

Finanza ed economia reale¹

L'ascesa della finanza

Porsi il problema di come avvicinare la finanza all'economia reale implica il riconoscimento del fatto che il rapporto tra le due è andato progressivamente allentandosi e chiedersi cosa abbia provocato un tale allontanamento. E bene evitare la vulgata che addebita questo fenomeno, ed in ultima analisi l'intera crisi economica in atto, alla protervia della finanza ed alla sua capacità di mettere al suo servizio l'intera economia, rispolverando magari l'ottocentesco conflitto fra capitale industriale e capitale finanziario. Un tale approccio porterebbe inevitabilmente a chiedere cosa avrebbe dato alla finanza il potere di sottomettere il mondo e poi basta guardarsi intorno per accorgersi che le figure importanti che popolano il mondo degli affari sono simultaneamente personaggi dell'industria e della finanza. E meglio allora chiedersi quali tendenze e quali scelte abbiano prodotto la finanziarizzazione dei sistemi economici, l'ascesa della finanza ed un cambiamento della natura dell'attività finanziaria.

Converrà procedere partendo dalle determinanti più generali che riguardano l'intero sistema economico per procedere verso quelle più specifiche che attengono direttamente la finanza. Alla base vi è una tendenza oggettiva connessa con il processo di globalizzazione e le rivoluzioni tecnologiche in corso. La liberalizzazione dei mercati implica un aumento poderoso dei trasferimenti di merci e di fattori della produzione e la leva di tali trasferimenti è inevitabilmente la finanza e la creazione di ricchezza finanziaria.

La differenza con il modello di sviluppo capitalistico della fase precedente è evidente. Allora, in sistemi economici sostanzialmente protetti e mercati nazionali controllati da imprese oligopolistiche, il rischio finanziario era pressochè inesistente. Le possibilità di successo delle imprese ed i rischi corrispondenti erano nelle mani di coloro che le gestiva - " il capitale industriale"-, dalla capacità, cioè, di rendere più efficiente l'organizzazione del lavoro e migliorare la qualità dei prodotti standardizzati. La finanza era una *commodity* ed il suo peso, di conseguenza, trascurabile.

Con l'apertura dei mercati e la nascita, in seguito alla rivoluzione tecnologica, non semplicemente di nuovi prodotti, ma di nuovi campi di attività , non era più possibile evitare che una parte importante dei rischi passasse sulle spalle della finanza per sua natura deputata ad allocare le risorse nei nuovi campi ed a distribuire i rischi. Inoltre si trattava di accompagnare le imprese in nuovi mercati. Di qui una oggettiva crescita del ruolo e del potere della finanza. Su questo dato oggettivo hanno poi operato le scelte politiche che hanno dato al processo di globalizzazione ed al modello di sviluppo che è venuto prevalendo la conformazione che ora entra in crisi.

Il modello di sviluppo e lo spazio della finanza

Le idee chiave che hanno orientato la globalizzazione – razionalità dei mercati e loro capacità di autoregolazione - Stato minimo, centralità dei mercati finanziari, deregolazione - provengono dalla politica e non dalla finanza. Ciò che qui merita rilevare è che le politiche fiscali e monetarie nelle quali quelle idee si sono tradotte ed il tipo di sviluppo che ne è conseguito hanno generato da una parte una redistribuzione generalizzata del reddito a danno dei lavoratori dipendenti ed un conseguente aumento delle disuguaglianze e dall'altra una progressiva crescita

¹ Scritto per il gruppo di studio di Astrid su "Il governo della globalizzazione"

dell'indebitamento delle famiglie e degli Stati. In fondo l'indebitamento facile, la crescita del debito pubblico e privato, è stato il modo con cui la destra neo-liberista ha mantenuto il consenso in un contesto di crescita delle disuguaglianze e di aumento della concentrazione del reddito e della ricchezza.

La formidabile crescita del debito a livello mondiale è stato lo spazio entro il quale si sono verificate le sorprendenti evoluzioni della finanza, fortemente determinate, peraltro, dal fatto che il mondo anglosassone, che è stato il centro culturale e politico del neo-liberismo, ed anche l'agente principale delle trasformazioni della finanza, a sua volta, è andato indebitandosi con il resto del mondo, nell'ultima fase soprattutto con i paesi asiatici. Per dirla con il fondo di *The Economist* del 6/12 "Attraverso i loro sistemi finanziari sempre più sofisticati, gli americani ed i britannici sono stati in grado di indebitarsi con i parsimoniosi asiatici per finanziare le loro spese crescenti".

Merita di mettere in evidenza la differenza tra il modo di operare della finanza oggi rispetto all'Ottocento quando pure ebbe un ruolo decisivo. Allora i flussi di capitale netti si dirigevano dai paesi ricchi verso quelli in via di sviluppo per finanziare progetti di investimento, ora essi, in misura crescente, trasferiscono capitali dai paesi emergenti a quelli ricchi per finanziarne i consumi e la spesa pubblica. Tutto ciò ha inevitabilmente influenzato il modo di essere della finanza ed il suo rapporto con l'economia reale.

La finanziarizzazione delle imprese

Prima di vedere quali scelte riguardanti direttamente i sistemi ed i mercati finanziari ne abbiano determinato l'evoluzione conviene sfatare il mito che il processo di finanziarizzazione sia qualcosa che abbia origine solo dalla finanza: esso è un modo di essere dell'intero sistema economico. Riguarda il mondo delle imprese e riguarda anche le persone, dal momento che si è operato in modo che esse coprano in misura crescente con prodotti finanziari i propri rischi e bisogni.

La *shareholder value*, la teoria secondo la quale unico compito dell'impresa sarebbe di produrre valore per gli azionisti, cioè profitti, riguardava tutte le imprese, così come i sistemi di incentivazione, dalle *stock option* ai vari bonus, messi in campo per sancire l'alleanza tra capitale finanziario e management. In effetti nel settore "industriale" e non in quello finanziario si sono appalesate, con i numerosi scandali societari della prima metà del decennio in corso, gli effetti distortivi sul funzionamento delle imprese che una tale visione ed il sistema di incentivi e le regole di contabilità che ne conseguivano hanno prodotto, stimolandole ad operare con un ottica di breve periodo.

La forma principale assunta dal processo di finanziarizzazione delle imprese è stata la conglomerazione: il prevalere della visione *shareholder value*, la redistribuzione del reddito a favore del capitale hanno portato negli anni '90 i profitti a livelli particolarmente elevati, mentre la tendenza affermatasi, anche per motivi fiscali, a trattenere gli utili nell'impresa per autofinanziamento ha rapidamente portato alla saturazione delle possibilità di investimento che le imprese avevano nelle realtà nelle quali operavano. E emersa allora la tendenza delle imprese ad entrare in nuovi campi o in nuovi mercati. L'esplosione delle operazioni di acquisizione e di fusione fu la conseguenza di quella tendenza.

La conglomerazione comporta un mutamento della natura dell'impresa: da entità orientata alla produzione di determinati beni e servizi, la cui crescita dipende dalla graduale acquisizione di nuove conoscenze nei campi di propria pertinenza, ad entità molto più flessibile, che può crescere molto più velocemente entrando in nuove attività ed in nuovi mercati, e per il cui sviluppo grande importanza assume l'uso della leva finanziaria. Di qui la sistematica alleanza delle conglomerate con le banche di investimento che le accompagnavano nelle operazioni di acquisizione e fusione. In casi tipo Enron la finanziarizzazione veniva spinta sino alla produzione e vendita di prodotti finanziari.

La conglomerata assume le caratteristiche di una entità che esercita funzioni allocative tipiche della finanza ed anche i manager cambiano funzione e sempre più si concentrano sull'uso della leva finanziaria. Essa, in qualche modo, produce già un distacco tra funzione allocativa e funzione produttiva, ma poiché, a differenza delle imprese propriamente finanziarie, la conglomerata trattiene entrambe le funzioni, questo può essere causa di vulnerabilità. Tutte le ricerche concordano nel rilevare che la stragrande maggioranza delle operazioni di fusione abbiano distrutto valore anziché crearlo ed i grandi scandali societari hanno mostrato che l'ingresso rapido in nuovi campi ed in nuovi mercati aveva, in genere, prodotto perdite. Il fatto è che si crea un decalage fra le conoscenze necessarie a gestire il rapido ingresso in attività ed in mercati nuovi ed il livello di conoscenze a disposizione del management dell'impresa che va conglomerandosi. Si tratta allora di capire se è bene continuare a favorire questo tipo di tendenza sostenendo con la politica fiscale l'autofinanziamento delle imprese.

Il processo di finanziarizzazione delle imprese è stato negli ultimi anni ulteriormente alimentato da politiche monetarie particolarmente espansive e dal massiccio afflusso di capitali asiatici, soprattutto nei paesi anglosassoni al punto che i profitti finanziari avevano raggiunto il 40% del totale degli utili delle imprese negli Usa. Già nel 2004 Bill Gross, oggi famoso per essere il gestore dei fondi Usa che meglio si comportano nella crisi, in una *news letter* ai risparmiatori aveva rilevato, riferendosi all'economia statunitense: " Questa non è più Dodge city del 1984 o anche del 1994, quando noi fabbricavamo cose e le vendevamo perché sapevamo farle meglio dei nostri competitori globali. Ora noi produciamo meno di tutto questo e ciò che produciamo lo vendiamo perché i tassi di interesse sono a zero". E concludeva con una diagnosi infausta. " Gente, bando alle critiche, io devo dirvi in anticipo che questa non è una storia o un film a lieto fine. Può darsi che nel breve periodo non sia Mezzogiorno di fuoco, ma Mezzogiorno di fuoco sarà come risultato finale". Ora si capisce bene perché i fondi di Bill Gross stiano avendo successo.

La disintermediazione

Venendo alle scelte politiche che hanno riguardato direttamente il mondo della finanza si può dire che ve ne sia stata una, largamente condivisa, che è alla base del mutamento della natura dell'attività finanziaria: la disintermediazione. La parola ha un suono suggestivo, in quanto evoca una sorta di movimento di liberazione dei risparmiatori e delle imprese dalle grinfie delle banche ed, in effetti, l'obiettivo dichiarato era di ridurre il carattere bancocentrico dei sistemi economici. Nella misura in cui tale espressione lasciava immaginare un risparmiatore che finalmente poteva muoversi autonomamente sul mercato conteneva una buona dose di mistificazione. Tanto più che gli stessi che sostenevano la disintermediazione auspicavano che, come poi è avvenuto, le masse di risparmio fossero sempre più gestite da investitori istituzionali, ritenuti incautamente portatori di disciplina e di razionalità.

Anche le imprese, indotte in misura crescente a finanziarsi attraverso l'emissione di titoli propri, li hanno collocati attraverso intermediari istituzionali. Si trattava, in pratica, di passare da un tipo di intermediario ad un altro, per sua natura meno legato alle imprese ed alla clientela *retail*, più propenso ad operare sui mercati finanziari, i quali, in buona misura, si configurano come la rete di rapporti che si stabiliscono tra diversi intermediari finanziari.

Le banche hanno cavalcato alla grande quei processi ed hanno occupato saldamente lo spazio della finanza, vendendo titoli di imprese o prodotti propri alla clientela, controllando fondi di investimento e compagnie di assicurazione ed alla fine controllando e finanziando anche *hedge fund*. Esse si sono poste saldamente al centro del processo di finanziarizzazione, non hanno diminuito il loro potere, hanno ridotto i propri rischi ed hanno aumentato di molto gli utili, che adesso provenivano in misura decrescente dall'attività creditizia ed in misura crescente dalle altre forme di intermediazione. E poiché all'origine ed alla guida di questi processi vi sono sempre state banche statunitensi ed inglesi, se proprio volessimo fare la graduatoria dei sistemi economici

bancocentrici, contrariamente a quanto si è sempre ritenuto, dovremmo mettere in testa quelli anglosassoni.

Ma cosa significa cedere i rischi ai mercati? Significa che buona parte dei rischi che le banche prima assumevano vengono ora smistati alle persone vendendo ad esse titoli delle imprese, direttamente o tramite la vendita di quote di fondi di investimento, o prodotti strutturati contenenti vari tipi di rischi, compreso quello dei derivati. Questo trasferimento dei rischi dalle istituzioni finanziarie alle famiglie fa parte di un più ampio trasferimento mosso soprattutto dalla riduzione delle coperture pubbliche così che le famiglie sono state indotte a coprire con prodotti finanziari i propri rischi. Il fenomeno più importante è derivato dalla messa in opera di sistemi pensionistici integrativi o addirittura sostitutivi a capitalizzazione che generano un flusso costante di risparmio a prescindere dalla domanda di finanza che proviene dalle strategie di investimento delle imprese. Nel campo assicurativo-pensionistico il trasferimento dei rischi è avvenuto attraverso la crescita della quota di schemi pensionistici a contribuzione definita e quindi a rendimento indeterminato e di *index linked*, che fanno sempre più somigliare i prodotti previdenziali a quelli dei fondi di investimento.

Anche questa tendenza nasce da scelte politiche, magari incluse nel concetto di “etica della responsabilità”, ma non ci si è chiesti se la famiglie erano in grado di comprendere i rischi che stavano assumendo e se gli intermediari, che poi quelle scelte traducevano in atto, erano davvero intenzionati a farglieli comprendere. Certo l’assunzione del rischio comportava anche il vantaggio che i risparmiatori, affidando la gestione del proprio risparmio, potevano partecipare ai risultati delle performance del sistema economico, ma è significativo che, mentre si spezzava il rapporto tra crescita delle retribuzioni e performance dell’economia, il collegamento veniva riconosciuto solo via capitale secondo un approccio di *ownership society* che, in un contesto di crescenti disuguaglianze e di aumento della concentrazione della ricchezza, si è rivelato un semplice inganno.

L’insostenibile leggerezza della finanza

Posti di fronte al compito di gestire masse crescenti di risparmio e di rischi di impresa ed al compito di diversificare e distribuire i rischi su scala planetaria, che è una esigenza oggettiva di sistemi economici in fase di globalizzazione e di rivoluzioni tecnologiche, i sistemi finanziari hanno risposto adottando un nuovo modello di business, l’*originate and distribute model*.

Secondo l’approccio tradizionale le banche e le compagnie di assicurazione che facevano credito o coprivano rischi assicurativi trattenevano nei propri portafogli i rischi corrispondenti. Con l’affermarsi del nuovo modello di business è invalsa, anche per rispondere alle nuove regole di Basilea e Solvency che imponevano una più stringente valutazione dell’adeguatezza del capitale proprio rispetto ai rischi in portafoglio, la tendenza a cedere parti sostanziali dei rischi assunti. Le due strade seguite sono state la titolarizzazione e l’uso di derivati.

Con la titolarizzazione i crediti concessi o i premi per coperture assicurative vengono trasformati in titoli produttivi di reddito e venduti attraverso appositi conduit al “mercato”, cioè in gran parte ad investitori istituzionali che li acquistano per conto della clientela. Con i derivati le imprese dovrebbero coprire rischi che non sono tipici della propria attività: è naturale che un’impresa industriale non voglia assumere rischi di cambio o di tassi di interesse e li copra acquistando derivati. Meno naturale è che le banche coprano i rischi di credito o le assicurazioni i rischi tecnici o quelli connessi alla gestione dei propri portafogli finanziari cedendoli ai mercati. Ancora meno naturale è che una compagnia di assicurazione, tipo Aig, assuma enormi rischi di credito, di cui non si intende, emettendo credit default swap. L’attività finanziaria così cambia natura e subisce un certo degrado.

Se chi assume i rischi, e quindi è in grado di valutarli e di gestirli adeguatamente, poi li cede può essere indotto ad una valutazione approssimativa della loro entità. E gli investitori istituzionali che li acquistano diversificano certamente i rischi, ma non sono in grado di valutarli e di assumere

informazione su una miriade di soggetti e si affidano al giudizio di agenzie di rating il cui comportamento appare spesso viziato da formidabili conflitti di interesse.

Un mutamento anche più grande hanno conosciuto le grandi banche di investimento, quasi tutte anglosassoni. Dall'ottocento esse investivano i fondi dei risparmiatori in grandi progetti in giro per il mondo, ora ridistribuiscono rischi di varia provenienza, emettono derivati assumendo grossi rischi di controparte ed operano con tecnologie e modelli matematici molto sofisticati, ma non al punto da prevedere crisi come quella in corso. Il mutamento è grande anche per i debitori, imprese e privati, che una volta avevano una banca di riferimento che li seguiva ed ora possono trovarsi nella condizione di non sapere più chi è il loro creditore.

Le cose peggiorano di molto se in questo oggettivo deterioramento dell'attività finanziaria si aggiungono comportamenti apertamente speculativi e se tali comportamenti provengono dalle imprese finanziarie. Il distacco delle banche dall'economia reale si è realizzato non solo sul versante degli attivi, attraverso la cessione dei rischi, ma anche su quello della raccolta, visto che le banche potevano rifornirsi di fondi non più dalla propria clientela di risparmiatori, ma direttamente dal "mercato", cioè da altri intermediari, i fondi monetari. Il caso Northern Rock è solo il più vistoso: una banca con una piccola base di risparmiatori è potuta diventare uno dei più grandi operatori inglesi nel campo dei mutui in quanto si riforniva di fondi dai mercati e, una volta generati i mutui, li vendeva ad altri investitori istituzionali realizzando una enorme quantità di utili rispetto alla modesta entità di capitale proprio.

Lo stesso risultato le banche potevano ottenerlo cedendo i rischi o trattenendoli, ma fuori bilancio, collocati in appositi conduit o assumendo il controllo di *hedge fund*: questi erano nel 2008 circa 10.000 ed i loro principali azionisti non erano più, come alle origini, ricconi in cerca di avventure finanziarie ritenute particolarmente vantaggiose, ma banche che poi contribuivano a fornire ai fondi partecipati la liquidità necessaria rifornendosi a loro volta da fondi monetari per raggiungere elevati livelli di indebitamento necessari a realizzare enormi profitti. In pratica un sistema finanziario ombra al di fuori di ogni controllo è andato costituendosi con una superfetazione di prodotti finanziari alcuni nati dal *mixage* di rischi diversi i cui prezzi venivano definiti privatamente fra gli operatori. Le banche che operavano in tal modo raggiungevano livelli di *leverage* da fare invidia agli *hedge fund*.

Per le imprese finanziarie che si muovevano in quella direzione la propria tradizionale attività "industriale", consistente nel quotidiano servizio alla clientela, perdeva importanza e più importante diventava la gestione della tesoreria attraverso la continua attività di trading sui mercati finanziari. Questa finanziarizzazione dell'attività delle banche e delle assicurazioni ha determinato una torsione della loro attività verso la speculazione, come definita da Keynes, che le portava ad assumere i rischi non più sulla base di una valutazione della validità di imprese, progetti, strategie, e della solvibilità delle famiglie, ma della capacità di decifrare gli umori che generano le quotidiane oscillazioni dei mercati finanziari. Il pregio principale della finanza è la sua leggerezza, la capacità di distribuire rischi e di mobilitare risorse ed asset per loro natura scarsamente mobili. Se tale attitudine, per il prevalere della componente speculativa produce una crescita della finanza su se stessa quella leggerezza può diventare insostenibile: ad un certo punto l'economia reale non è più in grado di convalidare le aspettative di rendimento dell'enorme massa di finanza generata e la distruzione di una parte della ricchezza finanziaria esistente attraverso le crisi finanziarie diventa inevitabile.

La finanza, in fondo, ha una doppia funzione: da una parte quella di coprire i rischi e soddisfare i bisogni di imprese e privati, dall'altra consentire ai risparmiatori, cioè ai detentori del capitale finanziario, la partecipazione alla distribuzione del reddito nazionale. Nello svolgimento della seconda funzione i diversi operatori entrano in conflitto tra di loro nel tentativo di assicurarsi la parte più grande della quota di reddito nazionale che spetta al capitale finanziario. Da qui nascono le pulsioni speculative che vengono enormemente amplificate se la gestione del risparmio è affidata ad operatori professionali i cui guadagni sono in gran parte alimentati da incentivi collegati alle performance, cosa che crea una evidente situazione di azzardo morale. La speranza che

l'avvento degli investitori istituzionali avrebbe disciplinato i mercati si è così rivoltata nel suo contrario.

Le defaillance delle Autorità di controllo sono state clamorose. La tesi secondo la quale impedire le deviazioni della finanza è praticamente impossibile in quanto la sua capacità di innovazione è troppo rapida per essere compresa in tempo dal regolatore è semplicemente ridicola. Le degenerazioni della finanza ed i rischi che esse comportavano sono state individuate e denunciate da anni anche da eminenti personalità della finanza oltre che da istituzioni tipo la International Bank of Settlement. Se le Banche centrali e soprattutto la Fed non hanno voluto riconoscere quelle deviazioni e le hanno anche alimentate con la loro politica monetaria è per motivi sostanzialmente ideologici; perché intimamente convinte, come Alan Greenspan ha autocriticamente ammesso di recente, della capacità di autoregolazione dei mercati.

Da questa stessa convinzione è derivata l'incapacità delle banche centrali a rendersi conto che negli ultimi venti anni l'instabilità dell'economia mondiale non si è manifestata tanto con l'inflazione nella sua definizione tradizionale, ma con la formazione e l'esplosione di bolle speculative: vi sono state sei crisi finanziarie che hanno messo a repentaglio l'economia mondiale negli ultimi venti anni. Le bolle speculative, in fondo, sono un'altra forma di inflazione, l'inflazione da asset di cui le Banche centrali rifiutano di farsi carico. Le Banche centrali si sono anche rifiutate di riconoscere ciò che la storia delle crisi passate, ma anche ricerche recenti mostravano: il forte grado di correlazione positiva esistente tra eccessi di indebitamento privato e formazione di bolle speculative.

Per una nuova finanza

Non è semplice ora immaginare come sarà la finanza all'uscita dall'attuale crisi. Essa comunque sta già sostanzialmente cambiando: le grandi banche di investimento, regine dei mercati finanziari nei decenni passati, stanno scomparendo, molti hedge fund e private equity scompariranno, si rafforzerà probabilmente il ruolo dei fondi sovrani. Nel valutare quanto sta accadendo non si può sottovalutare l'effetto degli interventi pubblici in corso. Il fatto che una banca giapponese, la Nomura, banca facente parte di un sistema bancario oggetto negli ultimi quindici anni di successivi e pesanti interventi pubblici di salvataggio, stia emergendo, attraverso acquisizioni di pezzi di banche di investimento statunitensi in crisi, come la più importante banca di investimento del futuro ci dice qualcosa. Ci dice che il salvataggio di banche, ancorché giustificato con necessità sistemiche, può creare situazioni di vantaggio competitivo al punto che banche salvate possono poi assumere posizioni di leader a livello mondiale. Questi salvataggi alterano le regole della concorrenza e si configurano, in pratica, come forme di protezionismo.

In questo intervento, tuttavia, interessa soprattutto immaginare come vorremmo che si conformasse in futuro la finanza il che, naturalmente, può essere fatto solo immaginando un diverso modello di sviluppo. Qui, tuttavia, ci si limiterà a ragionare su quegli aspetti dell'ambiente macroeconomico che, come è risultato dall'analisi proposta, hanno influito direttamente sul modo di conformarsi della finanza. E si procederà, come nell'analisi, dal generale al particolare.

Innanzitutto, allora, si tratta di cambiare le regole della stabilizzazione dei sistemi economici. Si è visto che l'instabilità nell'ultimo trentennio si è manifestata sotto forma di formazione di bolle speculative e della loro esplosione alla cui formazione contribuisce il formarsi di un eccesso di indebitamento privato. Ciò non è nuovo: Irving Fisher aveva già spiegato la grande crisi finanziaria del 1929 e la grande depressione che ne seguì con la *debt deflation theory* attribuendone la causa ad un eccesso di indebitamento privato. Nelle attuali regole della stabilizzazione, tuttavia, si tiene conto solo dell'indebitamento pubblico. Nel valutare l'apporto alla stabilità o all'instabilità dell'economia mondiale bisognerebbe tenere conto dell'indebitamento pubblico, di quello privato e del tasso di risparmio di ciascun paese.

Tutto ciò si riflette sulla politica monetaria. Le politiche monetarie dovranno mantenere l'obiettivo del controllo dell'inflazione, ma non dovrebbero limitarsi a considerare solo l'inflazione dei beni di uso corrente, dovrebbero controllare l'andamento dei prezzi degli asset patrimoniali, tanto più che, tenuto conto della correlazione positiva che esiste fra eccessi di indebitamento privato ed *asset inflation*, è chiaro che quest'ultima dipende direttamente dalle politiche monetaria e creditizia seguite. Sir A. Large ex deputy governor della Bank of England ed ex presidente della Financial Service Autorità sostiene, in Financial Times del 6/1/09, che alla banca Centrale dovrebbe essere dato "...un esplicito mandato per sorvegliare la crescita dell'indebitamento ed approntare i necessari strumenti politici per contenerla". All'obiezione che così si avrebbero politiche monetarie sistematicamente meno espansive di quelle praticate da molti anni si può rispondere che politiche monetarie troppo espansive sono una delle cause dell'attuale crisi e che è un'illusione affidare solo o soprattutto alle politiche monetarie il sostegno della crescita economica, tale sostegno può provenire dall'intera politica macroeconomica che comprende, insieme alla politica monetaria, la politica fiscale e la politica dei redditi, cioè la determinazione di un modello distributivo funzionale alle esigenze di sviluppo in quanto in grado di generare un adeguato livello di domanda senza dover fare crescere il livello dell'indebitamento pubblico e privato.

Vi sono poi i problemi della regolazione dei mercati e dei sistemi finanziari. Questi saranno affrontati in altre parti di questa pubblicazione, qui qualche semplice considerazione nella consapevolezza che dalle nuove regole anche dipenderà la conformazione che la finanza assumerà.

Le regole introdotte da Basilea I e Solvency I non hanno funzionato, non hanno impedito ciò che oggi consideriamo una degenerazione dei sistemi finanziari. Si tratta di capire quanta responsabilità spetta alle Autorità ed ai sistemi di controllo, ma certamente anche le regole sono difettose. Avere imposto ratio di capitale senza porsi il problema della liquidità presente nelle banche ha favorito la tendenza a cedere rischi ed a indebitarsi. L'applicazione generalizzata della valutazione *mark to market* degli *asset* scoraggia strategie di portafoglio di medio-lungo periodo ed incentiva l'approccio *shortermist* dell'attività finanziaria, oltre ad essere fortemente pro-ciclica: amplifica piuttosto che controbilanciare le tendenze del ciclo economico al punto che tali regole sono ora state sospese per impedire il collasso dei sistemi finanziari in questa crisi.

Vi sono altri importanti problemi, fra i quali: la dimensione internazionale del Controllo e delle regole, visto che la condotta di un paese come gli Usa è in grado di ripercuotersi su tutti i mercati finanziari; l'ampiezza dell'area da controllare, visto che un'ampia parte dei sistemi finanziari è sottratta al controllo; i sistemi di incentivazione del management. Nessuno di questi problemi sarà risolto dalle nuove regole di Basilea II e Solvency II che stanno entrando in funzione. Le regole vanno ridefinite sulla base delle recenti esperienze e rafforzate.

Vi è, tuttavia, un aspetto delle regole di Basilea II che va considerato con interesse. Esse inducono le banche a dotarsi di sistemi di valutazione dei rischi, soprattutto del credito alle imprese, basati sulla propria esperienza e sulla propria banca dati. Questo dovrebbe trarre le banche a rafforzare la propria capacità di valutazione dei rischi a contatto con l'economia reale ed a rovesciare la tendenza affermata negli ultimi anni a delegarle alle agenzie di rating. Semmai si tratta di sapere se poi le banche saranno tenute a comunicare la propria valutazione della rischiosità di un'impresa ai clienti quando vendono ad essi titoli di quella impresa. L'importanza di tale problema è segnalata da casi tipo Cirio quando le banche vendevano massicciamente titoli di quella impresa alla propria clientela, mentre riducevano la propria esposizione evidentemente nella convinzione che la rischiosità di quella impresa stesse aumentando.

Porsi il problema di un più stretto rapporto della finanza con l'economia reale implica di chiedersi quale debba essere il grado di specializzazione delle diverse imprese finanziarie. Questo ci riconduce in parte al passato, ma non si tratta di tornare a separare, ad esempio, l'attività creditizia a breve da quella a medio e lungo termine. Le riforme legislative realizzate in molti paesi negli ultimi decenni hanno favorito la sovrapposizione di attività diverse, omogeneizzate, tra l'altro, dalla

finanziarizzazione di ogni tipo di attività. Esse tuttavia comportano competenze diverse, diversa natura dei rischi gestiti e diverse forme di controllo.

L'attività bancaria è sostanzialmente diversa dalla gestione di fondi di investimento e la loro coesistenza può creare situazioni di conflitto di interesse. Essa è diversa anche dall'attività assicurativa e non solo per la parte danni i cui rischi hanno non molto a che fare con i rischi finanziari, ma anche per la parte vita e previdenziale, giacché non è compito delle banche gestire la previdenza. Ed anche l'attività assicurativa e previdenziale dovrebbe comportare competenze ed approcci diversi rispetto alla semplice gestione di fondi di investimento.

Certo una rete distributiva dovrebbe potere vendere prodotti di natura diversa, ma bisognerebbe fare una più netta distinzione tra distribuzione dei prodotti e la loro emissione che dovrebbe fare capo ad entità dotate di competenze specifiche sottoposte a forme di controllo confacenti. Gli emittenti dei prodotti, che si tratti di titoli rappresentativi di rischi di credito o di rischi di catastrofi o altro, dovrebbero essere tenuti a mantenere nei propri portafogli una parte consistente dei rischi ed a seguirne la gestione. Anche l'uso dei derivati dovrebbe essere limitata alla copertura di rischi non specifici da parte di chi li usa. Per tutti i prodotti finanziari, comunque bisognerebbe che i prezzi vengano determinati in modo trasparente attraverso reali contrattazioni, magari con la formazione di clearing house apposite.

Un discorso a parte merita il tema previdenza. La diffusione di schemi pensionistici a contribuzione definita rende difficile distinguere tra prodotti previdenziali e prodotti per la gestione del risparmio. I prodotti previdenziali, se devono assicurare un trattamento pensionistico integrativo, dovrebbero comportare l'assunzione del rischio da parte dell'istituzione finanziaria che li emette che sarebbe tenuta ad assorbire con le proprie strategie di bilancio le oscillazioni fra le diverse fasi dei cicli economici per offrire all'assicurato la certezza di una determinata rendita.

Se si considera l'attività finanziaria a ridosso delle strategie di sviluppo e di investimento delle imprese è bene ricordare il ruolo fondamentale svolto in passato dalle banche di investimento nell'industrializzazione di alcuni paesi, nella nascita di realtà tipo Silicon Valley e, più in generale, di nuove imprese, di operazioni di *project financing* o nell'internazionalizzazione delle strategie di investimento dei capitali. Ma si trattava di entità molto diverse da quelle gigantesche che abbiamo visto operare spesso disastrosamente di recente, con crescente distacco dall'economia reale, nel modo prima ricordato. Si trattava di entità non grandi e molto specializzate. Esse, o finanziarie di partecipazione specializzate in determinati campi che contribuiscono, con la loro presenza nei consigli di amministrazione, alla determinazione di strategie finanziarie di lungo periodo alle imprese partecipate, sono anche, in qualche modo, una alternativa alla conglomerazione in quanto consentono di collocare la funzione allocativa della finanza in una entità specializzata fuori dall'impresa finanziata evitando che essa finisca col crescere su se stessa. Una rete di questo tipo di entità consentirebbe anche di stabilire la connessione tra economia reale ed investitori istituzionali, che debbono gestire grandi masse di risparmio con criteri di diversificazione dei portafogli.

Sul versante della connessione fra risparmiatori ed imprese finanziarie un contributo alla riduzione delle asimmetrie informative o ai rischi di situazioni di conflitto di interesse, potrebbe venire, per i risparmiatori, dalla nascita di una rete di consulenti finanziari indipendenti che, a differenza degli agenti o dei promotori, operino per conto del risparmiatore per prospettargli, dietro pagamento di una commissione, le diverse e le migliori alternative di acquisto dei prodotti finanziari ed assicurativi.

Questi spunti possono essere completati riferendo due novità abbastanza recenti. La prima è un'idea di Robert Shiller che ha già trovato qualche modesta applicazione ed è diretta a favorire il finanziamento di paesi in via di sviluppo. Si tratta di finanziare quei paesi con titoli indicizzati a indicatori della performance della loro economia. Questo da una parte consente di interessare direttamente i finanziatori all'andamento dell'economia di quei paesi, dall'altra, in caso di crisi, rende meno pesante la situazione del paese debitore riducendo i rischi di default e rendendo meno difficile superare la crisi. Anche questo è un modo per stabilire un rapporto fra finanza ed economia reale.

La seconda è un accordo intervenuto a Parigi fra alcuni importanti fondi pensione e compagnie di assicurazione per avviare lo studio di tecniche e di pratiche di valutazione dei rischi derivanti dai mutamenti climatici per inserirli nella determinazione dei prezzi, il che porta chi deve gestire i rischi delle persone a guardare con sguardo lungo ai rischi che possono venire dai mutamenti della realtà ambientale.