

MINI GUIDA PER CAPIRE LA CRISI DELLA FINANZA



INTRODUZIONE

La finanza dovrebbe rappresentare il punto di incontro tra chi ha necessità di capitali per le proprie attività e chi ha una momentanea disponibilità di denaro. Le banche, in particolare, hanno storicamente assolto la funzione di raccogliere denaro presso le famiglie e gli altri soggetti con propensione al risparmio per finanziare le imprese e chi ha bisogno di capitali, agendo così da volano per l'economia. In maniera per alcuni versi analoga, le borse valori permettono a imprese e investitori di incontrarsi, facilitando lo scambio di titoli finanziari quali azioni e obbligazioni.

La finanza viene oggi invece associata alle continue e profonde crisi che hanno scosso l'economia mondiale negli ultimi anni. Ricordiamo quella che ha colpito il Sud-Est asiatico nel 1997, le altre crisi regionali o nazionali (Russia, Messico, Argentina), la bolla della *new-economy*, fino ad arrivare alla drammatica situazione di queste ultime settimane.

I Paesi del Sud sono quelli che fino a oggi hanno pagato il prezzo più alto per queste continue crisi, ma anche il “ricco” Nord ne subisce sempre più gli impatti e le conseguenze negative. Negli Stati Uniti due milioni di persone potrebbero perdere per sempre la casa in seguito alla bolla dei mutui *subprime*, mentre la profonda crisi finanziaria e del sistema bancario sta contagiando l'economia reale e rischia seriamente di trascinare gran parte del pianeta in una pesante fase recessiva.

1. I FATTORI SCATENANTI DELLA CRISI

1.1. La bolla dei *subprime*

Le cause scatenanti dell'attuale crisi sono legate allo scoppio della bolla dei mutui *subprime* negli Usa, ovvero di quei mutui concessi a chi non poteva fornire adeguate garanzie reali. Degli intermediari hanno offerto a queste persone la possibilità di contrarre un mutuo portando come garanzia la stessa casa che stavano acquistando. Finché il settore immobiliare negli Usa cresceva, aumentavano di valore anche le garanzie, permettendo alle stesse persone di contrarre nuovi debiti. Nel momento in cui il mercato delle case ha però subito una flessione - legata a un prevedibile scoppio di una bolla speculativa - molti di questi clienti *subprime* non hanno più potuto accedere al credito facile, il che li ha portati a non potere più sostenere le rate di acquisto delle proprie case. Un elevato numero di questi *default* ha trasferito le difficoltà dal settore immobiliare a quello finanziario, e in particolare alle banche che non incassavano più le rate dei corrispondenti mutui.

1.2. Gli strumenti finanziari strutturati

I mutui sulla casa sono prestiti di lunghissima durata, che tengono bloccate le risorse delle banche anche per decenni. Per diminuire il rischio di credito, liberare liquidità e potere fare nuovi prestiti, la moderna ingegneria finanziaria ha messo a punto degli strumenti ad hoc. Una banca specializzata nel fare i mutui può chiedere un prestito a una seconda banca, dando in garanzia gli stessi mutui, e ripagando negli anni questo prestito con le rate incassate. In questo modo la prima banca ottiene liquidità per potere fare nuove operazioni, e la seconda guadagna sul prestito realizzato.

In pratica i mutui sono stati "impacchettati" con diversi altri debiti. Questi "pacchetti" sono poi stati spezzettati in blocchi di diverso rischio, e nuovamente impacchettati in altri prodotti finanziari, e in particolare in obbligazioni strutturate denominate *Collateralized Debt Obligations* - CDO. E' stato coniato il termine di "salsicce finanziarie" per illustrare con una metafora come pezzi di debito "avariato" siano stati mischiati ad altri e poi rivenduti sui mercati finanziari, provocando il contagio all'intera finanzia mondiale della crisi nata con la bolla dei *subprime*.

I titoli strutturati - Le obbligazioni sono dei titoli di credito, che impegnano - obbligano - l'emittente a restituire il debito, con determinati interessi, a chi compra l'obbligazione. Le obbligazioni strutturate sono quelle che contengono al loro interno delle opzioni, ovvero in qualche modo degli altri strumenti finanziari "annidati" all'interno dell'obbligazione. Le *Collateralized Debt Obligations* o CDO sono obbligazioni strutturate create "assemblando" diversi pezzi di mutui e sono una tipologia particolare di *asset-backed securities* (ABS). Nel gergo finanziario, si definisce "collaterale" un valore o titolo posto a garanzia di un prestito. In questo caso, la garanzia sulle obbligazioni era costituita dalle rate dei mutui.

1.3. Il ruolo delle assicurazioni sui mutui

I mutui sono considerati investimenti piuttosto rischiosi. Per funzionare, il meccanismo descritto nel paragrafo precedente necessita dell'intervento di una terza parte, che garantisca il credito, intervenendo nel caso in cui ci siano problemi con il mutuo. Questa terza parte è solitamente una compagnia assicurativa o un'impresa finanziaria specializzata nel garantire i mutui.

Una banca molto esposta con i prodotti strutturati quali le ABS era la Lehman Brothers. Quando,

con la flessione del mercato immobiliare, molti mutui non sono più stati pagati, il castello di carte finanziario è crollato e le banche come la Lehman Brothers sono andate in crisi. Una crisi che, a catena, ha immediatamente coinvolto le imprese di assicurazione che garantivano queste operazioni.

Tra queste ultime imprese c'erano la più grande compagnia assicurativa statunitense che garantiva i mutui, la AIG, e le agenzie federali create con lo stesso scopo, la Fannie Mae e la Freddie Mac. La Lehman Brothers era solo una delle tante banche specializzate in questo tipo di operazioni, ma AIG, Fannie e Freddie sono assolutamente vitali per il funzionamento dell'intero sistema. E' questo il motivo essenziale per cui la prima è stata lasciata fallire, mentre le altre sono state salvate, a costo di pesanti interventi pubblici.

1.4. La valutazione del rischio

Le agenzie di rating sono imprese che valutano i prodotti finanziari dando un vero e proprio voto che rispecchia il rischio di ogni titolo. Queste imprese sono oggi sul banco degli imputati per non avere saputo quantificare il rischio dei moderni strumenti finanziari, e soprattutto per il pesante conflitto di interessi che le caratterizza. Gli emittenti dei titoli strutturati pagano le agenzie di rating per ottenere questo voto, scegliendo sul mercato la società che offre le condizioni “migliori”. In pratica il controllato paga il controllore.

Spesso, inoltre, le stesse agenzie di rating forniscono servizi di consulenza su come creare i prodotti finanziari che possano ottenere il migliore profilo di rischio e quindi un voto migliore. Un ulteriore, pesantissimo conflitto di interessi in cui il consulente è anche il giudice di un dato prodotto strutturato.

1.5. Il ruolo dei derivati

L'ingegneria finanziaria ha messo a punto dei prodotti derivati, i *Credit Default Swap* – CDS, che permettono di trasferire a terzi il rischio di credito relativo a una transazione tra due parti. Le banche e gli altri attori finanziari, tramite i CDS, si sono rivenduti l'un l'altro i rischi legati alla possibilità che cittadini statunitensi non potessero ripagare la propria rata del mutuo. Il volume dei CDS è passato in soli sette anni, tra il 2000 e il 2007, da 2.000 a 45.000 miliardi di dollari, una cifra paragonabile al PIL dell'intero pianeta.

La piramide che dovrebbe avere come base una solida economia reale e come vertice le attività finanziarie, è oggi ribaltata: le attività finanziarie interessano volumi monetari centinaia, a volte migliaia di volte superiori a quelli delle corrispondenti attività economiche reali. Una “piramide al contrario” decisamente instabile, e che ha provocato il crollo dell'intero sistema quando si è verificato un problema in se limitato, quale una flessione del mercato immobiliare statunitense.

I derivati - Sono titoli finanziari il cui valore è basato su quello di un qualsiasi altro titolo o bene detto sottostante. Ad esempio i *future* sono titoli con i quali il compratore e il venditore del derivato si impegnano a scambiarsi una data quantità di un prodotto a un prezzo e a una data futura prefissati. Per chiarire, comprando un *future* a sei mesi sul cotone, mi impegno con la controparte ad acquistare, tra sei mesi, questo cotone a un prezzo deciso al momento della sottoscrizione del contratto, mettiamo 100. Se alla scadenza dei sei mesi il prezzo del cotone sui mercati è 110, il *future* mi permette di comprarlo comunque a 100, realizzando un profitto. Se il cotone è invece quotato sotto i 100, sarò costretto ad acquistare a un costo superiore al prezzo di mercato, subendo una perdita.

I derivati sono nati come strumenti di copertura dei rischi commerciali, ma sono anche soggetti a una forte spinta speculativa. Permettono infatti di scommettere sull'andamento futuro di un dato prodotto o titolo finanziario, sperando poi che il mercato vada come previsto. I derivati danno inoltre la possibilità di controllare grandi quantità di strumenti finanziari con somme ridotte, sfruttando l'effetto leva o *leverage*. Si potrebbe comprare un *future* di valore 1 che impegna a comprare o vendere tra sei mesi delle azioni per un valore di 100. In questo modo aumentano i possibili profitti e in pari misura i rischi.

La maggior parte delle operazioni sui derivati avvengono inoltre su piattaforme elettroniche al di fuori della borsa (il mercato *Over the counter*) e dei suoi controllori. Queste operazioni sono caratterizzate da una scarsissima regolamentazione e dalla mancanza di trasparenza.

1.6. La speculazione e la crisi delle materie prime

A seguito dell'esplosione della bolla dei mutui americani, un'enorme liquidità è fuggita dai mercati finanziari, cercando forme di investimento considerate più sicure, quali l'oro, bene rifugio per eccellenza, il petrolio o le materie prime alimentari, causando un aumento dei loro prezzi. Anche gli attori più speculativi, quali gli *hedge funds*, hanno investito massicciamente nel mercato delle materie prime, spostando i propri capitali dai mercati finanziari tradizionali. Secondo la Banca mondiale la crisi dei prezzi delle materie prime sta facendo ripiombare 100 milioni di persone sotto la soglia della povertà estrema. Il prezzo del petrolio è passato in pochi mesi da 80 a 150 dollari al barile, poi è sceso nuovamente sotto quota 100 per risalire del 25% in un solo giorno, tornare successivamente intorno ai 90 dollari al barile e scendere poi fino sotto i 70 dollari. Di fronte a queste montagne russe indotte dalla speculazione, è davvero possibile continuare a imputare l'aumento dei prezzi alla crescita delle economie di India e Cina e della loro domanda?

1.7. Il crollo della fiducia sui mercati

A causa di prodotti quali le CDO e i CDS e della loro mancanza di trasparenza, oggi nessuno sembra sapere su chi possano ricadere le perdite e dove si nascondono i debiti "avariati". Già nella relazione del 2007, pubblicata prima dello scoppio della bolla dei mutui *subprime*, la Banca dei Regolamenti Internazionali avvertiva che: "posto che le grandi banche siano riuscite a distribuire in modo diffuso i rischi insiti nei prestiti da loro concessi, chi sono i soggetti che attualmente detengono tali rischi, e quali sono le loro capacità di gestirli? La verità è che non lo sappiamo".

L'attuale crisi non è legata alla mancanza di liquidità, quanto al crollo della fiducia sui mercati e nel sistema interbancario. Le banche non si fidano più delle garanzie delle loro omologhe, nessuno presta più a nessun altro e i meccanismi alla base del sistema finanziario si sono inceppati. I prestiti interbancari, che sono alla base della circolazione dei capitali nell'intero sistema, sono congelati, perché le banche temono di ricevere titoli "avariati" come garanzia e perché nessuno sa se l'istituto a cui si presta andrà in crisi prima della scadenza del prestito. I finanziamenti a 3, 6 o 12 mesi sono difficilmente disponibili, il che obbliga le banche a dipendere da quelli di brevissima durata e a doversi procacciare quotidianamente la liquidità necessaria al proprio funzionamento. Le banche sono solite realizzare dei prestiti – chiamati *Overnight* – di 12 - 24 ore tra di loro, per pareggiare le posizioni in positivo o negativo alla fine di ogni giornata. Allo scoppio della crisi questi sono diventati gli unici prestiti a disposizione. L'enorme richiesta, unita al crollo della fiducia, ha fatto schizzare il loro tasso di interesse anche di più di 4 punti percentuali in poche settimane. Questo significa un maggiore costo del denaro e una pesante stretta creditizia.

Per alcune banche, inoltre, un ulteriore rischio consiste nel dovere fare fronte a debiti di lungo

termine con liquidità a breve termine, quello che in gergo si chiama *maturity mismatching*. E' questo il motivo principale del fallimento della Northern Rock in Gran Bretagna, che non è riuscita a rifinanziare i propri debiti di lungo termine (mutui di durata di diversi decenni), nel momento in cui i prestiti tra le banche sono divenuti più cari e più difficili da ottenere.

1.8. Il contagio all'economia reale

Gli stessi processi si stanno ora riversando sulle imprese e sulla cosiddetta “economia reale” e le conseguenze rischiano di essere ancora peggiori. Le imprese si finanziano tramite prestiti bancari o emissioni di obbligazioni. Il crollo della fiducia ha provocato una forte stretta creditizia e i mercati delle obbligazioni societarie sono di fatto congelati. In questa situazione, anche un'impresa solida potrebbe trovarsi in difficoltà nel reperire i capitali necessari al proprio funzionamento. Tutto ciò senza contare il calo dei consumi che potrebbe seguire l'attuale crisi, e che trascinerrebbe ancora di più l'economia e le imprese verso una pesante fase recessiva.

1.9. Le risposte del mondo politico

Il piano di salvataggio da 700 miliardi di dollari degli Usa e quello di 1.800 miliardi di euro previsto dai Paesi europei – senza considerare gli interventi delle rispettive banche centrali – hanno lo scopo principale di cercare di restituire la fiducia ai mercati finanziari e interbancari. Il Tesoro statunitense ha proposto alle banche l'acquisizione pubblica dei titoli “spazzatura” (in inglese i “*toxic assets*”) in modo da ripulire i loro bilanci e tornare a fare sì che le stesse banche si fidino delle garanzie delle loro omologhe. In maniera analoga, i governi europei hanno insistito sul fatto che non lasceranno fallire nessun istituto.

In pratica, le misure di aiuto dei governi sono essenzialmente di due tipi. Nel primo caso lo stato si fa garante dei titoli di bassa o pessima qualità che le banche detengono nei propri portafogli. Nel secondo, gli stati acquistano azioni delle banche per migliorare la loro situazione patrimoniale. In questo secondo caso, diversi governi hanno dichiarato di volere intervenire unicamente acquistando azioni privilegiate, che non danno diritto di voto, anche se altri sembrano muoversi in direzione diversa. In tutti i casi, l'obiettivo è quello di ridare fiducia ai mercati e quindi di rimettere in moto il sistema del credito.

Degli interventi che rischiano di pesare moltissimo sui conti pubblici, facendo schizzare il debito pubblico e il deficit dei governi interessati, e riversando sull'insieme dei cittadini e sui contribuenti i costi di una crisi causata da pochi grandi speculatori. D'altra parte, degli interventi che potrebbero essere tutt'altro che sufficienti. Si stima che i soli CDS legati alla Lehman Brothers – ovvero in pratica le scommesse sul fatto che questa banca non fallisse – ammontano a 400 miliardi di dollari. Come accennato, il totale dei CDS che circolano sui mercati finanziari è dello stesso ordine di grandezza del PIL del pianeta. In caso di ulteriore peggioramento della fiducia sui mercati, i pur enormi interventi pubblici rischiano di rappresentare il tentativo di fermare una valanga a mani nude.

2. LE MOTIVAZIONI DI LUNGO PERIODO

2.1. Il trentennio neoliberista

Al di là dei motivi scatenanti, è necessario ricercare nelle scelte politiche degli ultimi 30 anni le radici dell'attuale crisi. Parliamo di un sistema finanziario dove gli scambi tra valute hanno superato i 3.000 miliardi di dollari al giorno, a fronte di un commercio transfrontaliero, ovvero di scambi nell'economia reale, di 10.000 miliardi di dollari l'anno. Dove i derivati negoziati sui mercati non regolamentati – *Over the Counter* – hanno raggiunto la cifra di 600mila miliardi di dollari, 12 volte il PIL del pianeta. Dove la fuga di capitali e l'evasione e elusione fiscale provocano un flusso annuo di centinaia di miliardi di dollari dal Sud del mondo verso il Nord e i paradisi fiscali. Negli stessi paradisi fiscali le sole persone fisiche detengono oltre 11.500 miliardi di dollari. Non è possibile fornire una stima riguardante imprese e persone giuridiche, perché in diverse giurisdizioni enti quali i *trust* o le fondazioni *offshore* non hanno nemmeno un obbligo di registrazione.

Un sistema forgiato sui dettami del pensiero neoliberista, che postula un sempre minore intervento dello Stato nell'economia e la capacità dei mercati di autoregolamentarsi, e che si è tradotto in una sempre più spinta liberalizzazione internazionale, nell'abbattimento di qualsiasi controllo dei flussi di capitali e nello smantellamento delle normative e della regolamentazione sugli strumenti e i mercati finanziari. Questa ideologia ha lasciato mano libera ai mercati finanziari e tolto agli Stati-Nazione la maggior parte degli strumenti di politica economica per cercare di rimediare a situazioni di difficoltà o crisi.

Una delle conseguenze della deregolamentazione e della libera fluttuazione del mercato dei cambi è stata, per molti Paesi, il crearsi di forti deficit commerciali. Un fenomeno che ha colpito in primo luogo le nazioni più povere, che esportano materie prime di basso valore e importano prodotti finiti. Come conseguenza la loro bilancia dei pagamenti è andata in forte passivo. Si tratta di una delle ragioni alla base della creazione dell'enorme debito estero dei Paesi più poveri, che ancora oggi strangola le loro economie.

Un fenomeno simile interessa anche molti Paesi ricchi. Basti pensare all'enorme deficit commerciale ed economico tra Usa e Cina degli ultimi anni, con il gigante asiatico che continua ad accumulare dollari e buoni del Tesoro statunitensi, tenendo artificialmente svalutata la propria moneta rispetto al dollaro. Una situazione che alimenta una forte instabilità sui mercati.

2.2. Il ruolo del Fondo Monetario Internazionale

La liberalizzazione del mercato dei cambi, dei movimenti di capitali e del settore finanziario, incoraggiata nei Paesi del Sud dal Fondo monetario internazionale, ha aumentato la loro vulnerabilità ai repentini cambiamenti del sistema finanziario globale e ha incentivato la fuga di capitali. A più di sessant'anni dalla sua istituzione, il Fondo non è riuscito a prevenire le crisi economiche e in diversi casi le sue prescrizioni hanno peggiorato le conseguenze delle crisi che si sono succedute. Promuovendo politiche di liberalizzazione finanziaria per Paesi che non erano in grado di gestirle, il FMI non solo ha aumentato la vulnerabilità delle realtà del Sud ad attacchi speculativi, ma ha addirittura minato la stabilità finanziaria internazionale – contrariamente alla sua *mission* originaria di garantirla e rafforzarla, quando era stato creato nel 1944.

La crisi che ha colpito i Paesi del Sud-Est asiatico alla fine degli anni '90 è probabilmente l'esempio

più emblematico di questo fallimento. Questa crisi è stata in parte causata e amplificata dalla mancanza di misure che consentissero il controllo sui flussi di capitale. Quando è cominciata, tra luglio e agosto del 1997, nel giro di poche settimane 100 miliardi di dollari sono fuggiti dai Paesi coinvolti. Le realtà come la Malesia, che aveva mantenuto un qualche controllo sui propri flussi di capitale, sono quelle che hanno subito le ricadute meno pesanti di questa crisi. Il FMI ha delle responsabilità rilevanti tanto a monte quanto a valle, non essendo riuscito ad intervenire in sostegno degli Stati colpiti. La mancata prevenzione dell’FMI alle crisi finanziarie asiatiche ha inoltre incoraggiato molti Paesi del Sud ad accumulare enormi riserve valutarie da utilizzare in caso di future crisi. Tale provvedimento ha sottratto massicce somme di denaro ai bisogni dello sviluppo di quelle stesse nazioni.

Con le riserve valutarie accumulate, molti di questi Paesi – e in particolare quelli esportatori di petrolio e quelli asiatici con un forte surplus commerciale – hanno costituito dei Fondi Sovrani (*Sovereign Wealth Funds*). Si tratta di strumenti finanziari sotto controllo pubblico che dispongono oggi di enormi liquidità che vengono investite sui mercati finanziari. Al di là dei problemi di natura geo-politica (ad esempio un Fondo Sovrano potrebbe acquistare attività “sensibili” in imprese di un altro Paese), il sorgere di questi attori ha provocato un nuovo, forte flusso di risorse dalla sfera pubblica – soldi che potevano essere utilizzati per il welfare e la spesa sociale – verso i mercati finanziari.

La gran parte delle risorse finanziarie sono oggi gestite da fondi pensione, fondi di investimento, compagnie di assicurazione, e in prospettiva sempre più da strumenti quali i fondi sovrani. In altre parole la liquidità è oggi detenuta quasi esclusivamente sui mercati finanziari, ovvero al di fuori della “economia reale”.

2.3. La finanziarizzazione dell'economia

Negli ultimi decenni il peso della finanza è cresciuto enormemente rispetto a quello delle attività produttive ed economiche. Si tratta di una vera e propria rivoluzione, occorsa nel giro di pochissimi anni. Tra il 1980 e il 2005, gli *asset* della finanza sono passati dal 109% al 316% del valore della produzione mondiale.

La maggior parte delle grandi imprese sono oggi controllate da attori finanziari quali fondi pensione o di investimento, il cui scopo è la massimizzazione del profitto a breve termine e non lo sviluppo di lungo periodo dell’impresa stessa. Molte di queste imprese industriali, inoltre, realizzano buona parte dei loro fatturati tramite attività finanziarie e non produttive, rendendo di fatto impossibile distinguere tra capitale produttivo e capitale speculativo. Basti pensare all’esempio della Parmalat, che poco prima del fallimento si era di fatto trasformata in un’impresa finanziaria.

Questo è vero a maggior ragione per le banche. Il confine e la separazione tra banca commerciale e banca di investimento che era stato tracciato in maniera netta dopo la crisi del 1929 si è fatto sempre più labile con la progressiva liberalizzazione del settore. Nei grandi istituti bancari i ricavi provengono solo per metà dall’attività creditizia, mentre l’altra metà è costituita da commissioni, in particolare su derivati e titoli strutturati. Per alcune banche, la tradizionale attività di raccolta del risparmio e il suo impiego in attività produttive sta diventando addirittura marginale.

2.4. L'indebitamento

Gli ultimi decenni sono anche stati caratterizzati da un sempre più massiccio ricorso all’indebitamento. Seguendo le teorie economiche dominanti, le imprese sono state spinte ad accumulare livelli di debito sempre crescenti per realizzare investimenti e acquisizioni. Un indebitamento che ha appesantito le imprese produttive e le ha rese sempre più dipendenti dalla

sfera finanziaria.

Lo stesso discorso può ripetersi per le famiglie, in primo luogo negli Usa, dove il debito dei cittadini ha di molto superato il PIL del Paese, e dove i debiti vengono abitualmente contratti non solo per l'acquisto della casa, ma anche per motivi di studio, per spese mediche e persino per le spese correnti e alimentari. In questo senso, diversi analisti segnalano che la prossima crisi potrebbe riguardare i *default* sulle carte di credito che consentono il pagamento a rate delle spese effettuate. Il solo debito legato a queste carte negli Usa supererebbe i 1.000 miliardi di dollari. Gli italiani, storicamente un popolo di risparmiatori e per questo spesso giudicati “arretrati” dal punto di vista finanziario, potrebbero patire meno gli effetti legati a questi fenomeni, nonostante la recente diffusione anche da noi del credito al consumo. D'altra parte, l'enorme debito pubblico dell'Italia rappresenta sicuramente un problema rilevante per i nostri conti economici.

Anche le banche si sono indebitate sempre di più, e in particolare con debiti di breve termine per realizzare operazioni speculative. Per questi istituti, l'esposizione finanziaria con termine inferiore all'anno ha raggiunto l'86% del PIL in Italia, una volta e mezza il PIL in Gran Bretagna e oltre due volte il PIL in Islanda, non a caso il primo Paese europeo a subire un tracollo dell'intero sistema bancario.

2.5. Le banche centrali e la politica monetarista

Questo enorme indebitamento di banche, famiglie e imprese è stato reso possibile anche dalle politiche monetarie intraprese negli ultimi decenni da alcune banche centrali. La banca centrale statunitense, la FED, si trova oggi sul banco degli imputati, in particolare per la lunga “era Greenspan” di bassi tassi di interesse - Alan Greenspan è stato il governatore della FED dal 1987 all'inizio del 2006.

Se in Europa la politica monetaria è stata in parte diversa, con una banca centrale che ha fissato come priorità ultima la lotta contro l'inflazione, negli Usa ed in altri Paesi, quali il Giappone, i bassi tassi di interesse hanno comportato un eccesso cronico di liquidità sui mercati. In pratica, con bassi tassi di interesse - o basso “costo del denaro” - le imprese e le famiglie sono state spinte a indebitarsi. Ancora di più, questo denaro a basso costo ha spinto moltissimi speculatori a indebitarsi per poi investire sui mercati finanziari, nella speranza di realizzare alti profitti. E' questo l'effetto leva - il meccanismo fondamentale di funzionamento di attori quali gli *hedge funds* o i fondi di *private equity* (vedi anche paragrafo 2.8.).

La politica di bassi tassi di interesse è stata seguita in particolare nel tentativo di uscire dalle recenti crisi finanziarie, da quella della *new economy* a quella che ha seguito il crollo delle Torri Gemelle a New York. L'esperienza ha mostrato che i bassi tassi di interesse hanno facilitato il formarsi di bolle finanziarie speculative. Oggi, nel tentativo di rilanciare un'economia entrata in fase recessiva, alcune banche centrali stanno nuovamente pensando di tagliare i tassi. In assenza di una forte regolamentazione delle attività finanziarie, questa politica rischia seriamente di favorire le attività speculative molto più dell'economia reale, e di innescare un nuovo ciclo di debito – speculazione – bolla – crisi finanziaria.

2.6. Gli squilibri internazionali

Prendendo in considerazione l'insieme dei meccanismi transnazionali, è possibile osservare come negli ultimi anni si sia verificato un flusso netto di risorse dai Paesi del Sud verso quelli del Nord (Tabella 1.). Si tratta di un “welfare al contrario” scandaloso e paradossale. Scandaloso perché i più poveri finanziano gli eccessi consumistici e speculativi dei più ricchi. Paradossale perché le teorie economiche classiche postulano che i flussi finanziari dovrebbero muoversi nella direzione opposta,

dai Paesi ricchi verso quelli più poveri, che hanno maggiore necessità di capitali e maggiore disponibilità di forza lavoro.

Flussi Nord – Sud (miliardi \$)		Flussi Sud – Nord (miliardi \$)	
Aiuto Pubblico allo Sviluppo	84	Flussi illeciti (stima)	619
Rimesse dei migranti	167		
Investimenti Diretti Esteri	226	Profitti sugli Investimenti Diretti Esteri	130
Nuovi prestiti	380	Servizio del debito estero	456
Totale	857	Totale	1.205

Tab 1: Confronto tra i flussi finanziari Nord – Sud e quelli Sud – Nord, media del periodo 2002 - 2006.

Fonte: Eurodad fact sheet: Capital flight diverts development finance.

I flussi finanziari illeciti legati alla fuga di capitali da Sud verso il Nord e i paradisi fiscali sono di quasi un ordine di grandezza superiori al totale della cooperazione internazionale allo sviluppo, e sono legati a tre fattori principali: la corruzione, i proventi delle attività criminali (traffici di droga, di armi e mafie internazionali) e la componente commerciale legata alle attività delle imprese. Quest'ultima è dovuta all'elusione e all'evasione fiscale delle imprese transnazionali del Nord che operano nel Sud del mondo e in particolare a meccanismi quali il *transfer pricing*, e rappresenta oltre il 60% del totale dei flussi finanziari illeciti.

Confrontando l'ammontare del debito estero con lo stock della fuga di capitali, si scopre che negli ultimi 30 anni l'Africa è creditrice netta di capitali rispetto al resto del mondo, e al Nord in particolare. Una situazione che genera una forte instabilità sui mercati e che mina qualunque tentativo dei Paesi più poveri di impostare uno sviluppo endogeno e di lottare contro la povertà.

Il *transfer pricing* - Secondo l'OCSE, oltre il 60% del commercio mondiale avviene all'interno o tra diverse imprese multinazionali. Non trattandosi di operazioni di mercato, è in molti casi possibile fissare il prezzo dei prodotti o servizi scambiati in maniera più o meno arbitraria. Gonfiando o diminuendo ad arte i prezzi, è allora possibile per un'impresa multinazionale “aggiustare” i propri bilanci in modo da fare risultare in perdita le filiali situate nei Paesi a elevata tassazione, mentre i profitti saranno concentrati nei territori a bassa tassazione e nei paradisi fiscali.

Negli ultimi anni si sono registrati casi di succhi di frutta venduti a oltre 1.000 dollari al litro, o di spazzolini da denti valutati 5.000 dollari al pezzo. Questa tecnica che consiste nell'aumentare o diminuire in maniera fraudolenta il prezzo di trasferimento (o *transfer pricing*) funziona particolarmente bene per quanto riguarda loghi, marchi e altri prodotti intangibili. E' sufficiente registrare il proprio marchio in un paradiso fiscale. Tutti i beni prodotti dalla data impresa dovranno allora pagare i diritti (il *copyright*) alla filiale che detiene questo marchio, garantendo un flusso di denaro e di profitti dai Paesi in cui viene realizzata la produzione verso i paradisi fiscali.

2.7. Un sistema bancario e finanziario ombra

Su questo scenario internazionale, negli ultimi anni si è venuto a creare un sistema finanziario parallelo a quello ufficiale e non sottoposto ai controlli delle autorità di vigilanza. Gli analisti inglesi parlano di uno “*shadow banking system*”, letteralmente un sistema bancario ombra.

Questo sistema si è sviluppato grazie alle cartolarizzazioni (in inglese *securitization*), delle operazioni finanziarie che consentono di trasformare un debito “illiquido” - ovvero un debito, come ad esempio un mutuo, che difficilmente può essere ceduto a terzi - in uno strumento finanziario rivendibile sui mercati. E' il meccanismo descritto nel caso dei mutui e delle corrispondenti operazioni di *asset-backed securitization* nel paragrafo 1.2.. Tramite la cartolarizzazione dei titoli, le banche sono riuscite a trasformare dei debiti di lungo periodo che pesavano sui loro bilanci, ovvero i mutui sulle case e quelli *subprime* in particolare, in titoli che sono stati rivenduti ad altri attori finanziari.

Per svolgere tale operazione vengono creati degli strumenti appositi, denominati *Special Investment Vehicles* – SIV, che raccolgono dalle banche i mutui e gli altri debiti illiquidi ed emettono obbligazioni per importi corrispondenti. E' di particolare importanza il fatto che, grazie a questo passaggio, le banche portano fuori dai propri bilanci gli stessi mutui e debiti illiquidi, visto che li rivendono alle SIV, dei soggetti autonomi e spesso registrati in qualche paradiso fiscale.

Le SIV non sono sottoposte alla regolamentazione internazionale, e non devono sottostare a nessuno dei requisiti di trasparenza, patrimonializzazione o vigilanza previsti per le banche. La finanza internazionale si è sviluppata nelle falle dei sistemi di regolamentazione, sfuggendo in questo modo ai criteri di trasparenza e controllo e mettendo in piedi questo vero e proprio sistema parallelo “ombra”.

Un sistema che ha negli strumenti finanziari derivati i mattoni fondamentali utilizzati per spalmare il rischio sull'insieme dei mercati e per alimentare la spirale speculativa.

A prima vista i bilanci delle banche appaiono più solidi, e gli istituti migliorano la propria situazione patrimoniale. Come ha mostrato la recente crisi, si tratta però di un sistema puramente artificiale di nascondere i debiti e trasformarli in strumenti finanziari. Quando i nodi vengono al pettine, le conseguenze sono disastrose.

La Northern Rock nel sistema ombra – Quando il governo britannico ha nazionalizzato la fallimentare Northern Rock, ha scoperto che la banca non possedeva più la maggior parte dei propri mutui. L'incredibile cifra di 50 miliardi di sterline di mutui era stata venduta alla Granite, una SIV registrata nell'Isola di Jersey come fondazione a scopo benefico per i bambini con la Sindrome di Down. Ovviamente i bambini non hanno mai visto un soldo, si trattava unicamente di un trucco finanziario. In pratica la Northern Rock si è venduta da sola i propri mutui, riuscendo però a metterli fuori bilancio, a eludere la regolamentazione, a evadere il fisco, e a realizzare con gli stessi fondi delle operazioni che sarebbero state illegali in Gran Bretagna. Questo utilizzo spregiudicato dei paradisi fiscali è uno dei motivi fondamentali della trasformazione della bolla dei *subprime* in una crisi finanziaria globale.

2.8. I nuovi strumenti finanziari

Negli ultimi anni la finanza ha conosciuto una crescita esponenziale di nuovi strumenti, da prodotti derivati sempre più complicati e incomprensibili all'emergere degli *hedge funds*, dei fondi di *private equity*, ad altri ancora.

Hedge funds e *private equity* sono caratterizzati da un utilizzo spregiudicato dell'effetto leva, che permette loro di operare sui mercati finanziari con una percentuale ridotta di capitale proprio e facendo ampio ricorso all'indebitamento bancario. Questi strumenti sono inoltre quelli che hanno sfruttato maggiormente le falle e la mancanza di regolamentazione del sistema finanziario. Dei circa 10.000 *hedge funds* esistenti a fine 2007, più dell'80% sono registrati nelle Isole Cayman, considerate uno dei maggiori paradisi fiscali del pianeta. Alla stessa data, gli *hedge funds* gestivano globalmente 1.700 miliardi di dollari, mentre i fondi di *private equity* 500 miliardi di dollari. Proprio a causa dell'effetto leva, però, le risorse a disposizione sono ben superiori. Si tratta inoltre di attori estremamente attivi sui mercati rispetto ai più tradizionali fondi pensione e di investimento. La loro influenza sugli stessi mercati finanziari è quindi proporzionalmente maggiore.

Dal momento che la crisi del credito ha ridotto la disponibilità di prestiti bancari, e quindi la leva finanziaria che è essenziale per garantire gli alti tassi di profitto a soggetti speculatori che prendono in prestito soldi principalmente dalle banche, gli *hedge funds* hanno in parte riorientato i loro affari verso la speculazione sulle materie prime, il petrolio e i prodotti alimentari. Il conseguente aumento dei prezzi e della volatilità ricade in modo particolare sui Paesi poveri che importano questi prodotti. Assieme ad altri fattori, come la produzione di bio-combustibili, l'impatto dei cambiamenti climatici sulle produzioni e gli oligopoli nei mercati della distribuzione che dominano le catene lunghe, tutto ciò porta a un incremento della fame e della povertà.

Con lo scoppio della crisi della finanza, gli stessi *hedge funds* si trovano ora in una situazione di grande difficoltà, e sono costantemente alla ricerca di nuovi mercati e settori dove realizzare i loro elevati profitti. Un tale mercato potrebbe essere nell'immediato futuro quello dei permessi di emissione di CO₂ legato al Protocollo di Kyoto. Un Protocollo pensato per frenare i cambiamenti climatici e che potrebbe essere ora investito dall'onda della speculazione.

I fondi di *private equity* agiscono acquistando imprese, "ristrutturandole" e rivendendole nel giro di pochi anni. La ristrutturazione consiste spesso nell'estrarre il massimo valore e profitto nel brevissimo periodo, per poi rivendere l'impresa "svuotata" sul mercato. Questi fondi non sono listati nelle borse valori e operano al di fuori delle norme e della regolamentazione alla quale sono sottoposti i fondi di investimento o altri strumenti. Per queste loro caratteristiche sono stati definiti le "locuste del capitalismo". Tali fondi stanno iniziando a operare anche in Italia, in particolare nel settore tessile, suscitando forti preoccupazioni, in primo luogo per le ricadute occupazionali del loro operato. Nel Sud del mondo, e in Asia in particolare, questi fondi si stanno sempre più orientando sull'acquisto di terreni coltivabili. Un investimento per realizzare profitti speculativi dalla terra che rischia di acuire ulteriormente gli enormi problemi che milioni di piccoli contadini vivono sulla loro pelle.

2.9. Una regolamentazione insufficiente

La finanza è la vera vincitrice dei processi di globalizzazione liberista dell'economia: agisce su scala planetaria ed è presente in maniera estremamente capillare sul territorio. La liberalizzazione dei mercati, l'innovazione finanziaria e l'informatica hanno dato vita a un unico grande mercato finanziario mondiale. Una trasformazione che non è stata accompagnata da un analogo sviluppo dei sistemi di regolamentazione, supervisione e controllo, che sono in massima parte ancorati al concetto di Stato-Nazione. Parliamo inoltre di Stati-Nazione in concorrenza tra di loro per attrarre capitali dai mercati internazionali. Una situazione che ha portato a una vera e propria corsa al ribasso in materia di normative ambientali, sociali, sui diritti umani e riguardo al controllo dei capitali, fino all'esempio estremo rappresentato dai paradisi fiscali.

I sistemi di regolamentazione internazionale messi a punto negli ultimi anni appaiono del tutto insufficienti per fare fronte all'estrema rapidità con la quale la finanza evolve. E' il caso dell'accordo

Basilea II, pensato per diminuire l'esposizione e il rischio delle banche. L'accordo prevede che gli istituti di credito debbano mettere da parte una percentuale di capitale proprio dipendente dal rischio di ogni finanziamento concesso. Come accennato, grazie ad operazioni finanziarie quali le cartolarizzazioni, le stesse banche possono però portare fuori bilancio molti debiti, migliorando in questo modo i loro dati patrimoniali e liberando risorse per nuovi finanziamenti. Queste operazioni di cartolarizzazione sono state usate per aggirare l'accordo di Basilea II che, paradossalmente, ha quindi spinto una parte del mondo bancario in una direzione diametralmente opposta a quella di diminuzione e controllo del rischio per cui era stato pensato.

Ancora, con Basilea II i clienti della finanza etica, tipicamente soggetti dell'economia no-profit, dell'associazionismo o del mondo cooperativo, sono quasi sempre considerati a massimo rischio, perché sottocapitalizzati o sprovvisti di garanzie reali adeguate. Questo significa imporre dei vincoli molto rigidi alla finanza etica, che pure registra, grazie alla conoscenza del cliente e al rapporto di fiducia che si instaura, dei tassi di sofferenza nettamente inferiori a quelli del mondo bancario tradizionale.

All'estremo opposto, nessuna regolamentazione o vigilanza copre strumenti altamente speculativi quali gli *hedge funds* o i fondi di *private equity*, che ricorrendo all'indebitamento bancario possono utilizzare delle leve finanziarie enormi. Gli *hedge funds* investono inoltre in maniera massiccia in prodotti derivati, che consentono di controllare quote rilevanti di strumenti finanziari con investimenti ridotti. Si può quindi parlare di un "effetto leva al quadrato", che può in alcuni casi superare un rapporto di uno a cento tra capitale proprio e dimensione dell'investimento. Se consideriamo poi che una parte sostanziale dei derivati sono negoziati al di fuori dei mercati regolamentati, l'effetto leva può diventare teoricamente infinito. Al momento in cui è stata salvata dal fallimento, la Bear Sterns registrava un rapporto di leva tra capitale proprio e investimenti sui mercati finanziari pari a 35. L'*hedge fund* Carlyle Capital Group, anch'esso recentemente fallito, era a 32.

2.10. La finanza entra nelle case

Oggi le banche esercitano sempre maggiori pressioni perché allo sportello vengano piazzati i titoli che garantiscono i maggiori profitti e commissioni. Spesso si tratta dei prodotti finanziari più complessi e strutturati, e più rischiosi. I piani di incentivi per i dipendenti premiano chi riesce a piazzare titoli strutturati o comunque ad alto rischio, spesso all'insaputa del cliente. Un meccanismo perverso che sposta la pressione e la responsabilità sulle spalle dei dipendenti allo sportello. Se fino a pochissimi anni fa i derivati erano riservati agli investitori istituzionali quali fondi pensione e fondi di investimento, chiunque oggi può provare a speculare, recandosi in una filiale bancaria e acquistando un derivato legato ad esempio all'andamento dei prezzi delle materie prime.

L'attuale sistema finanziario sembra avere assoluta necessità di continui apporti di capitali freschi per riuscire a sostenersi e per garantire gli alti tassi di profitto inseguiti dagli speculatori. I milioni di piccoli risparmiatori costituiscono inoltre la platea su cui spalmare il rischio degli investimenti speculativi e delle operazioni al limite della legalità. L'esempio della Parmalat è ancora una volta rivelatore. Secondo le accuse, diverse banche italiane e internazionali avevano dei crediti enormi nei confronti di Parmalat ed erano perfettamente a conoscenza che l'azienda italiana non avrebbe mai potuto pagarli, trovandosi sull'orlo di un inevitabile fallimento. Invece di accollarsi le perdite corrispondenti, le banche avrebbero costretto la Parmalat a emettere obbligazioni per miliardi di euro. Le stesse banche avrebbero poi piazzato questi *bond* ai piccoli risparmiatori, disfacciandosi così di potenziali perdite legate ai crediti inesigibili, e arrivando persino a guadagnare grazie alle commissioni di intermediazione.

Le fasce più deboli della popolazione sono invariabilmente quelle che, pur non essendo organiche al

grande circo della finanza, ne pagano il prezzo maggiore. E' una finanza apparentemente democratica, dove chiunque può partecipare, ma dove, in realtà, solo in pochi riescono a uscire vincitori. Una gigantesca “catena di Sant'Antonio”, nella quale il grande pubblico è chiamato inconsapevolmente ad alimentare un sistema del quale è vittima.

Un caso che ha recentemente interessato i cittadini italiani è quello dei prodotti derivati venduti dalle banche agli enti locali. Sono centinaia i comuni italiani che hanno acquistato tali strumenti finanziari, molto spesso senza comprenderne i rischi e le conseguenze. Per molti di questi comuni, nei prossimi anni si potrebbero profilare dei problemi finanziari giganteschi. Per alcuni di loro, le possibili perdite sono dell'ordine delle centinaia di milioni di euro.

Patti Chiari e Lehman Brothers - Non sembra che le iniziative per la trasparenza siano sufficienti a proteggere i consumatori meno esperti, anzi, fino ad oggi si può dire che sia successo il contrario, con il moltiplicarsi di iniziative che rischiano di aumentare la confusione e soprattutto di contribuire a spingere sempre più persone verso gli investimenti finanziari.

Le obbligazioni della Lehman Brothers erano comprese nell'elenco di Patti Chiari, il consorzio di 167 banche italiane, promosso dall'Associazione Bancaria Italiana – ABI, che si pone come obiettivo quello di aiutare le persone con poca esperienza finanziaria a “capire meglio i prodotti finanziari” e “scegliere quelli più adatti”, per “costruire una nuova relazione tra le banche e i cittadini, le famiglie e le imprese, basata su una maggiore fiducia e un dialogo chiaro, comprensibile e trasparente”. Solo il 15 settembre del 2008 Patti Chiari ha dichiarato di avere tolto i titoli Lehman Brothers dall'elenco di obbligazioni a “basso rischio”, a seguito della dichiarazione della stessa Lehman Brothers di volere depositare la dichiarazione di fallimento.

3. PROSPETTIVE E PROPOSTE

3.1. La situazione attuale

La crisi dei *subprime* e quella delle materie prime non sono esplose a seguito di scandali, non abbiamo assistito a particolari situazioni contingenti per un Paese o una regione, né ad alcun fenomeno naturale distruttivo (un'inondazione o una siccità che potessero causare un aumento dei prezzi dei prodotti agricoli). Siamo di fronte a una crisi endogena e strutturale della finanza. Questo sistema per anni ha assicurato profitti giganteschi a pochi grandi attori finanziari e enormi disuguaglianze e ingiustizie in tutto il pianeta. Ora nessuno sembra in grado di prevedere cosa succederà nelle prossime settimane, mentre si moltiplicano gli interventi del pubblico, tanto negli Usa quanto in Europa, per salvare dal fallimento banche e altre imprese finanziarie.

Gli interventi delle ultime settimane si sono però limitati a fornire risorse al privato, senza rimettere in discussione le regole del gioco e senza imporre nessuna condizione. Un principio di privatizzare i profitti e nazionalizzare le perdite sbagliato e pericoloso. Sbagliato perché si rischia di ripartire come se nulla fosse successo, con la finanza a dominare l'economia e la speculazione a dominare la finanza, salvando i responsabili della crisi e riversando i costi sull'insieme dei cittadini. Pericoloso perché gli attori finanziari potrebbero essere spinti ad assumersi rischi sempre maggiori: se va tutto bene aumentano i profitti, se qualcosa va storto interviene il pubblico a tappare le falle. E' il cosiddetto "*moral hazard*" o azzardo morale, che rischia di essere incentivato, mentre governi e banche centrali impegnano ingenti risorse pubbliche che finiscono in tasche private.

E' anche da notare il paradosso che si crea nel momento in cui i governi entrano nel capitale di banche in situazione fallimentare o comunque in forte difficoltà. Tra queste, si trovano in particolare le banche che più hanno sfruttato i paradisi fiscali e i meccanismi del "sistema finanziario ombra" descritto in precedenza. Nel momento in cui un governo diventa azionista di una tale banca, in pratica diventa complice delle violazioni compiute dalla stessa banca, e in qualche modo evasore di se stesso. Un motivo in più per chiedere che tali interventi vadano in parallelo con una profonda riforma delle regole e del controllo sulle istituzioni e le attività della finanza.

Siamo in una crisi probabilmente peggiore di quella del 1929, che portò ad approvare delle legislazioni molto severe per regolamentare gli eccessi della finanza. Delle regole che sono state progressivamente smantellate nel corso degli ultimi 30 anni, sull'onda del pensiero neoliberista. Anche a seguito degli ultimi interventi pubblici, è il caso di ammettere una volta per tutte che la fase politico-economica neoliberista si è chiusa con un solenne fallimento. E' ora di voltare pagina e di rivedere alla base la *governance* internazionale e i meccanismi di regolamentazione, vigilanza e controllo dei mercati finanziari, con l'obiettivo di riscoprire la funzione sociale della finanza come strumento al servizio dell'economia.

3.2. La riforma della *governance* internazionale

I problemi principali dell'attuale sistema di *governance* finanziaria internazionale si possono ricondurre ai fallimenti nella supervisione e nella regolamentazione del sistema stesso. Le Istituzioni Finanziarie Internazionali (Banca mondiale e Fondo Monetario Internazionale in primo luogo) hanno promosso la necessità di lasciare liberi i mercati. Questo ha portato non solo a instabilità e a successive crisi, ma anche a un sistema economico globale a doppio binario, dove un'economia virtuale guidata dalla speculazione e dagli interessi a breve termine del settore privato ha preso il sopravvento sull'economia reale.

E' necessario un drastico cambiamento tanto del paradigma delle politiche monetarie e finanziarie seguite quanto della struttura di *governance* del Fondo Monetario Internazionale, se l'istituzione vuole continuare a essere legittimata e giocare un ruolo nell'economia mondiale. Una tale riforma dovrebbe includere l'effettiva integrazione del mandato del FMI nel sistema delle Nazioni Unite con un compito limitato ad assicurare un sistema finanziario internazionale stabile e regolamentato, che veda anche l'emergere di strutture regionali in grado di promuovere la stabilità finanziaria. Solo dieci anni fa era stato proposto di includere la liberalizzazione del mercato dei capitali nello stesso statuto del FMI. Alla luce della crisi attuale, una proposta molto più ragionevole potrebbe andare nella direzione diametralmente opposta, e prevedere forme di controllo sui flussi di capitali. Negli ultimi mesi sono state proposte alcune timide riforme della *governance* del FMI. Delle riforme insufficienti e unicamente di facciata, che non hanno intaccato i problemi di fondo di questa istituzione.

In considerazione della natura trans-frontaliera dei mercati finanziari, invece di una competizione senza regole tra le economie nazionali, è necessario un coordinamento efficace per migliorare la cooperazione e lo scambio di informazioni tra governi in materia finanziaria e fiscale e per realizzare dei sistemi di regolamentazione, supervisione e controllo dei mercati che possano funzionare efficacemente a livello globale. Questi sistemi dovranno rispondere a delle istituzioni ad hoc, che abbiano come scopo fondamentale la tutela della stabilità finanziaria intesa come Bene Pubblico Globale e che consentano un controllo democratico e una *governance* che risponda all'attuale situazione geopolitica, economica e finanziaria.

Un ente di regolamentazione internazionale è quindi necessario. Occorre potenziare fortemente le strutture dell'ONU che si occupano di cooperazione economica, a partire dal Tax Committee dell'ONU, creato per evitare pratiche fiscali nocive. Uno dei principali obiettivi di questo comitato dovrebbe essere un codice di condotta sulla cooperazione internazionale per combattere l'evasione fiscale, da implementarsi tanto a livello nazionale quanto internazionale.

La liberalizzazione dei flussi di capitali non ha portato a una crescita sostenuta e allo sviluppo. Al contrario, ha aumentato la vulnerabilità dei Paesi del Sud alle crisi finanziarie. In alcuni Paesi è stato applicato con successo un controllo sui capitali che ha permesso una forte crescita e una migliore protezione dal contagio in situazioni di crisi. I Paesi del Sud dovrebbero essere in grado di implementare dei controlli sui capitali con obiettivi di sviluppo e di stabilità e questo dovrebbe essere incoraggiato tanto a livello bilaterale quanto multilaterale.

Per realizzare queste radicali riforme, bisogna ripensare nel suo insieme l'architettura della finanza internazionale e le sue istituzioni. Dopo oltre 60 anni dalla conferenza di Bretton Woods, che nel 1944 diede vita a Banca mondiale e FMI, è oggi necessario pensare a una "Bretton Woods 2". Una conferenza che dovrà vedere la partecipazione e l'inclusione di tutti i Paesi e dei popoli del mondo, e in particolare di quelli del Sud, che pagano il costo più alto di una crisi nata nei mercati finanziari del Nord. Una conferenza che dovrà svolgersi sotto l'egida dell'ONU, l'unico organismo che può garantire un approccio realmente multilaterale, democratico e partecipato (vedi Allegato 1.).

3.3. La regolamentazione

Una delle misure più urgenti riguarda sicuramente un aumento della trasparenza dei mercati e degli operatori finanziari, in moltissimi ambiti, dai paradisi fiscali alle operazioni in derivati, dal segreto bancario ai mercati non regolamentati, dai piani di incentivi e di *stock option* per i manager alle operazioni di cartolarizzazione, fino ai meccanismi di funzionamento e di valutazione del rischio realizzati dalle agenzie di rating. E' in particolare necessario risolvere i pesanti conflitti di interessi che minano il funzionamento di queste agenzie.

Gli *hedge funds* dovrebbero come minimo sottostare agli stessi obblighi per le banche in materia di

capitali propri, supervisione e trasparenza, anche perché, a causa dell'effetto leva, il loro rischio viene trasferito alle banche.

I derivati possono giocare un ruolo positivo se servono come forma di assicurazione contro i rischi, ma è necessaria una trasparenza nettamente maggiore e una forte limitazione del loro campo di azione, inclusi tutti i nuovi strumenti di finanza strutturata che si fondano sui derivati e l'operato in mercati secondari. Parliamo dei derivati strutturati e che si appoggiano su altri derivati, ovvero di strumenti fortemente speculativi che nella quasi totalità dei casi andrebbero messi al bando. I derivati dovrebbero inoltre essere come minimo negoziati solo nelle borse valori e monitorati dalle autorità di controllo sui mercati.

I fondi di *private equity* possono aumentare l'efficienza dell'economia reale se sono regolati in maniera adeguata e trasparente. I capitali propri richiesti devono essere aumentati in modo da limitare l'effetto leva, ed è necessaria anche una riforma della *governance*. I sindacati, i consumatori e gli altri *stakeholder* devono essere autorizzati a partecipare alle decisioni riguardanti le imprese nelle quali investono questi fondi.

Non esiste nessun argomento economico a favore del permettere ai paradisi fiscali di continuare le loro operazioni. Questi territori dovrebbero essere spinti ad abbandonare le proprie pratiche finanziarie e fiscali. Possono essere utilizzate misure *ad interim*, che vanno dal togliere il segreto bancario alle banche sotto la loro sovranità, al mettere delle forti imposte sulle transazioni da e per i centri *offshore*.

Gli standard di rendicontazione internazionale, che consentono alle imprese di pubblicare nei loro bilanci unicamente dati aggregati per macro-regioni, danno la possibilità di non pagare tasse nel Paese in cui queste imprese operano, trasferendo le risorse corrispondenti verso i paradisi fiscali. Una rendicontazione basata sulle giurisdizioni (Paese per Paese) delle entrate delle imprese transnazionali è un primo passo verso la regolamentazione degli introiti di queste imprese, e quindi verso la prevenzione delle enormi fughe di capitali. Il Parlamento Europeo ha recentemente approvato una risoluzione che invita la Commissione Europea a richiedere alle imprese transnazionali attive nel settore estrattivo di riportare i propri dati economici e finanziari Paese per Paese. Si tratta di un passo importante che deve essere seguito da vicino e esteso a tutti i settori economici. Un sistema obbligatorio di rendicontazione Paese per Paese, adottato a livello globale, permetterebbe di migliorare in maniera determinante la trasparenza sulle attività e i profitti delle imprese transnazionali. Si tratta con ogni probabilità della singola misura più importante nella lotta contro l'elusione e l'evasione fiscale, la corruzione, la criminalità finanziaria internazionale e i paradisi fiscali.

Per arrestare il sistema finanziario ombra che si è sviluppato negli ultimi anni, una delle misure più urgenti riguarda la necessità di impedire a banche e imprese finanziarie di sfruttare meccanismi quali le cartolarizzazioni per portare fuori bilancio alcune loro voci contabili. E' necessario andare oltre l'accordo di Basilea II, e dichiarare illegali le operazioni fuori bilancio. Una misura che permetterebbe di restituire un minimo di fiducia nel sistema bancario e di migliorare la sua trasparenza.

3.4. Le tasse internazionali

Di fronte a una finanza globalizzata e senza frontiere, le risposte degli Stati-nazione appaiono assolutamente insufficienti. E' necessario mettere a punto delle risposte efficaci sul piano internazionale. Considerando che la leva fiscale rimane lo strumento più importante a disposizione del pubblico, la soluzione più naturale riguarda l'introduzione di forme di tassazione internazionale.

Un'imposta minima sulle transazioni valutarie, originariamente proposta del premio Nobel per l'economia James Tobin, permetterebbe di frenare i capitali speculativi senza intaccare le attività

produttive. Sono ormai moltissimi gli studi e le ricerche che hanno chiarito la fattibilità di una tale imposta, anche limitatamente all'area dell'euro, e risposto ad ogni questione di natura tecnica. Oltre al porre un freno alla speculazione finanziaria, tale imposta avrebbe un forte effetto redistributivo e permetterebbe di riscuotere un reddito da destinare alla cooperazione internazionale e alla tutela dei Beni Pubblici Globali. Si tratterebbe più in generale di uno strumento di politica economica che permetterebbe di restituire alla sfera politica una forma di controllo su quella finanziaria.

Accanto alle imposte sulle transazioni valutarie, diverse altre forme di tassazione su strumenti finanziari andrebbero considerate come una priorità dell'agenda politica internazionale. Delle misure che avrebbero gli stessi effetti positivi segnalati in precedenza.

3.5. Il ruolo delle banche

Come linea di indirizzo generale, è necessario un nuovo sistema di regole per frenare lo strapotere della finanza e per riportarla alla sua funzione originaria. Non un fine in sé stesso per produrre denaro dal denaro ma un mezzo al servizio dell'economia produttiva e delle attività commerciali, che ponga il rispetto dei diritti umani e dell'ambiente al centro del proprio operato, attenta alle conseguenze non economiche delle proprie azioni e nella quale la trasparenza è un valore fondamentale. Si tratta di alcune delle caratteristiche salienti del mondo della finanza etica.

Il sistema bancario tradizionale si è al contrario mosso verso una sempre maggiore opacità e verso l'inseguimento del massimo profitto nel brevissimo termine. Viene naturale domandarsi quante risorse, tanto economiche quanto umane, vengano oggi investite dalle banche in attività speculative, e quante, al contrario, siano dedicate al rispondere ai problemi e alle richieste dei cittadini e del territorio nel quale la banca opera. Somme gigantesche vengono quotidianamente spostate alla ricerca di questi profitti, mentre una gran parte dell'umanità è totalmente esclusa dall'accesso al credito, e con somme enormemente minori potrebbe avviare processi di autosviluppo, tramite fenomeni quali quello del microcredito.

Finché ha funzionato, questo sistema ha garantito profitti giganteschi a pochi grandi attori finanziari. In soli sei anni, tra il 2000 e il 2006, gli utili netti delle banche a livello mondiale sono più che raddoppiati, passando da 372 a 788 miliardi di dollari. Un dato medio che nasconde situazioni davvero incredibili, come nel caso della Lehman Brothers, che ha visto i propri profitti crescere di 17 volte tra il 1995 e il 2007, subito prima del clamoroso fallimento dei mesi scorsi. Un profitto realizzato alimentando ingiustizie e instabilità e provocando una crisi che sta trascinando oggi l'economia reale e la popolazione mondiale in una pesante fase recessiva.

Tutto questo senza considerare gli impatti sociali, ambientali e sui diritti umani che, al di là della speculazione finanziaria, tutt'oggi caratterizzano il "normale" funzionamento delle banche. L'intervento di queste ultime è spesso determinante nella realizzazione di grandi progetti nel campo delle infrastrutture, dell'energia o dello sfruttamento delle materie prime. Parliamo di progetti con pesanti conseguenze per le popolazioni locali e l'ambiente. Progetti che necessitano di enormi capitali e hanno piani di rientro degli investimenti che si spalmano su orizzonti di decenni. In molti casi questi interventi non potrebbero essere realizzati senza la partecipazione dei capitali bancari.

Il sistema bancario e finanziario è oggi chiamato a rivedere radicalmente i valori e gli indirizzi strategici sui quali si fonda. Una richiesta che, alla luce della recente crisi, queste imprese devono soddisfare come condizione per mantenere la propria "licenza sociale ad operare", tornando ad essere uno strumento al servizio dell'insieme della società.

CONCLUSIONI

L'attuale crisi nasce per cause ben identificabili e specifiche, ma affonda le sue radici nell'insieme delle scelte economiche e politiche degli ultimi 30 anni. Scelte che hanno portato alla creazione di un sistema finanziario senza controllo e sempre più scollegato dall'economia reale. I governi del Nord, e quelli del G8 in primo luogo, dietro la loro retorica amica dei Paesi poveri e dell'ambiente, hanno responsabilità enormi nell'attuale situazione. Tra l'altro sono gli stessi esecutivi che continuano a dominare il sistema di governo delle istituzioni finanziarie internazionali, in maniera anacronistica rispetto alle evoluzioni della mappa geo-economica del pianeta. E' oggi necessario ridisegnare i fondamenti dell'architettura finanziaria internazionale e delle sue istituzioni. Un processo che deve avvenire in maniera realmente multilaterale, trasparente e partecipata.

La riforma della *governance* deve andare di pari passo con la formulazione di nuove regole. Un reale cambiamento presuppone di rompere il dominio dei mercati finanziari sull'economia reale, ovvero di "definanziarizzare" l'economia, in particolare introducendo delle misure di regolamentazione che affrontino la speculazione e riducano la volatilità. Queste misure dovrebbero includere una tassazione progressiva dei movimenti di capitali, comprese forme di tassazione sulle transazioni valutarie e finanziarie, e controlli sui capitali in entrata e in uscita in accordo con le necessità di ogni economia nazionale. Delle forme di tassazione internazionale contribuirebbero alla regolamentazione della finanza, a frenare la speculazione e altre esternalità negative e fornirebbero un gettito da destinare alla tutela dei Beni Pubblici Globali.

Queste misure, come le altre segnalate in precedenza, andrebbero in favore della stragrande maggioranza della popolazione, tanto nel Nord quanto nel Sud del mondo. In molti casi non vi sono difficoltà tecniche per una loro implementazione, è unicamente una questione di volontà politica. L'ostacolo maggiore è rappresentato dall'enorme potere delle lobby della finanza. L'attuale crisi ha confermato come sia assolutamente necessario lavorare da subito per una profonda riforma dei meccanismi e delle regole della finanza internazionale. In questo senso, la stessa crisi può e deve rappresentare un'opportunità per chiudere definitivamente il grande casinò finanziario globale e per avviare un percorso sulla strada di una maggiore giustizia ed equità internazionali.



A cura di
Andrea Baranes
Campagna per la Riforma della Banca Mondiale – CRBM
Via Tommaso da Celano 15 – 00179 – Roma
Tel: 06 7826855 – Fax: 06 7858100
info@crbm.org – www.crbm.org

Per maggiori informazioni:
Osservatorio sulla Finanza: www.osservatoriofinanza.it

Allegato 1: Dichiarazione sulla proposta di un “summit globale” per la riforma del sistema finanziario internazionale

Il seguente appello è stato sottoscritto, al 28 ottobre 2008, da oltre 500 organizzazioni e reti della società civile internazionale provenienti da più di 90 Paesi del mondo.

Contesto di riferimento

Gli ultimi mesi hanno visto una delle crisi finanziarie più profonde della storia dell'Europa e del Nord America. La risposta è stata di portata altrettanto storica. Per salvarsi dalle recessioni regionali e globali e per restituire stabilità e fiducia ai mercati, i governi del Nord stanno perseguendo un programma massiccio e senza precedenti di interventi governativi, nazionalizzazione di banche, iniezione di enormi sussidi nelle istituzioni in difficoltà e ri-regolazione di settori finanziari.

Questa risposta è in aperto contrasto con le austere politiche neoliberiste imposte ai Paesi del Sud dalla Banca mondiale, dal Fondo Monetario Internazionale e dai Paesi del Nord negli ultimi 30 anni. I governi sono stati spinti a liberalizzare le loro barriere commerciali, a deregolamentare i loro mercati finanziari e del lavoro, a privatizzare le industrie nazionali, ad abolire i sussidi, e a ridurre le spese economiche e sociali. Lo stato ha visto il proprio ruolo fortemente ridursi.

Questo doppio standard non è solo inaccettabile, ma segnala anche la sconfitta del fondamentalismo del libero mercato. Il sistema finanziario internazionale, la sua architettura e le sue istituzioni sono state totalmente superate dalla dimensione dell'attuale crisi finanziaria ed economica. Di conseguenza, il sistema finanziario, la sua architettura e le sue istituzioni devono essere completamente ripensati.

Una risposta davvero globale ad una crisi globale

Nelle ultime settimane, i leader di tutto il mondo hanno riconosciuto le mancanze del sistema esistente e la necessità di introdurre un'ampia serie di proposte per riformare il sistema finanziario globale e le sue istituzioni. E' ovviamente necessario accordarsi su misure urgenti per contrastare la crisi, e vogliamo evidenziare che la priorità deve essere data alle risposte agli impatti di questa crisi sui dipendenti e i lavoratori, sulle famiglie a basso reddito, sui pensionati e sugli altri settori estremamente vulnerabili. Nello stesso momento, siamo estremamente preoccupati che gli incontri annunciati possano essere condotti in maniera affrettata e non inclusiva, e, come risultato, che non considerino l'insieme dei cambiamenti necessari, né distribuiscano in maniera equa il peso di questi cambiamenti.

Anche se la crisi ha avuto origine nei Paesi del Nord, gli impatti saranno probabilmente maggiori in quelli del Sud. E' quindi cruciale che tutte le nazioni abbiano voce in capitolo nel processo di cambiamento dell'architettura finanziaria internazionale. Nessuna soluzione equa e sostenibile per trasformare l'attuale sistema potrà nascere da una conferenza che sia preparata in poco tempo e che escluda moltissimi Paesi e la società civile. Questi sforzi, al contrario, porteranno probabilmente a minare ulteriormente la fiducia del pubblico e ad allontanare ancora di più dei Paesi che stanno già oggi optando per soluzioni regionali più che per un sistema finanziario internazionale più forte, coerente e giusto.

Le nostre richieste – E' tempo di un ripensamento di fondo

Come organizzazioni della società civile firmatarie di questo appello, sosteniamo la trasformazione radicale e di lunga portata del sistema finanziario ed economico internazionale. Per raggiungere questo scopo, sosteniamo la proposta di una conferenza internazionale di altissimo livello, convocata dall'ONU, per rivedere l'architettura finanziaria e monetaria, la sua *governance* e le sue istituzioni, ma solo se questo incontro segue un processo che:

1. è inclusivo e favorisce la partecipazione di tutti i governi del pianeta;
2. include rappresentanti della società civile, dei gruppi di cittadini, dei movimenti sociali e degli altri *stakeholder*;
3. prevede un processo e delle tappe di avvicinamento chiari per le consultazioni regionali, e in particolare con chi è più colpito dall'attuale crisi;
4. è inclusivo nei propri scopi, e prende in considerazione l'insieme delle questioni e delle istituzioni;
5. è trasparente, con proposte e bozze di documenti resi pubblici in anticipo e discussi ben prima dell'incontro stesso.

Si dovrebbe utilizzare appieno la nuova *task force* dell'ONU sul sistema finanziario globale, il prossimo incontro sulla Finanza per lo Sviluppo dell'ONU e le altre istanze e appuntamenti dell'ONU per iniziare a preparare tale incontro.

Non ci sono soluzioni immediate nella transizione dall'attuale sistema – che ha prodotto instabilità e disuguaglianze – verso un sistema giusto, sostenibile e responsabile, che porti benefici all'insieme della popolazione mondiale.