

Corso di Economia Internazionale
Prof. Gianfranco Viesti

Modulo 18

Le crisi valutarie

Hill, cap. 11, molto integrato



Le crisi valutarie e finanziarie

- 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.

I governi vogliono controllare gli andamenti dell'economia, e non accettano le regole del Gold standard.

- Keynes:

- 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 renderle simili, cosa nient'affatto positiva

- **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 fissi sono modificabili

- 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 fiscali
4. tassi di interesse reali moderatamente positivi
5. Tassi di cambio di mercato
6. Liberalizzazione commerciale
7. Liberalizzazione movimenti di capitali
8. Privatizzazioni
9. De-regolamentazioni
10. Tutela dei diritti di proprietà

- Washington Consensus

- La liberalizzazione dei movimenti dei capitali è essenziale perché il mercato distribuisca i risparmi dove ci sono maggiori opportunità di investimento. Vanno eliminati gli ostacoli e ridotti i controlli.

- Perché?
 - Fiducia assoluta nella capacità dei mercati di “inviare i segnali giusti”
 - Teorie economiche che postulano che il comportamento degli operatori è sempre razionale

- Ma la 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.

- Si muovono costantemente alla ricerca di opportunità di profitto, aumentando l'instabilità mondiale. Vengono creati strumenti “derivati” per ridurre i rischi e fornire assicurazioni agli investitori, ma finiscono per accrescere il rischio complessivo.

- La disponibilità maggiore e più rapida di informazioni.
 - Aumenta molto l'effetto psicologico fra gli investitori, e quindi l'effetto “contagio” nei comportamenti

- Dagli anni 80 aumenta molto 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 controllare efficacemente gli effetti), spesso su indicazione dell'FMI.

- 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

- 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 nelle imprese e sulle rendite finanziarie, che 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.

L'intervento dell'FMI nelle crisi finanziarie

- Le attività dell'FMI sono aumentate a causa delle crisi finanziarie periodiche che hanno continuato a colpire molte economie
 - 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

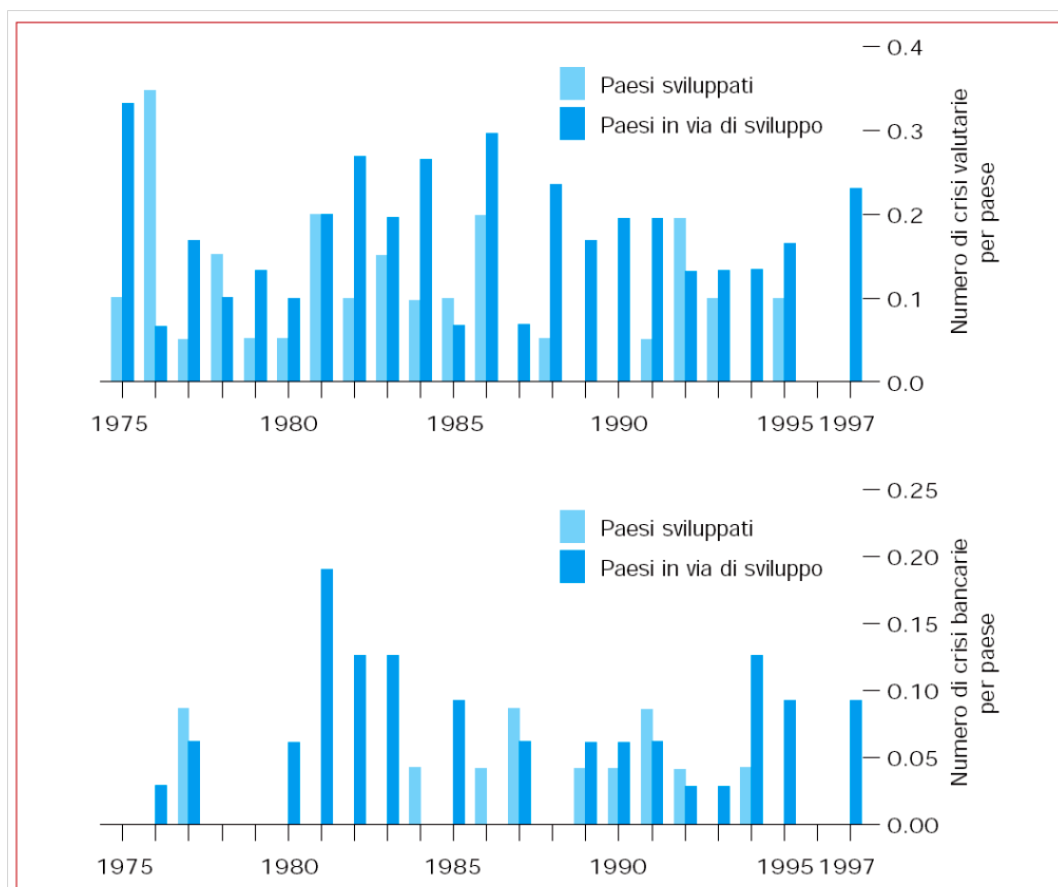


FIGURA 11.3 Frequenza delle crisi valutarie e bancarie.

La crisi valutaria messicana del 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 intervenne

La crisi del rublo

- 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
- I mercati finanziari non erano in grado di determinare “chi fosse responsabile”.

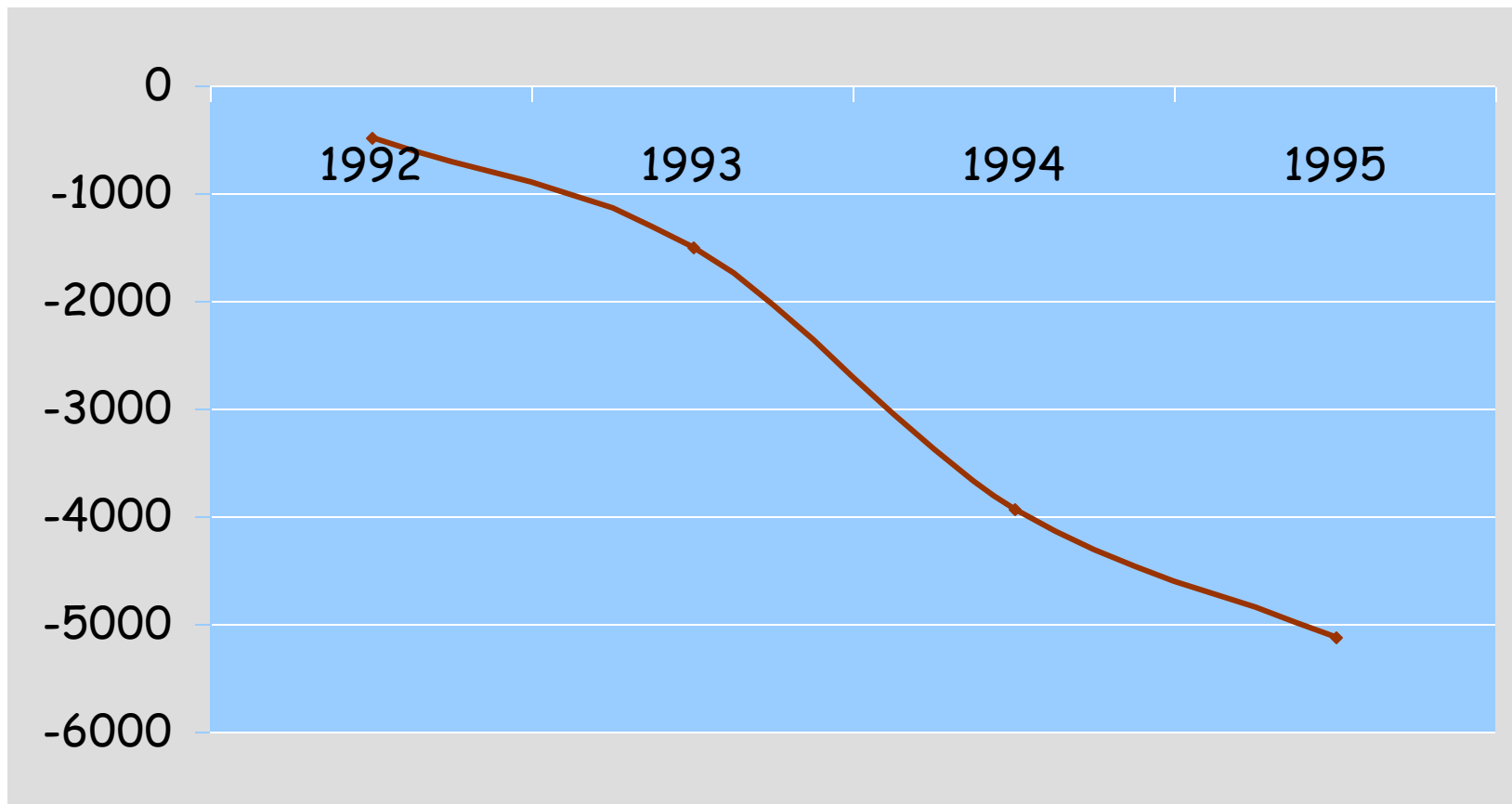
La crisi del rublo

- Persistente declino del valore del rublo:
 - Alta inflazione
 - Prezzi artificialmente bassi nell'era comunista
 - Carenza di beni
 - Controlli sui prezzi liberalizzati
 - Troppi rubli inseguivano troppo pochi beni
 - Crescente debito del settore pubblico
 - Rifiuto di aumentare le tasse per pagare per il governo

Le azioni di governo: il peggioramento della situazione

- 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 Duma rifiuta le misure ideate per alleviare i problemi.

Il calo del rublo



La crisi asiatica

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

La crisi asiatica

- A metà del 1997 alcune istituzioni finanziarie thailandesi chiave erano sull'orlo dell'insolvenza
 - Effetto di eccessiva costruzione a fini speculativi
 - Eccesso di investimenti (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

Problemi nelle economie di mercato asiatiche

- *Crony capitalism*
 - Troppa moneta, dipendenza dai flussi speculativi di capitale in entrata
 - Mancanza di trasparenza nel settore finanziario
 - Valute legate strettamente al dollaro
 - Crescenti disavanzi di conto corrente
 - Debolezza dell'economia giapponese

La valutazione delle 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

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 crisi dei mutui subprime

2007:

Crisi dei mutui subprime (di bassa qualità, alto rischio) nel mercato immobiliare statunitense che si ripercuote su mercati finanziari, monetari e borsistici internazionali.

2008:

Le prospettive dell'economia mondiale iniziano a deteriorarsi a causa della crisi dei mutui subprime negli Stati Uniti e del rincaro dei prezzi delle materie prime. L'attività economica negli USA rallenta sensibilmente.

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 ed europee accusano forti perdite e riduzioni di patrimonio
- Molti governi (USA, Regno Unito, Irlanda, Spagna, Belgio) devono intervenire con fondi pubblici per salvarle (perché sono “too big to fail”, troppo grandi per fallire senza provocare rischi per l’intero sistema economico)

La crisi nell'economia reale

2009

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

I governi adottano politiche 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.

Primi segnali di ripresa.

2011:

Nuova flessione della domanda interna e ristagno dei consumi privati.

Sul finire dell'anno la crescita dell'economia mondiale rallenta ancora, e ci sono le prime tensioni sui mercati finanziari per la sostenibilità del debito pubblico di alcuni paesi.

Il rallentamento della crescita è collegato al forte aumento del “rischio sovrano” per i paesi dell’eurozona e all’incremento della volatilità dei mercati dovuta all’azione speculativa e alla percezione di rischi molto maggiori.

Forte riduzione “precauzionale” dei consumi privati che affianca la riduzione degli stimoli pubblici all’economia.

Nuova recessione.

Area Euro

La prima recessione è iniziata nel II trimestre del 2008 ed è terminata alla fine del II trimestre 2009.

La zona euro ha registrato tassi di crescita positivi dal post-crisi in avanti ma con forti differenze tra i paesi Membri: la Germania ha avuto una ripresa molto più forte rispetto ai paesi della “periferia”

La crisi di agosto 2011

Tra luglio e agosto aumentano le turbolenze in Europa in particolare su tre fronti:

- 1) mercato di Borsa: crolli continui degli indici
- 2) mercato dei titoli di Stato: forti spostamenti di fondi a danno dei paesi deboli a favore della Germania (e degli USA)
- 3) mercato interbancario: recrudescenza della crisi di liquidità.

La crisi si manifesta sotto forma di ripetuti, successivi ampliamenti dello spread (differenza nei tassi di interesse) dei titoli spagnoli e italiani rispetto al tasso sui titoli di stato (bund) tedeschi a lungo termine, che si aggiungono all'aumento dello spread di Grecia, Portogallo, Irlanda.