

# Finanza

## di Maurizio Franzini

### I. Introduzione

Da circa cinque anni i paesi occidentali sono immersi in una crisi che è nata come crisi finanziaria e si è poi trasformata in crisi economica. Negli anni precedenti, il capitalismo aveva conosciuto trasformazioni piuttosto profonde che, quasi ovunque, avevano indebolito le potenzialità di crescita e avevano determinato un forte aggravamento delle disuguaglianze economiche e sociali. La crisi non è, dunque, una rottura improvvisa e imprevista di un percorso di sviluppo equilibrato; essa rappresenta, piuttosto, la manifestazione, in forma dirompente, di difficoltà nate molto tempo prima.

Queste difficoltà consistevano, in particolare, nella tendenza di gran parte dei redditi medi e bassi a crescere molto poco e, comunque, meno di quelli più elevati, mentre si ponevano crescenti limitazioni alla capacità dell'azione pubblica di sostenere l'occupazione e di risolvere altri problemi strutturali dell'economia. La percezione diffusa era che in moltissimi paesi, tra i quali il nostro, l'economia, con l'ormai debole aiuto della politica, non fosse più in grado di assicurare a molti, forse a troppi, le condizioni essenziali di una vita dignitosa. Con la crisi questa percezione si è naturalmente aggravata.

Fornire una spiegazione accurata ed esauriente dei fattori che sono alla base di queste negative evoluzioni non è semplice. Tuttavia, analizzando queste trasformazioni non si può fare a meno di concentrarsi sul ruolo sempre più importante che la finanza è venuta assumendo. Essa ha alterato le modalità di funzionamento dei mercati e ha indebolito l'autonomia e l'efficacia delle politiche economiche nazionali. Ciò non vuol dire che, se i salari non sono più alti o se la presenza pubblica arretra, tutta la responsabilità sia della finanza. Non di meno, l'espansione della finanza, per il modo in cui è avvenuta e per l'ideologia che l'ha sostenuta, ha portato non soltanto a restringere gli ambiti di manovra delle politiche economiche, ma ha anche spinto, laddove l'autonomia fosse ancora presente, a privilegiare scelte politiche coerenti con le sue logiche. Se troppo

poco è stato fatto per contrastare gli esiti negativi ai quali i mercati conducevano, una delle cause principali, non l'unica, è la combinazione di vincoli oggettivi e di condizionamenti sull'uso delle politiche che in vario modo sono ricollegabili alla finanza.

Analizzare le trasformazioni che il capitalismo degli ultimi decenni ha conosciuto, soprattutto nei suoi rapporti con la finanza, è, dunque, cruciale per comprendere sia il percorso che è stato seguito sia la possibilità di abbandonarlo per imboccarne un altro, nel quale l'economia e la politica possano meglio cooperare per produrre benessere sociale.

## 2. La finanza e il capitalismo finanziario

A metà degli anni Sessanta in un libro che ebbe una certa risonanza, Shonfield scriveva: «i paesi industriali avanzati del mondo occidentale durante gli anni Cinquanta e i primi anni Sessanta hanno conosciuto un lungo periodo di prosperità per il quale è impossibile trovare un precedente» (Shonfield, 1965, p. 61). In quel periodo la crescita economica fu sostenuta e non venne interrotta da crisi o recessioni e, d'altro canto, il maggior benessere si distribuì in modo da ridurre le disuguaglianze economiche e sociali. La domanda cruciale alla quale Shonfield cercò di dare risposta era questa: «cosa ha trasformato il capitalismo da quel fallimento catastrofico che esso sembrava essere negli anni Trenta nel grande motore della prosperità del periodo postbellico per il mondo occidentale?» E la risposta è, in buona parte, contenuta nel sottotitolo del suo libro, *The changing balance of public and private power*, che in quegli anni ovviamente consisteva nel rafforzamento del potere pubblico a danno di quello privato.

Oggi la domanda che siamo costretti a porci è la stessa di Shonfield, salvo che per un drammatico rovesciamento: «cosa ha trasformato il capitalismo da quel motore di prosperità che esso fu nei due o tre decenni successivi alla seconda guerra mondiale nel fallimento (che per spirito di moderazione non chiamerò “catastrofico”) di questi ultimi anni?».

La parola chiave per rispondere a questa domanda – che è anche la *Parola* di questo nostro fascicolo – è “finanza” o, per essere più precisi, l'affermarsi di un modello diverso di capitalismo che chiameremo “capitalismo finanziario”. Naturalmente, racchiudere in una sola chiave di lettura un fenomeno come quello del quale ci stiamo per occupare significa correre il rischio di non coglierne la complessità. Ma, come vedremo, l'affermarsi del capitalismo finanziario può dare conto in modo non marginale delle manifestazioni più gravi del fallimento del capitalismo contemporaneo: la bassa (e cattiva) crescita economica, le crescenti (e decisamente non giustificabili) disuguaglianze, l'esposizione a crisi e instabilità.

E, soprattutto, una nuova dislocazione dei centri di potere per effetto di un nuovo – e inverso rispetto a quello descritto da Shonfield – *balance of public and private power*.

La trasformazione del capitalismo occidentale è iniziata già a metà degli anni Settanta e ha raggiunto la sua pienezza negli anni Novanta. In quest'ultimo decennio ha preso definitivamente forma il “capitalismo finanziario” nel quale la finanza svolge un ruolo ben diverso da quello di “servizio” dell’economia reale e del benessere sociale che essa potrebbe svolgere, il quale è l’unico previsto nelle rappresentazioni, oramai del tutto “ideologiche”, dei mercati finanziari ancora oggi dominanti in molti testi di economia e in molte interpretazioni dei sistemi economici contemporanei.

In effetti, la finanza serve a far pervenire risorse a chi intende realizzare progetti di investimento buoni ma non disponga delle risorse necessarie. In questa funzione può anche sostenere l’innovazione, come nella ben nota visione schumpeteriana del capitalismo. Inoltre, la finanza permette di limitare alcuni rischi a cui ciascuno è esposto e, più in generale, può favorire una più efficiente divisione del lavoro. Questa è la finanza buona che, però, è decisamente minoritaria nel capitalismo finanziario.

Quest’ultimo si caratterizza per alcuni cruciali assetti istituzionali che sono diversi, se non opposti, rispetto al passato; in particolare, sono diversi il grado di autonomia e l’efficacia delle politiche economiche, le modalità della *governance* delle imprese e anche il funzionamento dei mercati. Queste diversità producono effetti significativi, quasi sempre negativi, sulla capacità del capitalismo di assicurare la crescita dell’economia, la sua stabilità e sostenibilità, oltre che l’eguaglianza e l’inclusione sociale. Soprattutto, esse denotano uno stato di crescente tensione tra economia e democrazia che è, forse, la manifestazione più grave e preoccupante del fallimento di cui si è detto in precedenza. In tutto questo la finanza, così come si è venuta configurando, ha avuto e ha un ruolo cruciale: perché è, essenzialmente, ricchezza che produce (spesso perversamente) ricchezza e perché, in quanto tale, piega il funzionamento dei mercati a logiche di potere – minando la loro legittimazione come istituzioni al servizio del benessere sociale – e contribuisce a dislocare il potere dal pubblico al privato.

Non è, dunque, la semplice presenza della finanza a caratterizzare il capitalismo finanziario e a farlo apparire diverso dai modelli che lo hanno preceduto. Piuttosto, è la funzione che essa svolge e la sua straordinaria “forza” – incorporata nelle istituzioni che ad essa si dedicano – nel condizionare i mercati, la politica e la società. La sintetica formulazione di Shiller è decisamente appropriata: il capitalismo finanziario è quella forma di capitalismo che è guidata dalle istituzioni finanziarie (Shiller, 2012).

Cerchiamo innanzitutto di ricostruire brevemente l'origine di questo capitalismo, i processi che hanno portato alla sua affermazione, cominciando da quelli più rilevanti: la liberalizzazione dei movimenti di capitali e il depotenziamento delle politiche nazionali nella loro capacità di guidare l'economia. Successivamente esamineremo i cambiamenti nelle caratteristiche dei mercati e nella *governance* delle imprese. Infine, mostreremo, oltre che le interrelazioni tra questi cambiamenti, le conseguenze che essi hanno avuto sul funzionamento del capitalismo occidentale e sui risultati a cui esso conduce.

### 3. Alle origini del capitalismo finanziario

Il processo che ha portato al capitalismo finanziario come oggi lo conosciamo è complesso e di non breve durata. Ricordiamo le tappe principali.

Il 15 agosto del 1971, l'allora presidente degli Stati Uniti, Richard Nixon, indirizzò alla nazione un messaggio sulla situazione economica. In esso, tra le altre cose, affermava:

Nelle ultime settimane gli speculatori hanno condotto una guerra senza quartiere contro il dollaro. La forza di una moneta nazionale è basata sulla forza dell'economia della nazione e l'economia americana è di gran lunga la più forte del mondo. Di conseguenza, ho dato indicazioni al ministro del Tesoro di compiere i passi necessari per difendere il dollaro dagli speculatori. Ho chiesto al ministro Connally di sospendere temporaneamente la convertibilità del dollaro [...].

Nixon cercava poi di spiegare agli americani i vantaggi che avrebbero tratto da questa decisione, ma l'effetto per il resto del mondo era chiaro e semplice: chiunque (in realtà, oramai soltanto le banche centrali degli altri paesi) detenesse dollari da quel momento in poi avrebbe dovuto tenerseli senza poterne chiedere la trasformazione in oro. La sospensione, infatti, non fu temporanea come annunciato, ma permanente.

Finiva così il sistema monetario internazionale istituito a Bretton Woods subito dopo la seconda guerra mondiale<sup>1</sup>. Da lì originarono una serie di decisioni e di eventi che, per quanto non fossero conseguenze ineluttabili della fine degli accordi di Bretton Woods, certamente da questa furono facilitati e, nel loro insieme, portarono a una radicale trasformazione del

1. A Bretton Woods, nel 1944, fu definito il sistema monetario internazionale impennato sul dollaro e sulla sua convertibilità in oro. Lì nacque il Fondo monetario internazionale, con lo scopo di dare stabilità al sistema dei cambi fissi concedendo prestiti ai paesi che fossero in *deficit* nei conti con l'estero. Quel sistema mise i paesi occidentali in condizione di realizzare un equilibrio virtuoso tra cooperazione e competizione, tra autonomie nazionali e convergenze internazionali.

capitalismo rispetto a quello che aveva dominato, e trionfato, nel mondo occidentale nei circa trent'anni successivi alla Seconda guerra mondiale. Quella trasformazione si completò negli anni Novanta quando divennero ben visibili le nuove sembianze del capitalismo finanziario.

Il capitalismo del modello di Bretton Woods, che potremmo chiamare per differenza capitalismo industrial-keynesiano, si basava su un sistema di regole internazionali che lasciava ampio spazio a politiche nazionali efficaci nel sostenere la crescita e nel contenere la disuguaglianza economica. Essenziale, al riguardo, era la disciplina imposta al commercio internazionale e, soprattutto, ai movimenti dei capitali. Essa non metteva in pericolo la capacità dei governi di adottare politiche in grado di assicurare risultati socialmente ed economicamente accettabili che, peraltro, i governi erano impegnati ad attuare. Si trattava di una “globalizzazione moderata”, per usare un'espressione fortunata di Rodrik (1997), e non di iperglobalizzazione, come poi sarebbe diventata.

In questa filosofia lo Stato nazionale era un agente essenziale di crescita, di stabilità e di democrazia e le sue politiche includevano la concessione di sussidi, il contrasto di forme di *dumping*, l'esclusione di alcuni prodotti dal libero commercio internazionale (in particolare tessili e agricoltura), l'imposizione di dazi moderati e, soprattutto, misure (note come misure di “repressione finanziaria”) che limitavano i movimenti di capitali internazionali e contrastavano la speculazione. Tutto ciò permise risultati che, per la loro eccezionalità, hanno spinto a parlare di “età dell'oro” del capitalismo (Franzini, 1997).

Questo sistema crollò, come si è già detto, nell'agosto del 1971, ma gli scricchiolii si erano già manifestati da tempo e si erano fatti via via più rumorosi, come ricordano i numerosi studiosi che si sono occupati del crollo di Bretton Woods (si veda, tra gli altri, Garber, 1993). Il problema di fondo è piuttosto semplice: mentre cresceva la massa di dollari in circolazione non cresceva parallelamente l'oro che fungeva da riserva per quella massa di dollari. Se il prezzo dell'oro non doveva crescere smisuratamente, era necessario impedire la conversione in oro dei dollari.

In realtà, già prima del 1971 molte banche centrali si erano mostrate disponibili a detenere i dollari e, quindi, il rischio di un drenaggio delle riserve di oro era molto limitato. Di fatto, si accettava sempre di più l'idea che le funzioni monetarie dell'oro si riducessero al minimo e che potesse attuarsi proprio un *dollar standard* (ivi, p. 484). Il fattore nuovo che scatenò la speculazione fu, probabilmente, la politica inflazionistica scelta dagli Stati Uniti che, attraverso la creazione di masse enormi di dollari, finì per sollecitare la speculazione contro la permanenza del sistema. Tenendo conto dei vantaggi che gli Stati Uniti ne trassero, non è azzardato ipotizzare che il processo avesse anche una regia.

Dopo il crollo, non si riuscì (ma chissà quanto intenso fu lo sforzo in questa direzione) a ricostituire un nuovo ordine internazionale che salvasse i comprovati benefici del modello di Bretton Woods, pur con i necessari adattamenti. Si affermò, invece, un sistema di cambi fluttuanti, in opposizione a quello precedente di cambi fissi, e si consolidarono soluzioni e idee che, per decisione attiva o per colpevole omissione, portarono, con il contributo complementare di altri cambiamenti, all'odierno capitalismo finanziario.

In particolare, prese l'avvio un processo, fortemente sostenuto da parte di quelli che possiamo chiamare economisti “fondamentalisti del mercato”, di graduale ed estesa eliminazione delle barriere sia al commercio internazionale, sia ai movimenti di capitale. A tale processo, come ricorda Pianta nel suo intervento in questo fascicolo di “Parolechiave”, dette un notevole contributo anche l’Europa, che fece della libera circolazione dei capitali uno degli elementi caratteristici delle propria identità. Una delle conseguenze decisive (e consapevolmente perseguita) di questo cambiamento fu quella di depotenziare le politiche economiche nazionali, sottraendole alle logiche del commercio e della finanza internazionale.

Ripercorriamo alcune tappe che hanno scandito questo processo e, soprattutto, le idee che le hanno sostenute.

#### **4. La liberalizzazione dei movimenti dei capitali**

Nel corso degli anni Ottanta, il processo di integrazione dei mercati finanziari ha conosciuto una decisa accelerazione. I paesi avanzati hanno eliminato le varie forme di controllo precedentemente in vigore sui movimenti dei capitali e i paesi in via di sviluppo sono stati posti sotto pressione perché dessero corso ad analoghe politiche. Quando queste furono introdotte si ebbero, soprattutto in America Latina, conseguenze molto negative; ma ciò indusse soltanto a raccomandare maggiore cautela, non a invertire la direzione di marcia.

In realtà, già da tempo si erano manifestate posizioni decisamente influenti di critica al sistema di Bretton Woods e di forte sostegno alla liberalizzazione dei movimenti di capitale. Ad esempio, uno dei primi atti dell’OCSE, subito dopo la sua costituzione nel 1961, fu quello di definire un Codice per la liberalizzazione dei movimenti dei capitali che impegnava i paesi membri a eliminare ogni restrizione ai movimenti di capitali, per allora soltanto rispetto alle tipologie specificamente indicate. Nel 1989 fu compiuto un salto importante, perché l’impegno venne esteso a tutti i movimenti di capitale, anche quelli a breve termine che di norma alimentano la speculazione e rispetto ai quali gli accordi di Bretton Woods prevedevano limitazioni. Tutti i paesi membri erano tenuti a ottemperare alle

nuove regole, anche se furono previste modalità e tempi di convergenza diversi per tenere conto delle specificità nazionali.

Per comprendere la filosofia che ispirò questa strategia e per individuare gli effetti attesi dalla completa liberalizzazione dei movimenti dei capitali, è di utile lettura un *Policy Brief* dell'OCSE, pubblicato nel 1992 (Fischer, Reisen, 1992). L'idea di fondo era che la liberalizzazione avrebbe assicurato l'efficienza e la crescita economica, senza creare alcun pericolo di instabilità e, quindi, di crisi. Si riconosceva la possibilità che sorgessero alcuni problemi nella fase iniziale di attuazione delle politiche (ad esempio, in Cile i tassi di interesse reali, al netto cioè dell'inflazione, avevano raggiunto, dopo la liberalizzazione, la stratosferica cifra del 40%), ma questo, come già si è detto, non ebbe altro effetto che quello di consigliare una maggiore cautela al momento dell'introduzione delle nuove misure. La convinzione che a regime e nel lungo termine vi sarebbero stati i vantaggi prima ricordati era saldissima. L'efficienza si sarebbe manifestata grazie alla possibilità di realizzare su larga scala quello che veniva chiamato il "commercio intertemporale" (grazie al quale un paese può programmare, ricorrendo ai mercati finanziari internazionali, il proprio sviluppo senza dover essere troppo condizionato dagli accadimenti correnti); di dare destinazioni plurime ai propri investimenti finanziari, anche in modo da ridurne il rischio; di approvvigionarsi presso le fonti meno costose per coloro che erano in cerca di finanziamenti; di coprirsi da nuove forme di rischio.

In particolare si sosteneva che la crescente competizione nei mercati finanziari avrebbe portato a una riduzione dei margini di profitto degli intermediari finanziari (con vantaggi per i risparmiatori e gli investitori) e avrebbe posto fine al potere oligopolistico di cui godevano alcune grandi istituzioni all'interno dei vari paesi. Anche i costi di transazione sarebbero diminuiti per il diffondersi delle innovazioni finanziarie. Persino la qualità delle attività finanziarie (soprattutto in termini di rapporto tra rischio e rendimento) sarebbe migliorata per effetto della maggiore liquidità dovuta allo sviluppo di mercati più ampi e con un maggior numero di attori "solidi".

Queste aspettative, costruite su una teoria decisamente errata del funzionamento dei mercati finanziari, sono andate totalmente deluse, come si dirà meglio tra breve.

L'idea che i mercati integrati a livello internazionale avrebbero funzionato nel modo virtuoso appena richiamato veniva utilizzata anche per affermare che le politiche nazionali ne sarebbero state migliorate, in quanto necessariamente costrette ad assecondare il funzionamento di mercati dotati di quelle virtù. In effetti, se i capitali possono muoversi liberamente, la politica monetaria ne viene profondamente condizionata e si attenua,

fino quasi all'annullamento, la capacità dei singoli paesi di determinare i propri tassi di interesse. D'altro canto, anche il sistema fiscale viene posto di fronte a nuovi vincoli che condizionano la scelta sia della struttura delle imposte (tassare i capitali significa perderli) sia dell'entità dei *deficit* e dei debiti pubblici (troppo debito implica anche alto rischio di non sottoscrizione dei finanziamenti quando non vi è alcuna forma di “repressione finanziaria”).

È molto probabile che la ragione principale del sostegno offerto alla liberalizzazione da parte di alcuni economisti e di importanti segmenti del mondo economico fosse rappresentata proprio dalla sua prevista capacità di depotenziare le politiche nazionali che pure si erano mostrate, malgrado qualche limite, così efficaci nel regolare il funzionamento del sistema e nel contrastare le disuguaglianze. In effetti, la liberalizzazione dei movimenti di capitali ha determinato, oltre che un ribaltamento dei rapporti di forza tra capitale e lavoro, come giustamente sottolineano Giorgio Ruffolo e Stefano Sylos Labini (2012), proprio il depotenziamento dell'arma più efficace per indirizzare i mercati e per correggerne gli esiti.

Questa è, a mio parere, una delle manifestazioni più clamorose del cambiamento intervenuto, di quel *changing balance of public and private power* di cui si diceva all'inizio.

## 5. Invece di mercati efficienti

L'errore principale di queste analisi e delle aspettative che esse hanno sollecitato riguarda proprio il funzionamento dei mercati finanziari, l'idea che, una volta resi globali, essi avrebbero permesso tutti i benefici ascritti alla concorrenza, senza alcuna controindicazione.

In realtà, un filone piuttosto consistente di teoria economica, che si è sviluppato proprio a partire dagli anni Ottanta, dimostra in modo abbastanza inequivocabile che i mercati finanziari si differenziano notevolmente dagli altri mercati e che non si possono applicare ad essi e al loro funzionamento le tradizionali analisi formulate dagli economisti. In effetti, i mercati finanziari integrati si sono rivelati poco efficienti rispetto alla possibilità di contenere il rischio, migliorare la qualità delle attività finanziarie, assicurare la stabilità e, anche, sostenere la crescita. Soprattutto, quei mercati sono diventati meno e non più competitivi, dominio di un ristretto numero di gigantesche istituzioni finanziarie che spesso operano al di fuori di norme elementari di trasparenza. Questa evoluzione poteva, e forse doveva, essere prevista.

In un recente rapporto l'OCSE (OECD, 2011) riconosce che si sono generate all'interno del sistema finanziario gravissime instabilità (la “bolla” tecnologica degli anni Novanta e quella immobiliare nella crisi finanziaria

recente) e che il fallimento nel realizzare l'efficienza allocativa (per la quale i finanziamenti dovrebbero andare ai progetti che realizzano il maggior valore per l'economia) ha contribuito a determinare i pessimi risultati in termini di crescita che si sono avuti nei paesi occidentali.

D'altro canto, gli interventi delle autorità deputate a regolare questi mercati non sono andati nella direzione giusta per correggere i problemi che gravano sul sistema bancario e che mettono in pericolo la stabilità del sistema (OECD, 2011, p. 10). La concentrazione bancaria è fortissima ovunque. Ad esempio, negli Stati Uniti le 5 più grandi banche hanno oggi il 43,7% di tutti i depositi contro il 28% di dieci anni fa e il 37,1% del 2007, cioè prima dell'inizio della crisi. D'altro canto, le attività finanziarie di quattro grandi gruppi (J. P. Morgan, Bank of America, Citigroup, Wells Fargo) erano, alla fine di settembre scorso, pari a 7,7 trilioni di dollari, che vuol dire il 56% in più rispetto alla fine del 2007. Ciò dimostra che la crisi ha rafforzato la concentrazione bancaria, e la causa sta nel fatto che, allo scopo di salvare le banche più piccole, le autorità americane hanno incoraggiato la loro acquisizione da parte delle banche maggiori. Il processo è, però, andato così avanti che alle fine del 2012 la Banca centrale americana ha preso posizione contro ulteriori incorporazioni.

L'alta concentrazione bancaria non è un fenomeno nuovo. Anche in precedenza il settore era molto concentrato ed era forte il sospetto che le principali banche dessero vita a cartelli formali o informali soprattutto per fissare i tassi di interesse e per limitare la concorrenza, senza che le autorità di regolazione prendessero le necessarie contromisure. Con l'internazionalizzazione il fenomeno si è accentuato e a questo ha dato un notevole contributo l'eliminazione di una legge introdotta durante il *New Deal* rooseveltiano – sull'onda di un numero straordinario di fallimenti bancari, oltre 5.000 dall'inizio della crisi nel 1929 – che aveva lo scopo principale di tenere separata l'attività di raccolta del risparmio e di finanziamento di prestiti da quella di investimento in titoli finanziari, spesso molto sofisticati e rischiosi.

La legge alla quale mi riferisco è il Glass-Steagall Act del 1933. Dopo quasi sessant'anni di apprezzabile servizio, e sotto la pressione della globalizzazione finanziaria, quella legge venne abrogata per iniziativa dell'amministrazione Clinton ma con pieno consenso *bipartisan*. In questo modo le banche commerciali, i fondi pensione, le compagnie di assicurazioni, gli *hedge funds* e tutte le categorie di istituzioni finanziarie, potevano operare senza limiti nei vari comparti dei sempre più sofisticati mercati finanziari, spesso lanciandosi in operazioni speculative che finivano per coinvolgere nel rischio ad esse associate anche attività che da tale rischio avrebbero dovuto essere protette, e cioè i depositi dei risparmiatori. Il venire meno di quella separazione, oggi da molti nuovamente invocata, ha favorito sia la

formazione di giganti finanziari in grado di controllare mercati peraltro in continua crescita, sia la creazione di strumenti finanziari che hanno moltiplicato a dismisura il profilo speculativo di quei mercati e hanno messo in pericolo la stabilità del sistema.

D'altro canto, come documentano i sempre più numerosi scandali, le forme di collusione fraudolenta tra le grandi banche tendono a moltiplicarsi e a farsi più pervasive. Un recente ed eclatante esempio è quello che si riferisce alle modalità decisamente collusive e truffaldine di fissazione di un tasso di interesse che svolge un fondamentale ruolo di riferimento nei mercati, il cosiddetto LIBOR. Inoltre, anche la delicatissima attività di disseminazione di informazioni in un mercato in cui gli investitori spesso non sono in grado di valutare ciò che acquistano, risponde a logiche che lasciano molti dubbi sulla loro affidabilità, come dimostra il saggio di Scarano sulle agenzie di rating, pubblicato in questo fascicolo di "Parolechiave".

Questo processo di concentrazione ha anche creato le condizioni per eliminare la possibilità pratica di fallimento di tali gigantesche istituzioni. Si tratta del ben noto fenomeno del *too big to fail* (troppo grandi per fallire): alcune banche sono troppo grandi per fallire, principalmente perché sono incalcolabili i danni che il loro fallimento arrecherebbe a coloro che, in vario modo, sono con esse intrecciati. In realtà, come è stato ironicamente osservato, il *too big to fail* è divenuto troppo spesso anche il *too big to jail* (troppo grandi per finire in prigione), cioè un salvacondotto per responsabilità anche da parte dei singoli che potebbero, comunque, essere sanzionate.

Ciò implica che i governi nazionali debbano assicurare, in caso di difficoltà, i salvataggi bancari. Il bilancio pubblico deve rendersi disponibile a questo scopo e la collettività dovrà sopportare tutti i costi diretti e indiretti di questo straordinario e deviato impiego di risorse. D'altro canto, il fatto che alcune grandi banche non possano fallire favorisce ulteriormente il processo di concentrazione; infatti, la certezza che non falliranno rende quelle banche attraenti agli occhi dei risparmiatori e degli investitori e porta a preferirle nei confronti di chi ancora può fallire<sup>2</sup>.

La concentrazione su scala internazionale e la conseguente integrazione fanno sì che i problemi finanziari tendano a trasmettersi rapidamente da un paese all'altro, rendendo le economie dei singoli paesi più vulnerabili ai contagi internazionali. Ad esempio, la crisi ha messo in evidenza la particolare debolezza di quei paesi (come l'Irlanda) che di-

2. Per un'analisi più completa delle ragioni che hanno determinato una crescente concentrazione nei mercati finanziari, si può consultare il rapporto dell'OCSE richiamato in precedenza (OECD, 2011).

pendevano su larga scala da finanziamenti provenienti da istituzioni e banche di altri paesi: quando questi ultimi si sono prosciugati, la crisi è stata inevitabile e i margini di intervento dei governi nazionali sono risultati molto ristretti.

In conclusione, i mercati finanziari non hanno alcuna capacità di virtuosa autoregolamentazione e non garantiscono l'efficienza che dalla loro integrazione internazionale ci si attendeva: essi non premiano le banche che adottano le migliori e più sicure pratiche di investimento, che remunerano i loro manager nei modi più corretti, cioè con le modalità che adottano le più efficaci forme di *governance* societaria. Tutto ciò sembra essere, di fatto, riconosciuto oggi dall'OCSE quando afferma che la concorrenza e la stabilità del sistema diventano molto più complesse quando gli attori di quel mercato sono *large global systemically important financial institutions* (OECD, 2011).

## 6. Gli eccessi della finanza

La crescita del capitalismo finanziario è documentata anche dal peso crescente che il settore finanziario ha nella formazione del Prodotto Interno Lordo dei vari Paesi. Ad esempio, negli Stati Uniti, nel 1960, la finanza e le assicurazioni rappresentavano il 2,8% del PIL; questa percentuale è cresciuta al 6% nel 1990. Oggi è circa l'8,5% (DeLong, 2011).

In cinquant'anni una massa enorme di risorse (fisiche e, soprattutto, umane) è stata spostata verso il settore finanziario; c'è da chiedersi se la massa crescente dei "prodotti" ottenuti con questa nuova allocazione generi una corrispondente crescita del benessere sociale. Se si guarda a ciò che il settore produce e a come esso opera, la risposta difficilmente potrebbe essere positiva. Molte risorse umane sono dedicate a commerciare, allocare e anche creare prodotti finanziari sofisticati che in larghissima parte alimentano la speculazione piuttosto che rispondere all'esigenza di ridurre e allocare meglio i rischi o di far pervenire risorse finanziarie a chi non ne dispone per realizzare le proprie buone idee.

Il riferimento è, principalmente, ai prodotti derivati, sui quali si soffrono anche il saggio di Comito. Questi prodotti, o almeno una parte di essi, sono nati anche con l'obiettivo di limitare alcuni rischi, allocandoli in modo più efficiente, con potenziali benefici di sicura rilevanza sociale. Ad esempio, un prodotto derivato può permettere, anche a soggetti deboli economicamente, di non correre i rischi connessi alle oscillazione dei prezzi di beni che essi avranno necessità di consumare in futuro. Ma, questa funzione dei derivati è decisamente minoritaria rispetto a quella esclusivamente speculativa che essi sono venuti svolgendo in modo sempre più esteso nel corso del tempo e che permette di accumulare guadagni

anche stratosferici (a fronte dei quali quasi sempre vi sono perdite corrispondenti).

Significativo è anche il fatto che gran parte di queste transazioni speculative siano opache, si svolgano cioè al di fuori di mercati ben organizzati e, quindi, senza che siano rispettate le condizioni basilari della concorrenza. Si tratta delle cosiddette transazioni *over the counter* (OTC) che vedono protagoniste le grandi banche e che, spesso, pongono a carico della controparte rischi che quest'ultima non è neanche in grado di valutare<sup>3</sup>.

Anche questi sviluppi mostrano quanto velleitaria si sia rivelata l'aspirazione a creare mercati finanziari competitivi attraverso l'eliminazione dei controlli ai movimenti dei capitali e di ogni forma di "pressione finanziaria".

Un ulteriore fattore di aggravamento è connesso alle tecnologie e alla possibilità che esse danno di ottenere enormi guadagni soltanto in virtù della velocità di esecuzione delle transazioni. Si tratta del fenomeno noto come High Frequency Trade che permette, grazie ad alcuni potentissimi algoritmi, di piazzare ordini di acquisto o di vendita in frazioni infinitesime di secondo operando all'interno di mercati opachi, noti come *dark pools* (Patterson, 2012). L'importanza di questa possibilità si apprezza meglio se si considerano i vantaggi che può trarre da un ordine posto con questa velocità chi venga a conoscenza anche pochi minuti prima della loro esecuzione di importanti ordini di acquisto o di vendita di titoli effettuati, per le vie normali, da qualche importante istituzione.

Se, ad esempio, si è a conoscenza che una qualsivoglia banca sta per acquistare milioni di dollari di un titolo, si può procedere velocissimamente all'acquisto di quel titolo prima che l'ordine venga eseguito, pagandolo un prezzo più basso e rivendendolo quando il suo prezzo sarà cresciuto per effetto di quell'ingente acquisto. La ripetizione con alta frequenza di operazioni di questo genere può consentire profitti straordinari; che non si vede, però, cosa c'entrino con un mercato concorrenziale e ben funzionante. Certamente gli abili operatori di questi potenti algoritmi sono distanti anni luce dall'ormai mitico banchiere che trae il proprio profitto dall'acume con il quale è riuscito a individuare un promettente progetto di finanziamento.

In conclusione, i mercati finanziari integrati, quale che fossero le attese che essi hanno alimentato, sono altamente concentrati e assorbono

3. Particolarmente significative sono, al riguardo, le esperienze di alcuni enti locali del nostro paese, che hanno fatto ricorso ai derivati senza valutarne appieno i costi e i rischi. Il caso più clamoroso è quello del Comune di Milano, rispetto al quale è stata di recente pronunciata una sentenza di condanna per le banche che avevano concluso questa transazione, assicurandosi vantaggi non resi noti, secondo l'accusa, all'ente contraente.

crescenti risorse per contribuire, però, assai modestamente alla creazione di valore sociale. D’altro canto, in vari modi, diretti e indiretti, essi condizionano le politiche nazionali e, assieme al cambiamento introdotto nella *governance* delle imprese, di cui si dirà nel prossimo paragrafo, hanno reso i sistemi economici meno dinamici, più instabili, più diseguali e più soggetti a forme di potere che appaiono poco compatibili con una democrazia sviluppata.

## 7. La *governance* delle imprese

Con l’affermarsi del capitalismo finanziario sono cambiati anche i sistemi di governo delle imprese di grandi dimensioni e le strategie da queste adottate. La principale novità riguarda l’affermarsi del cosiddetto *shareholders’ value*, cioè del principio secondo il quale le imprese dovrebbero mirare esclusivamente a massimizzare il rendimento del capitale apportato all’impresa dagli azionisti e, più precisamente, dovrebbero farlo in modo che i risultati siano massimi già nell’immediato<sup>4</sup>. Ciò comporta che il rendimento da massimizzare sia quello di breve periodo, con la conseguenza di penalizzare le decisioni dalle quali maggiormente dipende lo sviluppo di lungo periodo delle imprese e, più in generale, il contributo che esse possono dare alla crescita duratura del sistema economico.

L’adozione dello *shareholders’ value* implica che non debbano contare gli interessi di altri soggetti presenti nell’impresa – *in primis* dei lavoratori – e che, quindi, si debba realizzare una decisa inversione di rotta rispetto alla concezione precedente che tendeva a far dipendere le decisioni dell’impresa da tutti gli *stakeholders*, cioè da tutti coloro che fossero interessati, in vario modo, ad essa.

Una prima specifica conseguenza è che i manager non debbano fare altro che adottare le decisioni più vantaggiose per gli azionisti, rinunciando a perseguire interessi propri che, secondo analisi consolidate, potevano essere in conflitto con quelli degli azionisti stessi. A questo scopo, le modalità di retribuzione dei manager sono state modificate nel tentativo di renderle maggiormente dipendenti dai risultati dell’impresa ai quali si ritiene che gli azionisti siano maggiormente interessati. Sono così comparse le retribuzioni agganciate agli utili, le *stock options* (che permettono ai manager di guadagnare solo se il valo-

4. Anche in questo caso non sono mancate eccezioni alle regole. Tali eccezioni dipendono anche dalle caratteristiche storiche del capitalismo nei vari paesi. Ad esempio, in Germania, la diffusione del sistema di compartecipazione dei lavoratori alla gestione delle imprese probabilmente ha contributo a frenare la diffusione dello *shareholders’ value*.

re di borsa delle azioni cresce) e anche i bonus, che però sono più rappresentativi del potere dei manager di fissare le proprie retribuzioni che non della necessità di allineare queste ultime con gli interessi degli azionisti. Anche per effetto di queste modalità retributive, i compensi dei top manager hanno raggiunto livelli stratosferici, precedentemente impensabili.

Tali modifiche, anche per il modo specifico in cui sono state introdotte, hanno avuto effetti non irrilevanti sui comportamenti dei manager, spingendoli a preoccuparsi soprattutto dei risultati di breve termine piuttosto che degli investimenti strategici e delle innovazioni dai quali dipende, in definitiva, la crescita duratura dell'economia reale. In effetti, alcuni studi (Kay, 2012) dimostrano che i manager, nel tentativo di sostenere i profitti di breve periodo, hanno spesso sacrificato le spese in attività di ricerca di nuovi prodotti o nuovi metodi di produzione.

L'adesione allo *shareholders' value* ha determinato politiche più aggressive all'interno delle imprese anche in termini di controllo dei salari e, visti i criteri di remunerazione dei manager, ha incentivato comportamenti anche truffaldini da parte loro, allo scopo di "abbellire" i bilanci, facendo così lievitare i profitti che da essi risultano e, di conseguenza, il valore di mercato delle azioni. Alcuni clamorosi scandali, manifestatisi già diversi decenni fa, testimoniano la forza perversa di questi incentivi.

Inoltre, le modalità di retribuzione dei top manager delle imprese finanziarie possono avere prodotto ulteriori effetti perversi, soprattutto quando i manager, grazie al loro potere, sono riusciti ad accrescere il peso, nelle loro retribuzioni, di bonus non direttamente agganciati ai risultati ottenuti. Mi riferisco, in particolare, al fatto che i manager possono avere operato in modo da generare, con la creazione e l'acquisizione di strumenti finanziari molto rischiosi, un eccesso di rischio del quale riuscivano a non sopportare le conseguenze negative proprio in virtù delle modalità retributive di cui ho detto in precedenza. Si tratta di un clamoroso esempio di irresponsabilità dei decisori, che non ammette molte giustificazioni.

In realtà nel mondo della finanza, per ragioni molteplici, incluso il principio del *too big to fail*, l'irresponsabilità è molto diffusa; questo confligge con il principio economico dell'efficienza e con quello morale (e democratico) dell'equità.

Questi sviluppi negativi hanno portato in tempi recenti, molti (non tutti, naturalmente) a mettere in discussione lo *shareholders' value*; infatti, anche tra coloro che originariamente lo hanno sostenuto, vi è chi lo considera in grado di minare il capitalismo e le sue capacità di assicurare crescita e sviluppo nel lungo termine. Tuttavia, come è stato osservato ("The Economist", 2012), il problema al quale dare risposta

è individuare con quale altro criterio-guida sostituire lo *shareholders' value*.

Un'ipotesi potrebbe consistere nel temperare il profitto con la responsabilità sociale di impresa (la cosiddetta *corporate social responsibility*) che si è cercato di promuovere specialmente a livello europeo. Ma si tratta di una strada assai rischiosa e già in via di ripensamento, se non altro per la difficoltà ad accettare dall'esterno che le azioni di responsabilità sociale dichiarate dalle imprese siano state realmente effettuate. Ma altre soluzioni sono possibili: dalla diffusione di pratiche di compartecipazione (che siano realmente tali), alla più semplice subordinazione della retribuzione dei manager ad alcuni indicatori della crescita reale (e non finanziaria) di medio-lungo periodo.

L'affermarsi dello *shareholders' value*, anche nella sua forma più estrema, è certamente una caratteristica del capitalismo finanziario e ha collegamenti forti con il ruolo che la finanza svolge al suo interno. Gli elevati rendimenti assicurati dalla finanza speculativa spingono decisamente verso la ricerca di remunerazioni alte per il capitale anche all'interno del settore produttivo e reale. Ne consegue la tendenza a comprimere tutti gli altri costi e, quindi, anche i salari; ciò finirà per essere tanto più necessario quanto meno vi saranno nel corso del tempo – a causa della focalizzazione sul breve termine, come si è già ricordato – gli incrementi di profitto che sarebbero consentiti dalle innovazioni e da altri investimenti di carattere strategico.

In conclusione, lo *shareholders' value*, anche per il modo nel quale è stato applicato, ha contribuito non poco a determinare le negative conseguenze economiche del capitalismo finanziario che, come si è già detto e come vedremo meglio tra breve, sono principalmente quelle di un indebolimento della crescita economica, di una maggiore esposizione al rischio di crisi e di una forte tendenza verso le disuguaglianze – soprattutto verso disuguaglianze determinate più che dal merito (per quanto ampiamente inteso), dalla ricchezza posseduta e dal suo continuo accrescere in virtù degli straordinari rendimenti finanziari.

## 8. Le conseguenze economiche del capitalismo finanziario

La prima conseguenza che il capitalismo finanziario ha prodotto è il rallentamento del potenziale di crescita economica nel lungo periodo.

Le ragioni di questo impatto negativo sono molteplici e in buona parte sono state ricordate in precedenza: la insistita strategia di scelte di breve periodo dei manager delle imprese produttive, con danni per il processo innovativo e per gli investimenti di lungo termine; la tendenza a scelte

tropo rischiose da parte dei manager delle istituzioni finanziarie; gli elevati rendimenti degli investimenti finanziari che sottraggono capitale agli investimenti produttivi; le alte retribuzioni pagate ai dipendenti del settore finanziario che attirano capitale umano qualificato, con la conseguenza di sottrarlo al settore reale dell'economia, peggiorando, anche per questa via, le potenzialità di crescita di quest'ultimo.

In realtà può essersi verificata anche una causazione opposta: il tendenziale, pre-esistente, rallentamento della crescita economica e le ridotte remunerazioni del capitale negli impieghi produttivi possono, loro, avere favorito la crescita della finanza e il peso sempre maggiore del settore finanziario. Sono, al riguardo, interessanti le considerazioni di Gordon (2012) riferite agli Stati Uniti, ma che è possibile estendere anche ad altri paesi. In particolare, egli sottolinea come la terza rivoluzione industriale (quella basata su computer, Web e cellulari) ha dato alla crescita un contributo quantitativamente limitato e temporalmente circoscritto al periodo compreso tra il 1996 e il 2004.

D'altro canto, la seconda rivoluzione industriale, basata principalmente su elettricità e motore a combustione, ha avuto effetti secondari prolungati nel tempo che si sono, però, esauriti negli anni Settanta. In breve, il capitalismo finanziario sembra essersi affermato proprio nella fase di esaurimento della spinta propulsiva della seconda rivoluzione e, prima che si manifestassero gli effetti della terza rivoluzione industriale, peraltro piuttosto deboli. Quest'ultima rivoluzione, a ben guardare, ha contribuito, più che a sostenere la crescita economica, ad accrescere le disuguaglianze, come risulta anche dal contributo di Naticchioni e Piacentini in questo numero di *“Parolechiave”*.

Nel complesso può essersi verificata, come sostengono alcuni, una tendenziale riduzione del tasso di profitto (Brenner, 1998) che può avere avuto la conseguenza, da un lato, di rallentare il processo di crescita e, dall'altro, di spingere verso la ricerca di più alte remunerazioni per il capitale in ambito strettamente finanziario. Dunque tra crescita economica e alcune caratteristiche distintive del capitalismo finanziario possono esservi reciproche e perverse interazioni.

Per quello che riguarda l'indebolimento della stabilità e la tendenza del sistema a generare crisi, i fattori cruciali sono, da un lato, il progressivo fragilirsi del sistema finanziario a causa del peso sempre maggiore dei debiti e, dall'altro, i problemi che sorgono per gli effetti negativi che la crescente disuguaglianza può avere sulla domanda di consumo, secondo schemi teorici ben noti e riproposti, in una chiave interpretativa utile per la fase attuale del capitalismo, da Naticchioni e Piacentini. In ogni caso, sembra oramai largamente riconosciuto che il capitalismo finanziario ha caratteristiche che lo espongono a un rischio molto elevato di instabilità.

Infine, il capitalismo finanziario è profondamente disegualitario sia in via diretta che indiretta. Per via diretta rende sempre più importante la ricchezza ereditata o accumulata, come fattore di decisiva importanza per le disuguaglianze (si veda il saggio di Bogliacino e Maestri in questo numero di “Parolechiave”) e contribuisce in modo decisivo a trasformare le origini familiari in una causa decisiva di disuguaglianza, come risulta anche dal saggio di Raitano e Vona (anch’esso in questo numero della rivista).

Il capitalismo finanziario accresce, però, le disuguaglianze anche in via indiretta, per le possibilità che apre a forme di arricchimento ben poco meritocratiche, come quelle che si sono ricordate in precedenza, o tali da assicurare redditi enormi a chi opera sui mercati speculativi con la promessa, non necessariamente mantenuta, di valorizzare il capitale altrui. Senza il capitalismo finanziario le disuguaglianze di reddito e di ricchezza che oggi osserviamo nella gran parte dei paesi occidentali sarebbero minori e non sarebbero cresciute così marcatamente nel corso degli ultimi due decenni.

In questo sistema è forte il rischio che si crei, come osserva Piketty (2011), una classe di super-ricchi transnazionali che può costituirsì come un’oligarchia a livello mondiale, superando la storica tendenza ad affidare l’egemonia a nazioni e a paesi, piuttosto che a gruppi di persone appartenenti a paesi diversi, collegate tra loro dalla ricchezza e dal comune interesse a proteggerla. Ma anche indipendentemente da questa inquietante prospettiva, le implicazioni del capitalismo finanziario per la dislocazione del potere e per la democrazia meritano un approfondimento.

## 9. Finanza, potere e democrazia

Si è già ricordato che nella definizione di Shiller (2012) il capitalismo finanziario si caratterizza per il ruolo di guida che in esso assumono le istituzioni finanziarie. Queste ultime, in effetti, sembrano disporre di un ampio e variegato potere che si manifesta non soltanto nei mercati, ma anche nella sfera politica, con conseguenze rilevanti anche per il funzionamento della democrazia.

In effetti, il possibile conflitto tra concentrazione della ricchezza e democrazia è stato più volte evocato; ad esempio, esso era ben presente ai padri fondatori della democrazia americana e ha costituito a lungo un motivo di preoccupazione per le menti più illuminate. Inoltre, una figura di spicco nella storia degli Stati Uniti, il giudice costituzionale Louis Brandeis, così si espresse sull’inconciliabilità tra ricchezza e democrazia: «Nel nostro Paese possiamo avere la democrazia e possiamo avere grandi

ricchezze concentrate nelle mani di pochi, ma non possiamo avere entrambe queste cose».

Nel capitalismo finanziario, però, il problema del potere non si pone soltanto a causa della concentrazione della ricchezza. Esso si presenta in forme variegate e dipende da diversi processi. Qui di seguito indico quattro manifestazioni di questo potere che mi paiono rilevanti e che forse è utile tenere distinte.

Anzitutto, vi è il potere di mercato, cioè il potere di sottrarsi alla concorrenza e di dettare regole che in mercati realmente concorrenziali nessun operatore, singolarmente o in associazione con altri, avrebbe il potere di dettare. Si tratta, ad esempio, della fissazione dei tassi di interesse o della costruzione di barriere che impediscono ad altri operatori di invadere settori o territori considerati di propria competenza. La collusione tra un limitato numero di giganteschi operatori è sufficiente per ottenere questo scopo e, certamente, il “premio” elevatissimo che la collusione promette a chi ne è parte favorisce la sua pratica attuazione. Gli indizi che effettivamente alcune, poche, grandi banche americane si consultino sistematicamente, allo scopo di difendere le posizioni di assoluto privilegio di cui godono nei mercati dei prodotti derivati, sono credibili<sup>5</sup>.

Vi è poi un'altra forma di potere che consiste nell'utilizzare i mercati per condizionare le scelte politiche. Grazie alla loro forza e alla loro facilità di collusione, le grandi istituzioni finanziarie possono determinare rapidamente gli andamenti dei mercati e, in particolare, possono imprimere una tendenza al ribasso dei valori di borsa quando ciò può servire a evitare decisioni politiche sgradite. Questo sarebbe accaduto, ad esempio, negli Stati Uniti nel maggio del 2010, mentre al Senato si discuteva, con esito poi negativo, la legge che avrebbe permesso il fallimento delle banche, anche di quelle considerate *too big to fail*. Comportamenti analoghi si potrebbero avere vendendo i titoli del debito pubblico di un paese di cui si volessero condizionare le politiche. Quando, con grande frequenza, si parla di “approvazione o disapprovazione dei mercati” si trascura di considerare che a determinare questa approvazione o disapprovazione possono essere sufficienti pochissimi e non disinteressati attori.

La terza forma del potere consiste nella capacità di condizionare le politiche anche al di fuori dei mercati. Ciò può avvenire attraverso il finanziamento delle campagne elettorali o, anche, attraverso azioni di *lobbying*

5. In particolare, i rappresentanti delle nove maggiori istituzioni finanziarie americane avrebbero avuto la consuetudine di riunirsi ogni terzo mercoledì del mese in una sede di Midtown a Manhattan.

che queste istituzioni, specialmente se tra loro associate, possono porre in essere con una forte capacità di persuasione.

Infine, la quarta forma di potere consiste nella minaccia di trasferirsi altrove, di spostare i capitali in altri paesi, praticando di fatto quella che Hirschman avrebbe chiamato *exit*. Questa forma di potere è direttamente connessa alla libertà di movimento dei capitali e, d'altro canto, si manifesta anche senza necessità di collusione tra le grandi istituzioni: ciascuna di esse può trovare conveniente praticarla, anche indipendentemente da accordi con altre istituzioni. Dunque, questo potere si avrebbe anche se non vi fosse la forte concentrazione che invece è richiesta dalle altre forme di potere.

Questa sintetica e incompleta mappa è, probabilmente, sufficiente a illustrare l'enorme e variegato potere che si concentra nelle istituzioni finanziarie e, soprattutto, la necessità di porre in atto un insieme ben strutturato di interventi, allo scopo di limitarlo in modo radicale, essendo certamente insufficienti misure o politiche isolate.

Rispetto al passato, questo potere si è certamente rafforzato e, forse, anche in questo modo si spiega perché, come ricorda Berti nel suo saggio, oggi non assistiamo a forme di contrasto del potere finanziario analoghe a quelle che Roosevelt adottò negli anni del *New Deal* e che costituiscono l'ultima significativa manifestazione del dominio del potere politico su quello finanziario.

In particolare, oggi le istituzioni finanziarie dispongono di un potere di *exit* che negli anni Trenta era probabilmente assai più debole. Il fatto che tale potere si accompagni alla concentrazione della ricchezza conferisce un carattere unico al capitalismo finanziario e fa nascere tutti quei problemi (relativi alla forma di Stato e al controllo costituzionale del potere politico) sui quali si sofferma Bifulco nel suo contributo.

Per meglio apprezzare la novità di questo scenario può, forse, essere utile rileggere l'affermazione con la quale Hilferding chiudeva il suo importante lavoro sul capitale finanziario:

Il capitale finanziario è la più compiuta realizzazione della dittatura dei magnati del capitale. Ma appunto perciò la dittatura dei capitalisti che dominano uno Stato entra in contrasto sempre più aspro con gli interessi capitalistici degli altri Stati. Nello scontro violento degli inconciliabili interessi, la dittatura dei magnati del capitale si rovescia, infine, nella dittatura del proletariato.

Quindi la sua idea era che nel capitalismo finanziario si sarebbe avuto un forte conflitto tra Stati che avrebbe portato perfino alla dittatura del proletariato. Il superamento per via finanziaria della dimensione nazionale ha costretto la storia lungo sentieri ben diversi da quelli immaginati da Hilferding.

## 10. Oltre il capitalismo finanziario?

Le disfuzioni del capitalismo finanziario sono numerose e profonde. Di questo sembrano oggi essere consapevoli in molti, anche alcuni tra coloro che consideravano l'espansione senza limiti della finanza un processo da incorruggiare. In un recente lavoro, Cecchetti (2012) ha mostrato abbastanza chiaramente come si producano, in ambito strettamente economico, una serie di guasti allorché la finanza supera una determinata dimensione, che egli si sforza anche di indicare con precisione. Ma, come si è visto, i problemi non sono soltanto di carattere economico. Anche per questo è vasto il fronte di coloro che chiedono, in un modo o nell'altro e con ricette più o meno radicali, di andare oltre il capitalismo finanziario. E tale richiesta viene rivolta ai politici e alla politica, perché solo da lì può venire la risposta. Ma gli ostacoli sono numerosi e il principale tra di essi è proprio il potere della finanza al quale, in vari modi, la politica rischia di restare subordinata.

Le timidissime iniziative finora adottate per contenere il potere finanziario, sia in Europa sia negli Stati Uniti, costituiscono una testimonianza di queste difficoltà. Ma gli spazi per un'azione politica in grado di disegnare un futuro libero dagli eccessi del capitalismo finanziario ci sono. Come indica l'analisi delle manifestazioni del potere delle istituzioni finanziarie, svolta in precedenza, questa azione non può che essere coordinata a livello internazionale. Solo in tal modo sarà possibile indebolire le concentrazioni bancarie e depotenziare l'arma dell'*exit* che si avvantaggia, appunto, delle differenze nelle normative nazionali.

In assenza di questo, anche la politica nazionale meno sottomessa alla forza del capitale finanziario rischia di avere un raggio di azione molto limitato. Il che non vuol dire che le politiche nazionali non possano essere utilizzate meglio di quanto sia stato fatto di recente, soprattutto nel nostro paese. Se, per fare qualche esempio, l'evasione fiscale è alta, il Mezzogiorno regredisce invece di progredire, i salari sono spesso al di sotto della soglia della povertà e la produttività stagna, la responsabilità è di scelte politiche non pienamente costrette dal vigente regime di capitalismo finanziario.

Tuttavia, lo squilibrio tra la forza transnazionale del capitale finanziario e la debolezza delle politiche nazionali deve essere corretto. In assenza di ciò, oltre il capitalismo finanziario rischia di esserci il medioevo finanziario.

### Riferimenti bibliografici

- BRENNER R. (1998), *The Economics of Global Turbulence*, in "New Left Review", 229.
- CECCHETTI S. (2012), *Is Globalisation Great?*, in *The Future of Financial Globalisation*, Bank for International Settlements Papers, n. 64.

- DELONG B. (2011), *America's Financial Leviathan*, in "Project Syndicate", 30, December.
- FISCHER B., REISEN H. (1992), *Towards Capital Account Convertibility*, Policy Brief n. 4, OECD Development Centre, New York.
- FRANZINI M. (1997), *L'età dell'oro dell'economia*, in AA.VV., *Storia contemporanea*, Donzelli, Roma.
- GARBER P. M. (1993), *The Collapse of the Bretton Woods Fixed Exchange Rate System*, in M. D. Bordo, B. Eichengreen (eds.), *A Retrospective on the Bretton Woods System: Lessons for International Monetary Reform*, University of Chicago Press, Chicago.
- GORDON R. J. (2012), *Is US Economic Growth Over? Faltering Innovation Confronts the Six Headwinds*, National Bureau of Economic Research Working Paper, n. 18.315, August.
- HILFERDING R. (2011), *Il capitale finanziario*, Mimesis, Milano (ed. or. *Das Finanzkapital. Eine Studie über die jüngste Entwicklung des Kapitalismus*, Ignaz Brand, Vien 1910).
- KAY J. (2012), *The Kay Review of UK Equity Markets and Long-term Decision Making: Final Report*, in <http://www.bis.gov.uk/assets/biscore/business-law/docs/k/12-917-kay-review-of-equity-markets-final-report.pdf>.
- OECD – ORGANISATION OF ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (2011), *Bank competition and financial stability*, OECD, Paris.
- PATTERSON S. (2012), *Darl Pools. The Rise of A. I. Trading Machines and the Looming Threat to Wall Street*, Business Books, New York.
- PIKETTY T. (2011), *Will 21<sup>st</sup> Capitalism be as Unequal as 19<sup>th</sup> Capitalism?*, relazione presentata all'IEA World Congress, Pechino, 6 luglio.
- RODRIK D. (1997), *Has Globalization Gone Too Far?*, Institute for International Economics, Washington DC.
- RUFFOLO G., SYLOS LABINI S. (2012), *Il film della crisi. La mutazione del capitalismo*, Einaudi, Torino.
- SHILLER R. J. (2012), *Finance and the Good Society*, Princeton University Press, Princeton (trad. it. *Finanza e società giusta*, il Mulino, Bologna 2012).
- SHONFIELD A. (1965), *Modern Capitalism. The Changing Balance of Public and Private Power*, Oxford University Press, Oxford.
- Taking the Long View* (2012), in "The Economist", November 22.