

UNIVERSITA' DI BARI
DIPARTIMENTO DI SCIENZE POLITICHE

MODULO 16

Deregolamentazioni e crisi finanziarie

Hill, cap. 11 (molto integrato)

Rodrik, pp. 136-144, 157-197

CORSO DI ECONOMIA INTERNAZIONALE 2020-21

Prof. Michele Capriati

- Bretton Woods stabiliva il diritto esplicito dei paesi di controllare i movimenti di capitali, a causa delle turbolenze causate dalla finanza internazionale fra le due guerre.
- In quel periodo i governi vogliono controllare gli andamenti dell'economia, e non accettano più le regole del Gold Standard.

Keynes (ispiratore di Bretton Woods):

- flussi di capitali liberi ostacolano non solo la stabilità finanziaria, ma anche l'equilibrio macroeconomico (occupazione, prezzi)
- tassi di cambio fissi e capitali mobili espongono troppo i paesi alle politiche monetarie di altri (livello dei tassi di interesse) e tendono a rendere simili le politiche monetarie, cosa nient'affatto positiva (ogni paese ha situazione diversa)

Con Bretton Woods:

- i governi controllano i movimenti di capitali
- il FMI provvede a finanziamenti a breve termine per sostenere i paesi nel caso di carenza di valuta estera
- tassi di cambio sono fissi ma modificabili, in misura limitata e in modo ordinato

E' il sistema di cambio che accompagna la ricostruzione dell'Europa, la grande crescita del dopoguerra, ma anche il rafforzamento dello stato sociale e del ruolo pubblico nell'economia, in un quadro di divisione del mondo in blocchi.

Con gli anni 80 cambia il quadro politico-economico internazionale.

- Approccio liberista (a partire da USA e UK) poi diffuso a molti altri paesi (con parziale esclusione dell'Asia). Sintetizzato nel cosiddetto Washington Consensus.

Washington Consensus così come sintetizzato da Williamson (89)

1. Pareggio di bilancio pubblico
2. Riduzione spesa pubblica
3. Riduzioni delle tasse
4. Tassi di interesse reali moderatamente positivi
- 5. Tassi di cambio flessibili**
- 6. Liberalizzazione commerciale**
- 7. Liberalizzazione movimenti di capitali**
8. Privatizzazioni
9. De-regolamentazioni
10. Tutela dei diritti di proprietà

La tesi del Washington Consensus

- La liberalizzazione dei movimenti dei capitali è essenziale perché il mercato allochi i risparmi nei paesi/nelle attività dove ci sono maggiori opportunità di investimento.
- Capitali liberi aiutano i governi ad essere più responsabili (minaccia di “fuga di capitali” è incentivo a politiche economiche “sostenibili”).
- Conclusione: vanno eliminati gli ostacoli e ridotti i controlli ai movimenti di capitali.

Basi teoriche (ideologiche):

- Fiducia assoluta nella capacità dei mercati di “inviare i segnali giusti”.
- Teorie economiche che postulano che il comportamento degli operatori è sempre razionale.
- Importanza mercati finanziari per trasferire capitali a chi ne ha bisogno.

Approccio ideologico:

- L'azione dei governi non può che peggiorare la situazione perché:
 - sono corrotti
 - dispongono di scarse informazioni
 - sono burocratizzati

- Liberalizzazione finanziaria rende i governi più deboli degli investitori internazionali, e li costringe a fare le scelte politiche che ad essi sono più gradite (specie di riduzione della regolamentazione).
- Grave problema di riduzione della sovranità nazionale.

- L'eliminazione delle barriere ai movimenti di capitali, la riduzione dei controlli e le opportunità tecnologiche (internet) causano un enorme aumento della dimensione, della velocità e della volatilità dei movimenti internazionali di capitali.

- Enormi masse di capitali si muovono costantemente alla ricerca di opportunità di profitto, aumentando l'instabilità mondiale.
- Vengono creati strumenti “derivati” per ridurre i rischi e fornire coperture assicurative agli investitori, ma essi finiscono invece per accrescere il rischio complessivo, moltiplicando il valore dei titoli rispetto alle attività economiche su cui sono basati.

Liberalizzazione finanziaria

- In molti paesi, specie anglosassoni, vengono ridotte (o eliminate) nell'ultimo ventennio le regolamentazioni sulla finanza.
 - Fiducia nell'autoregolamentazione dei mercati
 - Si sviluppa un enorme mercato di titoli "derivati" e di titoli "assicurativi" a più alto rischio

- La disponibilità maggiore e più rapida di informazioni. Aumenta molto l'effetto psicologico fra gli investitori, e quindi l'effetto "contagio" nei comportamenti.
- Anni 80
 - aboliti ostacoli ai movimenti di capitali in Europa
 - aboliti ostacoli nei paesi OCSE (inclusi Messico e Corea)

2007

- Transazioni finanziarie internazionali pari a 3200 miliardi di dollari al giorno
- Transazioni commerciali internazionali pari a 38 miliardi di dollari al giorno

- Premio Nobel James Tobin aveva suggerito di introdurre una piccola tassa (Tobin tax) nelle transazioni finanziarie internazionali per ridurre la velocità e la volatilità dei flussi di capitali, ma non fu ascoltato.
- I mercati finanziari privati si sono internazionalizzati molto più rapidamente e integralmente rispetto a qualsiasi altro tipo di istituzione economica o politica.

- Un altro importante effetto della liberalizzazione è la tendenza alla riduzione della tassazione sul capitale (imprese e rendite finanziarie), perché il capitale può «fuggire»
- Ciò ha spostato (anche in Europa) molto di più il carico fiscale sul lavoro.
- Nei paesi OCSE l'imposta media sulle persone giuridiche passa dal 50% del 1981 al 30% del 2009.
- La concorrenza fiscale internazionale serve ad attrarre capitali.

- Dagli anni 80 aumenta molto però la frequenza delle crisi finanziarie.
- Particolarmente colpiti i paesi in via di sviluppo, nei quali l'apertura dei mercati finanziari è stata più rapida (e senza che ci siano condizioni per controllarne efficacemente gli effetti), spesso su indicazione dell'FMI.

- I mercati finanziari soffrono di debolezze strutturali, messe in luce dalla teoria economica, (Stiglitz e altri)
 - problemi di asimmetria delle informazioni, rischio morale, e molti altri.
- All'interno dei paesi, le regolamentazioni, la sorveglianza e l'azione della Banca Centrale li contengono.
- A scala internazionale non vi è nulla di simile.

Le crisi finanziarie sono di diversi tipi, ma spesso interconnessi fra loro.

- **Crisi valutarie**

Quando un attacco speculativo sul tasso di cambio di una valuta provoca un forte deprezzamento del valore della valuta stessa o costringe le autorità a difenderla

- **Crisi bancarie**

Perdita di fiducia nel sistema bancario che porta ad una corsa agli sportelli

- **Crisi del debito estero**

Quando un paese non può onorare i suoi obblighi debitori con l'estero

Frequenza delle crisi valutarie e bancarie, 1975-1997

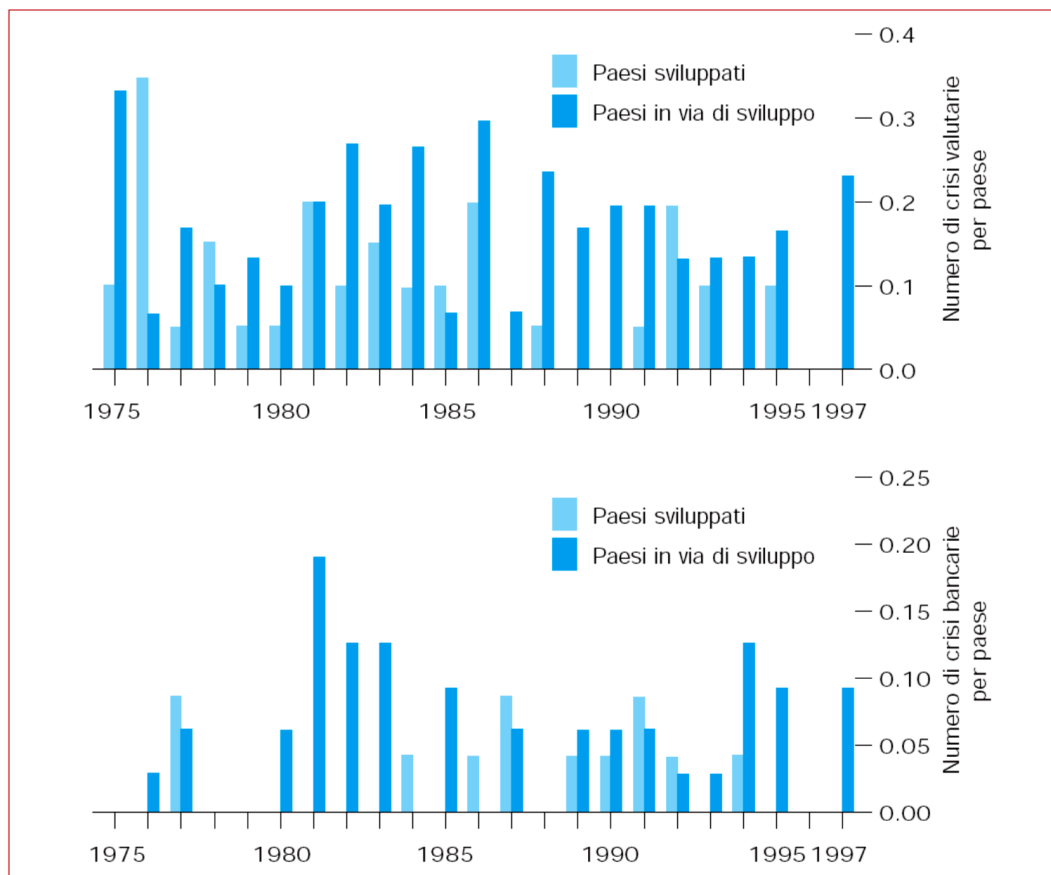


FIGURA 11.3 Frequenza delle crisi valutarie e bancarie.

L'intervento dell'FMI nelle crisi finanziarie

- Il FMI interviene fornendo assistenza ai paesi colpiti dalla crisi (in genere sotto forma di prestiti), ma richiedendo “condizionalità”: cioè fornendo indicazioni precise e vincolanti sulle politiche che devono essere messe in atto.
- In genere esse comportano una ulteriore liberalizzazione dei mercati (del lavoro, dei prodotti, della finanza).

- Gli economisti liberisti (e il FMI) indicano i requisiti necessari per la liberalizzazione (“le riforme”):
 - istituzioni ben funzionanti
 - rispetto della legge
 - pochi rischi
 - politica non corrotta
 - mercati del lavoro flessibili
- Tutto questo va fatto insieme e subito. E se c'è una crisi, significa che non si è fatto abbastanza (economisti non sbagliano mai).

Problemi con le politiche prescritte dal FMI

- Politiche inappropriate
 - L'approccio indifferenziato del FMI alla politica macroeconomica è inappropriato per molti paesi
- Comportamento opportunistico
 - Le persone sono poco prudenti quando sanno che saranno salvate se le cose andassero male
- Mancanza di responsabilità
 - Il FMI è diventato troppo potente per un'istituzione che manca di un vero meccanismo di responsabilità

Esempio: Messico 1995

- Peso ancorato al dollaro USA.
- I prezzi messicani alla produzione aumentarono del 45%, ma senza un corrispondente aggiustamento del tasso di cambio.
- Gli investimenti continuarono (64 miliardi di dollari tra 1990 e 1994).
- Gli speculatori cominciarono a vendere pesos e il governo non aveva sufficienti riserve di valuta estera per difenderlo.
- Il FMI, ma soprattutto gli USA, intervennero.

Esempio: Russia 1998

- Perdita di fiducia dei mercati finanziari nei confronti della capacità della Russia di far fronte ai pagamenti nazionali ed internazionali
 - ha portato alla perdita di riserve internazionali e al rinnovo dei titoli del tesoro che giungevano a scadenza.
- Persistente declino del valore del rublo:
 - alta inflazione
 - prezzi artificialmente bassi nell'era comunista
 - carenza di beni
 - controlli sui prezzi liberalizzati
 - Dilagante corruzione
- Crescente debito del settore pubblico
 - rifiuto di aumentare le tasse

- Svalutazione de-facto del rublo.
- Ristrutturazione unilaterale del debito pubblico denominato in rubli.
- Moratoria di 90 giorni sui pagamenti dei debiti esteri.
- Picco nei tassi di interessi per difendere il rublo.

La crisi asiatica 1997

- Fattori che hanno portato alla crisi finanziaria asiatica del 1997
 - Boom degli investimenti
 - Eccesso di capacità
 - La bomba del debito
 - Importazioni in crescita

- Ma fino a poco prima della crisi i mercati finanziari hanno piena fiducia nelle economie asiatiche.
 - Nel 1996 Indonesia, Malesia, Filippine, Corea del Sud e Thailandia ricevono 93 miliardi di dollari di capitali privati.
 - Nel 1996 il FMI aveva esaltato la loro situazione economica e le loro prospettive.

- A metà del 1997 alcune istituzioni finanziarie thailandesi chiave erano sull'orlo dell'insolvenza.
 - Eccesso di investimenti (con debiti denominati in dollari).
 - Deterioramento della posizione della bilancia dei pagamenti.
- La Thailandia chiede aiuto al FMI.
 - 17,2 miliardi in prestito, dati con condizioni restrittive.
- In seguito alla svalutazione del baht thailandese, la speculazione ha colpito altre valute asiatiche.
 - Malesia, Singapore, Indonesia, e Corea.

- Importanza del «contagio» nella crisi asiatica
- I paesi si indebitavano. Ma non esisteva un prestatore “di ultima istanza” che garantisse il debito (come una Banca Centrale all’interno di un paese).
- Quando alcuni creditori ritirarono i fondi, tutti gli altri si accodarono:
 - fenomeno irrazionale di **panico** finanziario, con un **contagio** da un paese all’altro.

Negli Stati Uniti nel corso del primo decennio del nuovo secolo, l'economia è caratterizzata da notevoli squilibri

- sul fronte internazionale, con un graduale e persistente deficit corrente, finanziato da prestiti internazionali provenienti soprattutto dall'Asia
- sul fronte interno, con livelli di risparmio sempre minori, elevati consumi e crescente indebitamento delle famiglie, in un quadro di sensibile e crescente disuguaglianza fra gli individui: l'1% delle famiglie diventa sempre più ricco grazie agli investimenti finanziari e alla crescita dei patrimoni

Liberalizzazione finanziaria

- In molti paesi, specie anglosassoni (a partire dagli Stati Uniti), erano state ridotte (o eliminate) nel ventennio precedente le regolamentazioni sulla finanza.
 - Fiducia nell'autoregolamentazione dei mercati.
 - Influenza dei gruppi di interesse sulla legislazione.
 - Si sviluppa un enorme mercato di titoli “derivati” e di titoli “assicurativi” a più alto rischio, con uno sviluppo senza precedenti del settore finanziario.

La crisi dei mutui subprime

- Questa situazione di grande instabilità provoca, a partire dal 2008, una gravissima crisi economica internazionale, che dagli USA si propaga al resto del mondo.
- 2007: la crisi inizia nel mercato immobiliare USA.
- Crisi dei mutui subprime (di bassa qualità, alto rischio) nel mercato immobiliare statunitense che si ripercuote su mercati finanziari, monetari e borsistici internazionali
 - perché i mutui sono incorporati in titoli “derivati”
 - e perché la finanza mondiale è interconnessa.

Perché la crisi?

- **Eccesso di credito (in assenza di regole e controlli)**
 - mutui con condizioni sempre più favorevoli, nella convinzione che i prezzi delle abitazioni continueranno per sempre a crescere e quindi il loro valore supererà sempre quello del mutuo.

A molti sembra politica giusta

- Si favorisce la proprietà della casa anche per le famiglie meno abbienti.
- Si crea concorrenza sul mercato dei mutui.
- Con i derivati vengono ridotti i rischi.

Irresponsabilità (in assenza di regole e controlli)

- Chi concede il mutuo si libera subito però del rischio, emettendo nuovi titoli “derivati” che sono basati su tranches di tanti mutui prese insieme. A loro volta questi titoli possono fare da base a ulteriori “derivati”.
- I titoli vengono certificati (positivamente) dalle agenzie di rating (private).

Chi concede mutui si libera del rischio

- Il rischio viene frammentato, ma il valore reale del titolo “derivato” diventa più oscuro. Il rischio si diffonde fra operatori, a scala internazionale.
- Tutti quelli che emettono titoli guadagnano consistenti commissioni.

.

- La Federal Reserve (Greenspan) facilita questo sistema.
- Istituzioni finanziarie si indebitano e assumono rischi eccessivi Agenzie di rating chiudono gli occhi sui pericoli.
- Responsabili politici sono convinti delle bontà del sistema.

- Ma, come tante volte accaduto nella storia del capitalismo, la “bolla” (dei prezzi delle case) esplode e ne diminuisce il valore.
 - Interruzione pagamenti mutui/sequestri case.
 - Valore dei titoli “derivati” diviene incerto, ed è in calo.
- Tornano le crisi bancarie-finanziarie all’interno degli USA, dopo mezzo secolo di stabilità finanziaria.
 - Prima di Bretton Woods una crisi ogni 15-20 anni.

La crisi della finanza

- Forte caduta di valore di titoli “tossici”, basati sui mutui americani, o su loro derivati.
- Fallimento di Lehman Brothers.
- Le banche americane accusano forti perdite e riduzioni di patrimonio.
- La crisi viene esportata in Europa, perché i titoli americani sono posseduti da banche e investitori europei.
- In Islanda crolla l'intero sistema bancario, che aveva massicciamente investito in titoli tossici, con una forte riduzione del benessere di tutti i suoi cittadini.

- Dal 2008 le prospettive dell'economia mondiale iniziano a deteriorarsi a causa della crisi dei mutui subprime negli Stati Uniti
- L'attività economica negli USA rallenta sensibilmente.
 - La crisi si estende all'economia reale, influenzando le scelte di consumo, produzione e investimento.
 - In tutte le principali economie avanzate gli indicatori congiunturali sono negativi.
 - L'economia mondiale va in recessione.

Forte caduta della fiducia reciproca fra le banche americane ed europee.

- Si evita di prestare fondi a banche di cui si teme che possano “nascondere” rilevanti perdite.
- Si blocca il mercato interbancario (prestiti fra banche a breve termine) e quindi aumentano le difficoltà e i rischi per il finanziamento nonostante il costo della raccolta (tassi di interesse) sia basso.
- Gravi problemi di liquidità.

Reazione delle politiche

- I governi adottano politiche fiscali espansive.
- Governi e Banche Centrali intensificano le azioni volte a mantenere elevata l'offerta di liquidità, rafforzare le condizioni patrimoniali dei sistemi bancari, stimolare la ripresa dell'attività creditizia e della domanda aggregata.

- Molti governi (USA, Regno Unito, Irlanda, Spagna, Belgio) intervengono con fondi pubblici per salvare le proprie banche
 - perché sono “too big to fail”, troppo grandi per fallire senza provocare rischi per l'intero sistema economico, per l'esperienza negativa di Lehman.
- Pressioni della BCE per il salvataggio delle banche irlandesi.

- Dopo il dissesto di Lehman Brothers (settembre del 2008), i governi dei paesi industriali varano una serie di misure a sostegno di banche e di altre istituzioni finanziarie:
 - iniezioni di capitale, garanzie sulle emissioni obbligazionarie, acquisti e garanzie su attività patrimoniali.

In particolare, sul finire del 2008:

- i Ministri delle Finanze e i Governatori delle Banche Centrali dei paesi del G7 si impegnano formalmente a sostenere le istituzioni finanziarie la cui eventuale insolvenza possa avere ripercussioni sistemiche e ad adottare tutte le misure necessarie per riattivare i mercati monetari e creditizi.

- I paesi dell'euro, d'intesa con la Commissione Europea e la BCE approvano un piano d'azione concertato. Il piano prevede che i singoli governi nazionali prendano misure coordinate per facilitare la provvista di fondi delle banche e per ricapitalizzarle (sottoscrizione da parte pubblica di azioni privilegiate e altri strumenti).

- I governi e le Banche Centrali agiscono in modo coordinato a livello internazionale, assicurando la continuità dei flussi di finanziamento alle istituzioni finanziarie e all'economia, ampliando le garanzie sui depositi bancari e rafforzando in molti paesi la posizione patrimoniale delle banche in difficoltà.

- Le Banche Centrali (Stati Uniti, Giappone, Regno Unito) attuano operazioni monetarie “non convenzionali” allo scopo di aumentare l’offerta di moneta, influenzare i tassi d’interesse a lungo termine e garantire il funzionamento dei mercati del credito.

- I paesi membri del G20 decidono di espandere e istituzionalizzare il Financial Stability Forum (FSF), ridenominato Financial Stability Board (FSB).
- La partecipazione al Board è allargata a tutti i paesi del G20, alla Spagna e alla Commissione europea.
- I Capi di Stato e di governo del G20 si impegnano a proseguire le iniziative di riforma della regolamentazione finanziaria internazionale.

- Nel complesso, gli interventi hanno successo. Evitano il fallimento di banche caratterizzate da posizioni di liquidità precarie e da difficoltà di accesso ai finanziamenti esterni.

- Successivamente le condizioni dei mercati migliorano; i timori di insolvenza di intermediari si ridimensionano, comprimendo i premi per il rischio sulle passività bancarie e consentendo agli intermediari di tornare a finanziarsi sul mercato dei capitali.
- Tuttavia, le regolamentazioni internazionali (e americane) sono ancora molto insufficienti, e si teme che non sia ancora del tutto evitato il rischio del ripetersi di altre crisi finanziarie.

- In Europa, tutti i paesi affrontano una profonda recessione nel corso del 2009. Ma anche grazie agli interventi di politica fiscale (assai minori in Italia) a partire dal 2010 la situazione economica inizia a migliorare.

- La zona euro registra tassi di crescita positivi dal post-crisi in avanti. Ma con forti differenze tra i paesi membri: la Germania ha una ripresa molto più forte rispetto ai paesi della “periferia”.
- I governi sono però pesantemente intervenuti nel salvataggio del settore bancario e nel sostegno dell’economia, con deficit pubblici ben al di là del limite del 3%.

- Nel 2010 la media del deficit nell'area dell'euro tocca il 6%, con punte del 31% in Irlanda (enorme salvataggio bancario) e oltre il 9% in Spagna, Portogallo e Grecia.
- Il debito si impenna in molti paesi.
- Dalla crisi dei mutui subprime nasce la crisi dell'euro (politiche economiche europee).

Annex Table 27. General government financial balances
 Surplus (+) or deficit (-) as a per cent of nominal GDP

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Italy	-7.0	-2.7	-2.9	-2.0	-0.9	-3.2	-3.2	-3.6	-3.6	-4.5	-3.4	-1.6	-2.7	-5.4	-4.3	-3.7	-2.9	-3.0	-2.8	-2.0
Japan	-4.9	-3.8	-11.0	-7.1	-7.4	-6.0	-7.7	-7.7	-5.9	-4.8	-1.3	-2.1	-1.9	-8.8	-8.3	-8.9	-9.5	-10.0	-8.5	-6.8
Korea	3.2	3.0	1.3	2.4	5.4	4.3	5.1	0.5	2.7	3.4	3.9	4.7	3.0	-1.1	1.3	2.0	1.7	1.3	1.3	1.7
Luxembourg	1.2	3.7	3.4	3.4	6.0	6.1	2.1	0.5	-1.1	0.0	1.4	3.7	3.2	-0.7	-0.8	0.1	-0.6	-0.3	-0.3	-1.1
Netherlands	-1.9	-1.2	-0.9	0.4	2.0	-0.3	-2.1	-3.1	-1.8	-0.3	0.5	0.2	0.5	-5.6	-5.0	-4.3	-4.0	-3.0	-3.0	-2.3
New Zealand	2.5	0.9	0.0	-0.2	1.7	1.5	3.6	3.7	4.1	4.7	5.3	4.5	0.4	-2.7	-7.5	-5.3	-3.9	-2.6	-1.4	0.1
Norway	6.3	7.6	3.3	6.0	15.4	13.3	9.2	7.4	11.1	15.0	18.3	17.3	18.8	10.5	11.1	13.4	13.8	11.3	11.0	10.6
Poland	-4.9	-4.6	-4.3	-2.3	-3.0	-5.3	-5.0	-6.2	-5.4	-4.1	-3.6	-1.9	-3.7	-7.5	-7.9	-5.0	-3.9	-4.8	4.6	-3.1
Portugal	-4.8	-3.7	-3.9	-3.1	-3.3	-4.8	-3.4	-3.7	-4.0	-6.5	-4.6	-3.2	-3.7	-10.2	-9.9	-4.3	-6.5	-5.7	-4.6	-3.6
Slovak Republic	-9.9	-6.3	-5.3	-7.4	-12.3	-6.5	-8.2	-2.8	-2.4	-2.8	-3.2	-1.8	-2.1	-8.0	-7.7	-5.1	-4.5	-3.0	-2.8	-2.6
Slovenia	-1.1	-2.3	-2.4	-3.0	-3.7	-4.0	-2.4	-2.7	-2.3	-1.5	-1.4	0.0	-1.9	-6.3	-5.9	-6.3	-3.8	-7.1	-5.9	-2.9
Spain	-5.5	-4.0	-3.0	-1.3	-1.0	-0.6	-0.3	-0.3	-0.1	1.3	2.4	2.0	-4.5	-11.1	-9.6	-9.6	-10.6	-6.7	-6.1	-5.1
Sweden	-3.3	-1.6	0.9	0.8	3.6	1.6	-1.5	-1.3	0.4	1.9	2.2	3.6	2.2	-1.0	0.0	0.0	-0.4	-1.4	-1.7	-1.1
Switzerland	-1.7	-2.6	-1.6	-0.6	-0.4	-0.4	-2.3	-2.0	-2.1	-1.1	0.5	1.0	2.0	0.8	0.3	0.7	-0.2	0.1	0.0	0.0
United Kingdom	-4.1	-2.1	-0.1	0.9	5.8	0.4	-2.2	-3.5	-3.5	-3.4	-2.9	-3.0	-5.1	-11.2	-10.0	-7.9	-6.2	-6.9	-5.9	-4.7
United States	-3.0	-1.6	-0.4	0.0	0.8	-1.4	-4.8	-5.9	-5.5	-4.2	-3.1	-3.7	-7.2	-12.8	-12.2	-10.7	-9.3	-6.5	-5.8	-4.6
Euro area	-4.3	-2.8	-2.4	-1.5	-0.1	-2.0	-2.7	-3.1	-2.9	-2.5	-1.4	-0.7	-2.1	-6.4	-6.2	-4.1	-3.7	-2.9	-2.5	-1.8
Total OECD	-3.5	-2.1	-2.4	-1.2	0.0	-1.7	-3.6	-4.3	-3.6	-2.8	-1.5	-1.6	-3.7	-8.5	-8.0	-6.6	-5.9	-4.8	-4.0	-3.2