

Ignazio Musu, Università Ca' Foscari di Venezia.

Mercati finanziari e governo della globalizzazione.

Il ruolo della finanza nell'economia.

La finanza svolge un ruolo essenziale nell'economia. Questo ruolo è stato accentuato dalla complessità crescente dei processi di produzione e di scambio.

I processi di produzione richiedono tempo: un intervallo di tempo più o meno lungo trascorre dal momento in cui vengono acquistati i fattori della produzione e quello in cui vengono realizzati i ricavi dalla vendita del prodotto. L'imprenditore ha bisogno di finanziare l'investimento nel capitale necessario per la produzione. Questo finanziamento verrà poi restituito quando il processo produttivo avrà consentito la realizzazione dei necessari ricavi.

La finanza rende possibile che soggetti che hanno un reddito superiore alle loro necessità di consumo risparmino questa eccedenza e la trasferiscano nel finanziamento degli investimenti delle imprese. La redditività di questi investimenti costituirà la base per la remunerazione del risparmio.

I sistemi finanziari si sono sviluppati in connessione con la diverse modalità con le quali è stato ed è possibile consentire al risparmio che si forma in un sistema economico venga di venire orientato al finanziamento degli investimenti. La finanza dunque svolge un ruolo fondamentale nello sviluppo di un sistema economico.

I diversi prodotti finanziari vengono ciascuno scambiato sul rispettivo mercato. Le imprese possono finanziare l'investimento in vari modi. Possono farlo con emissione, cioè offerta, di azioni per aumentare il proprio capitale; chi domanda e compra azioni (ossia il risparmiatore che le sottoscrive) partecipa al rischio dell'impresa. Oppure le imprese possono finanziarsi attraverso una domanda di credito diretta ai risparmiatori, emettendo obbligazioni; chi le acquista è semplicemente un creditore dell'impresa, non partecipa al capitale di rischio; in caso di fallimento

dell'impresa avrà diritto ad essere pagato con precedenza sui possessori di azioni. Si capisce che chi investe in azione chiederà un rendimento maggiore per sottoscriverle come premio per il rischio che si assume. Oppure ancora le imprese possono ricorrere al credito delle banche: istituzioni nate appunto per ricevere sotto forma di depositi i risparmi delle famiglie e trasferirle in credito alle imprese.

Per ciascuna di queste grandi categorie di strumenti finanziari si sono venute sviluppando ulteriori distinzioni; la complessità dei sistemi finanziari è progressivamente cresciuta.

La maggiore possibilità di sganciare gli scambi delle diverse attività finanziarie dalla "fisicità" dei processi di produzione e di scambio delle merci ha dato alla globalizzazione dei mercati finanziari una spinta ad una progressiva prevalenza sui processi di produzione e di scambio dell'economia reale.

La globalizzazione finanziaria e l'infondatezza della tesi dell'autoregolazione dei mercati.

Uno dei problemi maggiori, e una sfida cruciale, del processo di globalizzazione è che esso è stato prevalentemente un processo di globalizzazione economica, mentre è in grave ritardo il necessario processo di globalizzazione delle istituzioni politiche.

All'interno della globalizzazione economica poi quella dei mercati finanziari è stata assolutamente dominante.

Coloro che ritengono che i mercati portino sempre a risultati di efficiente impiego delle risorse e siano in grado di autoregolarsi non si sono mai preoccupati di affrontare questo divario tra globalizzazione economica e costruzione di istituzioni politiche globali per la regolazione dei mercati.

Le istituzioni private più potenti nel mondo finanziario hanno sempre accolto con favore la tesi dell'efficienza e della capacità di autoregolazione dei mercati finanziari, quando non l'hanno ispirata e promossa.

La crisi finanziaria cominciata ormai cinque anni fa negli Stati Uniti, divenuta rapidamente una crisi anche economica globale e non ancora finita, dovrebbe aver messo chiaramente in luce l'infondatezza degli argomenti della tesi dell'efficienza e della capacità di autoregolazione dei mercati.

Purtroppo le cose non sono andate così: la tesi dell'autoregolazione spontanea dei mercati finanziari trova ancora molti sostenitori. In ogni caso c'è molta sfiducia che l'autoregolazione possa efficacemente essere sostituita da una forma adeguata di regolazione sovranazionale. Questo è all'origine di molti dei problemi aperti ancora oggi; anzi negli ultimi mesi nuove preoccupazioni e nuovi rischi si affacciano all'orizzonte.

Fin da quando la crisi è scoppiata appariva chiaro che sarebbero state necessarie risposte globali. Ma appariva purtroppo anche chiaro che le istituzioni economiche e finanziarie internazionali non erano all'altezza della sfida.

Alcune di queste istituzioni erano state protagoniste nella spinta proprio verso quelle politiche di deregolazione e liberalizzazione dei mercati finanziari che non solo erano all'origine della crisi, ma che avrebbero giocato un ruolo fondamentale nella sua trasformazione in crisi globale.

La crisi ci dovrebbe aver insegnato che per impedire che la globalizzazione economica e finanziaria degeneri in crisi che comportano sempre più elevati costi sociali, è necessaria una azione collettiva globale; si richiede cioè che i paesi del mondo agiscano sempre di più assieme in modo cooperativo. Non sembra però che la lezione sia stata appresa.

Dietro la crisi.

Niente meglio delle distorsioni dei mercati finanziari che sono alla base di questa crisi globale mostra la necessità di una riforma nella direzione di un governo della globalizzazione.

La crisi finanziaria è scoppiata negli Stati Uniti in seguito ad un boom economico eccessivo, sostenuto in maniera drogata da un indebitamento

privato anch'esso eccessivo, a sua volta sostenuto da una politica di espansione monetaria e del credito. Questo indebitamento non è servito però a finanziare nuovi investimenti ed impianti nelle imprese; ha preso invece la direzione soprattutto del finanziamento all'acquisto di case da parte del sistema bancario con mutui ipotecari concessi senza una adeguata attenzione al rischio.

Le banche hanno cercato di scaricare il rischio connesso ai prestiti immobiliari emettendo titoli obbligazionari garantiti da questi prestiti, che poi vendevano sul mercato. In questo modo ricevevano subito una somma pari al valore del rimborso del mutuo, e non avevano più bisogno di aspettare per recuperare quel rimborso.

Ma le banche avrebbero ad un certo punto dovuto rimborsare i titoli garantiti dai mutui emessi; e se questi mutui non venivano rimborsati, le banche stesse non avrebbero più potuto rimborsare i titoli.

Se gli acquirenti di titoli garantiti da mutui erano altre banche, anche queste si sarebbero trovate in difficoltà. L'intero sistema bancario avrebbe potuto essere colpito: ed è precisamente quanto è successo.

Le cose sono state complicate da altri espedienti di ingegneria finanziaria. Per facilitare la diffusione dei titoli garantiti dai loro prestiti, le banche avevano trovato il modo di far sì che ogni titolo fosse garantito non da un solo mutuo ipotecario, ma da un pacchetto di mutui, o addirittura da un pacchetto di altri tipi di prestiti. La complessità di questi titoli, chiamati "Collateralized Debt Obligations" (CDO), era tale che diventava difficilissimo darne una corretta valutazione.

Si continuava ad investire in questi titoli così rischiosi e poco trasparenti perché si pensava che il valore di questi titoli, che cresceva continuamente, non avrebbe potuto cadere perché i prezzi delle abitazioni continuavano a crescere. Ma se il mercato delle abitazioni fosse crollato, tutti i titoli garantiti da mutui sarebbero stati trascinati nel crollo. E questo è puntualmente avvenuto.

Ma la domanda che viene spontanea è: come mai ha potuto avvenire? Non c'era qualche autorità di regolazione che poteva impedirlo?

La risposta sta nella deregolazione dei mercati che si era verificata negli anni precedenti alla crisi, quando molte delle regole che erano state introdotte nel periodo della Grande Depressione degli anni Trenta vennero eliminate.

Ciò aveva consentito che, accanto alle banche commerciali, che erano regolate dalla banca centrale (il Federal Reserve System, Fed), si sviluppasse un vero e proprio sistema bancario ombra costituito dalle banche di investimento e dai cosiddetti “hedge funds”, che effettuavano operazioni sui mercati dei capitali anche molto rischiose senza essere regolate come le banche commerciali.

Il sistema bancario ombra, proprio perché privo di regolazione, ha avuto un ruolo determinante nella crisi finanziaria.

Dalla crisi finanziaria alla crisi economica.

Quando negli Stati Uniti hanno cominciato a manifestarsi difficoltà nel rimborso dei mutui, i prezzi delle case hanno cominciato a cadere; e questa caduta ha trascinato con sé quella del valore dei titoli garantiti dai mutui. Ne sono state danneggiate soprattutto le istituzioni del sistema bancario ombra che detenevano grandi quantità di questi titoli, soprattutto quelli più rischiosi e meno trasparenti.

Queste istituzioni non potevano ricorrere alla Fed come prestatore di ultima istanza. Nulla da stupirsi dunque che esse state le prime a trovarsi in una situazione fallimentare. Il più grave di questi fallimenti fu quello della grande banca d'investimento, Lehman Brothers, soffocata da una enorme accumulazione di titoli garantiti da mutui nell'attivo e da un debito troppo elevato.

Il fallimento della Lehman indusse il governo americano ad un massiccio piano di salvataggio delle banche; questo piano è certo criticabile sotto il piano dell'equità perché i comportamenti irresponsabili del sistema bancario e finanziario non vennero adeguatamente sanzionati, e perché andò in ultima analisi a carico dei contribuenti. Ma occorre riconoscere che fu efficace e fermò, almeno negli Stati Uniti, la crisi finanziaria.

Questa però nel frattempo aveva assunto caratteri di crisi finanziaria globale. Dagli Stati Uniti si era diffusa rapidamente anche oltre Atlantico. Varie banche di paesi europei si erano avventurate in un eccessivo investimento in titoli tossici e nel finanziamento di bolle immobiliari, costringendo i governi a grandi operazioni di salvataggio e in alcuni casi di nazionalizzazione.

La crisi finanziaria si era poi trasformata rapidamente in crisi economica globale. La mancanza di fiducia reciproca tra le banche e il loro forte fabbisogno di risorse per ricostituire il capitale si era riflesso in una caduta del credito che rallentava gli investimenti. Il crollo dei valori immobiliari e delle attività finanziarie riduceva i consumi. Caduta degli investimenti e caduta della domanda di consumi deprimevano l'economia reale.

La crisi non ha risparmiato il mondo rurale. Essa ha comportato una discesa dei prezzi delle materie prime, dei prodotti agricoli coltivati e di quelli alimentari di base, rispetto ai livelli raggiunti nel 2008, l'anno precedente lo scoppio della crisi. L'effetto negativo sui produttori agricoli è stato accentuato dalla caduta del livello mondiale dell'attività economica e del commercio internazionale e dalla crescente difficoltà di accedere al credito.

In molti paesi il mondo rurale ha svolto una funzione di rete di sicurezza nei confronti dei disoccupati colpiti dalla caduta delle esportazioni di prodotti industriali. Ma anche il mondo rurale è stato colpito dalla caduta dei salari e da quella delle rimesse di emigranti dalle città e dai paesi avanzati.

Le risposte dei governi.

Le autorità monetarie dei vari paesi hanno sostenuto l'economia reale espandendo la liquidità. Tutti i governi sono intervenuti con piani di ripresa che hanno comportato politiche di bilancio espansive. Queste politiche hanno avuto effetto. Già verso la fine del 2009 molti erano convinti che la crisi stesse finendo.

Qualcosa che ha cambiato la scena è però avvenuto nel 2010. L'impegno dei governi nei programmi di ripresa aveva infatti portato con sé aumenti

molto consistenti dei disavanzi pubblici e del peso del debito pubblico sul PIL. Questo ha determinato a livello internazionale un repentino cambiamento rispetto agli orientamenti espansivi delle politiche di bilancio.

E' prevalsa una linea chiamata di "consolidamento fiscale" delle politiche di bilancio, che consisteva in una rapida riduzione dei disavanzi e in una stabilizzazione del rapporto tra debito pubblico e PIL. Insomma si passava da una politica espansiva ad una "exit strategy" fondata di fatto sull'austerità delle politiche di bilancio.

Una delle argomentazioni a sostegno di questa brusca inversione di tendenza era ed è che non si può pensare di superare la crisi ricorrendo a quelle stesse politiche che l'hanno determinata, ossia politiche di eccessivo indebitamento.

Ma si dimenticava che una cosa è l'indebitamento privato eccessivo quando l'economia è fiorente e dinamica, che può facilmente portare a bolle speculative; un'altra cosa è l'indebitamento pubblico quando l'economia è depressa, dove esso serve per evitare il ritorno alla recessione.

Il risultato è stato che negli Stati Uniti la politica macroeconomica non ha mai ripreso una linea decisamente espansiva. In Inghilterra il nuovo governo conservatore ha seguito una politica di bilancio improntata ad un deciso consolidamento fiscale. Nell'eurozona la politica dell'austerità ha assunto un ruolo dominante in una situazione resa più difficile dalla esistenza di una moneta unica, ma dalla assenza di unità politica.

La crisi e l'Europa.

Oggi quello che sta succedendo nell'eurozona è un fattore cruciale che mantiene la situazione di depressione economica globale. Vale la pena dedicarci qualche parola.

La costituzione dell'euro venne nobilmente immaginata come un primo passo verso una unità politica. Tutti sapevano che questo non sarebbe avvenuto automaticamente, ma non fecero con l'impegno dovuto i passi necessari per arrivarvi.

Quando l'euro venne costituito, nei paesi della parte periferica dell'eurozona i tassi di interesse era più elevati. Non c'è più il rischio di cambio e questo favorì lo spostamento di consistenti flussi di capitale dal centro dell'Europa alla periferia. Nelle economie periferiche dell'eurozona si sono formati consistenti disavanzi nelle bilance dei pagamenti a fronte di un consistente avanzo della Germania e dei paesi dell'area centrale.

Ma i flussi di capitale nei paesi dell'area periferica i governi hanno contribuito a finanziare, sia pure in misura diversa, spese private e pubbliche improduttive. Anche in Europa come negli Stati Uniti il finanziamento da parte dell'area centrale è andato in molti casi nella direzione di creare bolle speculative, soprattutto immobiliari, nei paesi periferici.

Quando è scoppiata la crisi nei paesi periferici è cominciato il ritiro dei capitali provenienti dalla parte centrale; i debiti pubblici (chiamati oggi anche debiti sovrani) dei paesi periferici venivano percepiti di nuovo come rischiosi; il ritiro dei capitali danneggiava anche la situazione delle banche dei paesi periferici.

Era necessario che nei paesi periferici venissero attuate politiche di riequilibrio delle finanze pubbliche e di ripristino della competitività. Ma se veramente l'Europa fosse stata uno stato federale, essa sarebbe intervenuta aiutando questo processo di risanamento con una politica espansiva nella parte più forte dell'area, in modo da evitare una recessione nella parte periferica più debole.

Ma l'Europa non è uno stato federale e questo non è avvenuto: i paesi del centro dell'eurozona non si sono sentiti di pagare per i comportamenti spesso irresponsabili dei paesi periferici.

La politica monetaria nell'eurozona, soprattutto con il nuovo presidente della Banca Centrale Europea Mario Draghi, ha avuto un orientamento più favorevole. Ma ha dovuto fare i conti con il proprio statuto che le impedisce di acquistare dai governi titoli del debito pubblico di nuova emissione. Così la Bce ha acquistato titoli del debito pubblico dei paesi in difficoltà sul mercato secondario del debito già esistente; e soprattutto non

ha fatto mancare la necessaria liquidità al sistema bancario, che in parte ha usato questa liquidità per sostenere i debiti pubblici.

L'intervento della Bce appare però legato non solo dai vincoli statutari, ma dalla complessità di un processo decisionale che vede spesso il veto alla linea più espansiva da parte delle banche centrali di alcuni paesi come la Germania.

Nel frattempo è risultato sempre più evidente come l'eccessiva accentuazione sulle politiche di consolidamento fiscale abbia nascosto un problema più serio ed urgente, quello della solidità del sistema bancario dell'eurozona.

Il problema del debito pubblico e quello delle banche sono legati perché le banche investono in titoli del debito pubblico per sostenerlo, ma se questi titoli valgono di meno le banche sono penalizzate; e se le banche soffrono, questa è una ulteriore spinta al ritiro dei capitali dalle banche, il che riduce la loro funzione di sostegno al debito pubblico e all'economia in generale.

Appare sempre più necessaria una azione di regolazione europea del sistema bancario. Ma questo vuol dire che i governi devono essere disposti a mettere insieme le loro risorse pubbliche a questo scopo, e vuole anche dire che le banche dei singoli paesi devono sempre meno sentirsi nazionali e sempre più europee.

Ma le resistenze sono molto forti, come sono forti quella a mettere insieme i problemi di crisi dei debiti pubblici, e derivano tutte da quella mancanza di progressiva fiducia senza la quale il passaggio auspicato verso una maggiore unità politica sarà sempre difficile.

Superare la crisi e riformare la finanza.

Se si vuole superare la crisi occorre ripensare le strategie macroeconomiche nella direzione di un allentamento della logica di austerità, almeno nel breve periodo. Questo non significa rinunciare ad un equilibrio nelle finanze pubbliche nel medio termine, ma prendere atto che prima bisogna

uscire in modo definitivo dalla depressione globale e dalle situazioni di recessione che tormentano vari paesi.

Ma vi è anche la necessità e urgenza di una riforma globale del sistema bancario e finanziario. La globalizzazione della finanza rende necessaria una regolazione globale della finanza stessa.

Non è immaginabile che la finanza, il cui peso sull'economia mondiale è cresciuto a dismisura, possa sfuggire ad un insieme di regole, che le impediscano di svolgere una funzione perversa di creazione ed esasperazione di crisi oggi sempre più destinate ad essere crisi globali.

Il problema riguarda chi possa oggi non solo scrivere, ma far attuare queste regole. In un contesto di finanza globale bisogna riconoscere che questo è molto difficile.

A livello globale esiste una istituzione che sarebbe deputata alla funzione di progettare nuove regole per la finanza internazionale. Si tratta del *Financial Stability Board* (FSB), voluto dal G20 come una sorta di «collegio» dei ministri dell'economia, dei governatori delle banche centrali, delle autorità nazionali di regolazione finanziaria, degli organismi finanziari internazionali, con il compito di coordinare il lavoro delle autorità finanziarie nazionali e delle strutture deputate a definire standard per sviluppare e promuovere politiche di regolazione e supervisione.

Ma il FSB può solo limitarsi a fare delle raccomandazioni. Occorre qualcosa di più per arrivare ad un governo di una finanza globalizzata.

Un passo avanti importante è stato l'aggiunta al tradizionale gruppo ristretto dei G8 del più ampio gruppo dei G20; si tratta però di una aggiunta, non di una sostituzione. Ma è comunque un passo avanti.

Come si è visto anche dal recente G20 in Messico, il ruolo delle economie emergenti, ed in particolare dei BRICS, comincia ad emergere in modo significativo. Essi intendono infatti dar vita ad una rete di sicurezza finanziaria. Inoltre hanno manifestato la volontà di contribuire all'aumento delle risorse del Fondo Monetario Internazionale per stabilizzare la finanza mondiale. Ma hanno giustamente condizionato ciò ad un aumento del loro peso in questa istituzione.

Una riforma delle istituzioni internazionali esistenti, in particolare il Fondo Monetario Internazionale e la Banca Mondiale, è infatti urgente. Queste istituzioni non sono state capaci di garantire l'obiettivo della stabilità monetaria e finanziaria, senza compromettere quello di uno sviluppo economico adeguato, con una riduzione significativa delle situazioni di povertà e di disuguaglianza, soprattutto perché hanno rappresentato prevalentemente le ragioni dei Paesi più ricchi e potenti.

Queste istituzioni hanno bisogno di una riforma che ne aumenti la legittimità, restringendo, ad esempio, il potere di veto delle grandi potenze, riconoscendo a tutti i Paesi – e non solo agli Stati Uniti e all'Europa – il diritto di eleggere i principali dirigenti.

Qualsiasi processo o istituzione per la regolazione finanziaria globale, dovrà porsi con maggiore decisione il problema di come collegare le proposte per una maggiore stabilità finanziaria globale con le esigenze di sviluppo economico dei paesi in via di sviluppo e soprattutto di quelli che incontrano maggiori difficoltà per l'arretratezza del loro punto di partenza.

In un momento in cui si capisce meglio quanto siano strette le relazioni tra evoluzioni monetarie, finanziarie, economiche e sociali appare essenziale che un nuovo impulso venga dato agli sforzi impiegati per lottare contro la povertà e realizzare gli obiettivi del millennio in una prospettiva di sviluppo integrale e sostenibile. La crisi finanziaria ha aggravato la situazione dei più poveri; ogni sforzo deve dunque essere fatto perché essi siano i primi beneficiari degli sforzi destinati a portare soluzioni durature.

Occorre per questo una maggiore legittimazione delle istituzioni finanziarie globali da parte della comunità internazionale che può essere garantita solo a livello delle Nazioni Unite.

Queste idee e indicazioni strategiche si ritrovano tutte nel recente documento della Commissione *Justitia et Pax* sulla riforma del sistema finanziario e monetario internazionale. Si tratta certo di una linea "profetica"; ma alla quale proprio perché "profetica" non si deve rinunciare.