelle imprese e nei settori che ricevono gli IDE, mentre decresce nei settori più tradizionali, dove sono maggiormente presenti le imprese locali. Infine, gli effetti positivi derivanti dagli *spillovers* risultano essere più evidenti nei legami verticali rispetto a quelli orizzontali, e nei paesi industrializzati rispetto a quelli emergenti.

Dagli studi empirici è stato dimostrato come gli effetti benefici degli IDE sullo sviluppo del paese che li riceve non siano automatici. Le condizioni dell'economia locale sono cruciali per la quantità e qualità degli IDE. La forza degli effetti degli IDE sulla frontiera tecnologica possono dipendere dallo sviluppo economico e dal livello di istruzione (Borensztein et al., 1998); gli effetti sulla diversificazione delle esportazioni e sulla apertura dei mercati possono dipendere dalle politiche commerciali e dall'ambiente competitivo (Balasubramanyam et al., 1996); infine, *spillovers* e legami verticali e orizzontali tra le imprese possono essere favorite da uno sviluppato mercato finanziario (Alfaro et al., 2004, 2010).

Tra le molte condizioni dell'economia locale che possono influenzare gli effetti degli IDE, lo sviluppo del mercato finanziario in particolare può limitare i potenziali benefici derivanti dagli IDE.

## **1.2 Mercato finanziario: effetto sugli IDE e sui flussi di capitale**

Uno dei modi più diretti attraverso cui gli IDE possono contribuire allo sviluppo dell'economia che li riceve, è la crescita del capitale disponibile nella stessa. Soprattutto nei Paesi con un basso rapporto tra capitale e lavoro, l'iniezione di flussi di capitale può avere un effetto diretto sulla crescita degli investimenti e sul tasso di crescita del paese. Lo sviluppo del mercato finanziario influenza la quantità e la direzione degli IDE.

Paesi con un mercato finanziario sviluppato attraggono investimenti esteri perché permettono agli investitori stranieri di finanziare una buona parte del loro investimento attingendo dal mercato dei capitali locale; il finanziamento locale è preferibile rispetto a quello internazionale in quanto copre gli investitori dal rischio del tasso di cambio associato a costi e ricavi denominati nella valuta locale corrente. Un ulteriore motivo per cui gli IDE vengono sostituiti da finanziamenti locali nelle economie con mercati finanziari sviluppati è il minor valore che i capitali esportati dall'estero potrebbero avere in un contesto finanziario non molto diverso da quello da cui provengono, se non addirittura superiore. Lehmann et al. (2004) hanno verificato come la quota maggiore dei finanziamenti alle succursali delle multinazionali statunitensi in paesi industrializzati sia rappresentata da finanziamenti locali, soprattutto nella forma di capitale di debito.

Prendendo pesantemente a prestito dal mercato dei capitali locale, le imprese straniere inaspriscono i vincoli finanziari delle imprese locali e determinano l'uscita dal mercato dei capitali di quelle meno efficienti. Harrison e McMillan (2003) hanno analizzato il comportamento delle multinazionali francesi in Costa d'Avorio; dai loro studi è risultato che le succursali delle multinazionali hanno meno vincoli finanziari delle imprese domestiche e quindi un più facile accesso al mercato dei capitali: in altre parole, le banche locali preferiscono finanziare le multinazionali; questa preferenza è dovuta soprattutto alla semplicità con cui le banche possono reperire informazioni funzionali alla valutazione e al monitoraggio dell'attività delle multinazionali (bilanci, rating di agenzie ecc..). Al contrario, Harrison, Love e McMillan (2004), attraverso uno studio su più paesi, hanno verificato come all'aumentare degli investimenti stranieri, l'ammontare di credito disponibile per le imprese domestiche aumenta. Questi due studi sottolineano come l'effetto degli investimenti stranieri sul mercato del credito locale sia eterogeneo, e come questo effetto dipenda dalle preesistenti condizioni finanziarie: paesi con mercati finanziari sviluppati e

con vincoli sul credito meno pervasivi risentiranno meno dell'effetto di tali investimenti sul mercato del credito.

Dalla discussione precedente si evince come i paesi in via di sviluppo, disponendo di un mercato finanziario meno efficiente di quelli industrializzati, attrarranno maggiormente gli IDE; Lehmann et al. (2004) hanno infatti verificato come la quota di finanziamento dalle società madre delle multinazionali statunitensi alle loro succursali nei paesi in via di sviluppo sia pari al 45%, soprattutto nella forma di capitale sociale, contro il 30% che ricevono le succursali nei paesi industrializzati, dove le succursali sono finanziate prevalentemente dal mercato dei capitali locale.

Antràs et al. (2009) evidenziano un altro meccanismo attraverso cui i mercati finanziari più poveri possono attrarre gli IDE. Quando il settore finanziario locale, e in particolare le tutele degli investitori, sono deboli, gli imprenditori locali spingeranno per una maggiore partecipazione delle multinazionali alla gestione delle imprese (attraverso iniezioni di capitale sotto forma di capitale straniero), in modo tale da assicurare un maggior controllo e la massimizzazione del valore per i finanziatori locali. Le analisi empiriche degli autori di questo studio hanno verificato che, nei paesi con un mercato finanziario efficiente ed elevate tutele degli investitori, le multinazionali preferiscono operare stringendo rapporti commerciali con le imprese locali invece di dislocare succursali in tali paesi; discorso inverso per i paesi in via di sviluppo, dove la quota maggiore degli investimenti delle multinazionali è finanziata internamente.

### **1.3 Mercato finanziario ed effetti macroeconomici degli IDE**

La più recente letteratura macroeconomica ha rivelato come gli effetti degli IDE non abbiano un effetto univoco sulla crescita del GDP dei paesi destinatari, sebbene siano correlati a salari più alti e ad un incremento dei volumi e della diversificazione delle esportazioni. Le condizioni economiche locali sono cruciali affinché le potenzialità degli IDE possano essere sfruttate efficientemente, in particolare quelle del mercato finanziario locale.

Uno dei primi studi sulla rilevanza dello sviluppo del mercato finanziario per i benefici degli IDE sulla crescita del GDP dei paesi destinatari è stato condotto da Alfaro et al. (2004). Il loro studio utilizza tre diversi campioni di paesi, osservando i dati sulle variabili d'interesse per periodi diversi:

1. un campione di 39 paesi, equamente diviso tra paesi industrializzati ed emergenti, analizzando i dati dal 1981 al 1997;
2. un campione di 41 paesi, dominato da paesi industrializzati, analizzando i dati dal 1977 al 1997;
3. un campione di 49 paesi, dominato da paesi in via di sviluppo, analizzando i dati dal 1970 al 1995.

Nel modello empirico stimato, la variabile di interesse è l'interazione tra lo sviluppo del mercato finanziario locale e gli IDE:

$$\mathbf{GROWTH}_i = \beta_0 + \beta_1 \mathbf{FDI}_i + \beta_2 \mathbf{FDI}_i * \mathbf{FINANCE}_i + \beta_3 \mathbf{FINANCE}_i + \beta_4 \mathbf{CONTROLS}_i + v_i$$



Per lo sviluppo del mercato finanziario vengono utilizzati diversi indicatori:

- **Value traded:** misura della liquidità del mercato azionario, calcolata attraverso il rapporto tra il volume d'affari del mercato azionario e il GDP;
- **Capitalization:** misura la grandezza relativa del mercato azionario attraverso il rapporto tra il valore medio dei titoli quotati nel mercato mobiliare locale in un anno e il GDP;

Entrambi gli indicatori assumeranno un valore tanto maggiore quanto più grande e sviluppato è il mercato azionario.

- **M2 Indicator:** misura della liquidità del mercato attraverso il rapporto tra offerta di moneta e GDP; più elevato sarà tale rapporto, più sviluppato risulterà essere il mercato finanziario locale.
- **Private credit measure:** estensione del credito privato (prestiti, obbligazioni, altri titoli che danno diritto al rimborso). Tale indicatore sarà elevato in presenza di un facile accesso al mercato del credito locale.

La seguente tabella mostra i risultati delle regressioni condotte sui tre campioni di paesi:

Figura 3. Funzioni di regressione dello studio di Alfaro et al. (2004)

The Role of Financial Markets						
Dependent variable—Average annual per capita growth rate						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Capit.	Value.	M2/GDP.	M2/GDP	Privcr.	Privcr.
Observations	39	39	39	41	41	49
log(Initial GDP)	-0.02	-0.02	-0.02	-0.02	-0.02	-0.01
	(5.42)	(5.20)	(3.71)	(3.83)	(4.26)	(3.78)
FDI/GDP	-0.60	-0.36	-0.95	-0.77	-0.71	-0.01
	(2.26)	(1.46)	(1.57)	(1.39)	(1.55)	(2.10)
(FDI/GDP)*Financial Markets	0.67	1.28	1.72	1.55	1.28	0.01
	(2.84)	(2.2)	(2.08)	(2.00)	(2.21)	(2.34)
Financial Markets	0.01	0.03	-0.01	-0.02	0.0002	-0.02
	(1.48)	(1.60)	(1.22)	(1.72)	(0.02)	(0.85)
Schooling	0.01	0.003	0.0001	-0.001	-0.001	0.01
	(0.43)	(1.01)	(0.034)	(0.17)	(0.12)	(3.03)
Population Growth	-0.01	-0.01	-0.01	-0.62	-0.68	-0.03
	(5.41)	(5.12)	(3.45)	(2.55)	(3.00)	(0.2)
Government Consumption	-0.1	-0.07	-0.06	0.0001	0.0001	-0.03
	(2.86)	(2.04)	(1.47)	(0.21)	(0.10)	(0.85)
Latin American Dummy	0.01	0.001	-0.003	-0.005	-0.001	-0.01
	(0.18)	(0.45)	(0.42)	(0.98)	(0.24)	(2.40)
African Dummy	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	-0.01
	(4.50)	(3.96)	(3.10)	(2.65)	(2.66)	(2.82)
Institutions	-0.001	-0.001	-0.002	-	-	-
	(0.74)	(0.08)	(0.76)	-	-	-
Black Market Premium	0.02	0.01	-0.002	-0.001	0.001	-
	(1.20)	(0.93)	(0.11)	(0.08)	(0.56)	-
Political Rights	-0.003	-0.002	-0.003	-0.004	-0.04	-0.001
	(1.05)	(0.58)	(0.75)	(1.61)	(1.57)	(0.01)
Inflation	-0.01	-0.01	-	-	-0.01	-
	(0.86)	(0.92)	-	-	(0.45)	-
Openness	0.02	0.01	0.02	0.02	0.01	0.01
	(2.76)	(2.58)	(2.68)	(3.24)	(2.76)	(0.23)
R <sup>2</sup>	0.83	0.83	0.75	0.73	0.75	0.63

Fonte: Alfaro et al. (2004), 89-112

All'inizio di ciascuna colonna è indicato il campione di paesi utilizzato, l'indicatore del mercato finanziario utilizzato nella regressione corrispondente (capit=capitalization; value=value traded; M2/GDP; privcr=private credit measure). Nelle parentesi sono indicati gli errori standard.

Il coefficiente dell'interazione tra sviluppo del mercato finanziario e gli IDE è risultato essere positivo e statisticamente significativo per tutti i campioni e per tutti gli indicatori dello sviluppo finanziario utilizzati: L'effetto risulta essere robusto anche con l'inclusione di altre determinanti della crescita, come il livello di capitale umano (*schooling*), il grado di apertura dell'economia (*openness*), l'ambiente politico ed istituzionale (*institutions, political rights*). Un risultato importante di questo studio riguarda anche l'effetto dello sviluppo finanziario e degli IDE, usati come singoli regressori, quando viene aggiunto nella regressione il termine interazione tra queste due grandezze; i coefficienti dello sviluppo finanziario sono statisticamente non significativi per tutti i campioni analizzati e per tutti gli indicatori finanziari utilizzati, mentre il coefficiente degli IDE risulta essere o negativo e statisticamente non significativo (2, 3, 4, 5), o negativo e statisticamente significativo (1, 6) nelle regressioni ottenute. I due effetti degli IDE riscontrati empiricamente dimostrano come, non interagendo con un mercato finanziario efficiente, essi non hanno effetti sulla crescita del GDP del paese, ovvero, non essendo canalizzati efficientemente dal settore finanziario locale, producono effetti negativi sulla crescita. I risultati confermano come esista un livello soglia dello sviluppo del mercato finanziario locale sotto il quale gli IDE non hanno effetti positivi sulla crescita.

Studi successivi a livello macroeconomico condotti sempre da Alfaro e al. (2009) hanno evidenziato come, attraverso il canale del mercato finanziario, gli IDE non operano attraverso un fattore di accumulazione, di capitale fisico e umano, bensì accrescendo la produttività totale dei fattori (Total factor productivity, TFP).

Alfaro e Charlton (2007) hanno svolto uno studio a livello d'impresa utilizzando dati relativi ai paesi dell'OECD. Tale studio ha evidenziato come gli IDE siano correlati con una maggiore crescita per le imprese maggiormente dipendenti dal mercato finanziario. Per dipendenza dal mercato finanziario si fa riferimento allo studio di Rajan e Zingales (1998), i quali parlano di dipendenza dal capitale di *equity* (capitale sociale, mezzi propri), forma di finanziamento alternativa al capitale di debito: maggiore è lo sviluppo del mercato finanziario, maggiore sarà la quota del capitale di *equity* sui finanziamenti alle imprese. Rajan e Zingales utilizzano, come variabile del grado di dipendenza di un'impresa dal mercato finanziario, il rapporto tra il valore del capitale di *equity* dell'impresa oggetto dell'osservazione e il valore medio del capitale di *equity* detenuto dalle imprese statunitensi; tale rapporto deriva dal fatto che le imprese statunitensi, avendo accesso al più sviluppato mercato finanziario esistente, sono le imprese maggiormente finanziate dal capitale di *equity*, rappresentando quindi il miglior termine di paragone per valutare la dipendenze delle imprese oggetto delle osservazioni dal mercato finanziario locale. Risultati analoghi si sono ottenuti anche a livello di settore: Prasad et al. (2007) hanno mostrato come i flussi di capitale straniero favoriscono la crescita dei settori maggiormente dipendenti dal mercato dei capitali.

Bilir et al. (2015) hanno illustrato un meccanismo attraverso il quale il mercato finanziario locale può influenzare l'intensità delle esportazioni delle succursali delle multinazionali a causa del cambiamento dell'ambiente competitivo. Un mercato finanziario sviluppato accresce il numero delle imprese domestiche intensificando la concorrenza; allo stesso tempo attrae imprese straniere che possono più facilmente finanziarsi localmente (effetto finanziamento) ma influenza la composizione geografica delle loro vendite (effetto competizione). Mercati finanziari più sviluppati sono correlati ad un più acceso ambiente competitivo locale, per cui, pur attraendo investimenti

stranieri, una quota maggiore delle vendite delle succursali delle multinazionali sarà diretta al paese di origine o a paesi terzi. Le analisi empiriche degli autori sulle multinazionali statunitensi hanno evidenziato che, un miglioramento dell'1% delle condizioni del mercato finanziario, in termini di accesso al credito e al capitale di *equity*, portano, in media, ad un aumento del 10.6% del numero di succursali, ad una riduzione del 2.5% delle vendite locali delle multinazionali e ad un incremento delle esportazioni verso gli USA e paesi terzi rispettivamente dell'1% e dell'1.5%. Questo studio evidenzia come le succursali delle multinazionali aumentano le esportazioni nei paesi dotati di uno sviluppato mercato finanziario.

Studi dei periodi di crisi economica hanno evidenziato l'abilità degli IDE di rendere il mercato dei capitali locale più stabile, limitando la volatilità dell'economia locale attraverso i finanziamenti alla stessa. Desai et al. (2008) furono tra i primi a studiare tale fenomeno; valutando la reazione di imprese locali e multinazionali alle svalutazioni, hanno trovato che le vendite e gli investimenti delle succursali delle multinazionali erano cresciute di più che per le imprese locali durante periodi di crisi economica.

Blalock et al. (2008) hanno studiato la reazione delle imprese domestiche e straniere in Indonesia alla svalutazione che è seguita alla crisi finanziaria dell'Asia orientale del 1997. Sebbene la svalutazione, collegata ad un aumento della competitività nazionale a livello internazionale, sia legata ad un aumento delle esportazioni, i loro studi hanno mostrato che le esportazioni sono cresciute significativamente solo per le succursali multinazionali.

Sulla scia della crisi finanziaria scoppiata nel 2007, Alfaro e Chen (2012) analizzano in che modo la proprietà straniera influenza la resilienza delle imprese a *shock* economici. Lo studio si avvale di un *dataset* a livello mondiale che riporta informazioni dettagliate sulle operazioni, localizzazione e settori di oltre dodici milioni di stabilimenti; applicano quindi una tecnica che confronta a coppie imprese locali e succursali di multinazionali con caratteristiche operative simili operanti nello stesso settore; infine vengono confrontati i dati relativi al periodo di crisi economica (2007-2008) e quelli del periodo ad esso antecedente (2005-2007). Tali studi hanno rivelato che, in media, le sussidiarie delle multinazionali hanno *performance* migliori delle imprese locali con caratteristiche economiche simili durante la crisi economica globale ma non durante i periodi normali; gli studi hanno anche evidenziato come le filiali con maggiori legami verticali con la società madre abbiano avuto *performance* migliori delle imprese locali operanti negli stessi settori nei periodi di crisi ma non in quelli normali. Infine, le imprese sussidiarie operanti nei settori a maggior dipendenza dalla finanza esterna, hanno mostrato *performance* migliori delle imprese locali, operanti nello stesso settore, durante i periodi di crisi e soprattutto nei paesi con più deboli mercati finanziari. Tali studi dimostrano che la capacità delle multinazionali di generare internamente capitali e domanda, rende le imprese sussidiarie più resilienti a shock della domanda e a crisi del mercato finanziario.

#### **1.4 Mercato finanziario ed effetti microeconomici degli IDE**

Oltre ad influenzare grandezze macroeconomiche, gli IDE possono incentivare lo sviluppo economico a livello microeconomico, contribuendo ad incrementare la produttività e l'innovatività delle imprese locali. I canali attraverso cui gli IDE incrementano la produttività locale sono molti, ma le esternalità positive degli IDE possono essere implementate solo se le imprese locali attuano investimenti funzionali al loro recepimento; le risorse finanziarie per tali investimenti possono essere generate internamente, ma per la maggior parte si realizzano grazie al capitale di debito e di rischio, reperibile in presenza di un mercato finanziario sviluppato.

Le succursali delle multinazionali risultano essere più produttive delle imprese locali, grazie a vantaggi tecnologici, un *management* più efficiente e accesso a *network* internazionali; tali vantaggi possono essere acquisiti dalle imprese locali attraverso processi di *spillovers*, favoriti dalla prossimità geografica e dai flussi di forza lavoro dalle imprese straniere a quelle locali; le esternalità positive degli *spillovers* non sono però automatiche. L'entità degli *spillovers* dipende dal comportamento delle imprese locali, nell'osservare e imitare le pratiche e le tecnologie delle imprese straniere e nell'aumentare il capitale fisico e umano per diventare più efficienti; tali azioni possono essere compiute solo se le imprese locali compiono degli investimenti endogeni, i quali richiedono per la maggior parte finanziamenti in forma di capitale di debito e di rischio, che possono essere maggiormente garantiti da mercati finanziari sviluppati.

Le imprese locali, prevedendo un aumento del livello di concorrenza a seguito dell'ingresso delle imprese straniere nel mercato, possono attuare un processo di *self-upgrading*, aggiornando e migliorando i processi produttivi e la produttività. Studi sull'ingresso delle imprese straniere hanno evidenziato come le imprese meno efficienti escono dal mercato, mentre quelle più efficienti incrementano la loro produttività in modo tale da riuscire a competere con le imprese straniere. Anche in questo caso gli investimenti endogeni necessari che le imprese devono compiere per competere nel mercato richiedono robusti finanziamenti da un mercato finanziario sviluppato.

Le esternalità positive degli IDE possono realizzarsi anche grazie ai legami verticali che si instaurano tra le succursali delle multinazionali e le imprese locali. Tali legami possono essere *backward*, nel momento in cui l'arrivo dell'impresa straniera incrementa la varietà e la quantità della produzione delle imprese locali, spingendo la domanda di input locali nel mercato in cui entrano. L'incremento della domanda permette alle imprese locali di aumentare la produttività sfruttando economie di scala; inoltre, la domanda di nuovi prodotti spinge le imprese locali ad un *self-upgrading*. I legami possono essere *forward* nel momento in cui l'impresa straniera diventa fornitore delle imprese locali di prodotti di elevata qualità e varietà. Alfaro e al. (2010) evidenziano come l'ingresso nel mercato di nuovi prodotti, talvolta di qualità superiore, spinge le imprese locali ad un *self-upgrading* per innovarsi ed incrementare la propria produttività, azioni necessarie per continuare a competere nel mercato e che richiedono elevati investimenti endogeni; un evoluto mercato finanziario può favorire tali investimenti, permettendo alle imprese locali di sfruttare le esternalità degli IDE.

Le esternalità positive degli IDE operano anche attraverso la riallocazione delle risorse produttive, dalle imprese locali meno efficienti a quelle più performanti e alle multinazionali. L'ingresso delle multinazionali, l'uscita delle imprese meno efficienti e una più efficiente riallocazione dei fattori produttivi, accresce la produttività aggregata delle imprese locali. Lo sviluppo del mercato finanziario locale, insieme ad altre condizioni quali la flessibilità del mercato del lavoro e il livello di liberalizzazione delle politiche commerciali, influenzano l'intensità della riallocazione dei fattori produttivi, e quindi la magnitudine di tale esternalità.

Girma, Gong e Görg (2008) hanno studiato, come canale delle esternalità degli IDE, gli *spillovers* orizzontali per le imprese cinesi; i loro studi hanno evidenziato come gli IDE sono maggiormente attratti dalle imprese innovative, dal punto di vista dei processi produttivi e dei prodotti, ma solo se hanno accesso al mercato finanziario domestico. Diversamente dalle imprese private, quelle pubbliche hanno un accesso preferenziale alle risorse finanziarie e quindi beneficiano maggiormente degli *spillovers* delle multinazionali. Questo risultato suggerisce un legame tra l'accesso al mercato finanziario e la capacità delle imprese locali di beneficiare degli *spillovers*

orizzontali degli IDE. Manole & Spatareanu (2014) confermano lo stesso risultato, compiendo uno studio sulle imprese della Repubblica Ceca, allargandolo ai legami verticali.

Bao e Chen (2015) studiano la tendenza del *self-upgrading* delle imprese locali all'ingresso nel mercato locale delle multinazionali. Attraverso un'analisi *cross-country* verificano che, le imprese più produttive rispondono all'ingresso delle multinazionali avviando processi di innovazione e incrementando investimenti e salari, mentre quelle meno efficienti escono dal mercato; in particolare le imprese più efficienti avviano il processo di *self-upgrading* non all'ingresso effettivo nel mercato dell'impresa straniera, ma all'annuncio del suo ingresso. In uno studio condotto a livello d'impresa nel Regno Unito, Aghion et al. (2009) hanno verificato come l'ingresso delle multinazionali nel mercato locale abbia incrementato la produttività delle imprese locali, ma solo di quelle più vicine alla frontiera tecnologica. Questi studi hanno evidenziato come l'ingresso delle multinazionali nel mercato locale abbia incrementato la produttività delle imprese, ma di nuovo tale incremento passa attraverso processi di innovazione che richiedono investimenti endogeni, possibili in presenza di un mercato dei capitali locale efficiente.

In uno studio sulle esternalità derivanti dai legami verticali e orizzontali tra imprese straniere e locali in quattro paesi sudamericani, Alfaro e Rodríguez Clare (2004) verificano come le imprese straniere rappresentino una quota importante della domanda di input locali; tali esternalità si manifestano soprattutto nei legami verticali e non in quelli orizzontali per la sostanziale differenza tecnologica tra i paesi in via di sviluppo sudamericani e le multinazionali. Javorcik e Spatareanu (2009) trovano evidenza empirica di una complementarità tra legami verticali con gli IDE e sviluppo del mercato finanziario in Repubblica Ceca: le imprese locali fornitrici delle succursali delle multinazionali sono quelle con minori vincoli finanziari; sebbene un contratto di fornitura con una multinazionale possa assicurare all'impresa locale uno *standing* creditizio tale da ottenere robusti finanziamenti dalla finanza esterna, uno studio sul *timing* verifica come le multinazionali, al loro ingresso nel mercato locale, scelgano per i rapporti di fornitura le imprese con maggiore accesso al mercato dei capitali. In assenza di un efficiente mercato finanziario, le imprese locali troverebbero difficoltà ad instaurare legami con le multinazionali, non riuscendo a beneficiare delle loro esternalità positive.

Numerosi studi sull'effetto di riallocazione dei fattori produttivi nel mercato locale a seguito dell'ingresso degli IDE, hanno documentato l'incremento di concorrenza nel mercato locale. Harrison & McMillan (2003) hanno mostrato come l'ingresso degli IDE nel mercato dei capitali locale riduca il capitale disponibile per le imprese locali. Molti altri studi condotti su più paesi (Aitken et al., 1996; Feenstra & Hanson, 1997; Hale & Long, 2008) evidenziano la tendenza delle multinazionali ad assumere il personale più qualificato e ad accrescere i salari locali, soprattutto per i lavoratori più qualificati. Conducendo uno studio su dati relativi al Venezuela, Aitken & Harrison (1999) verificano come i settori nei quali entrano gli IDE siano associati ad una riduzione della produttività delle imprese locali. Kosova (2010) studia il fenomeno in Repubblica Ceca, negli anni successivi alla liberalizzazione dei primi anni novanta; egli trova che le imprese meno produttive escono dal mercato nel breve periodo, mentre gli effetti positivi sulle imprese più efficienti si manifestano nel lungo periodo; in particolare, l'effetto netto sull'economia locale diventa positivo approssimativamente entro due anni dall'ingresso degli IDE. Ramondo (2009) riscontra una riduzione delle quote di mercato delle imprese locali in Cile nei settori in cui gli IDE entrano, quindi una correlazione negativa tra l'ingresso degli IDE e la produttività delle imprese locali, soprattutto quelle meno produttive. Alfaro & Chen (2017) studiano separatamente gli effetti di riallocazione dei fattori produttivi e di incremento della produttività delle imprese locali a seguito dell'ingresso degli IDE; sebbene entrambi i canali influenzino positivamente la produttività

aggregata, l'effetto dominante è associato alla riallocazione dei fattori produttivi. Dai loro studi risulta che, se la probabilità di ingresso di una multinazionale nel mercato locale aumenta del 10%, la produttività aggregata nazionale aumenta dell'1.6%, al quale la riallocazione dei fattori produttivi contribuisce per l'1.4%. Sebbene nessuno degli studi sulla riallocazione dei fattori produttivi faccia esplicito riferimento al ruolo del mercato finanziario, le esternalità di questo fenomeno possono essere positive solo in presenza di politiche che eliminino le barriere al movimento della forza lavoro e dei capitali tra le imprese, quindi in presenza di un evoluto mercato del lavoro e finanziario.

## **2 IDE, crescita e sviluppo finanziario: analisi descrittiva**

Sulla traccia dello studio di Alfaro, studiamo il ruolo del mercato finanziario locale sugli effetti degli IDE sulla crescita economica dei paesi destinatari utilizzando dati su variabili simili a quelle adottate dal suddetto studio. Le variabili utilizzate misurano da diversi punti di vista il grado di sviluppo del mercato finanziario locale, e sono osservate su un arco temporale di venti anni, dal 1993 al 2013. Il campione di paesi rispetto al quale le variabili sono osservate comprende 32 paesi in via di sviluppo, essendo questi i paesi che dagli anni novanta sono stati maggiormente interessati dal fenomeno degli IDE. Insieme ai dati sulle variabili esplicative del livello di sviluppo del mercato finanziario, raccogliamo quelli relativi ai flussi in entrata degli IDE.

### **2.1 Flussi in entrata degli IDE**

Dalle statistiche dell'UNCTAD ricaviamo i dati sui flussi nominali in entrata degli IDE per i paesi oggetto del nostro studio; esprimiamo tali dati in rapporto al GDP in modo tale da ottenere una misura relativa di tale grandezza per meglio comprendere e comparare l'impatto degli IDE sulle economie nazionali. Il trend della media campionaria è crescente dal 1993 al 2007; in questo periodo il rapporto medio FDI/GDP nei paesi in via di sviluppo aumenta di quasi quattro volte, passando da circa 1,59 nel 1993, a 5,91 nel 2007. In questo arco di tempo assistiamo a due fasi durante le quali il trend dei flussi di IDE cambia direzione, portando ad una riduzione temporanea di tali flussi; il primo periodo riguarda il biennio 1997-1998, durante il quale il rapporto medio FDI/GDP passa da circa 3,9 a 2,7. La riduzione dei flussi di IDE tra il 1997 e il 1998 è dovuta alla crisi finanziaria che in questo periodo colpì le economie emergenti dell'Asia orientale, che causò una temporanea fuga di capitali. In questo periodo la quota maggiore degli IDE era rivolta alle economie asiatiche emergenti, quindi la drastica riduzione dei flussi verso queste economie ha ridotto in modo significativo il rapporto FDI/GDP a livello mondiale e, in particolare, per quanto riguarda i nostri dati, la media campionaria della variabile FDI/GDP. Il secondo periodo interessato da una riduzione dei flussi degli IDE corrisponde al periodo successivo alla crisi statunitense della *new economy*; poiché in questo periodo le multinazionali statunitensi detenevano la quota maggiore degli IDE a livello mondiale, la recessione successiva al crollo del Nasdaq, l'indice tecnologico di Wall Street, iniziata nella primavera del 2000, portò ad una riduzione significativa dei flussi di IDE a livello mondiale. Dal 2002 assistiamo ad una crescita continua del rapporto FDI/GDP fino al periodo pre-crisi del 2007: il rapporto passa dal 2,33 del 2002 al 5,91 del 2007. In questo periodo l'economia statunitense cresce ad un ritmo inarrestabile, spinta principalmente dalla bolla del mercato immobiliare, favorendo l'afflusso di IDE nei paesi in via di sviluppo da parte delle multinazionali statunitensi. In seguito alla crisi del mercato immobiliare negli Stati Uniti del 2007, e alla successiva crisi finanziaria ed economica mondiale, il rapporto medio FDI/GDP passa dal 5,91 del 2007, al 4,36 del 2009, per poi stabilizzarsi negli anni successivi ad un livello minore di quello pre-crisi, con valori attorno al 4,7.

Comparando i dati relativi ai flussi di IDE tra i continenti, confermiamo che la riduzione dei flussi nel biennio 1997-1998 è dovuta soprattutto alla crisi finanziaria dell'Asia orientale; i flussi medi di IDE in rapporto al GDP verso i paesi asiatici nel 1997 erano pari a circa 4,31 volte il GDP medio del gruppo dei paesi del continente asiatico, per un totale di circa 716 miliardi di dollari; nel 1998 il rapporto si riduce a circa 2,61; dato un GDP medio sostanzialmente invariato tra i due anni, i flussi di IDE si riducono di un ammontare di poco meno inferiore ai 400 miliardi di dollari, con una riduzione del 44%. Anche nei gruppi dei paesi dell'America centrale e meridionale e dei paesi africani riscontriamo una riduzione dei flussi medi degli IDE, ma l'apporto alla riduzione media del campione è di molto inferiore a quello dei paesi asiatici; nei paesi americani assistiamo, dal 1997 al 1998, ad una riduzione del rapporto FDI/GDP pari all'8%, passando da una media di 116 miliardi di

dollari ad una di 106 miliardi di dollari per una riduzione media di soli 10 miliardi di dollari; in Africa la riduzione è significativa, pari al 45%, ma poiché i flussi di IDE verso questi paesi sono in questi anni in media di importo ridotto rispetto a quelli verso l'Asia o l'America, vi è una riduzione media di 30 miliardi di dollari.

Già dal 1999 I flussi medi di IDE ricominciano a crescere; il rapporto medio IDE/GDP cresce, dal 1999 al 2000, nei paesi asiatici del 90% e in quelli africani addirittura del 126%; nei paesi dell'America meridionale e centrale riscontriamo invece una riduzione del rapporto medio FDI/GDP del 10%.

All'indomani della crisi statunitense della *new economy*, si verifica una nuova significativa riduzione dei flussi medi degli IDE verso i paesi in via di sviluppo, dovuta al fatto che la maggior parte dei flussi di IDE provenivano da multinazionali statunitensi, maggiormente colpite dalla recessione del 2000. I più colpiti dalla riduzione dei flussi di IDE risultano ancora essere i paesi asiatici, nei quali il rapporto medio FDI/GDP si riduce dal 2000 al 2002 del 117%; nei paesi africani si riduce del 42%, mentre in quelli americani del 30%.

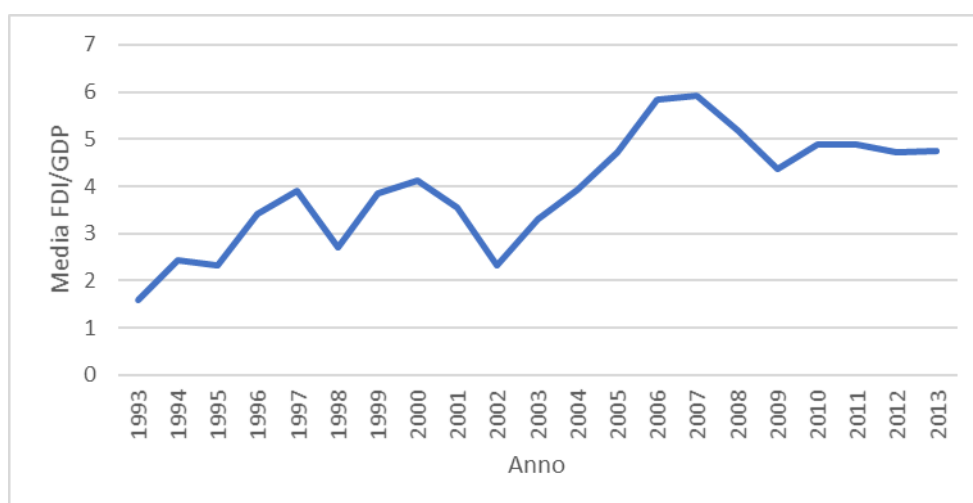
Dal biennio 2002-2003 l'economia statunitense cresce ad un ritmo inarrestabile, sostenuta da una crescente spesa pubblica, aumentata soprattutto a seguito delle guerre in Afghanistan e in Iraq, e da una politica monetaria espansiva della Federal Reserve, che riduce il tasso d'interesse dal 6,5% del 2001 all'1% del giugno 2003, contribuendo ad accrescere la bolla del mercato immobiliare e a trainare ulteriormente la crescita economica. La crescita economica, e soprattutto il minor costo del credito, incentiva l'afflusso di IDE verso i paesi in via di sviluppo; il rapporto medio FDI/GDP, nei paesi asiatici del campione, dal 2002 al 2007 cresce di circa il 200%; nei paesi africani del 141% e nei paesi dell'America centrale e meridionale di circa il 72%.

La Grande Recessione iniziata nel 2007 con la crisi del mercato immobiliare statunitense, comporta un deflusso di capitali stranieri dai paesi in via di sviluppo, riducendo il rapporto FDI/GDP; nei paesi asiatici del campione il rapporto medio FDI/GDP passa da un valore di 7 nel 2007 a circa 4,5 nel 2009, con una riduzione di circa il 35%; nei paesi americani del campione il rapporto medio passa da circa 5,2 del 2007 a 3,8 del 2009, con una riduzione di circa il 27%. Nei paesi africani invece gli effetti della crisi statunitense arrivano più tardi: il rapporto medio FDI/GDP dal 2007 al 2009 cresce del 15%, da un valore di 3,9 ad uno di 4,5, per poi retrocedere nel biennio 2009-2010 del 15%, da un valore di 4,5 ad uno di 3,8.

Nel periodo post-crisi 2010-2013 della nostra ricerca, il rapporto medio FDI/GDP cresce nel campione asiatico e americano, assestandosi attorno a valori inferiori a quelli pre-crisi, in particolare per il campione asiatico i valori del rapporto oscillano attorno al 5, per il campione americano si assestano di poco sotto al 5; nei paesi del campione africano il rapporto invece diminuisce in questo periodo, passando da un valore di 4,5 nel 2009, ad un valore medio di poco inferiore al 4 nei 4 anni successivi.

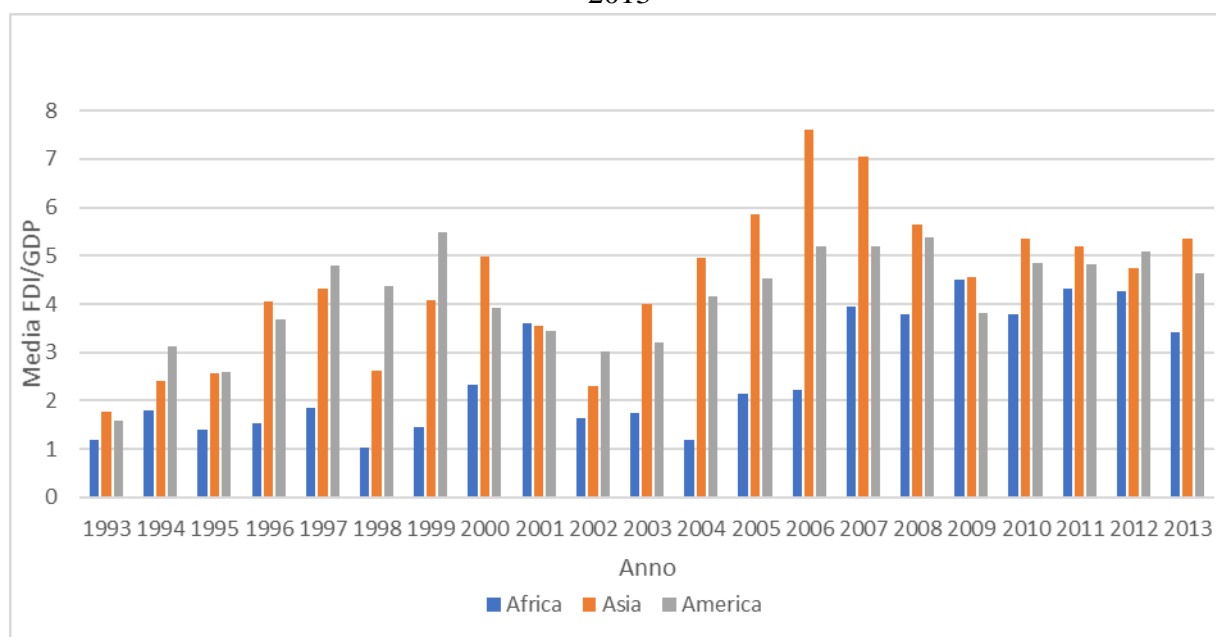


Figura 1. Andamento di FDI/GDP, 1993-2013



Fonte: UNCTAD

Figura 2. Andamento di FDI/GDP per continente, 1993-2013



Fonte: UNCTAD

## 2.2 Flussi reali in entrata degli IDE

Nel confronto fra dati relativi a serie storiche, un aumento o una diminuzione degli IDE può essere dovuta non soltanto ad un aumento o ad una diminuzione dei flussi degli IDE, ma anche ad un aumento o ad una diminuzione dei prezzi nel corso degli anni, o ad un aumento e ad una diminuzione di entrambe le grandezze; i flussi di IDE nel precedente paragrafo sono calcolati in termini nominali, ossia a prezzi correnti; per calcolare i flussi di IDE in termini reali è necessario depurarli dall'inflazione, esprimendoli quindi a prezzi costanti, dividendo il valore degli IDE nominali per il deflatore; in questo modo variazioni degli IDE saranno dovute esclusivamente a variazioni nella quantità dei loro flussi in entrata.

L'andamento medio dei flussi reali di IDE per il campione di paesi osservato è simile a quello ricavato per i flussi di IDE nominali; i dati, raccolti dagli World Development Indicators della Banca Mondiale, si riferiscono a 29 paesi in via di sviluppo, per un arco temporale che va dal 1995 al 2013.

Assistiamo anche per questa variabile ad una riduzione della media campionaria durante la crisi finanziaria dell'Asia orientale, con un valore che si riduce dal 1562,8 del 1997, al 990,62 del 1998, per una riduzione totale del 36,6%.

Nel biennio 1998-1999, a seguito della ripresa economica successiva alla recessione dell'Asia orientale, la media campionaria dei flussi reali di IDE cresce di circa il 247%, passando da un valore di 990,62 nel 1998, ad uno di 3440 nel 1999.

Durante la recessione di inizio secolo la media campionaria diminuisce del 54,42%, da un valore di 3440 del 1999, ad un valore di 1568 del 2001.

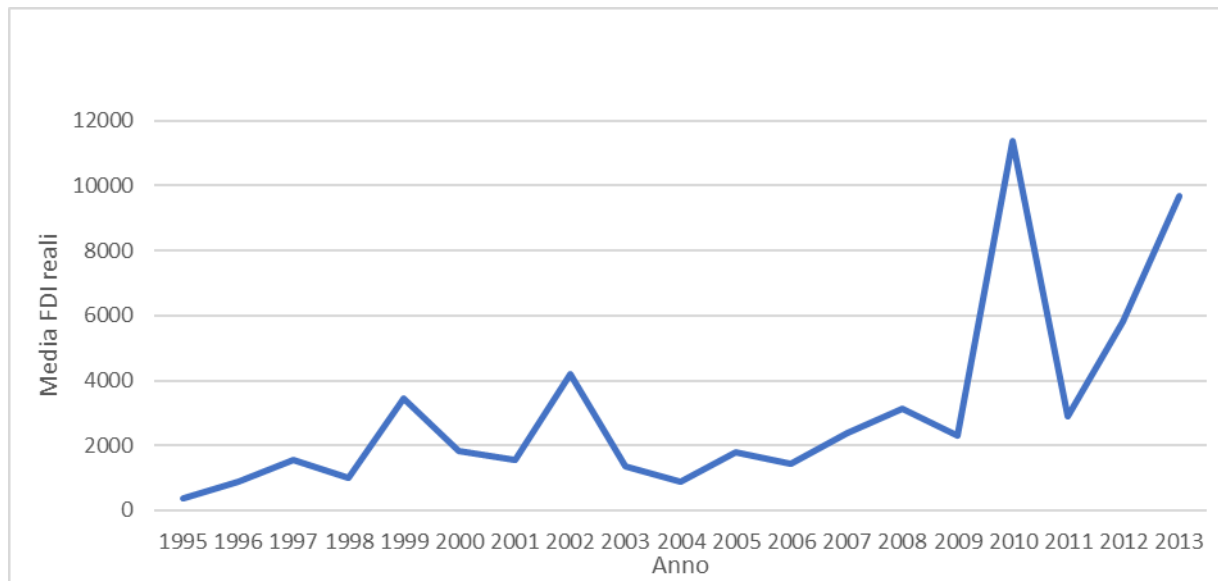
Diversamente dall'andamento della media campionaria dei flussi nominali di IDE, osservando l'andamento della medesima variabile in termini reali, assistiamo ad un picco anomalo nel biennio 2001-2002, durante il quale la media campionaria dei flussi reali di IDE aumenta di ben il 167%, da un valore di 1568 nel 2001, ad uno di 4184 nel 2002. Tale anomali nel trend della variabile può essere in parte dovuta all'introduzione dell'euro. In seguito, dal 2002 al 2004 la media dei flussi reali si riduce del 78%, dal 4184 del 2002 all' 893,71 del 2004.

Dal 2004 al 2008 la crescita economica mondiale aumenta i flussi reali di IDE: il valore della media campionaria aumenta del 248,55%, passando da un valore di 893,71 del 2004, ad uno di 3115 nel 2008.

Durante la Grande Recessione i flussi reali medi di IDE diminuiscono del 26%, da un valore di 3115 nel 2008, ad uno di 2305 nel 2009; nel biennio di ripresa economica successivo assistiamo ad un notevole aumento degli IDE, pari a quasi il 400 %, da un valore di 2305 nel 2009, ad uno di 11384,5 nel 2010.

In seguito alla breve ripresa economica del biennio 2009-2010, i flussi reali medi di IDE tornano a scendere, passando da un valore di 11384 nel 2010, ad uno di 2901,61 nel 2011, per una riduzione complessiva del 74%. Dopo il biennio 2010-2011, la parziale ripresa economica, trainata soprattutto dalle politiche economiche espansive degli Stati Uniti, riporta i flussi reali di IDE su un trend crescente.

Figura 4. Andamento degli IDE reali, 1995-2013



Fonte: *World Development Indicators, World Bank*

### 2.3 Capitalization of listed domestic companies

Una delle modalità per misurare lo sviluppo del mercato finanziario di un paese consiste nel quantificare la grandezza del mercato azionario in termini di capitalizzazione di mercato delle imprese nazionali, ossia in termini del valore che gli agenti economici attribuiscono alle imprese nazionali quotate in un mercato azionario. Dalle statistiche degli *World Development Indicators* della Banca Mondiale, abbiamo utilizzato la variabile “*Market capitalization of listed domestic companies*”, una variabile che misura la capitalizzazione media di mercato delle imprese nazionali quotate nel mercato azionario nazionale, espressa in rapporto al GDP del paese dove ha sede il mercato azionario, in modo tale da ottenere una misura relativa di tale grandezza. Tale misura si ottiene moltiplicando il prezzo medio annuo delle azioni di imprese nazionali quotate nel mercato azionario nazionale per il numero di azioni circolanti, in modo tale da ottenere un valore annuo medio della capitalizzazione di mercato delle imprese nazionali. Tale variabile, che per semplicità da ora in poi chiameremo variabile “*Capitalization*”, non include società straniere, fondi d’investimento, società finanziarie o altre società il cui unico scopo è quello di detenere azioni; più elevato risulterà essere il valore della variabile, maggiore sarà il livello di capitalizzazione di mercato in rapporto al GDP, e quindi maggiore sarà lo sviluppo del mercato finanziario. Lo sviluppo del mercato azionario è strettamente connesso con lo sviluppo economico di un paese; un mercato finanziario efficiente procura un accesso facilitato alle informazioni di mercato, riducendo i costi di transizione e negoziazione e conseguentemente migliorando l’allocazione di risorse, e quindi la crescita economica; inoltre, un mercato azionario di grandi dimensioni, ossia con una elevata capitalizzazione, permette un più facile accesso a fonti di finanziamento alternative all’indebitamento.

Dagli *World Development Indicators* della Banca Mondiale ricaviamo i dati relativi alla variabile *Capitalization* di 27 dei 32 paesi del campione analizzato; i dati per tutte le variabili sono osservati nello stesso arco temporale, dal 1993 al 2013.

Analizzando l'andamento della media campionaria della variabile *Capitalization*, l'andamento è molto simile a quello della variabile FDI/GDP; osserviamo infatti una riduzione del valore medio di capitalizzazione di mercato del campione nel periodo della crisi finanziaria dell'Asia orientale, durante la quale il rapporto medio *Capitalization*/GDP si riduce quasi del 30% , passando da un valore di quasi 60 ad uno di 42; le crisi finanziarie portano ad una riduzione delle prospettive di profitto delle imprese, e di conseguenza ad una riduzione del prezzo che il mercato attribuisce alle azioni, e quindi ad una riduzione della capitalizzazione del mercato azionario.

Dopo una repentina ripresa del mercato azionario nel biennio 1998-1999, dove il rapporto medio *Capitalization*/GDP aumenta del 45% circa, passando da un valore di 42,5 ad uno di 61,6, con la crisi della *new economy* del 2000, il rapporto medio passa dal 61,6 del 1999 al 46 del 2002, con una riduzione di circa il 25%.

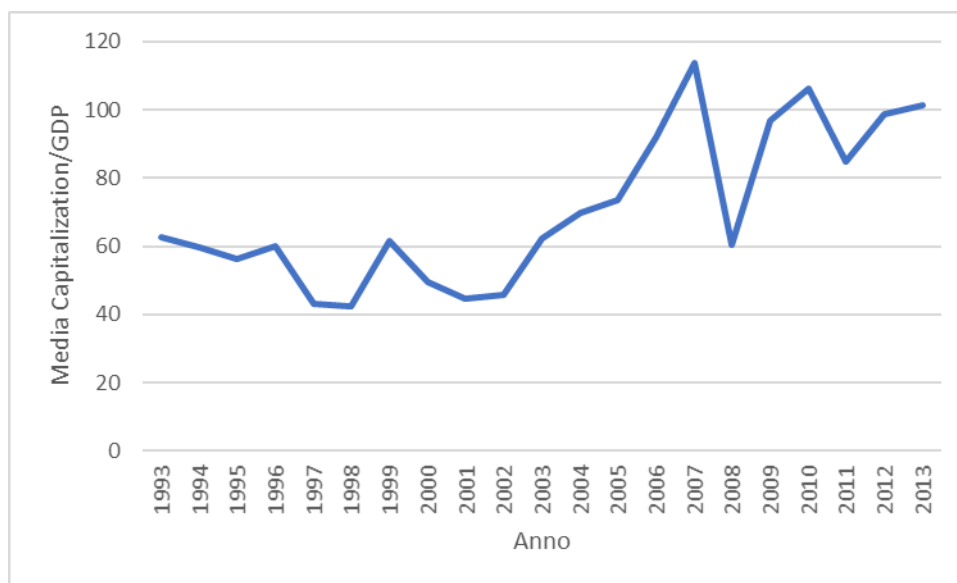
Per tutto il periodo di crescita economica mondiale degli anni 2003-2007, trainata come già detto in precedenza dall'economia statunitense, la capitalizzazione media di mercato del campione cresce sensibilmente, passando da un rapporto medio *Capitalization*/GDP di 46 nel 2002, ad uno di 114 nel 2007, con un aumento di circa il 148%.

Con l'inizio della Grande Recessione nel 2007, il rapporto medio *Capitalization*/GDP del campione subisce un crollo verticale, passando da un valore di 114 nel 2007, ad uno di 60 nell'anno successivo, con una riduzione di quasi il 50%.

Dal 2008 al 2010 assistiamo ad un altrettanto significativo aumento del rapporto *Capitalization*/GDP, che aumenta del 76%, passando da un valore di 60 nel 2008, ad uno di 106 nel 2010. L'aumento della capitalizzazione media di mercato del campione è spiegata dalla ripresa economica che si ebbe in tutto il Mondo nel biennio 2009-2010, con un aumento del GDP mondiale del 5% nel 2010; l'economia statunitense beneficiò soprattutto di un ampio programma di spesa pubblica varato dal governo Obama nel 2009, che contribuì ad aumentare del 5,6% il GDP statunitense già nell'ultimo trimestre del 2009; anche l'eurozona registrò percentuali di sviluppo positive nel terzo trimestre del 2009; per quanto riguarda le economie emergenti asiatiche, duramente colpite nella prima parte del 2009, tornarono a evidenziare una crescita positiva, grazie soprattutto alla ripresa cinese, che guidò il recupero degli scambi commerciali.

Dopo la ripresa economica del biennio 2009-2010, assistiamo ad una riduzione del rapporto *Capitalization*/GDP nel biennio 2010-2011 pari al 20%, per poi ricrescere negli anni successivi assestandosi ad un valore del rapporto attorno a 100.

Figura 3. Andamento di *Capitalization/GDP*, 1993-2013



Fonte: *World Development Indicators, World Bank*

Confrontando come varia il rapporto medio *Capitalization/GDP* tra i continenti del campione, notiamo come l'andamento sia simile a quello della media campionaria e che le maggiori variazioni nei periodi di crisi e di crescita economica riguardano il continente asiatico; questo succede perché le economie asiatiche sono cresciute molto di più rispetto a quelle dell'America centrale e meridionale, e soprattutto a quelle africane, e quindi più di queste ultime hanno subito gli effetti delle crisi e delle espansioni finanziarie ed economiche del ventennio 1993-2013.

La crisi economica dell'Asia orientale del 1997 ha colpito chiaramente in misura maggiore le economie del campione asiatico, nelle quali il rapporto *Capitalization/GDP* si è ridotto dal 1996 al 1998 del 36%, da un valore di 78 nel 1996 ad uno di 50 nel 1998, mentre nelle economie dell'America centrale e meridionale assistiamo ad una riduzione del 3%, da un valore del 27 nel 1996 ad uno del 26 nel 1998, e nei paesi africani del 17%, da un valore di 47 nel 1996 ad uno di 39 nel 1998

Nel periodo precedente la recessione del 2000, nel biennio 1998-1999 il rapporto medio *Capitalization/GDP* cresce in tutti e tre i continenti, in misura maggiore in Asia, dove il rapporto cresce di quasi il 60%, da un valore del 50 ad uno del 79; nel continente africano aumenta del 15%, da un valore del 39 ad uno del 45, mentre cresce del 28% nelle economie americane in via di sviluppo, da un valore del 26,6 ad uno del 34.

Con la crisi della *new economy* il rapporto medio *Capitalization/GDP* diminuisce in tutti i gruppi di campioni: in Asia il rapporto si riduce dal 1999 al 2002 del 28%, da un valore di 79 ad uno di 57; nelle economie asiatiche il rapporto medio si riduce del 15%, da un valore di 34 ad uno di 29, mentre in quelle americane del 26%, da un valore di 46 ad uno di 34

Con la crescita economica precedente la grande recessione del 2007, il rapporto medio *Capitalization/GDP* aumenta notevolmente per i paesi di tutti e tre i continenti; nei paesi del campione asiatico, dal 2002 al 2007, il rapporto aumenta del 172%, da un valore di 57 ad uno di

155; nel campione americano tale rapporto aumenta del 55%, da un valore di 29 ad uno di 45, mentre in quello africano del 132%, da un valore di 34 ad uno di 79.

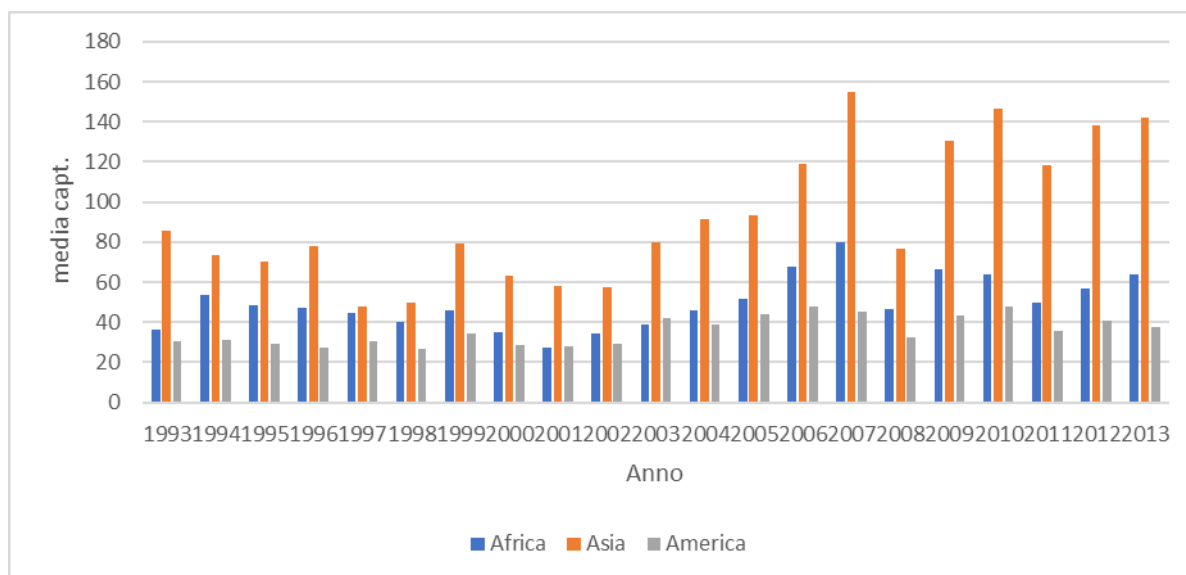
Durante la crisi del 2007, il rapporto *Capitalization*/GDP si riduce sensibilmente in tutti i continenti del campione; in Asia, nel biennio 2007-2008 il rapporto si riduce del 50%, da un valore di 155 ad uno di 77; nel continente americano si riduce del 29%, da un valore di 45 ad uno di 32; nel continente africano il rapporto si riduce del 42%, da un valore di 80 ad uno di 46.

La ripresa economica del biennio 2009-2010 fa crescere il rapporto *Capitalization* GDP in tutti e tre i continenti; dal 2008 al 2010 il rapporto aumenta nei paesi asiatici del 90%, da un valore di 77 nel 2008 ad uno di 146 nel 2010; nei paesi americani del campione il rapporto cresce del 47%, dal 32 del 2008 al 47 del 2010; infine nei paesi africani abbiamo un aumento del 37%, dal 46 del 2008 al 63 del 2010.

Dopo il biennio di ripresa economica, negli anni 2010-2011 il rapporto medio *Capitalization*/GDP si riduce in tutti e tre i continenti; nel campione asiatico si riduce del 19%, da un valore di 146 nel 2010, a 118 nel 2011; nel campione asiatico si riduce del 25%, da un valore di 47 del 2010 ad uno di 35 nel 2011; infine nel campione africano il rapporto si riduce del 22%, dal 64 del 2010, a 50 del 2011.

Infine, negli anni successivi al biennio 2010-2011, il rapporto *Capitalization*/GDP aumenta assestandosi a valori inferiori a quelli pre-crisi; in particolare, nei paesi asiatici il rapporto aumenta del 20%, da un valore di 118 nel 2011 ad uno di 142 nel 2013; nei paesi americani il rapporto aumenta di appena il 6%, dal 35 del 2011 al 37 del 2013; nei paesi africani il rapporto aumenta del 28%, dal 50 del 2011 al 64 del 2013.

Figura 5. Andamento di *Capitalization*/GDP per continente, 1993-2013



Fonte: *World Development Indicators*, World Bank

## 2.4 Stocks traded

Dagli *World Development Indicators* della Banca Mondiale abbiamo ricavato i dati relativi ad una ulteriore variabile atta a misurare lo sviluppo di un mercato finanziario, denominata “*Stocks traded*”; diversamente dalla variabile *Capitalization*, la quale considera esclusivamente le azioni

quotate delle società nazionali, la variabile *Stocks traded* misura la capitalizzazione totale di un mercato azionario, essendo calcolata come il prodotto tra il prezzo medio annuo di tutte le azioni, includendo sia azioni di società nazionali che straniere, e le azioni circolanti in quel mercato, il tutto in rapporto al GDP medio annuo. Più elevato risulterà essere tale valore, maggiore sarà l'efficienza del mercato finanziario locale; in particolare, un valore elevato di tale variabile è indicativo, oltre che di un elevato prezzo medio annuo delle azioni circolanti, anche di un elevato numero di scambi nel mercato azionario, il che presuppone bassi costi di transazione e negoziazione, indicativi di un mercato più efficiente.

Dagli *World Development Indicators* della Banca Mondiale ricaviamo i dati relativi alla variabile *Stocks traded* dei 32 paesi del campione analizzato; i dati per tutte le variabili sono osservati nello stesso arco temporale, dal 1993 al 2013.

Dato che le variabili *Capitalization* e *Stocks traded* misurano una stessa grandezza, ossia la capitalizzazione di mercato, seppure con modalità diverse (la prima considera solo azioni nazionale, la seconda il totale delle azioni circolanti nel mercato), l'andamento della media campionaria del rapporto *Stocks traded*/GDP nel periodo 1993-2013, risulterà simile a quello della media campionaria della variabile *Capitalization*/GDP.

Nel biennio 1997-1998 il rapporto medio *Stocks traded*/GDP del campione si riduce del 23% a causa della crisi finanziaria che colpì i mercati asiatici, passando da un valore di 21,21 nel 1997 ad uno di 16,35 nel 1998.

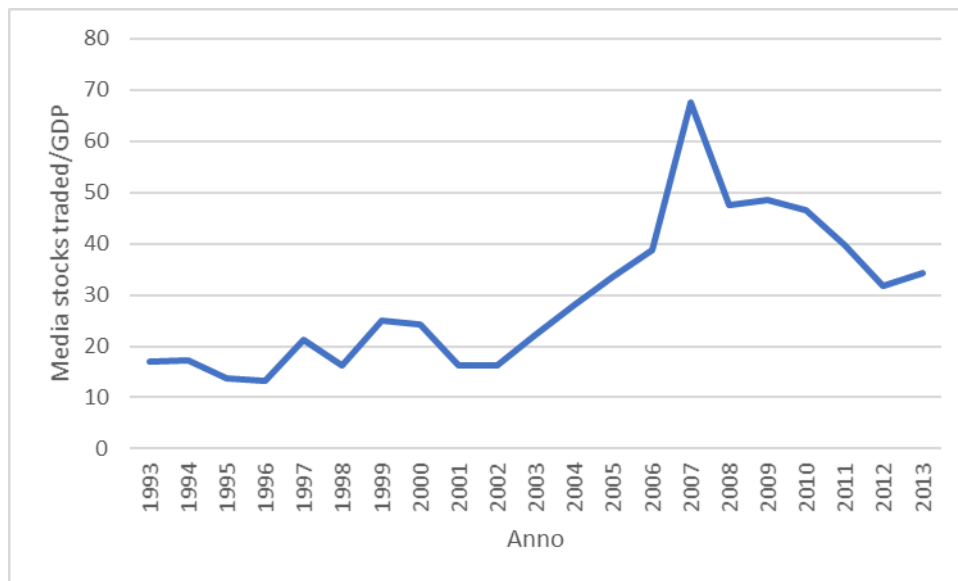
Dopo una breve ripresa economica nel biennio 1998-1999, durante il quale il rapporto medio aumenta del 52%, passando dal valore di 16,35 nel 1998 a quello di 24,9 nel 1999, la crisi della *new economy* del 2000 fa nuovamente scendere il rapporto medio, passando dal 24,9 del 1999 al 16,15 del 2002, con una riduzione del 35%.

La crescita economica del periodo antecedente la Grande Recessione fa aumentare significativamente la capitalizzazione dei mercati azionari; passiamo da un valore medio del rapporto *Stocks traded*/GDP di 16,15 nel 2002, ad un picco di 67,5 nel 2007, con un aumento di ben il 317%.

Con la crisi economica scoppiata nel 2007 assistiamo ad un crollo significativo della capitalizzazione dei mercati azionari; la media campionaria del rapporto *Stocks traded*/GDP nel biennio 2007-2008 si riduce del 29%, dal 67,5 del 2007, al 47,6 del 2008.

Infine, nel periodo post-crisi degli anni 2008-2009 abbiamo un esiguo aumento del rapporto medio *Stocks traded*/GDP, che passa dal 47,6 del 2007 al 48,5 del 2009, per poi assistere negli anni 2009-2013 ad una riduzione del rapporto, che passa dal 48,5 del 2009 al 34,36 del 2013, con una riduzione del 29%.

Figura 6. Andamento di *Stocks traded*/GDP, 1993-2013



Fonte: *World Development Indicators, World Bank*

Analizzando i dati distinguendoli per continente, risulta molto chiaramente come il rapporto medio *Stocks traded*/GDP nell'arco dei venti anni di osservazione sia significativamente più elevato nei paesi asiatici, rispetto a quelli africani e americani: da un rapporto medio dei paesi asiatici pari a circa 48, ai valori di 7 e 8 rispettivamente dei paesi americani e africani del campione; questo dato è indicativo di una crescita economica nettamente sbilanciata a favore delle economie emergenti asiatiche, che nel corso del ventennio 1993-2013 ha aumentato vertiginosamente gli scambi commerciali nei mercati azionari asiatici.

Con la crisi finanziaria dell'Asia orientale il rapporto *Stocks traded*/GDP si riduce nel continente asiatico del 27%, da un valore di 33,5 del 1997 ad uno di 24,5 nel 1998; nel continente africano si riduce del 27%, dall'8,28 del 1997 al 6 del 1998; in controtendenza i paesi del campione africano, dove il rapporto nel biennio 1997-1998 aumenta del 37%, dal 6 all'8,2.

Dopo una breve ripresa nel biennio 1998-1999, dove i paesi asiatici aumentano il rapporto del 60%, dal 24,52 del 1998 al 39,23 del 1999, i paesi americani del 10%, dal 6,1 del 1998 al 6,7 del 1999, e i paesi africani del 33%, dall'8,2 del 1998 al 10,9 del 1999, con la recessione del 2000 il rapporto diminuisce in tutti e tre i campioni; nei paesi asiatici dal 1999 al 2002 il rapporto si riduce del 32%, da un valore di 39,23 ad uno di 26,5; nei paesi americani il rapporto si riduce del 63%, dal 6,7 del 1999 al 2,5 del 2002; nei paesi africani il rapporto si riduce del 39%, da un valore di 10,93 del 1999 a 6,62 nel 2002.

Con la crescita economica del periodo 2003-2007, il rapporto medio *Stocks traded*/GDP aumenta notevolmente per i paesi di tutti e tre i continenti; nei paesi del campione asiatico, dal 2002 al 2007, il rapporto aumenta del 326%, da un valore di 26,49 ad uno di 113; nel campione americano tale rapporto aumenta del 416%, da un valore di 2,5 ad uno di 12,9, mentre in quello africano del 192%, da un valore di 6,62 ad uno di 19,33.

Durante la crisi del 2007, il rapporto *Stocks traded*/GDP si riduce di molto in tutti i continenti del campione; in Asia, nel biennio 2007-2008 il rapporto si riduce del 29%, da un valore di 113 ad uno

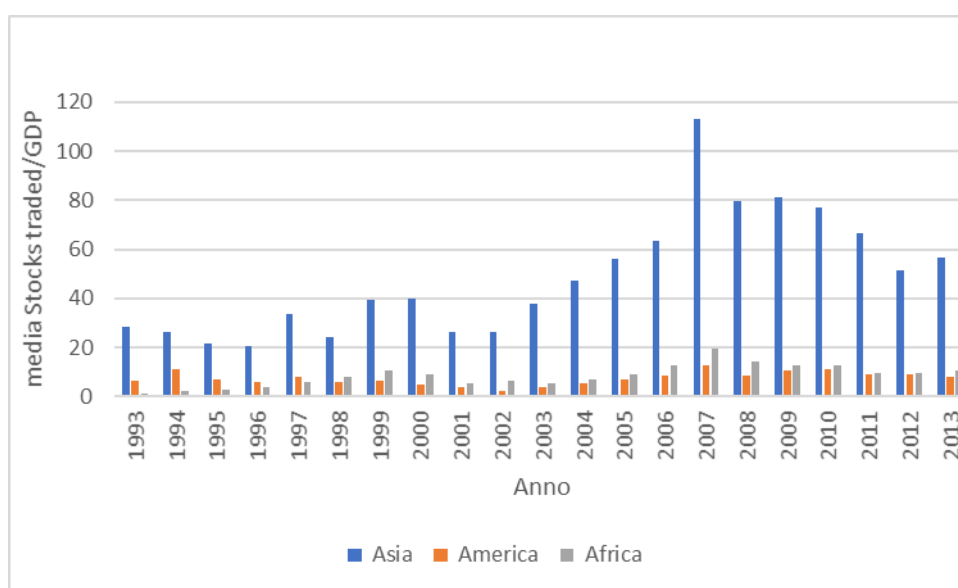


di 79,6; nel continente americano si riduce del 32%, da un valore di 12,9 ad uno di 8,75; nel continente africano il rapporto si riduce del 26%, da un valore di 19,3 ad uno di 14,3.

Nel biennio 2008-2009 abbiamo una debole ripresa economica che aumenta il rapporto medio *Stocks traded*/GDP in Asia di appena l'1.9%, dal 79,6 del 2008 all'81,1 del 2009; nei paesi americani il rapporto aumenta del 20%, dall'8,75 del 2008 al 10,52 del 2009; mentre nei paesi africani il rapporto si riduce dell'11%, dal 14,3 del 2008 al 12,7 del 2009.

Nel periodo 2009-2013 il rapporto *Stocks traded*/GDP si riduce in tutti e tre i continenti, assestandosi su valori inferiori a quelli pre-crisi; nei paesi asiatici il rapporto medio si riduce del 31%, da un valore di 81,9 nel 2009, ad uno di 56,47 nel 2013; nei paesi americani il rapporto si riduce del 22%, da un valore di 10,52 nel 2009 ad uno di 8,18 nel 2013; nei paesi africani il rapporto si riduce del 16%, da un valore di 12,7 nel 2009 ad uno di 10,6 nel 2013.

Figura 7. Andamento di *Stocks traded*/GDP per continente, 1993-2013



Fonte: *World Development Indicators*, World Bank

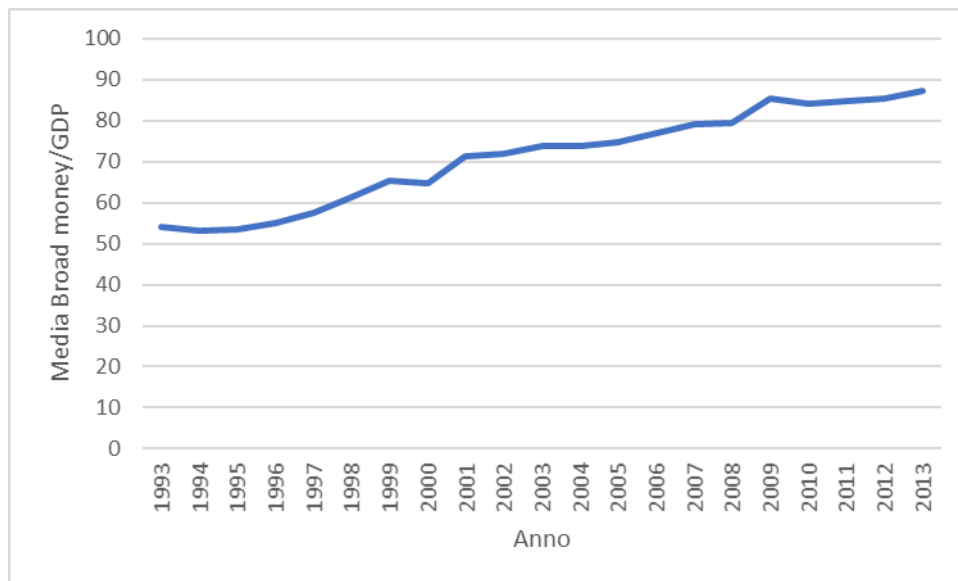
## 2.5 Broad Money

Dai dati degli *World Development Indicators* della Banca mondiale, ricaviamo una variabile simile a quella utilizzata da Alfaro per misurare l'offerta di moneta di un paese. La variabile che abbiamo utilizzato nella nostra ricerca viene definita *Broad money*; l'offerta di moneta comprende quella di circolante, in valuta sia straniera che locale, quella di depositi bancari, anch'essa in valuta straniera e locale, quella di riserve presso la banca centrale, e quella di titoli prontamente liquidabili, i così detti *cash equivalents*. La variabile è il risultato del rapporto tra l'offerta media di moneta annua e il GDP medio annuo.

L'andamento della media campionaria e della media per continente della variabile finanziaria in questione è crescente in tutto il periodo osservato, con un aumento del 61% per la media campionaria, da un valore di 54,12 nel 1993 ad uno di 87,25 nel 2013, del 50% per il continente africano, da un valore di 41 nel 1993 ad uno di 61,83 nel 2013, del 39% per il continente asiatico,

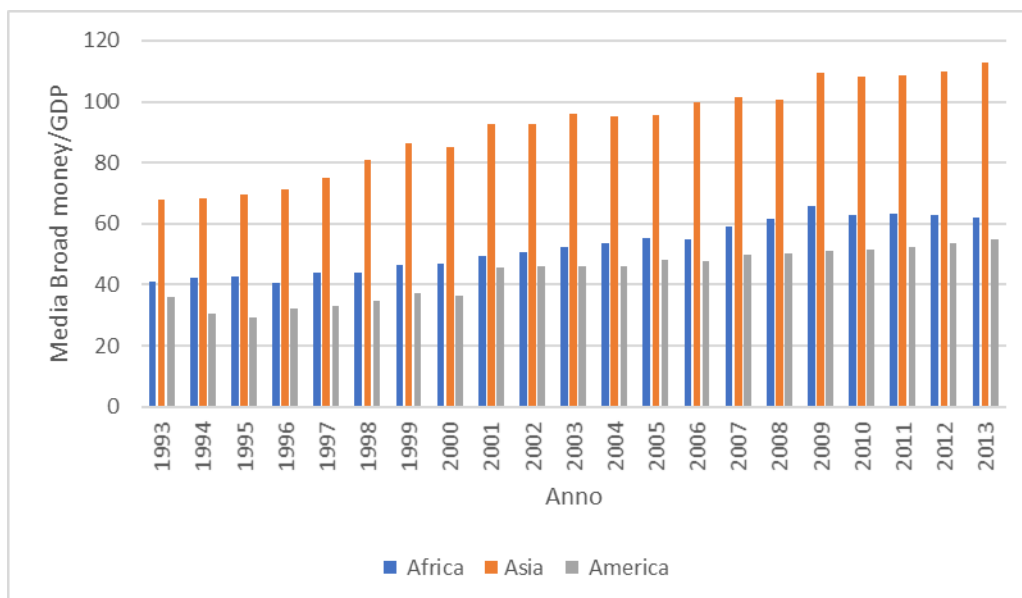
da un valore di 68,1 nel 1993 ad uno di 112,96 nel 2013, ed infine del 53% per il continente americano, da un valore di 35,87 nel 1993 ad uno di 54,86 nel 2013.

Figura 8. Andamento di *Broad money*/GDP, 1993-2013



Fonte: *World Development Indicators, World Bank*

Figura 9. Andamento di *Broad money*/GDP per continente, 1993-2013



Fonte: *World Development Indicators, World Bank*

### 3 Analisi empirica

Dai dati raccolti sui flussi in entrata degli IDE e sulle variabili dello sviluppo del mercato finanziario del nostro campione, eseguiamo un'analisi econometrica avvalendoci del metodo dei minimi quadrati ordinari (OLS), che possa permetterci di stimare l'effetto della variabile di interesse, ossia l'interazione tra lo sviluppo del mercato finanziario locale e i flussi di IDE, sulla crescita del GDP pro capite dei paesi in via di sviluppo. Il campione utilizzato comprende 32 paesi in via di sviluppo, per un periodo di osservazione compreso tra il 1998 e il 2013.

#### 3.1 Variabili

La nostra variabile dipendente è la crescita annuale del GDP pro capite, pari alla differenza del logaritmo naturale del GDP pro capite al tempo  $t$  e il logaritmo naturale del GDP pro capite al tempo  $t-1$ .

Oltre a questa, introduciamo nella specificazione ulteriori variabili di controllo, ricavate dagli *World Development Indicators* della Banca Mondiale. La prima variabile che consideriamo è il livello del GDP pro capite, considerato al tempo  $t-2$ , onde evitare sovrapposizioni temporali con la variabile dipendente. L'introduzione di tale variabile è prassi in analisi longitudinali sui tassi di crescita economica, anche se è opportuno evidenziare come l'inclusione di tale variabile possa condurre ad una distorsione del suo stimatore a causa all'endogeneità della variabile esplicativa, ossia della correlazione tra quest'ultima e il termine di errore, che da ora in poi indicheremo con  $u$ .

Come per la variabile dipendente ritardata, tutte le altre variabile esplicative sono calcolate al tempo  $t-2$ . Tra queste, includiamo POP, che indica la media annuale della popolazione del paese e DEN, che invece indica la densità media annuale della popolazione. Mentre la prima cattura gli effetti della dimensione del paese, la seconda mira a misurare il suo grado di urbanizzazione.

Introduciamo la variabile HK (*Human capital*) come proxy del livello di scolarizzazione del paese; in particolare, tale variabile rappresenta la quota media annua della popolazione iscritta all'università. Come proxy dell'apertura del paese al commercio internazionale utilizziamo la variabile TRADE OP (*trade openness*), calcolata come il rapporto annuo tra la somma di importazioni ed esportazioni e il GDP. Come proxy dello sviluppo delle infrastrutture tecnologiche e digitali, utilizziamo la variabile BROAD TEL, che è calcolata come somma tra le persone abbonate in media all'anno alla banda larga, su 100 persone, e le persone dotate in media all'anno del telefono fisso, sempre in rapporto a 100 persone.

Aggiungiamo nella specificazione le dummy riferite ai continenti di appartenenza dei paesi del campione, per includere nel modello variabili esplicative della dimensione culturale, sociale e politica dei paesi oggetto del nostro studio. La dummy Africa assumerà valore 1 se il paese del campione appartiene al continente africano, 0 altrimenti; la dummy America latina assumerà valore 1 se il paese appartiene all'America meridionale, 0 altrimenti; la dummy America centrale assumerà valore 1 se il paese appartiene all'America centrale, 0 altrimenti. Omettiamo dalla specificazione la dummy Asia, che assume valore 1 se il paese appartiene al continente asiatico, 0 altrimenti; tale omissione è necessaria per eliminare la multicollinearità tra le variabili dummy, la così detta "trappola delle dummy", per la quale, se ogni osservazione rientra in una e una sola categoria delle dummy e se tutte le variabili binarie sono incluse come regressori, allora la regressione soffrirà di collinearità perfetta, distorcendo di conseguenza lo stimatore delle dummy. Omettendo la variabile binaria Asia, i coefficienti delle altre dummy incluse rappresentano l'effetto incrementale di rientrare in quella categoria, relativamente al caso base della categoria omessa, ossia il coefficiente

delle dummy rappresenta la differenza media nel tasso di crescita del GDP pro capite tra un paese africano o americano, e un paese asiatico.

Oltre alle dummy relative al continente di appartenenza, includiamo nella specificazione una serie di dummy annuali al fine di catturare l'effetto sul tasso di crescita del GDP pro capite di *shock* macroeconomici durante il periodo di osservazione, che va dal 1995 al 2013.

Nella specificazione, relativamente alla variabile dei flussi in entrata degli IDE, non utilizziamo i flussi nominali di IDE, bensì quelli reali; in questo modo, deflazionando i flussi nominali, depuriamo l'effetto degli IDE dovuto alla variazione dei prezzi.

Dalla matrice di correlazione otteniamo, per 551 osservazioni, un risultato interessante relativamente alle variabili finanziarie: tutte e tre le variabili finanziarie sono altamente correlate tra loro; in particolare, la variabile *Capital*, che si riferisce alla variabile “*capitalization of listed domestic companies*”, e la variabile *Stocks*, che si riferisce alla variabile “*stocks traded*”, hanno un indice di correlazione pari a 0,7119. La variabile *Broad*, che si riferisce alla variabile “*broad money*”, e la variabile *Capital*, hanno un indice di correlazione pari a 0,4844; infine la variabile *Broad* e la variabile *Stocks* hanno un indice di correlazione pari a 0,4934. Vista l'alta correlazione tra le tre variabili finanziarie, procedo con l'analisi delle componenti principali per estrarre una variabile di sintesi.

Figura 1. Matrice di correlazione delle variabili esplicative

	ln realfdi	ln gdppc	ln pop	ln den	ln hk	ln trade op	ln broadtel	ln capital	ln stocks	ln broad
ln realfdi	1									
ln gdppc	0,4056	1								
ln pop	0,0857	0,4524	1							
ln den	0,0135	0,1247	0,02	1						
ln hk	0,4171	0,7907	0,2025	0,0938	1					
ln trade op	0,1192	0,4357	-0,556	0,3405	0,2692	1				
ln broadtel	0,3394	0,9198	0,3781	0,0605	0,8165	0,3696	1			
ln capital	0,268	0,3923	0,0608	0,4238	0,369	0,3684	0,3658	1		
ln stocks	0,3191	0,4038	0,3165	0,369	0,3409	0,218	0,424	0,7119	1	
ln broad	0,2064	0,5352	0,3319	0,4667	0,4318	0,6535	0,5154	0,4844	0,4934	1

Fonte: *Stata: Data Analysis and Statistical Software*

L'analisi delle Componenti Principali consente di ridurre la dimensionalità dell'insieme dei dati eliminando la ridondanza di informazioni risultato di variabili altamente correlate e di sostituire a

queste ultime un minor numero di nuove variabili tra loro non correlate e legate linearmente alle variabili di partenza. Le nuove variabili, oltre ad essere non correlate, sono ordinate rispetto alla percentuale di variabilità dei dati originali che riescono a spiegare.

Figura 2. Componenti principali

<i>Component</i>	<i>Eigenvalue</i>	<i>Proportion</i>
Comp. 1	2,15929	0,7198
Comp.2	0,566098	0,1887
Comp. 3	0,274611	0,0915

<i>Variable</i>	<i>Comp 1</i>	<i>Comp 2</i>	<i>Comp 3</i>
<i>ln capital</i>	0,6044	-0,3558	-0,7128
<i>ln stocks</i>	0,6019	-0,3822	0,7012
<i>ln broad</i>	0,5219	0,8528	0,0168

Fonte: *Stata: Data Analysis and Statistical Software*

La tabella in Figura 2 mostra le componenti principali ottenute da combinazioni lineari delle variabili originarie, ordinate in modo decrescente in funzione dell'*Eigenvalue*, ossia dell'autovalore, e della percentuale di variabilità spiegata delle variabili originarie correlate, indicata nella tabella dalla colonna "*Proportion*". Come criteri di scelta della componente principale la prassi indica che venga scelta la componente principale che spiega la percentuale maggiore della varianza delle variabili di cui è combinazione lineare, oppure che venga scelta la componente con autovalore maggiore di 1. Date queste premesse, la componente principale che utilizzeremo come sintesi delle tre variabili finanziarie è la componente principale 1, che chiameremo variabile FINDEV (*financial development*). La componente 1 ha infatti un autovalore di 2,15929, e spiega ben il 71% della correlazione delle variabili finanziarie.

Nel nostro studio utilizziamo un modello di regressione logaritmica, in modo tale da convertire variazioni in termini assoluti delle variabili in variazioni percentuali; in particolare utilizziamo il modello log-log, poiché sia la variabile dipendente che quelle indipendenti sono espresse in termini logaritmici. La variabile dipendente diventerà quindi la differenza tra  $\ln \text{GDP pro capite al tempo } t$  e  $\ln \text{GDP pro capite al tempo } t-1$ , che è equivalente al tasso di crescita del GDP pro capite. Nel modello log-log, ad una variazione dell'1% di una variabile esplicativa è associata una variazione della variabile dipendente del  $\beta\%$ , dove con  $\beta$  indichiamo il coefficiente del regressore, che in questo caso rappresenta anche l'elasticità della variabile dipendente rispetto al regressore. Per la stima della funzione di regressione utilizziamo il metodo dei minimi quadrati ordinari (OLS).

### 3.2 Analisi empirica

Conduciamo una prima regressione sul campione di 32 paesi in via di sviluppo, dal 1998 al 2013, che si focalizza sull'effetto dei flussi di IDE sul tasso di crescita:

$$\ln \text{GDPPC}_{i,t} - \ln \text{GDPPC}_{i,t-1} = \beta_0 + \beta_1 \ln \text{GDPPC}_{i,t-2} + \beta_2 \ln \text{RFDI}_{i,t-2} + \beta_3 \ln \text{POP}_{i,t-2} + \beta_4 \ln \text{DEN}_{i,t-2} + \beta_5 \ln \text{HK}_{i,t-2} + \beta_6 \ln \text{TRADE OP}_{i,t-2} + \beta_7 \ln \text{BROAD TEL}_{i,t-2} + \gamma_1 \text{AFRICA}_{i,t-2} + \gamma_2 \text{AMERICA LATINA}_{i,t-2} + \gamma_3 \text{AMERICA CENTRALE}_{i,t-2} + \text{DUMMY ANNUALI} + u_{i,t-2}$$

Da questa prima regressione risulta che la variabile dei flussi reali di IDE, RFDI, è statisticamente non significativa, quindi in questa specificazione i flussi di IDE non hanno alcun effetto sul tasso di crescita del GDP pro capite.

Guardando alle variabili di controllo notiamo come la variabile dipendente ritardata risulta essere negativa e statisticamente significativa all'1%. Tale risultato, in linea con la letteratura, può essere spiegato da quelle teorie economiche, in particolare neoclassiche, secondo le quali le economie convergono verso una situazione di stato stazionario, nella quale il tasso di crescita del GDPPC è costante. Da questa idea di convergenza, aumenti del tasso di crescita del GDPPC generano uno scostamento dallo stato stazionario dell'economia e quindi riduzioni del tasso di crescita futuro del GDPPC che fanno convergere tale grandezza verso il tasso di crescita del GDPPC in stato stazionario. Nella nostra regressione il coefficiente  $\beta_1$  di GDPPC è uguale a -0,072, quindi un aumento dell'1% del GDPPC al tempo t-2, riduce il tasso di crescita del GDPPC al tempo t dello 0,072%.

Le variabili TRADE OP e BROADTEL risultano essere positive e statisticamente significative rispettivamente ad un livello del 10% e dell'1%. Da questo risultato si evince come politiche commerciali aperte al commercio internazionale possano favorire la crescita del GDPPC. La libertà degli scambi e degli investimenti permette di sfruttare il principio del vantaggio comparato, per il quale i paesi si sviluppano quando utilizzano le proprie risorse per realizzare ciò che riescono a produrre relativamente meglio degli altri, ossi ad un costo relativo inferiore; il commercio internazionale consente alle imprese di usufruire delle possibilità offerte dai mercati mondiali e di accrescere il loro potenziale di vendita, con conseguenze positive su GDP, occupazione, economie di scala e costi fissi; infine, la libertà degli scambi e degli investimenti aumenta la possibilità di accedere a nuove conoscenze e tecnologie. Nella regressione, il coefficiente  $\beta_6$  di TRADE OP è uguale a 0,025, quindi un aumento dell'1% della variabile TRADE OP al tempo t-2 comporta un aumento del tasso di crescita del GDPPC al tempo t dello 0,025%. Per quanto riguarda la variabile BROADTEL, proxy dello sviluppo tecnologico del paese in termini di accesso ad internet, è evidente come lo sviluppo tecnologico di un paese favorisca la sua crescita economica, in particolare in termini di produttività del lavoro; nella regressione, il coefficiente  $\beta_7$  di BROADTEL è uguale a 0,051, quindi un aumento dell'1% della variabile BROADTEL al tempo t-2 comporta un aumento del tasso di crescita del GDPPC al tempo t dello 0,051%.

Analizzando le dummy per continente, quelle relative all'America latina e centrale risultano essere positive e statisticamente significative ad un livello del 5%; avendo ommesso la dummy ASIA per evitare problemi di multicollinearità tra le variabili binarie, i coefficienti associati alle dummy AMERICA LATINA e AMERICA CENTRALE rappresentano la differenza media tra i tassi di crescita del GDPPC dei paesi appartenenti a queste due categorie e quelli asiatici. Nel nostro caso la differenza media nel tasso di crescita del GDPPC al tempo t tra un paese dell'America centrale e uno asiatico è uguale al 3,3%, pari a  $\gamma_3 * 100$ , mentre la differenza media nel tasso di crescita tra un paese dell'America latina e uno asiatico è del 4%, pari a  $\gamma_2 * 100$ . Tale differenza nel tasso di crescita è dovuta al fatto che, essendo le economie asiatiche economicamente più avanzate di quelle latino americane, il tasso di crescita per queste ultime sarà maggiore rispetto a quello delle economie asiatiche, che hanno conosciuto fasi di forte crescita prima dei paesi latino americani.

Nella seconda regressione includiamo la variabile finanziaria di sintesi ottenuta grazie all'analisi delle componenti principali, che indichiamo con FINDEV:

$$\ln \text{GDPPC}_{i,t} - \ln \text{GDPPC}_{i,t-1} = \beta_0 + \beta_1 \ln \text{GDPPC}_{i,t-2} + \beta_2 \ln \text{RFDI}_{i,t-2} + \beta_3 \ln \text{FINDEV}_{i,t-2} + \beta_4 \ln \text{POP}_{i,t-2} + \beta_5 \ln \text{DEN}_{i,t-2} + \beta_6 \ln \text{HK}_{i,t-2} + \beta_7 \ln \text{TRADE OP}_{i,t-2} + \beta_8 \ln \text{BROAD TEL}_{i,t-2} + \gamma_1 \text{AFRICA}_{i,t-2} + \gamma_2 \text{AMERICA LATINA}_{i,t-2} + \gamma_3 \text{AMERICA CENTRALE}_{i,t-2} + \text{DUMMY ANNUALI} + u_{i,t-2}$$

Infine, nella terza regressione introduciamo la variabile di interesse, ossia l'effetto interazione tra lo sviluppo del mercato finanziario e i flussi reali di IDE:

$$\ln \text{GDPPC}_{i,t} - \ln \text{GDPPC}_{i,t-1} = \beta_0 + \beta_1 \ln \text{GDPPC}_{i,t-2} + \beta_2 \ln \text{RFDI}_{i,t-2} + \beta_3 \ln \text{FINDEV}_{i,t-2} + \beta_4 \ln \text{RFDI} * \text{FINDEV}_{i,t-2} + \beta_5 \ln \text{POP}_{i,t-2} + \beta_6 \ln \text{DEN}_{i,t-2} + \beta_7 \ln \text{HK}_{i,t-2} + \beta_8 \ln \text{TRADE OP}_{i,t-2} + \beta_9 \ln \text{BROAD TEL}_{i,t-2} + \gamma_1 \text{AFRICA}_{i,t-2} + \gamma_2 \text{AMERICA LATINA}_{i,t-2} + \gamma_3 \text{AMERICA CENTRALE}_{i,t-2} + \text{DUMMY ANNUALI} + u_{i,t-2}$$

L'inclusione delle variabili FINDEV e RFDI\*FINDEV non modificano l'effetto della variabile RFDI sul tasso di crescita del GDPPC: i flussi di IDE rimangono statisticamente non significativi anche per le altre due regressioni. Tali risultati sono simili a quelli ottenuti da Alfaro; negli studi di Alfaro l'effetto degli IDE sulla crescita economica era risultato negativo e statisticamente significativo o statisticamente non significativo.

La variabile dello sviluppo finanziario FINDEV risulta essere negativa e statisticamente significativa in tutte e due le regressioni; in particolare, nella seconda regressione, la variabile è significativa ad un livello del 5%, e presenta un coefficiente  $\beta_3$  pari a -0,015, ossia per una variazione dell'1% della variabile FINDEV al tempo t-2, il tasso di crescita del GDPPC al tempo t si riduce dello 0,015%. Nella terza regressione la variabile FINDEV è statisticamente significativa ad un livello dell'1%, con un coefficiente  $\beta_3$  pari a -0,026, ossia per una variazione dell'1% della variabile FINDEV al tempo t-2, il tasso di crescita del GDPPC al tempo t si riduce dello 0,026%.

Dall'ultima regressione otteniamo un risultato importante per la nostra variabile di interesse: il coefficiente della variabile dell'effetto interazione tra lo sviluppo del mercato finanziario e i flussi di IDE RFDI\*FINDEV risulta essere positivo e statisticamente significativo ad un livello del 10%; dato un coefficiente  $\beta_4$  pari a 0,002, ad una variazione dell'1% della variabile RFDI\*FINDEV al tempo t-2, il tasso di crescita del GDPPC al tempo t si riduce dello 0,002%. La variabile RFDI\*FINDEV risulta statisticamente significativa anche con l'inclusione di determinanti della crescita economica come il livello di capitale umano (HK), il grado di apertura dell'economia (TRADE OP) e il livello di sviluppo tecnologico (BROADTEL).

Il coefficiente della variabile RFDI considerata singolarmente non è statisticamente significativo per il tasso di crescita del GDPPC; tale risultato dimostra come, non interagendo con un mercato finanziario efficiente, i flussi di IDE non hanno effetti sulla crescita del GDP del paese; in altri termini gli IDE, non essendo canalizzati efficientemente da un mercato finanziario locale sviluppato, non riescono ad implementare le loro potenziali esternalità positive. Abbiamo verificato quindi i risultati di Alfaro secondo i quali gli effetti positivi degli IDE sulla crescita economica di un paese non sono automatici, ma richiedono un contesto locale favorevole, in particolare un mercato finanziario sviluppato.

Il coefficiente della variabile dello sviluppo finanziario risulta essere in tutte e tre le regressioni negativo e statisticamente significativo; questo risultato è speculare a quello ottenuto per la variabile dei flussi di IDE: in mancanza di investimenti stranieri, eventuali riforme finanziarie non generano benefici per il tasso di crescita del GDPPC.

I due risultati ottenuti per le variabili dei flussi di IDE e dello sviluppo finanziario prese singolarmente, sono confermati dall'inclusione nella specificazione dell'effetto interazione tra le

variabile FINDEV e RFDI: investimenti stranieri hanno un effetto positivo sul tasso di crescita del GDPPC solo se è presente nel paese di destinazione un mercato finanziario efficiente; alternativamente, le riforme finanziarie adottate dalla politica economica di un paese per migliorare il settore finanziario hanno un effetto incrementale sul tasso di crescita del GDPPC solo in presenza di investimenti, nel nostro caso investimenti stranieri.

Ad ulteriore sostegno del risultato ottenuto per l'effetto interazione tra lo sviluppo del mercato finanziario e i flussi di IDE notiamo come la variabile dell'apertura del paese al commercio internazionale TRADE OP risulta positiva e statisticamente significativa in tutte e tre le regressioni; politiche commerciali liberali sono necessarie per attrarre IDE, che se fatti interagire con un mercato finanziario locale sviluppato, determinano un effetto positivo sul tasso di crescita del GDPPC.

Figura 3. Funzioni di regressione<sup>1</sup>

Var dip.: growth	(1)	(2)	(3)
Ln_GDPPC <sub>i, t-2</sub>	-0.072*** (0.015)	-0.074*** (0.018)	-0.067*** (0.018)
Ln_RFDI <sub>i, t-2</sub>	-0.002 (0.003)	-0.000 (0.004)	-0.002 (0.005)
Ln_FINDEV <sub>i, t-2</sub>		-0.015** (0.007)	-0.026*** (0.009)
Ln_RFDI*FINDEV <sub>i, t-2</sub>			0.002* (0.001)
Ln_POP <sub>i, t-2</sub>	0.002 (0.005)	0.004 (0.006)	0.005 (0.006)
Ln_DEN <sub>t-2</sub>	0.006 (0.005)	0.010* (0.006)	0.010* (0.006)
Ln_HK <sub>i, t-2</sub>	-0.002 (0.010)	-0.001 (0.010)	-0.003 (0.010)
Ln_TRADE <sub>i, t-2</sub>	0.025* (0.015)	0.040** (0.016)	0.039** (0.016)
Ln_BROADTEL <sub>i, t-2</sub>	0.051*** (0.013)	0.059*** (0.016)	0.056*** (0.016)
Africa	0.020 (0.021)	0.030 (0.026)	0.024 (0.027)
America Latina	0.040** (0.019)	0.048** (0.022)	0.051** (0.022)
America Centrale	0.033** (0.016)	0.013 (0.018)	0.018 (0.019)
Asia	Rif.	Rif.	Rif.
Costante	0.673*** (0.183)	0.648*** (0.219)	0.577*** (0.213)
Dummy annuali	Si	Si	Si
N	493	408	408
R <sup>2</sup>	0.334	0.327	0.332

Fonte: Stata: Data Analysis and Statistical Software

<sup>1</sup> Stanard error robusti all'eteroschedasticità tra parentesi. \*p-value < 0,10; \*\*p-value < 0,05; \*\*\*p-value < 0,01



### 3.3 Implicazioni di policy

Dai risultati ottenuti dall'analisi empirica confermiamo i risultati degli studi di Alfaro, secondo i quali lo sviluppo del mercato finanziario rappresenta una prerogativa affinché gli IDE contribuiscano alla crescita economica del paese che li riceve. I *policy makers* dei paesi che intendono attrarre investimenti stranieri non devono quindi limitarsi ad adottare politiche commerciali liberali, ma devono inoltre realizzare riforme finanziarie capaci di catturare le esternalità positive degli IDE.

Uno degli aspetti più importanti che riguarda lo sviluppo di un mercato finanziario è rappresentato dai costi di transazione e negoziazione; minori costi di transazione e negoziazione favoriscono gli scambi in un mercato azionario, attirando investimenti e permettendo agli stessi di ottenere maggiori margini di profitto, e quindi un effetto maggiore sul GDP del paese. I costi di transazione e negoziazione, secondo la definizione fornita da Dudek e Baert Wiener, rappresentano l'insieme dei costi sostenuti dai protagonisti di uno scambio, allo scopo di definire, iniziare, controllare e completare una transazione. I costi di transazione possono essere qualificati come segue: il costo in tempo e in denaro per definire un accordo; il costo in tempo e denaro della ricerca di contraenti per un dato contratto; infine, i costi di ricerca di informazioni riguardanti il mercato ed i suoi agenti. Una delle cause principali della presenza di elevati costi di transazione sono le asimmetrie informative; tali asimmetrie possono essere pre-contrattuali o post-contrattuali, e danno origine a comportamenti opportunistici che generano inefficienze del mercato. Le asimmetrie informative nascono qualora una delle parti contraenti dispone di una quantità maggiore di informazioni relative all'oggetto della transazione, e utilizza questo vantaggio a proprio favore e a scapito dell'altro contraente.

Nell'ambito del mercato azionario, una forma di asimmetria informativa è rappresentata dall'*insider trading*; tale asimmetria nasce dall'abuso di informazioni privilegiate, ossia dallo sfruttamento di notizie non ancora pubbliche, concernenti, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti di strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari, quando tali notizie, se rese pubbliche, avrebbero potuto influire in modo sensibile sul mercato finanziario. L'*insider trading* genera un'inefficienza del mercato finanziario, aumentando i costi di transazione e negoziazione e riducendo gli investimenti, in quanto lo sfruttamento di informazioni non ancora disponibili al pubblico consente all'*insider* negoziazioni che modificano il fattore di rischio che grava sui rimanenti investitori, alterando sia la posizione di parità degli operatori economici, sia la trasparenza dei mercati mobiliari e la fiducia degli investitori quale condizione di crescita economica.

Per ridurre i costi di transazione e negoziazioni derivanti dalle asimmetrie informative, e per garantire quindi al mercato il rispetto e la tutela di diritti ed interessi degli agenti economici ivi operanti, è necessario che lo Stato istituisca o riformi un istituto di supervisione capace di assicurare la trasparenza, l'ordinato svolgimento delle negoziazioni e la tutela degli investitori. Un organo di vigilanza, come la Consob in Italia o la SEC negli Stati Uniti, che si faccia garante di efficienza e stabilità del mercato; una struttura efficiente di vigilanza del mercato mobiliare costituisce una tutela per gli investitori stranieri, e una significativa riduzione dei costi sostenuti dagli investitori per reperire le informazioni sulle transazioni; un organo che se efficiente consente quindi non soltanto di attrarre investimenti stranieri, ma di sfruttare le loro potenzialità di crescita economica.

Lo sviluppo di un mercato finanziario può anche essere valutato in funzione del grado di accesso al credito o a fonti di finanziamento alternative, come quelle reperibili dal mercato mobiliare; dagli studi di Lehmann et al. (2004), i paesi con un mercato finanziario sviluppato in termini di dimensioni del mercato mobiliare e del settore bancario, non attraggono flussi di IDE poiché le succursali delle multinazionali preferiscono finanziarsi dal mercato dei capitali locale o dal capitale di debito delle banche; uno dei motivi principali di questa scelta è il rischio del tasso di cambio associato a costi e ricavi denominati nella valuta locale corrente. In questo caso il paese, pur non beneficiando di flussi di capitali, può sfruttare gli altri canali attraverso i quali gli investimenti stranieri possono favorire la crescita economica, in particolare aumentando la produttività e l'innovatività delle imprese locali. Grazie agli *spillovers* delle succursali delle multinazionali, siano essi favoriti dalla prossimità geografica o dalla mobilità della forza lavoro, le imprese locali hanno accesso a vantaggi tecnologici, strutture organizzative più efficienti, *network* internazionali. Le imprese locali possono godere delle esternalità positive derivanti dai legami con le imprese straniere solo se avviano processi di *self-upgrading* tali da raggiungere quell'innovazione a livello di prodotto, processi produttivi, *governance* e struttura organizzativa che possa consentire loro di osservare, imitare e intrattenere rapporti profittevoli con le più performanti imprese straniere; ma questo processo di innovazione può attuarsi solo grazie ad ingenti investimenti in capitale umano e soprattutto ricerca e sviluppo. Il fabbisogno finanziario di cui le imprese locali necessitano per il processo di *self-upgrading* è favorito dalla presenza di un facile accesso al credito e di un mercato mobiliare ad elevata capitalizzazione che possa investire nel processo di innovazione imprenditoriale.

Lo Stato può favorire gli investimenti delle imprese facilitando l'accesso al credito attraverso l'istituzione di fondi che erogano agevolazioni finanziarie alle imprese; tali agevolazioni possono essere diverse: i fondi preposti possono coprire parte del costo del capitale di debito nel caso di un finanziamento bancario, riducendo il razionamento del credito; il contributo può anche essere versato al beneficiario sotto forma di sottoscrizione di capitale sociale per favorirne il processo di capitalizzazione. Lo Stato può creare un mercato mobiliare o strumenti finanziari appositi per le imprese non quotate, permettendo anche alle imprese di piccole e medie dimensioni di aprirsi al mercato dei capitali, riducendo la dipendenza dal credito bancario; in particolare, consentire anche alle piccole e medie imprese di emettere obbligazioni o titoli di debito per favorire il reperimento delle risorse finanziarie necessarie per gli investimenti in innovazione e sviluppo.

## Conclusioni

Dalla nostra ricerca abbiamo confermato i risultati degli studi economici di Alfaro sul ruolo degli IDE nella crescita economica di un paese in via di sviluppo. La tesi secondo la quale l'efficienza del mercato finanziario di un paese costituisce un presupposto essenziale per gli effetti benefici degli IDE sullo sviluppo economico del paese che li riceve è stata verificata a livello empirico dal nostro studio econometrico. Il potenziale degli IDE in termini di crescita economica dipende dall'ambiente economico, politico e socio-culturale del paese che li riceve, e una delle "determinanti ambientali" del successo degli IDE è rappresentata dallo sviluppo del mercato, e più in generale del settore finanziario con il quale devono interagire. L'apertura delle frontiere nazionali al libero scambio permette di ricevere investimenti stranieri, ma non garantisce di poter godere dei loro frutti; si rivela necessaria, da parte della politica del paese che intende attrarre investimenti esteri, la predisposizione di un terreno fertile, grazie al quale gli IDE possano esprimere al meglio il loro reale potenziale. La significatività statistica dell'effetto interazione tra lo sviluppo del mercato finanziario e i flussi di IDE che abbiamo ricavato dal nostro studio evidenzia come, ai fini di un incremento del tasso di crescita del GDP pro capite, gli IDE devono essere coadiuvati da riforme finanziarie che riducano i costi di transazione e negoziazione del settore finanziario e che facilitino l'accesso al credito e al mercato mobiliare per le imprese. Le riforme finanziarie devono garantire un mercato finanziario equo e trasparente che attragga IDE e che permetta loro di contribuire alla crescita economica del paese; devono facilitare l'accesso alle fonti di finanziamento, siano esse di debito o di rischio, attraverso agevolazioni finanziarie e creazione di mercati di capitali ad hoc per contribuire allo sviluppo delle imprese locali, che meglio potranno confrontarsi e trarre beneficio dalle imprese straniere. Una complementarietà imprescindibile sussiste tra lo sviluppo del mercato finanziario e i flussi di IDE: non vi è crescita economica se alle riforme finanziarie realizzate da un paese non partecipano IDE e, viceversa, senza un efficiente *background* finanziario, gli IDE non apportano quel notevole contributo alla crescita economica che potenzialmente possono offrire.<sup>2</sup>

---

<sup>2</sup> Numero di parole: 13706

## Bibliografia

- Aghion, P., R. Blundell, R. Griffith, P. Howitt e S. Prantl, 2009. The Effects of Entry on Incumbent Innovation and Productivity. *Review of Economics and Statistics*, 91, 20–32.
- Aitken, B., & A.E. Harrison, 1999. Do Domestic Firms Benefit from Direct Foreign Investment? Evidence from Venezuela. *American Economic Review*, 89(3), 605–618.
- Aitken, B., B. Harrison, & R.E. Lipsey, 1996. Wages and foreign ownership. A comparative study of Mexico, Venezuela, and the United States. *Journal of International Economics*, 40(3-4), 345–371.
- Alfaro, Charlton, 2007. Growth and the Quality of Foreign Direct Investment: Is All FDI Equal? *American economic review*, 99, 43-52.
- Alfaro, L. e A. Charlton, 2009. Intra-industry foreign direct investment. *American Economic Review*, 99(5), 2096–2119.
- Alfaro, L., & A. Rodríguez-Clare, 2004. Multinationals and Linkages: An Empirical Investigation. *Economia*, 4(2), 113–169.
- Alfaro, L., & M. Chen, 2012. Surviving the Global Financial Crisis: Foreign Ownership and Establishment Performance. *American Economic Journal: Economic Policy*, 4(3), 30–55.
- Alfaro, L., & M.X. Chen, 2017. Selection and Market Reallocation: Productivity Gains from Multinational Production. *American Economic Journal: Economic Policy*.
- Alfaro, L., A. Chanda, S. Kalemli-Ozcan, & S. Sayek, 2010. Does foreign direct investment promote growth? Exploring the role of financial markets on linkages. *Journal of Development Economics*, 91(2), 242–256.
- Alfaro, L., S. Kalemli-Ozcan, & S. Sayek, 2009. FDI, productivity and financial development. *World Economy*, 32(1), 111–135.
- Alfaro, Laura, and Jasmina Chauvin, 2017. Foreign Direct Investment, Finance and Economic Development. In *Encyclopedia of International Economics and Global Trade, Vol. 3: Foreign Direct Investment and the Multinational Enterprise*, edited by Mariana Spatareanu. Singapore: World Scientific, forthcoming.
- Alfaro, Laura, Areendam Chanda, Sebnem Kalemli-Ozcan, and Selin Sayek, 2004. FDI and Economic Growth: The Role of Local Financial Markets. *Journal of International Economics* 64, no. 1: 89-112.
- Antràs, P., M. Desai, & C. Fritz Foley, 2009. Multinational firms, FDI flows, and imperfect capital markets. *Quarterly Journal of Economics*, 124(3), 1171–1219.
- Bao, C. G., & M.X. Chen, 2015. Foreign Rivals are Coming to Town: Responding to the Threat of Foreign Multinational Entry. Working Paper.
- Bilir, L., D. Chor, & K. Manova, 2015. Host-Country Financial Development and Multinational Activity. Working Paper.

- Blalock, G., P.J. Gertler, & D.I. Levine, 2008. Financial constraints on investment in an emerging market crisis. *Journal of Monetary Economics*, 55(3), 568–591.
- Blomstrom, M. and Wolff, E, 1989. Multinational corporations and productivity convergence in Mexico. National Bureau of Economic Research, Working paper n.3141.
- Brian J. Aitken, Ann E. Harrison, 1999. Do Domestic Firms Benefit from Direct Foreign Investment? Evidence from Venezuela. *American Economic review*, Vol.89, n.3.
- Caves, R.E, 1974. Multinational Firms, Competition, and Productivity in Host-Country Markets. *Economica*, 41, 176-193.
- Desai, M. A., C. Fritz Foley, & K.J. Forbes, 2008. Financial constraints and growth: Multinational and local firm responses to currency depreciations. *Review of Financial Studies*, 21(6), 2857–2888.
- E. Borensztein, J. De Gregorio, J-W. Lee, 1998. How does foreign direct investment affect economic growth? *Journal of International Economics*, 45, 115-135.
- Feenstra, R. C., & G.H. Hanson, 1997. Foreign direct investment and relative wages: Evidence from Mexico’s maquiladoras. *Journal of International Economics*, 42(3–4), 371–393.
- Girma, S., Y. Gong, & H. Görg, 2008. Foreign direct investment, access to finance, and innovation activity in Chinese enterprises. *World Bank Economic Review*, 22(2), 367–382.
- Hale, G., & C. Long, 2008. Did Foreign Direct Investment Put an Upward Pressure on Wages in China? *IMF Economic Review*, 59(3), 404–430.
- Harrison, A. E., & M.S. McMillan, 2003. Does direct foreign investment affect domestic credit constraints? *Journal of International Economics*, 61(1), 73–100.
- Javorcik, B. S., & M. Spatareanu, 2009. Liquidity constraints and firms’ linkages with multinationals. *World Bank Economic Review*, 23(2), 323–346.
- Kosova, R, 2010. Do Foreign Firms Crowd Out Domestic Firms? Evidence from the Czech Republic. *The Review of Economics and Statistics*, 92(November), 861–881.
- Lehmann, A., S. Sayek, & H.G. Kang, 2004. Multinational Affiliates and Local Financial Markets. IMF Working Paper.
- Magnus Blomström, 1986. Foreign Investment and Productive Efficiency: The Case of Mexico. *The Journal of Industrial Economics*, Vol. 35, No. 1, pp. 97-110.
- Manole, V., & M. Spatareanu, 2014. Foreign direct investment spillovers and firms’ access to credit. *Applied Financial Economics*, 24(12), 801–809.
- Prasad, E., R. Rajan, & A. Subramanian, 2007. Foreign Capital and Economic Growth. *Brookings Papers on Economic Activity*, (1), 153–230.
- Rajan, R., & L. Zingales, 1998. Financial Dependence and Growth. *American Economic Review*, 88(3), 559.
- Ramondo, N, 2009. Foreign plants and industry productivity: Evidence from Chile. *Scandinavian Journal of Economics*, 111(4), 789–809.

- Robert E. Lipsey, 2004. Home and Host-Country Effects of Foreign Direct Investment. National Bureau of Economic Research, Volume title: Challenges to Globalization: Analyzing the Economics.
- V. N. Balasubramanyam, M. Salisu and David Sapsford Foreign, 1996. Foreign Direct Investment and Growth in EP and is Countries. The Economic Journal, Vol. 106, No. 434, 92-105.

## Sitografia

- Unctad Statistics,  
[http://unctadstat.unctad.org/wds/ReportFolders/reportFolders.aspx?sCS\\_ChosenLang=en](http://unctadstat.unctad.org/wds/ReportFolders/reportFolders.aspx?sCS_ChosenLang=en). Consultato il 30/07/2018.
- World Development Indicators, World Bank Open Data,  
<https://data.worldbank.org/products/wdi>. Consultato il 5/08/2018

Paesi oggetto dello studio econometrico:

Africa:

Nigeria, Namibia, Mauritius, Kenya, Sud Africa, Marocco, Ghana.

Asia:

Malesia, Pakistan, Libano, Bangladesh, Tailandia, Indonesia, Filippine, Oman, Iran, Bahrain, Sri Lanka, Core del Sud, Singapore, Hong Kong, Turchia, Giordania, Cina.

America centrale e meridionale:

Cile, Brasile, Argentina, Panama, Costa Rica, Peru, Colombia, Messico.