

L'economia finanziarizzata e le sue caratteristiche

di Vincenzo Comito

I. Il doppio volto della finanza

La gestione finanziaria e monetaria, sin dalle sue origini, ha oscillato fortemente tra due funzioni: quella di sostegno agli Stati e al sistema economico, da un lato, e quella di speculazione e di frode, dall'altro. Parallelamente, in alcuni periodi essa è stata al servizio della politica e della società mentre, in altri, si è mostrata molto autonoma, giungendo in alcuni casi a dettare leggi e a condizionare la politica.

Casi di frode si sono verificati fin dalla creazione delle prime monete metalliche. Nella Lidia del VI secolo prima della nostra era, le monete erano ufficialmente coniate in elettro, una lega naturale composta al 70% di oro e al 30% di argento (Testart, 2001). I ritrovamenti archeologici hanno permesso di accertare che, in realtà, esse contenevano in media soltanto il 54% di oro e, nei casi peggiori, anche meno del 45%. I re di Lidia rubavano così ai mercanti e ai cittadini comuni circa il 20% del valore delle monete emesse.

Separare in maniera netta la funzione di servizio all'economia da quella di speculazione non è, però, facile. Già Keynes ricordava che se si eliminassero i fenomeni speculativi dalla borsa quest'ultima avrebbe difficoltà a svolgere la sua attività di supporto alle imprese e alle altre istituzioni e potrebbe perfino cessare di esistere.

Con riferimento a epoche a noi più vicine, si può dire che, dopo gli eccessi finanziari che hanno portato alla crisi del 1929, per lungo tempo, almeno dal periodo del *New Deal* sino alla metà degli anni Settanta del secolo scorso, in Occidente l'attività finanziaria è apparsa sostanzialmente orientata al servizio dell'economia reale, nell'ambito di un modello più complessivo di sviluppo economico e produttivo noto come sistema fordista.

Al contrario, la crisi iniziata nel 2007-08, dopo decenni di intenso sviluppo dei processi di finanziarizzazione, ha messo in evidenza la sconnessione della finanza dalle attività produttive. Grazie ai processi di *deregulation* e di innovazione finanziaria e ai sistemi di controllo molto

leggeri attuati dalle autorità di supervisione, la finanza si è resa sempre più autonoma dall'economia reale e ha cominciato a governare dapprima le imprese – attraverso, in particolare, il mutamento nella composizione dell'azionariato e nei meccanismi di borsa – e poi anche le economie dei vari paesi.

Alla fine, la finanza si è emancipata anche dalle istituzioni politiche, dando così ragione a T. Wolf che, nel suo libro *Il falò delle vanità*, prevedeva che le banche di investimento statunitensi sarebbero diventate i veri padroni dell'universo. La finanza, più in generale, è diventata la punta avanzata e insieme il simbolo stesso di un sistema deregolamentato e globalizzato.

La mancanza di meccanismi di autoregolamentazione interna e il restringersi al breve o al brevissimo termine dell'orizzonte dei mercati e degli operatori hanno portato a un'accentuazione dei movimenti verso l'alto e verso il basso (Aglietta, 2007) e hanno fatto sì che si passasse da una bolla all'altra.

Nei periodi di euforia le banche hanno scelto di non vedere i rischi e hanno alimentato oltre misura il boom attraverso il credito ma, quando la congiuntura ha iniziato a cambiare, esse hanno cercato di rientrare bruscamente dalla loro esposizione, tagliando il credito e aggravando, così, le difficoltà del mercato. Tenendo conto di questo fenomeno, Minsky, già molti anni fa, aveva definito il ruolo degli istituti di credito come quello di “destabilizzatori endogeni” (Minsky, 1982).

Di fatto, i mercati e le istituzioni finanziarie sono sistemi strutturalmente instabili che non sanno regolarsi, né stabilizzarsi, né darsi una legittimità propria (Rodrik, 2008); per questo, da sempre, la sicurezza di questo settore dipende dal ruolo esercitato dalle autorità statali. Di recente, in particolare nel 2012, è venuto alla luce che decine di grandi banche internazionali, alcune delle quali in modo ripetuto, sono state coinvolte in numerosi scandali. Questo poco esaltante quadro ha spinto una giornalista britannica, Naomi Wolf, a sostenere che l'intero sistema finanziario occidentale è oggi inviato in una gigantesca frode di tipo sistematico della quale gli attori principali – le banche, i politici, gli organismi di regolazione – sono perfettamente informati e, però, tacciono (Wolf, 2012).

2. I processi di finanziarizzazione

Una definizione e alcuni dati. Tra le possibili definizioni del termine “finanziarizzazione” ricordiamo quella di G. A. Epstein, la quale fa riferimento al ruolo crescente delle motivazioni finanziarie, dei mercati finanziari, degli attori finanziari e delle istituzioni finanziarie nel modo di operare delle

economie nazionali e di quella internazionale (Epstein, 2005). Si può aggiungere, riprendendo quanto si è detto in precedenza, il ruolo di guida dell'economia reale e, alla fine, della stessa politica che la finanza ha svolto in modo crescente negli ultimi anni.

I processi di finanziarizzazione sono resi evidenti da alcuni dati: il rapporto tra attività finanziarie e PIL è cresciuto in modo molto netto in tutti i paesi avanzati a partire dalla fine degli anni Settanta e anche la quota dei profitti complessivi prelevata dal sistema finanziario è cresciuta con continuità nell'ultimo periodo.

Nel 1980 lo stock totale di attività finanziarie era, negli Stati Uniti, all'incirca equivalente al PIL; secondo una stima che molti considerano prudente, il rapporto tra queste due grandezze era, nel 2007, di 3 a 1 (Mason, 2008) e nel 2010 era ancora più elevato. Il solo montante dei derivati del credito, o CDS (*credit default swap*, di cui si dirà più avanti), raggiungeva, alla metà del 2008, la cifra di 62.000 miliardi di dollari, con un aumento di ben cento volte in dieci anni (Aglietta, 2010). La quota dei titoli del settore finanziario sul totale del valore di tutti i titoli quotati alla Borsa di New York è passata dal 5,2% del 1980 al 23,5% del 2007. Negli anni Sessanta, sempre negli Stati Uniti, i profitti prima delle tasse delle società finanziarie erano il 14% dei profitti complessivi delle imprese del paese; nel 2007 hanno raggiunto la quota del 39% (Mason, 2008).

Grazie a tecniche finanziarie molto diffuse è stato possibile creare un enorme scarto quantitativo tra la proliferazione di strumenti finanziari e la base dei rischi reali su cui si operava. Nel caso dei CDS, già citati, a metà del 2008, a fronte di un volume di contratti pari a 62.000 miliardi di dollari, stava un volume di debiti assicurati sottogiacenti di soli 5.700 miliardi. Ad esempio, 1.000 miliardi di dollari di CDS si scambiavano sui debiti della General Motors, il cui ammontare totale era in realtà di soli 15 miliardi (Lordon, 2008).

D'altro canto, negli ultimi decenni, sì è affermata sempre più, nel mondo delle imprese, la prevalenza dei diritti di proprietà degli azionisti e dei soci rispetto ai legittimi interessi di tutti gli altri *stakeholders* aziendali: ciò è avvenuto grazie, tra l'altro, all'ampia diffusione del cosiddetto obiettivo della creazione del valore azionario.

Più in generale, in paesi quali gli Stati Uniti, la Gran Bretagna e la Spagna, i maggiori stimoli alla crescita dell'economia sono venuti, negli ultimi dieci anni, dai settori indicati con la sigla FIRE (finanza, assicurazioni, attività immobiliari), sebbene negli Stati Uniti sia stata importante anche l'espansione della spesa militare (Foster, 2008). Una grave conseguenza di tali processi è stata l'affermarsi, all'interno dei singoli paesi, di una crescente disuguaglianza nei redditi e nelle ricchezze. Di questo fenomeno si occupano altri lavori contenuti in questo fascicolo.

Alcune ipotesi sulle ragioni di fondo della finanziarizzazione. La finanziarizzazione, ci dice il grande storico Fernand Braudel, è normalmente legata alla fase matura di una civiltà, alla sua crisi terminale (Braudel, 1979). Lo sviluppo dei commerci e dell'industria genera, nell'area in cui si manifesta, surplus crescenti che, fino a quando l'economia si sviluppa, possono essere reimpiegati nel settore di riferimento o in settori ad esso vicini; se, però, per qualche ragione, l'economia reale di quell'area va in crisi, i surplus disponibili vengono impiegati nella finanza, che rappresenta una sorta di ultima spiaggia. Braudel ricorda che questo fenomeno si è verificato all'epoca delle crisi delle città italiane dopo i loro trionfi nel Medioevo e nel Rinascimento e si è riproposto con il tramonto dell'egemonia olandese, a metà del diciottesimo secolo, e di quella britannica, successivamente alla Prima guerra mondiale. Tenendo conto di questi precedenti, ci si può, forse, chiedere se la crisi del *subprime* di questi anni non preluda al tramonto dell'egemonia statunitense.

Magdoff e Sweezy, in un lavoro di qualche decennio fa (Magdoff, Sweezy, 1983), ripreso di recente da Foster (2008), partono dall'ipotesi che la tendenza alla finanziarizzazione sia intrinseca al processo di accumulazione del capitale. Infatti, essa rappresenterebbe una risposta alla condizione di ristagno dell'economia, considerata lo stato normale del capitalismo nella sua fase matura. Secondo i due autori, un'economia capitalistica si trova costantemente di fronte all'esigenza di reperire nuove fonti di domanda che giustifichino l'impiego dei crescenti surplus che essa tende a generare. In mancanza di fonti, il ristagno è inevitabile e l'economia diventa sempre più finanziarizzata. La crisi, dunque, indicherebbe che i vincoli di lungo termine all'accumulazione di capitale si sono fatti più importanti e stringenti.

Peraltro, ogni tentativo di ridimensionare e controllare il settore finanziario rischierrebbe di destabilizzare l'intero regime di accumulazione. L'unica via di uscita potrebbe essere rappresentata dal varo di grandi piani di spesa pubblica nel settore civile e da un programma di riduzione delle diseguaglianze che potrebbe sostenere la domanda di consumo.

Le precondizioni dei processi di finanziarizzazione. I processi di finanziarizzazione sviluppatisi a partire dalla fine degli anni Settanta del Novecento hanno tratto impulso da alcune precondizioni di carattere politico, economico, teorico, organizzativo, tecnologico.

Sotto il profilo politico ed economico, ricordiamo l'esaurirsi, in quegli anni, della fase di sviluppo iniziata nell'immediato dopoguerra, che ha portato alla crisi del modello di crescita keynesiano-fordista. In tali difficoltà si è inserita la rivoluzione neoconservatrice di Margaret Thatcher e di Ronald Reagan, con i suoi programmi di riduzione del ruolo dello Stato a vantaggio delle forze di mercato, alle quali veniva

assegnata una priorità assoluta. I processi di *deregulation* che ne sono seguiti hanno toccato sia l'economia reale (in particolare, si è assistito a una progressiva deregolamentazione del lavoro) sia il sistema finanziario, che è stato liberato rapidamente dai rilevanti vincoli che precedentemente ne costringevano il funzionamento. Altri importanti cambiamenti hanno riguardato la progressiva eliminazione degli ostacoli ai movimenti di capitale su scala internazionale, e l'insediamento *in loco* delle istituzioni finanziarie internazionali.

Tutto ciò ha favorito la creazione di un mercato finanziario integrato a livello mondiale. Lo strappo iniziale dai paesi anglosassoni ha determinato un rovesciamento dei rapporti di forza sia tra capitale e lavoro, sia tra capitalismo e democrazia, creando una condizione di grande vantaggio per le grandi imprese private nei confronti degli Stati nazionali, che hanno visto ridimensionarsi il proprio ruolo e la propria capacità di intervento (Ruffolo, Sylos Labini, 2012).

Questa rivoluzione, preparata da lungo tempo, è stata sostenuta, sul piano della teoria economica, dai lavori di alcuni studiosi: dai "precursori", come Hayek o von Mises, ai contemporanei, come Friedman e Allais (Toussaint, 2010).

Dal punto di vista organizzativo, in senso lato, va ricordata la straordinaria intensificazione dei processi di innovazione finanziaria, in particolare con il varo continuo di nuovi strumenti operativi, che hanno messo a disposizione degli operatori mezzi sempre più potenti per intervenire in maniera sempre più efficiente, rapida e a costi sempre più contenuti, su mercati finanziari sempre più globalizzati. Tali sviluppi sono stati poi favoriti dal grande sviluppo dell'*information technology*.

Va anche segnalato lo sviluppo perverso dei sistemi di incentivazione del management. Partendo dall'assunto che esistesse una dannosa divergenza di interessi tra azionisti e management si è cercato di colmarla fornendo, tra l'altro, ricchissimi incentivi in denaro o in altre forme allo stesso management, collegati al conseguimento di obiettivi di massimizzazione dei profitti e delle redditività aziendali. In questo modo il management è stato spinto a correre rischi eccessivi e, quando possibile, anche a truccare i dati forniti al mercato, con conseguenze in molti casi disastrose.

L'innovazione finanziaria e i rischi dei consumatori. Riprendiamo l'analisi dei processi di finanziarizzazione dal punto di vista delle famiglie.

Trent'anni fa il tipico consumatore statunitense aveva un mutuo immobiliare a tasso fisso, una tranquilla polizza sulla vita, un normale conto in banca e un piano pensionistico a prestazioni definite pagato dall'impresa in cui lavorava.

Oggi l'innovazione finanziaria ha cambiato tutto: lo stesso consumatore avrà, forse, un mutuo a tasso variabile con incorporata un'opzione (vedremo più avanti in cosa consiste), un piano pensionistico in gran parte finanziato dai suoi stessi risparmi (e, comunque, molto rischioso perché gli eventuali benefici sono legati agli incerti rendimenti dei titoli in cui le sue risorse sono investite), una linea di credito garantita dal valore della sua casa e, nel migliore dei casi, un conto di risparmio per le spese sanitarie (Laise, 2008). Inoltre, molte delle clausole relative a questi prodotti sono spesso estremamente complesse e difficilmente comprensibili.

In sostanza, i rischi, prima sopportati dalle grandi banche, dai governi e dai datori di lavoro, sono stati, in gran parte, scaricati sugli stessi consumatori. Questi ultimi devono, in particolare, accollarsi i rischi relativi alle fluttuazioni nei tassi di interesse, all'aumento dei costi delle spese mediche, alle oscillazioni dei valori di borsa e alla eventualità di vivere più a lungo di quanto previsto dagli schemi pensionistici.

Nel frattempo, i nuovi prodotti hanno creato dal nulla una montagna di commissioni per miliardi di dollari a favore di Wall Street e hanno contribuito a spingere verso l'alto il suo sviluppo (Laise, 2008).

La risposta delle banche alle loro difficoltà. Diversi decenni fa, l'industria finanziaria si è trovata di fronte a una rilevante crisi di redditività. I servizi che essa offriva erano, in molti settori, esposti a un'intensa concorrenza e permettevano margini di profitto molto bassi. Per questo motivo, le imprese del settore hanno progressivamente cambiato i propri indirizzi strategici e hanno iniziato a operare sempre più in conto proprio, comprando e vendendo azioni, obbligazioni, derivati, valute e ogni altro strumento finanziario, e finendo, per molti versi, per praticare la speculazione più sfrenata. Le banche commerciali e quelle di investimento si sono trasformate, in pochi anni, prima in veri e propri fondi speculativi (*hedge funds*) e, poi, in vere e proprie bische – dove, ahimè, si giocava con i soldi degli altri. Per un certo periodo questa nuova strategia ha permesso buoni risultati in termini di fatturato e, soprattutto, di redditività. Come ci informa M. Wolf, tra il 1997 e il 2007, il valore mediano della redditività delle banche inglesi (intesa come rapporto tra utili netti e capitale netto) si è aggirato intorno al 20%; nel 2006 le banche irlandesi, quelle spagnole e quelle dei paesi scandinavi hanno ottenuto lo stesso risultato. In quello stesso anno, il rendimento è stato del 12% per le banche statunitensi e all'incirca di questo stesso valore per le banche francesi, tedesche e italiane (Wolf, 2007).

Tali cifre vanno confrontate con il rendimento medio dei capitali ottenuto in generale dal sistema delle imprese non finanziarie dei vari paesi; in molti casi esso si è aggirato nel lungo termine intorno al 6-7%.

L'altezza dei rendimenti e i meccanismi di aspra concorrenza sui mercati finanziari tra i vari operatori hanno contribuito a convincere anche le istituzioni più conservatrici e riluttanti ad abbandonare ogni prudenza per unirsi all'euforia generale (Lordon, 2008). Alla fine, però, i rischi sono venuti prepotentemente alla ribalta, sommerso il sistema e facendo crollare il castello di carte.

La strategia di aumento della redditività attraverso l'ingresso in business molto più rischiosi presenta anche un aspetto singolare: quando le cose vanno bene, le banche e i loro azionisti guadagnano molto mentre, quando le cose vanno male per le banche, arrivano in soccorso i pubblici poteri. Ciò avviene perché non si può permettere che una grande banca fallisca, in quanto essa provvede a un servizio pubblico molto delicato e, nello stesso tempo, le sue attività sono strettamente legate a quelle di molti altri protagonisti del sistema finanziario, con la conseguenza che si avrebbero effetti a catena difficilmente controllabili.

In queste condizioni, alle banche va quasi sempre bene: possono dedicarsi ad accrescere la propria redditività utilizzando, nel modo che si è ricordato in precedenza, i soldi dei risparmiatori e, in caso di difficoltà, possono contare sui soldi dei contribuenti che i governi utilizzeranno per assicurare il loro salvataggio.

Anche i *top executives* degli istituti di credito godono di notevoli vantaggi: essi hanno un grande interesse a prendersi rischi elevati, perché questo può gonfiare i profitti ai quali quasi sempre sono legate le loro retribuzioni. Certo, se le cose andassero male, potrebbero essere licenziati, ma non si tratterebbe di una vera e propria punizione visto che, grazie alle buonuscite, andrebbero via con le tasche piene di soldi.

Per sviluppare le loro attività e accrescere i loro profitti e la loro redditività le banche hanno poi aumentato fortemente il loro livello di indebitamento, nascondendo una parte di tali debiti nei cosiddetti SIV (*Structured investment vehicle*); in tal modo eludendo le regole nazionali e quelle di Basilea.

Poi è venuto il giorno del giudizio. Ma il sistema finanziario fa scattare ancora oggi una gigantesca trappola nei confronti dei poteri pubblici e dell'intera società. Si tratta di una specie di presa di ostaggi cui è molto difficile resistere: le banche di tutti i tipi devono essere salvate perché la loro eventuale caduta provocherebbe danni incalcolabili alla società (Lordon, 2008).

3. Le crisi finanziarie

Una classificazione delle crisi finanziarie. Le crisi economiche e finanziarie hanno accompagnato la storia dell'umanità sin da tempi molto lontani.

Reinhart e Rogoff (2009) ci aiutano a individuare gli elementi comuni a gran parte delle crisi che si sono succedute nel tempo e nello spazio: dai fallimenti delle banche fiorentine nel Trecento a quelli dello Stato spagnolo nel XVI e agli inizi del XVII secolo, sino alla crisi dei mercati del 1929 e del 2007-09.

Il primo elemento comune è l'accumulazione eccessiva di debiti: spesso i boom sono sostenuti dalla facile concessione di prestiti che prelude a esiti spesso catastrofici. Un secondo elemento comune alla maggior parte delle crisi è la loro non facile prevedibilità; infatti, la volubile natura della fiducia, su cui è basato per molti aspetti il business finanziario, rende estremamente difficile prevedere il *timing* delle crisi. Un altro elemento caratteristico sembra essere la dipendenza, anche delle crisi che ricadono specificamente sul settore pubblico, dai troppi debiti accumulati. L'ultimo elemento è, infine, rappresentato dal fatto che i processi di liberalizzazione finanziaria e le difficoltà finanziarie vanno normalmente insieme.

Al di là di questi elementi comuni, le crisi non sono tutte eguali. Una possibile classificazione può fare riferimento, tra l'altro, ai *diversi soggetti interessati*, alla *estensione geografica delle crisi* e alla loro *intensità*.

Rispetto ai soggetti interessati, ricordiamo, in primo luogo, che le crisi possono riguardare lo Stato e si manifestano quando esso non riesce a rispettare gli impegni di restituzione del debito. Un caso simile si verifica quando le autorità monetarie di un paese non riescono a far fronte alle richieste di convertire la valuta nazionale in valute estere, avendo esaurito le loro riserve di queste ultime. In tal caso si parla di crisi valutaria.

Vi sono poi le crisi bancarie che, al contrario di quelle degli Stati, sono ancora oggi comuni in quasi tutti i paesi; queste crisi possono nascere anche a causa del fatto che le banche si procurano la gran parte delle risorse necessarie alla loro attività attraverso depositi a breve termine, mentre i prestiti che esse concedono sono per una parte molto consistente a scadenza più lunga. Se, per qualsiasi ragione, un gran numero di depositanti intendesse ritirare simultaneamente il proprio denaro, la banca rischierebbe di non poter far fronte ai pagamenti, avendo vincolato i propri fondi a scadenze più lunghe. Ne seguirebbe inevitabilmente la chiusura dell'istituto, a meno di un salvataggio da parte dello Stato. In ogni caso, le crisi bancarie rischiano di essere molto costose per la collettività, determinando perdite di reddito nazionale e, soprattutto nel caso di salvataggio, aggravamento del debito pubblico.

Vi sono poi le crisi delle Borse che si hanno quando i corsi dei titoli precipitano verso il basso. È anche frequente che, come accadde nel 1929, si abbiano, insieme, crisi delle Borse e crisi delle banche.

Va, infine ricordato che, quanto alle conseguenze delle crisi, esse possono essere molto ramificate e complesse. Secondo uno studio del Fondo monetario internazionale, tra le conseguenze di carattere economico delle crisi di tipo bancario e di borsa ci sono più alti livelli strutturali di disoccupazione, più lenta accumulazione di capitale e minore crescita nei livelli di produttività rispetto ai trend del periodo pre-crisi (International Monetary Fund, 2009).

I processi di leveraging. Come si è già ricordato, l'alto livello dei debiti è uno dei principali fattori alla base di tutte le crisi finanziarie dell'epoca moderna e contemporanea. Nei primi decenni del dopoguerra l'indebitamento delle imprese statunitensi era molto contenuto e la necessità di tenere bassi i debiti era considerato quasi un dogma indiscutibile nel mondo delle imprese, così come negli ambienti economici e finanziari del paese. Ma, nel corso del tempo, diversi sviluppi, in ambito sia teorico sia empirico, hanno determinato un significativo cambiamento sotto questo aspetto.

In ambito teorico vanno ricordati prima i teoremi di Modigliani e Miller, che, già a partire dalla fine degli anni Cinquanta, hanno teso a sottolineare la sostanziale irrilevanza, per un'impresa, del suo livello di esposizione debitoria, se non il carattere positivo di un alto indebitamento. Successivamente, la teoria dell'agenzia, a metà degli anni Settanta, ha ipotizzato che un elevato livello di debiti potesse spingere i manager a operare in modo più coerente con gli interessi degli azionisti. Infine, nei primi anni Novanta, la cosiddetta scuola di creazione del valore, ha iniziato a tessere le lodi del ricorso al debito come nuovo modo di gestire con successo un'azienda.

Questi mutamenti di paradigma vanno messi in relazione con i mutamenti in atto all'interno del sistema finanziario. In effetti, a partire soprattutto dalla fine degli anni Settanta, negli Stati Uniti come in molti paesi europei, si è sviluppato il fenomeno dell'acquisizione di gran parte delle azioni delle imprese quotate in borsa, da parte degli investitori istituzionali; e si è così affermato quello che Minsky ha definito *money manager capitalism*.

Nella fase precedente, in assenza di azionisti in possesso di quote rilevanti del capitale, in moltissime grandi imprese il potere era interamente nelle mani del management, che tendeva, per i suoi stessi interessi di casta, a tenere basso l'indebitamento; ora, invece, gli investitori istituzionali, più propensi al rischio, spingono i dirigenti ad aumentare fortemente i rendimenti economici e ciò si riflette sull'indebitamento. A peggiorare le cose ha concorso la decisione, basata sui dettami della teoria dell'agenzia, di ancorare in modo rilevante gli stipendi dei manager ai risultati ottenuti in termini di profitti o di valore di borsa dell'impresa.

Questo meccanismo ha prodotto, da un lato, l’alterazione dei conti e dei bilanci allo scopo di far risultare utili che in realtà erano assenti o inferiori – come nei casi Enron e Worldcom di diversi anni fa – e, dall’altro, ha spinto a cercare di incrementare i rendimenti aumentando i rischi con operazioni avventate, secondo quanto previsto dai meccanismi di *moral hazard*.

Le autorità di vigilanza hanno lasciato fare e neanche il sistema internazionale di regole relative alla struttura finanziaria delle banche, il cosiddetto sistema di Basilea – la cui versione più evoluta era, allora, quella nota come Basilea 2 – è riuscito a lanciare un qualsivoglia campanello d’allarme.

4. Le istituzioni della finanziarizzazione e la crisi

Le organizzazioni finanziarie che hanno partecipato attivamente ai processi sopra descritti sono state molteplici e vanno ben al di là delle tradizionali banche commerciali. Per ragioni di spazio ne ricordiamo soltanto alcune.

Le *investment banks* statunitensi sono state per molti decenni il cuore e il cervello del sistema finanziario del paese e, sostanzialmente, anche del resto del mondo – così come negli ultimi anni gli *hedge funds* e i fondi di *private equity* sono stati le truppe d’assalto del sistema.

È negli uffici di queste organizzazioni che si inventavano i nuovi prodotti finanziari, che si studiavano i più importanti processi di fusione e acquisizione, che si avviavano anche le più spericolate operazioni speculative. Le loro motivazioni di fondo sono sempre state, peraltro, la rapacità e lo spirito di sopraffazione. Queste istituzioni si possono considerare i veri “intellettuali organici” del sistema.

Con la crisi del 1929, l’opinione pubblica e il governo statunitensi, convinti che le grandi istituzioni finanziarie fossero responsabili del precipitare degli eventi, avevano deciso di separare le banche commerciali, che raccolgono depositi dal pubblico, dalle banche di investimento, che dovevano invece svolgere soltanto attività di consulenza e assistenza finanziaria alle imprese e ai governi. La legge che ha sancito questa separazione è il Glass-Steagall Act del 1933 che, dopo 66 anni, nel 1999, è stato definitivamente abrogato dall’amministrazione Clinton.

Tali banche, a partire sostanzialmente dagli anni Ottanta, hanno cominciato a non limitarsi più a svolgere consulenza alle imprese e ai governi sulle questioni finanziarie, ma hanno intravisto grandi possibilità di arricchimento operando sui titoli, oltre che per conto dei clienti, anche in nome proprio. Si sono così dedicate alle più spericolate operazioni in derivati, *subprime* e *credit default swaps*, e al finanziamento degli *hedge funds* e dei fondi di *private equity*.

Le motivazioni di questo mutamento nelle strategie sono state numerose, anche escludendo l'avidità. I grandi clienti, con l'apertura dei mercati internazionali e il miglioramento dei loro conti economici, avevano meno bisogno dei loro servizi e, comunque, potevano rivolgersi alle banche europee e giapponesi; quindi l'attività di consulenza tradizionale era diventata con il tempo un business a bassa redditività. Inoltre, l'ingresso degli investitori istituzionali nel capitale delle grandi società ha determinato un mutamento negli assetti azionari che ha accresciuto le pressioni alla ricerca della massima redditività. Né, infine, va trascurato il già citato mutamento nelle modalità di retribuzione dei manager.

I problemi incontrati da questo tipo di banche erano alla fine almeno tre. Il primo riguardava il livello troppo alto dell'indebitamento. In caso di difficoltà e di perdite rilevanti tali banche, diversamente da quelle commerciali, non potevano ricorrere all'ancora di salvezza rappresentata dai soldi dei depositanti. Il secondo problema riguardava il fatto che queste banche puntavano troppo sull'indebitamento a breve termine con la conseguenza di trovarsi in grave difficoltà una volta che il mercato dei fondi a breve si fosse prosciugato. Il terzo problema, infine, nasceva non dai rischi finanziari ma da quelli operativi, dovuti al fatto che si puntava troppo su operazioni sulla carta molto redditizie, ma anche molto rischiose. La filosofia sembra essere quella che ebbe a dichiarare a suo tempo uno dei banchieri coinvolti: «sino a che la musica va, bisogna ballare».

Le nuove strutture del capitalismo trionfante sono state gli *hedge funds* e i fondi di *private equity*. La finanza trionfante negli ultimi quindici anni ha trovato le sue manifestazioni apparentemente più brillanti in questi due nuovi tipi di investitori istituzionali. Si può anzi dire che le stesse banche tradizionali, i fondi pensione, i fondi comuni, siano stati tutti per trasformarsi in *hedge funds*.

Questi organismi sono, nella sostanza, fondi di investimento a carattere privato che si possono anche considerare associazioni di scommessa per persone molto ricche. Nelle loro manifestazioni più avanzate sono diventati investitori "puri" e, in questa veste, rappresentano la forma più compiuta di un capitalismo finanziario senza vincoli operativi di alcun tipo, né di settore, né geografici e senza legami con attività industriali o di servizio di qualche sorta.

Agli *hedge funds*, che sono gestiti da un ristretto gruppo di operatori, gli investitori affidano somme rilevanti, attratti anche dal favorevole trattamento fiscale (che diventa in pratica esenzione se il fondo è domiciliato in un paradiso fiscale) e da un sistema di regolamentazione molto permisivo. Questi fondi di solito fanno ricorso a un elevato indebitamento per aumentare i rendimenti e ciò implica che le loro perdite, così come i loro

guadagni, possono essere molto maggiori delle risorse degli stessi investitori. Inoltre, essi impiegano anche in misura molto rilevante gli strumenti derivati. Peraltro, si tratta di investimenti poco liquidi, e, d'altro canto, le elevate commissioni sui guadagni richieste agli investitori possono assorbire una parte consistente degli utili.

Indebitandosi troppo, o facendo tutti la medesima scommessa, gli *hedge funds* possono destabilizzare i mercati finanziari e la stessa economia. Da questo punto di vista vanno sottolineati i molteplici collegamenti tra questi fondi e le banche. Sino a non molto tempo fa, queste ultime, in particolare quelle di investimento, finanziavano gli *hedge funds*; inoltre, queste due istituzioni finanziarie hanno sviluppato la tendenza ad avviare attività congiunte e, infine, le banche hanno dato vita, direttamente, a fondi di questo genere.

Secondo fonti attendibili, il comparto è cresciuto dai 39 miliardi di dollari di attività del 1990 ai 2 trilioni dei primi mesi del 2008. Nel 2006 si contavano circa 10.000 *hedge funds* in tutto il mondo, di cui ben 8.800 nei soli Stati Uniti. L'aspettativa di guadagni molto elevati ha attratto in questo settore anche istituzioni come i fondi pensione, che dovrebbero adottare criteri di gestione molto prudenti. Di conseguenza, una quota crescente dei risparmi delle famiglie è stata impegnata in attività rischiose come quelle di un tavolo da gioco.

Anche il successo dei fondi di *private equity* fa parte della tendenza ad affermarsi di «una nuova forma di capitalismo, ancora più brutale e dominatore» (Ramonet, 2007). Il fenomeno è esploso progressivamente nel nuovo millennio. Nella maggior parte dei casi un numero limitato di persone (o, al limite, una sola) raccolgono capitali da un gruppo di investitori e creano una struttura che in genere ha la durata di una decina di anni e che, in sostanza, rappresenta un fondo chiuso di investimento.

Le operazioni vengono finanziate con ampio ricorso ai debiti che in genere sono il triplo o il quadruplo del capitale proprio. I fondi di *private equity* acquisiscono la quota di controllo nel capitale di singole imprese e il denaro investito viene recuperato rivendendo l'impresa acquisita, in genere pochi anni dopo l'acquisto. L'attività genera guadagni per gli iniziatori non soltanto attraverso il carico periodico di una *management fee* (commissione di gestione) e di altre commissioni sul capitale investito ma anche, e soprattutto, attraverso i cosiddetti *carried interests*, una forma di profitto che si ottiene quando vengono raggiunti gli obiettivi di redditività di tutto il fondo. In generale, dopo che il fondo ha restituito agli investitori il capitale a suo tempo versato, l'80% dei profitti va agli investitori e il 20% ai promotori.

I rendimenti dei fondi, secondo numerosi studi diretti a misurarli, sono abbastanza deludenti. Peraltro, di frequente essi scaturiscono da manipolazioni contabili e finanziarie piuttosto che da una efficace gestione ope-

rativa delle imprese acquisite. Malgrado ciò, i responsabili finanziari di questi fondi percepiscono retribuzioni stratosferiche sulle quali, peraltro, in genere pagano imposte molto basse.

5. Le operazioni finanziarie al tempo della finanziarizzazione

Sono molte le tecniche finanziarie su cui si è costruito il castello che è poi crollato molto rapidamente. Si possono citare, oltre ai derivati, i ben noti mutui *subprime*, le tecniche di cartolarizzazione, i modelli perversi di analisi e di calcolo dei rischi, le vendite allo scoperto (*short selling*). Nello spazio disponibile analizzeremo solo alcune di esse.

I processi di cartolarizzazione. Le tecniche di cartolarizzazione, oggi molto diffuse, hanno iniziato a svilupparsi già diversi decenni fa. Le cartolarizzazioni consistono nel trasformare crediti normalmente non negoziabili (ad esempio, crediti bancari, mutui immobiliari, crediti commerciali alle imprese ecc.) in titoli cedibili sul mercato. Il fatto che i crediti possano essere ceduti acquistando immediatamente le liquidità relative permette a un'istituzione finanziaria di far circolare i suoi capitali molto più velocemente. In questo modo può crescere il volume delle attività e presumibilmente anche la redditività. Peraltro, il fatto che i crediti possano essere ceduti, implica che anche i rischi sottostanti possano essere trasferiti. Questa possibilità ha indotto molti operatori a concedere prestiti sconsiderati, senza tenere in alcun conto il merito del credito, come ad esempio è accaduto nel caso dei cosiddetti *subprime*. Questo caso dimostra che, almeno nel campo finanziario, l'innovazione può avere conseguenze negative e ciò può avvenire frequentemente, come ha ricordato qualche tempo fa, Paul Volcker allorché ha affermato che l'unica innovazione positiva degli ultimi decenni è stato il bancomat.

I derivati. Il prodotto derivato, come dice il suo nome, deriva da un prodotto sottostante che può essere una valuta, un tasso di interesse, un'azione, un'obbligazione, un credito o una materia prima. Le principali sottocategorie di questa famiglia di prodotti sono le opzioni, gli *swaps*, i *futures*, i *forward* e loro combinazioni. Ciascuno di essi è legato a un attivo: potremo così avere un'opzione su azioni, uno *swap* sui tassi di interesse o sulle valute, un *future* sul petrolio.

Esistono poi molti prodotti derivati da quelli di base: citiamo soltanto i *forward rate agreements*, i *warrant*, *cap*, *floor* e *collar* sui tassi di interesse e, infine, i CDS. Attraverso tali strumenti si può annullare o ridurre il rischio di un'operazione finanziaria pagando in genere un premio relativamente modesto.

Il mercato dei derivati è cresciuto nel tempo a tassi molto elevati e il valore degli *assets* sottostanti, che era di circa 34.000 miliardi di dollari nel 1996, era cresciuto a 93.500 miliardi nel 1998. Nel giugno del 2004 il mercato *over the counter* aveva raggiunto, secondo la BRI, i 220.000 miliardi di dollari e, alla fine del giugno 2007, eravamo a 430.000 miliardi. Alla fine del 2008 sono stati toccati i 700.000 miliardi di dollari.

Va peraltro ricordato che le statistiche ufficiali hanno notevoli difficoltà a rilevare la reale dimensione e natura delle transazioni che si svolgono in questo mercato, dal momento che una parte molto importante di esse si svolge al di fuori di mercati organizzati e in forme private.

I derivati hanno indubbiamente permesso, negli ultimi 25-30 anni, di far fronte a una serie di rischi ai quali erano esposte le imprese. Ma, sebbene il loro scopo di base fosse quello di ridurre i rischi, essi hanno contribuito ad accrescere la volatilità dei mercati spostando, almeno in parte, l'attenzione degli operatori verso la speculazione e, più in generale, verso i rendimenti di breve termine.

In definitiva, pur essendo nati per tutelare contro i rischi, i derivati sono diventati oggetto di speculazione e ciò contribuisce a trasformare l'intermediazione finanziaria, che in sé sarebbe uno dei fondamenti di un'economia reale prospera, in un'agenzia di scommesse. Si stima, infatti, che il 90% delle transazioni totali in derivati sia di carattere speculativo.

Va anche ricordato che negli ultimi anni i derivati sono stati usati nel settore finanziario, tra l'altro, per nascondere le perdite di bilancio, per eludere le leggi nel settore finanziario, per aiutare i clienti a evadere le tasse e che i mercati dei derivati sono fortemente interconnessi con gli altri mercati finanziari, in particolare con le borse, con i mercati monetari e valutari.

Un esempio di derivati: i CDS. Il settore più rilevante del vasto mercato dei derivati è rappresentato dai cosiddetti *credit default swaps* (CDS). Questi strumenti svolgono lo stesso ruolo dei premi nei contratti di assicurazione. Un operatore finanziario può essere tentato di acquistare titoli ad alto rischio ma anche ad alto rendimento, o di fare un prestito molto redditizio ma anche molto rischioso. Per proteggersi dal rischio di solvibilità del debitore, egli può comprare un CDS. Il costo dell'eventuale insolvenza dell'emittente sarà sopportato da chi ha emesso il CDS, che si configura quindi come un "venditore di protezione"; questo ruolo può essere svolto da una banca di investimento, da una società di assicurazione o da una banca commerciale.

Il contratto di CDS è separato e totalmente distaccato dal prestito sottostante. Si tratta di una specie di scommessa tra due persone o istituzioni sull'eventualità che il debitore paghi alla scadenza. Così, l'acquirente di un CDS può benissimo essere del tutto estraneo all'operazione di prestito

sottostante. Egli non sopporterà alcuna perdita in caso di *default*, al contrario, può averne un vantaggio. I contratti di CDS, diversamente da quelli di assicurazione, non richiedono la presenza di un interesse assicurabile per essere messi in atto.

Intermediari finanziari di ogni tipo e di solito molto indebitati si improvvisavano assicuatori; il 60% dei contratti si concludono al telefono, senza un garante centrale e spesso senza che sia chiaro né chi si assume il rischio né se sia ragionevolmente in grado di farvi fronte (Perotti, 2008). Inoltre, un contratto CDS si può rivendere a un altro operatore, senza informare chi ha acquistato la protezione. In questo modo può passare di mano molte volte senza che nessuno sappia dove può finire. Di conseguenza, la copertura dal rischio può essere tranquillamente vanificata.

I CDS hanno conosciuto una vera e propria esplosione: il loro montante totale ha raggiunto nel 2008 i 62.000 miliardi di dollari. In effetti, essi hanno contribuito molto allo sviluppo abnorme del mercato del credito e, d'altro lato, hanno favorito la riduzione generalizzata del capitale proprio nel sistema finanziario. In particolare, il sistema bancario ha potuto aumentare di molte volte, con questi strumenti, la propria leva creditizia. Anche i CDS, nati per dare risposta a un reale bisogno di protezione da parte delle imprese, sono diventati molto presto strumenti di pura speculazione e anche loro hanno contribuito a creare una catena perversa di complesse e inestricabili interdipendenze tra i vari attori del mercato finanziario.

6. Come riformare il sistema finanziario

Prima di analizzare le possibili riforme del sistema finanziario è opportuno soffermarsi su una questione estremamente rilevante.

Lo spettacolo delle migliaia di miliardi di dollari e di euro trovati all'istante dai governi per salvare le banche e i banchieri, che per tanti anni si sono appropriati di una fetta imponente della ricchezza mondiale (Attali, 2008), resterà probabilmente impresso a lungo nell'opinione pubblica. I problemi di bilancio hanno impedito di trovare qualche decina o centinaia di milioni per la cassa integrazione, per la scuola e per la ricerca, ma non hanno impedito di mettere rapidamente a disposizione della finanza centinaia o migliaia di miliardi.

Paulson, ministro del Tesoro di Bush *junior*, è riuscito a suo tempo a mobilitare negli Stati Uniti 700 miliardi di dollari in pochi giorni per salvare le banche, ma si è contemporaneamente rifiutato di occuparsi della sorte di quelle famiglie che stavano perdendo la casa perché non riuscivano più a pagare le rate in scadenza dei mutui. Pochi mesi prima, lo stesso Bush si era rifiutato di controfirmare una legge, votata dal Senato e dalla

Camera dei Rappresentanti, che stanziava alcuni miliardi di dollari a favore dei bambini poveri del paese.

Gran parte delle classi dirigenti occidentali vorrebbero farci uscire dalla crisi riproponendo quello stesso modello di tipo neoliberista che ci ha portato a questa situazione. In realtà, per tentare di risolvere le difficoltà in atto sarebbero necessari interventi radicali sia sul fronte dell'economia reale sia su quello della finanza. Per quanto riguarda l'economia reale, si è parlato, in particolare, di politiche volte, nei vari paesi, al sostegno della domanda, nonché al varo di piani per fare dell'economia "verde" un motore della crescita. Per quanto riguarda il settore finanziario, viene da più parti auspicata una riduzione generale del peso del settore finanziario rispetto a quello dell'economia reale, mentre si sottolinea la necessità che la politica e la società mettano sotto controllo la finanza che pretendeva di governare il mondo. Bisogna fare in modo che essa torni ad essere vicina alla produzione di beni e servizi.

Per riformare il sistema non bastano provvedimenti che tocchino soltanto alcuni degli elementi di questa complessa costruzione; è necessario un intervento radicale, che incida su molti degli elementi che compongono questo edificio e ciò deve avvenire sia all'interno dei singoli paesi sia a livello internazionale¹.

Rispetto a queste esigenze, i provvedimenti adottati dal governo degli Stati Uniti, dall'Unione Europea e anche dal Comitato di vigilanza bancaria di Basilea, oramai a quattro anni dall'inizio della crisi e nonostante i numerosi scandali finanziari, sono molto al di qua di quanto sarebbe necessario. Su questi deludenti risultati pesa, indubbiamente, la grande forza delle lobby della finanza – che sono in grado di condizionare fortemente, e in molti modi, governi e parlamenti –, ma non va sottovalutato anche il ruolo dell'adesione "ideologica" di molti politici al pensiero neoliberista. Tutto ciò fa sì che le prospettive non appaiano, nel loro complesso, molto promettenti.

Riferimenti bibliografici

- AGLIETTA M. (2007), *Le capitalisme, de bulle en bulle*, in "Le Monde", 1 septembre.
 ID. (2010), *La crise, les voies de sortie*, Michalon, Paris.
 ATTALI J. (2008), *La crise, et après?*, Fayard, Paris.
 BRAUDEL F. (1979), *Civilisation matérielle, économie, capitalisme. XV-XVIII siècles. Les structures du quotidien*, Colin, Paris (trad. it. *Civiltà materiale, economia e capitalismo. Secoli XV-XVIII. Le strutture del quotidiano*, Einaudi, Torino 1982).

1. Per una più dettagliata esposizione di queste proposte si veda, ad esempio, Comito (2009).

- COMITO V. (2009), *A che punto è la riforma del sistema finanziario*, in <http://www.sbilanciamoci.info>, 21 settembre.
- EPSTEIN G. A. (ed.) (2005), *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar, London.
- FOSTER J. B. (2008), *The Financialization of Capital and the Crisis*, in "Monthly Review", 59, II (April).
- INTERNATIONAL MONETARY FUND (2009), *World Economic Outlook 2009: Sustaining the Recovery*, IMF, Washington DC.
- LAISE E. (2008), *Some Consumers Say Wall Street Failed Them*, in "The Wall Street Journal", November 30.
- LORDON F. (2008), *Jusqu'à quand ? Pour en finir avec les crises financières*, Éditions Raisons d'agir, Paris.
- MAGDOFF H., SWEEZY P. M. (1983), *Production and Finance*, in "Monthly Review", May.
- MASON P. (2008), *A Last Chance*, in "New Statesman", November 6.
- MINSKY H. (1982), *Can "it" Happen again? Essays on Instability and Finance*, Sharpe, New York (trad. it. *Potrebbe ripetersi? Instabilità e finanza dopo la crisi del '29*, Einaudi, Torino 1984).
- PEROTTI R. (2008), *Ecco perché gli economisti non hanno capito la crisi*, in "Il Sole 24 Ore", 23 novembre.
- RAMONET I. (2007), *Voracité*, in "Le Monde Diplomatique", novembre.
- REINHART C. M., ROGOFF K. S. (2009), *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton.
- RODRIK D. (2008), *Nations et mondialisation*, La Découverte, Paris.
- RUFFOLO G., SYLOS LABINI S. (2012), *La deriva del capitalismo*, in "la Repubblica", 22 settembre.
- TESTART A. (2001), *Introduction*, in A. Testart (éd.), *Aux origines de la monnaie*, Éditions Errance, Paris.
- TOUSSAINT E. (2010), *Un coup d'oeil dans le rétroviseur*, Éditions du Cerisier, Paris (trad. it. *Da dove viene la crisi*, Edizioni dell'Asino, Roma 2012).
- WOLF M. (2007), *Why Banking Remains an Accident to Happen*, in "The Financial Times", November 28.
- WOLF N. (2012), *This Global Financial Fraud and its Gatekeepers*, in "The Guardian", July 14.