

Sistema Finanziario

Di Claudio Gnesutta¹

La "finanza", la cui dimensione è aumentata notevolmente negli ultimi tempi, ha un ruolo determinante per le condizioni di vita dei singoli e della collettività. Sebbene essa sia considerata uno strumento cruciale per la crescita di un paese, gli squilibri che essa genera sono altrettanto importanti come dimostra la lunga recessione in atto. D'altra parte, sorprende che nonostante la crisi produttiva e occupazionale, i patrimoni finanziari resistono egregiamente e ciò, come argomenta Piketty, Il capitale del XXI secolo (Bompiani), non è l'esperienza di un singolo paese e solo del nostro tempo, ma caratterizza lo sviluppo del mondo capitalistico lungo l'intero ventesimo secolo.

Anche per una semplice un'introduzione al funzionamento delle istituzioni finanziarie e il loro ruolo nel regolare i rapporti tra ricchezza e capitale, tra risparmio e investimento, richiede di affrontare, seppur molto rapidamente, almeno quattro punti: (1) cosa è "ricchezza" e quale rapporto ha con il "capitale" produttivo; (2) quali forme assume la finanza in questo rapporto; (3) come funziona concretamente; (4) come influenza l'equilibrio macroeconomico. I collegamenti con la nota sulla Moneta sono inevitabili e saranno opportunamente segnalati.

1. IL RAPPORTO TRA RICCHEZZA E CAPITALE

Perché un soggetto è "ricco"? Perché dispone di risorse, non solo materiali ma anche morali, che gli permettono di garantirsi il futuro, come sopravvivenza fisica e come realizzazione di sé. Un'affermazione generale che vale per tutti, anche se ognuno ha un giudizio diverso sul livello delle risorse necessarie e sulla combinazione materiale-morale desiderata; ma è anche una definizione che permette di individuare gli elementi basilari del concetto di *ricchezza*. Si deduce

¹ Docente di Economia politica, Macroeconomia, Economia monetaria e Politica economica nella Facoltà di Scienze economiche e bancarie di Siena, nella Facoltà di Giurisprudenza di Firenze e nella Facoltà di Economia dell'Università "La Sapienza di Roma", claudio.gnesutta@uniroma1.it

che la ricchezza è la disponibilità *attuale* di risorse dal cui utilizzo deriva la disponibilità *futura* dei beni e servizi necessari alla propria vita: uno *stock di risorse* capace di comandare un *flusso di beni futuri*. Si può definire il processo finanziario come il meccanismo che connette la ricchezza al processo produttivo determinando la redistribuzione del reddito da capitale e il processo di accumulazione. Sono questi i temi che, assieme alla questione del valore degli strumenti finanziari e quindi della ricchezza e del capitale, sono l'argomento di questo paragrafo.

Le risorse disponibili si devono trasformare in un flusso di beni e servizi futuri. Va spiegato come la *proprietà delle risorse* dei detentori di ricchezza (*rentier*) si trasforma nel *capitale produttivo* gestito dagli *imprenditori*. Il trasferimento della disponibilità delle risorse avviene attraverso un rapporto contrattuale, certificato da un *titolo*, tra il proprietario della risorsa e il soggetto che la gestisce come impresa. È un passaggio essenziale per la produttività del sistema, dato che, per far fruttare le risorse produttive, si richiedono doti di intraprendenza e di intelligenza organizzativa, nonché abilità a prevedere e ad adattarsi alle mutevoli condizioni del mercato. Poiché queste doti non sono necessariamente presenti nei rentier, è più produttivo che essi cedano l'uso delle loro risorse a chi è più organizzato nel produrre nuovo valore, riservandosi il diritto di attingere ai profitti risultanti. Nulla cambia nella relazione tra rentier e imprenditori se – com'è frequente nelle attuali realtà finanziarizzate – essa si realizza tramite una catena, più o meno lunga, di titoli di credito-debito; l'aspetto importante è che, qualsiasi forma prenda il trasferimento delle risorse, la ricchezza e il capitale sono comunque ai due estremi della catena, confermando di essere due facce, distinte e contrapposte, della medesima realtà produttiva.

La trasformazione della ricchezza in capitale si realizza in molteplici forme. (Prospetto 1) Il proprietario può utilizzare le proprie risorse per produrre direttamente i beni a lui necessari: la risorsa è investita direttamente nell'impresa. Può cederne l'uso, più o meno temporaneamente, in cambio di un titolo di proprietà dell'impresa (quota di partecipazione, pacchetto azionario ecc.). Ma è anche possibile che la cessione delle proprie risorse prenda la forma di un titolo di credito nei confronti di un terzo (di norma una istituto finanziario), come, ad esem-

pio, quando un rentier sostituisce i suoi titoli azionari con titoli di un intermediario finanziario, dove quest'ultimo si incarica di finanziare l'impresa. Qualsiasi sia il percorso, la relazione di fondo tra ricchezza e capitale rimane impregiudicata; si allunga solo la catena di rapporti con i quali si realizza. (Prospetto 2a)

Nella realtà, i rapporti finanziari non si esauriscono nei titoli emessi dalle imprese e detenuti, direttamente o indirettamente, dai rentier. Esiste almeno un altro settore, l'ente pubblico, i cui titoli di debito accumulatisi nel tempo hanno rilevanza per l'equilibrio finanziario; essi sono detenuti dai rentier e dalle banche di modo che la *ricchezza privata* non è costituita solo dal capitale produttivo, ma anche dal debito pubblico. (Prospetto 2b) Se per il singolo è immediato che i titoli pubblici siano ricchezza poiché le condizioni di reddito e di rimborso sono del tutto analoghe a quelle dei titoli privati, per l'intera economia la spiegazione è un po' più articolata. A differenza dei redditi distribuiti dalle imprese, gli interessi pagati dal settore pubblico *non* derivano *direttamente* da un processo produttivo, ma dal potere statale di procurarsi, attraverso la leva fiscale, il reddito per il pagamento degli interessi; anche in questo caso, il reddito di cui godono i rentier, anche se indirettamente, proviene dal processo produttivo.²

Considerato che la rete di titoli ha come emittenti finali le imprese e i rentier come beneficiari finali, ne discende che tutto il reddito da capitale deve affluire dalle prime ai secondi. Direttamente come dividendi sulle azioni e partecipazioni e indirettamente come interessi pagati alle banche che, a loro volta, pagano gli interessi sui titoli da esse emessi. Inoltre, una parte del reddito da capitale riaffluisce ai rentier nella forma di interessi sul debito pubblico il cui pagamento è reso possibile dal prelievo fiscale.³ Infine, la parte del reddito da capitale trattenuto dalle imprese (e dalle banche) per autofinanziare i propri investimenti accresce la ricchezza nella misura in cui aumenta il valore delle imprese (e delle banche) che sono di proprietà dei rentier. Se tutto il reddito da capitale ritorna ai rentier, la presenza di una rete complicata di titoli rende meno trasparente il

² Analoghe considerazioni si possono formulare per i rapporti finanziari con operatori esteri; i limiti di questa nota, impediscono di approfondire questo aspetto che pertanto va rinviato ad altri contributi (vedi **Relazioni con l'estero**).

³ Sebbene non vi sia lo spazio per soffermarsi, va osservato che, nelle nostre realtà finanziarizzata, molti titoli sono emessi dalle famiglie (mutui immobiliari). Gli interessi che esse pagano sono una sottrazione dal loro reddito il quale comunque deriva dal processo produttivo o direttamente (salari e stipendi privati) o indirettamente dalla redistribuzione pubblica (stipendi pubblici, pensioni, sussidi).

rapporto "reale" sottostante, ovvero il "potere" di disporre dei risultati produttivi futuri.

Per passare a una visione dinamica del processo finanziario occorre esaminare la relazione tra risparmio e investimento. Quando un'unità economica programma una spesa maggiore del reddito disponibile, essa deve trovare qualcuno che finanzi il suo *eccesso di spesa*; occorre, in altre parole, che vi sia qualcuno che, avendo un *eccesso di reddito*, sia disposto a concederle credito. (Prospetto 3, prime due righe) Se i rentier hanno un reddito che eccede i loro consumi, il *risparmio* (al netto degli investimenti in immobili, preziosi, opere d'arte e altri fondi di valore) costituisce una *disponibilità di fondi* in cerca di impiego. Se le imprese programmano una spesa per investimento superiore ai loro profitti non distribuiti esse hanno un *fabbisogno di fondi* che richiede di essere soddisfatto; analogamente il settore pubblico ha un fabbisogno di fondi nel caso di un deficit di bilancio, di un eccesso di spesa rispetto alle entrate fiscali. La disponibilità di fondi di un settore copre il fabbisogno di fondi di un altro settore attraverso la stipula di contratti di credito-debito; l'eccesso di reddito è soddisfatto dall'acquisto di nuovi titoli e l'eccesso di spesa dalla loro emissione. Non potendovi essere, a posteriori, titoli emessi non assorbiti da qualcuno, risulta verificata, dal lato finanziario, la condizione di equilibrio macroeconomico, ovvero la necessaria uguaglianza tra risparmio e investimento. Gli investimenti del periodo si sommano al capitale esistente per determinare lo stock di capitale destinata alle produzioni future; analogamente, il risparmio del periodo si somma alla ricchezza esistente per determinare lo stock dei diritti dei rentier sui beni futuri. Investimenti e risparmi danno luogo a un flusso di nuovi debiti e di nuovi crediti che si accumulano a quelli in essere determinando gli stock esistenti di attività e passività finanziarie.

La corrispondenza tra ricchezza e capitale è una equivalenza in *valore*. Il valore del capitale (dei titoli rappresentativi) è il punto focale in quanto esprime il valore della promessa di fornire un reddito futuro, mentre il valore della ricchezza non esprime altro che l'attesa di beneficiare di quel reddito. Se questa è l'aspetto sostanziale, nei fatti il valore della ricchezza corrisponde al valore dei titoli in cui è investita; il valore del capitale produttivo corrisponde al valore dei

titoli emessi per finanziarlo; il valore del debito pubblico corrisponde al valore dei suoi titoli. Pertanto, la finanza, determinando il valore dei diversi titoli, è il meccanismo che definisce quanto valgono le due grandezze "reali", ricchezza e capitale.

Il valore di un titolo dipende dai redditi futuri che esso prospetta e dall'affidabilità di questa previsione. Poiché è dal capitale delle imprese che si generano i redditi futuri, le informazioni su ciò che gli imprenditori si attendono sono alla base delle attese dei rentier sulla remunerazione che spetta loro. Le aspettative degli imprenditori e dei rentier possano divergere; l'incertezza di cosa accadrà in futuro è però uno stimolo per raccogliere informazioni in modo da avere idee più precise non solo sul reddito atteso da ogni titolo, ma anche sul suo grado di certezza, ovvero sul *rischio* associato al suo possesso. Una variazione in questi due parametri determina una variazione dei valori finanziari, e quindi della ricchezza. Ciò si verifica nel caso di eventi, naturali o sociali, che modificano la capacità produttiva delle imprese (nel senso di ridurla: terremoti, guerre, espropriazioni ecc., ma anche di aumentarla: miglioramenti tecnologici, aperture di nuovi mercati ecc.) o che inducono atteggiamenti più ottimistici o più pessimistici, come si è visto per lo *spread* sui titoli pubblici quando gli operatori finanziari hanno ritenuto che venisse a mancare la capacità – economica o politica - dello Stato di rispettare gli obblighi (interessi e rimborso alla scadenza) a suo tempo assunti.

La sicurezza con la quale si fa affidamento sul flusso di redditi futuri dipende, oltre che dalle condizioni delle imprese, anche, se non soprattutto, dalle condizioni istituzionali e sociali in cui esse operano. Un contesto normativo – frutto di una specifica evoluzione storica – in grado di regolare i possibili contrasti nella fase di generazione del profitto e in quella della distribuzione del reddito appare essenziale per infondere fiducia che il futuro si realizzerà nelle forme contrattualmente previste. La "fiducia" che vi siano istituzioni che proteggano la proprietà indica che la ricchezza, quale diritto sui beni futuri, è una "costruzione sociale" per dare continuità a un dato sistema sociale.

2. ATTIVITÀ E ISTITUZIONI FINANZIARIE

La separazione tra proprietà e gestione del capitale è la causa dell'esistenza di un sistema finanziario il cui compito prioritario è appunto quello di indirizzare i fondi disponibili verso le imprese ritenute più meritevoli di credito. La crescita dell'economia dipende dal come sono individuati e sostenuti i soggetti che hanno le migliori opportunità produttive; una funzione importante delle istituzioni finanziarie è pertanto quella di ricercare, raccogliere e elaborare le informazioni sulla situazione e sulle prospettive dei possibili beneficiari di fondi. Una tale attività non è tuttavia sufficiente per indurre chi ha fondi disponibili a cederli a credito. Questi hanno anche la necessità di poter negoziare con facilità i titoli sottoscritti qualora, per una mutata valutazione del merito del credito dell'emittente o per soddisfare sopravvenute esigenze di spesa, intendessero modificare livello e composizione del proprio portafoglio. Facilitare la negoziazione dei titoli è l'altro compito del sistema finanziario come appare immediatamente comprensibile se si considera che titoli con scadenze troppo lontane nel tempo sono poco interessanti per i rentier e titoli con scadenze troppo brevi sono inadeguate per il finanziamento del capitale; nel primo caso è l'offerta, nel secondo è la domanda di fondi a risultare carente. Si può concludere che *l'allocazione del credito* e la *creazione di liquidità* sono le due funzioni fondamentali dell'attività finanziaria per la cui realizzazione si ricorre sostanzialmente a due meccanismi, il mercato finanziario e gli intermediari finanziari.

Il *mercato finanziario* (la "Borsa valori") è il "luogo" in cui si scambiano titoli di vecchia e di nuova emissione. Per favorirne la loro negoziabilità è necessario standardizzare le loro forme contrattuali, sostenere l'attività di operatori specializzati, rendere pubbliche le informazioni (prezzi e volumi scambiati). L'ampliamento delle contrattazioni accresce l'attendibilità dei prezzi e la certezza sulla negoziabilità futura dei titoli stimola gli scambi in un circolo che rafforza il ruolo del mercato; la maggiore e migliore informazione sul valore degli emittenti (imprese e settore pubblico) rende più agevole il collocamento, sul mercato primario, dei loro titoli. La liquidità del titolo sostiene la convinzione del singolo investitore di poter trovare facilmente una controparte nel caso volesse realizzare il valore nonostante; ciò è reso possibile nonostante, per il mercato nel suo complesso, i titoli una volta emessi rimangono in circolazione e devono essere

detenuti da qualcuno qualsiasi sia il rendimento e il rischio stimato dal mercato; in altre parole, i titoli possono passare di mano in mano ma non possono scomparire e se il singolo investitore vuole liquidarli – per utilizzarli per il consumo o per investirli in altre attività patrimoniali – gli è possibile solo se trova qualcuno disposto ad acquistarli per detenerli in portafoglio.⁴

Anche gli *intermediari finanziari* devono raccogliere ed elaborare informazioni per decidere a chi concedere credito e impegnarsi nella produzione di mezzi liquidi. Gli intermediari si distinguono per la specifica funzione svolta; alcuni hanno un rapporto più stretto con i mercati finanziari e svolgono attività di mediazione, gestione patrimoniale e assicurativa, altri si caratterizzano per la funzione creditizia sia di breve che di medio-lungo termine talvolta in connessione con la funzione monetaria (banche, vedi **MONETA**). L'attuale tendenza è comunque verso la despecializzazione, verso una combinazione di più funzioni nella stessa organizzazione operativa. L'intermediazione finanziaria si è sviluppata per la possibilità di sfruttare le economie di scala; di diversificare il rischio; di avvantaggiarsi della creazione di liquidità; di sfruttare le informazioni confidenziali derivanti dai rapporti con la clientela; di compensare gli svantaggi informativi con la richiesta di garanzie reali. Ciò spiega l'esistenza dei titoli degli intermediari nonostante rendano il processo finanziario più complicato (ad un unico rapporto di credito tra impresa e rentier ne sostituiscono due e talvolta anche di più); il loro rendimento più elevato, *a parità di rischio*, giustifica il compenso richiesto dall'intermediario – la differenza tra l'interesse sui fondi prestatati rispetto a quello sui fondi raccolti – anche se questo comporta un maggior costo per il debitore o un minor reddito per il creditore.

La necessità di disporre di adeguate informazioni sulle prospettive dell'emittente per dare fondamento alle attese sul reddito atteso del titolo dipende dal fatto che esso non può essere considerato certo; vi è sempre la possibilità che - anche per i titoli di credito dove rendimento, scadenza e valore di rimborso sono di norma definiti a priori - l'impegno contrattuale sia disatteso a causa di eventi che provocano una riduzione della profittabilità dell'impresa e, al limite, la sua

⁴ Nel portafoglio dei proprietari sono presenti, come attività finanziarie, anche le disponibilità monetarie (non importa se per scopi transazionali, precauzionali o speculativi, vedi **MONETA**).

insolvenza. Il rapporto finanziario non implica solo un trasferimento di fondi dal creditore al debitore, ma anche un impegno al trasferimento in senso inverso di redditi futuri e il trasferimento al creditore del rischio per la sua compartecipazione all'attività produttiva. La contropartita del credito è quindi una combinazione di reddito e di rischio, dove il primo deve aumentare con il secondo: più i titoli sono rischiosi, più devono essere remunerati per essere accettati da chi vi investe parte della propria ricchezza.

3. COME FUNZIONA LA FINANZA

Il compito del sistema finanziario è quello di fornire informazioni sulle prospettive future delle singole imprese e dell'economia nel suo complesso al fine di orientare gli investitori finanziari nella loro allocazione di fondi; queste informazioni sono sintetizzate dal valore dei titoli.

Per decidere quali titoli detenere nel proprio portafoglio, l'investitore deve confrontare il loro tasso di rendimento atteso con il tasso di rendimento richiesto. Il *tasso di rendimento atteso* (rapporto tra rendimento netto atteso e prezzo corrente) di un titolo è l'informazione sintetica che indica quanto ci si attende che esso renda investendovi una unità monetaria. Il rendimento atteso netto è dato dal reddito esplicito (dividendi, interessi ecc.) al netto dei costi (di gestione, fiscali ecc.) più l'apprezzamento atteso (positivo o negativo) nel periodo di investimento. Nessuna delle tre componenti è certa dipendendo dalle informazioni disponibili (situazione e prospettive del debitore, eventuali garanzie ecc.) in quel momento.

Il tasso di rendimento atteso non è sufficiente per decidere l'investimento; si deve tener conto anche dell'attendibilità delle valutazioni sulle attese di reddito, costo e apprezzamento. Occorre prendere in considerazione altri due parametri: il tasso d'interesse corrente su attività liquide sicure e il premio per il rischio, il quale consiste nel maggior tasso di interesse richiesto dall'investitore per essere disposto a detenere un titolo con quel livello di rischiosità.⁵ La somma delle due componenti (tasso d'interesse certo e premio per il rischio) è il *tasso di rendi-*

⁵ Per esigenze di sinteticità includiamo nel premio per il rischio il premio per la (perdita di) liquidità, ovvero il maggior tasso che l'investitore chiede per la perdita attesa (in termini di minor prezzo) cui potrebbe incorrere il titolo qualora lo si volesse negoziare.

mento richiesto che indica quanto deve offrire il titolo (per una unità monetaria investita) perché l'investitore lo prenda in considerazione. Se il tasso di rendimento richiesto (dal creditore) è maggiore del tasso di rendimento atteso (dalla situazione del debitore), cioè se quanto si vuole ottenere è inferiore a quanto il titolo promette, non vi è alcun interesse a tenere o a investire in quel titolo; viceversa, nel caso opposto.

Mentre il tasso d'interesse sull'attività dal rendimento certo è un'informazione pubblica, comune per tutti gli investitori, non lo è il premio per il rischio che rispecchia valutazioni personali (avversione al rischio, situazione di liquidità, fiducia nelle proprie informazioni, coinvolgimento nell'ottimismo o pessimismo del mercato ecc.). Investitori diversi valutano in maniera (anche sensibilmente) diverse i tassi di rendimento attesi ma, soprattutto, i tassi di rendimento richiesti; la "soggettività" dei due tassi è alla base dell'atteggiamento "speculativo" (vedi **MONETA**) che contraddistingue l'attività finanziaria per la ricerca dei singoli di trarre vantaggio dalla maggiore informazione che ritengono di possedere rispetto al mercato. Il confronto tra i due tassi indica all'investitore quali titoli vendere, in quanto ritenuti meno redditizi, e quali acquistare in contropartita perché a più alto rendimento. Le decisioni di acquisto-vendita di tutti gli investitori determinano, al prezzo corrente di mercato, un eccesso positivo di domanda per alcuni titoli e negativo per altri; i prezzi dei titoli si modificano, in aumento nel caso di una domanda netta positiva, in diminuzione nel caso sia negativa. La variazione del prezzo modifica il *tasso* di rendimento atteso e ridefinisce le domande-offerte di mercato; se, ad esempio, il prezzo di mercato di un titolo aumenta (diminuisce il tasso di rendimento atteso) allora, ferme rimanendo le altre condizioni, alcuni investitori che in precedenza erano interessati ad acquistarlo si ritirano dal mercato riducendo l'eccesso di domanda. Il movimento dei prezzi prosegue fino a quando non si forma un prezzo al quale non vi sono né venditori né acquirenti insoddisfatti per cui si spegne la spinta a ulteriori arbitraggi. Il prezzo di equilibrio è allora quello che divide gli investitori in due parti di peso uguale: da una parte quelli che, a un prezzo inferiore, sono disposti ad acquistare il titolo e dall'altra quelli che, a un prezzo superiore, se ne libererebbero volentieri.

L'arbitraggio, se continuo e diffuso, tende a rendere uniformi i rendimenti di tutti i titoli per cui il prezzo di mercato è una sintesi dell'opinione "media" degli operatori. Esso, quale baricentro tra valutazioni ottimistiche e pessimistiche, determina, sulla base delle attese (medie) di rendimento, il rendimento richiesto dal mercato e, dato il tasso di interesse sulle attività certe, la valutazione (media) del premio per il rischio; il differenziale di rendimento tra due attività esprime pertanto il loro differenziale di rischio valutato dal "mercato". Sebbene le informazioni disponibili e l'avversione al rischio differiscano da soggetto a soggetto, la quotazione di mercato è unica per tutti e indica la condizione alla quale, in quel momento, i rentier sono disposti a detenere l'intero stock di titoli nella sua composizione esistente.

Le quotazioni di mercato rendono pubbliche le informazioni private dei singoli investitori: nuove informazioni che modifichino le attese di rendimento o la propensione-avversione al rischio di (alcuni) investitori riattivano il processo di arbitraggio per riaggiustare la composizione del portafoglio a quella desiderata. Se, per esempio, il rendimento atteso dei titoli azionari migliora rispetto a quello dei titoli pubblici (per un'aumentata incertezza che lo Stato sia in grado di rispettare i suoi impegni), sul mercato si registra un'offerta netta di questi ultimi e una domanda netta di azioni; le quotazioni delle due attività si modificano, aumenta la quotazione delle azioni e si riduce il prezzo dei titoli pubblici; il rendimento atteso delle azioni diminuisce (aumenta il suo denominatore) e aumenta quello dei titoli pubblici (diminuisce il suo denominatore) fino a che non si ripristina l'equilibrio tra rendimento atteso e rendimento richiesto. Quanto più l'aggiustamento dei prezzi è veloce, tanto più i prezzi si adeguano alla nuova situazione senza che si registrino scambi consistenti di titoli.

Il meccanismo di riaggiustamento non coinvolge solo le attività finanziarie; esso influenza anche altri settori, in particolare il mercato immobiliare e quello delle attività liquide. In questo secondo caso, per quanto il rendimento atteso sulla moneta sia quasi nullo, esso può risultare, in alcune situazioni, superiore a quello delle attività fruttifere inducendo la generalità degli investitori a liquidare i titoli a più lungo termine. Ciò si verifica, ad esempio, quando in situazioni di elevata incertezza aumenta il premio per il rischio richiesto dagli investitori al di

sopra dei rendimenti attesi di *tutti* i titoli. Il tentativo di disfarsi delle attività ritenute ora troppo rischiose e trasformarle in attività liquide ha come conseguenza l'aumento della quotazione di quest'ultime (riduzione del tasso d'interesse certo) e la diminuzione generalizzata del prezzo dei titoli (aumento del loro tasso di rendimento): il differenziale tra i due rendimenti è la valutazione che il mercato dà della liquidità.

La quotazione dei titoli delle imprese informa i potenziali finanziatori delle prospettive delle imprese che "prevale" sul mercato e segnala a queste il costo del capitale (il reddito richiesto dagli investitori per unità di fondi prestati ai prezzi correnti) che devono sostenere per finanziare i loro investimenti. Quotazioni di mercato elevate – riflesso di un atteggiamento ottimistico degli operatori finanziari nei confronti delle prospettive delle imprese – inducono le imprese che hanno una posizione altrettanto ottimistica di ricorrere al mercato per il finanziamento dei loro investimenti correnti; è il caso in cui esse valutano che il reddito che si impegnano a distribuire in contropartita dell'emissione di una azione è inferiore ai profitti che ritengono di ricavare con l'impiego di quei fondi. Viceversa, un ribasso delle quotazioni aumenta il costo del finanziamento che scoraggia l'investimento.

Il mercato svolge bene la sua funzione se è in grado di rendere pubbliche, attraverso quotazioni corrette, le informazioni private a disposizione dei singoli investitori a un ridotto costo (di raccolta delle informazioni). L'efficienza del mercato va valutata dal punto di vista informativo, valutativo e funzionale. Dal punto di vista informativo se le quotazioni riflettono le valutazioni degli operatori finanziari sulle prospettive future dell'impresa, ovvero se segnalano l'evoluzione dei fattori "fondamentali" che sono alla base della sua crescita; dal punto di vista valutativo se fornisce la quotazione dell'impresa in maniera continua e appropriata dando un maggior peso alle scelte degli operatori più informati e questi decidono sulla base dell'andamento dei fattori "fondamentali"; dal punto di vista funzionale se l'organizzazione del mercato facilita gli scambi e permette una corretta interpretazione dell'andamento delle quotazioni. Va considerato che le quotazioni del mercato esprimono le attese di una classe di soggetti economici, quella degli operatori finanziari, ai quali viene delegata la valutazione delle

prospettive delle imprese. Tale valutazione non ci può dire quale sarà effettivamente il loro futuro, ci dice solo cosa pensano ora gli operatori finanziari a tale riguardo. Per la credibilità di una tale informazione è necessario che il mercato sia strutturalmente organizzato, ampio e spesso. Organizzato, in quanto le transazioni devono avvenire secondo regole e procedure che permettano un'interpretazione corretta dei movimenti dei corsi e limitino le asimmetrie informative tra i diversi contraenti; ampio, in quanto è necessaria una molteplicità di titoli sui quali l'investitore possa esercitare le sue scelte; spesso, in quanto è essenziale che le contrattazioni siano frequenti e numerose. Le tre condizioni strutturali interagiscono tra di loro e la loro combinazione determina quanto efficientemente opera il mercato.

Il mercato può essere altamente, ma non perfettamente, informativo. Se il sistema dei prezzi contenesse sistematicamente tutta l'informazione rilevante, non vi sarebbe convenienza per alcun operatore a sostenere dei costi per acquisirla; ma se nessuno raccoglie informazioni, il sistema dei prezzi perde qualsiasi contenuto informativo. Il mercato si struttura pertanto in una sezione di operatori "informati" e in una di operatori "non informati"; i primi mirano a ricavare un reddito dalla loro attività di arbitraggio (comprano i titoli che ritengono sottovalutati e vendono quelli sopravvalutati) che li compensa dei costi di acquisizione dell'informazione; così facendo segnalano, attraverso le quotazioni che contribuiscono a determinare, il loro giudizio sui diversi titoli che la parte non-informata sfrutta per le proprie scelte. All'aumentare del numero degli informati aumenta il potere informativo dei prezzi, ma si riduce il beneficio dell'informazione; gli informati che sostengono i costi più elevati sono indotti a spostarsi tra i non-informati e decidere sulla base dei segnali di mercato. Se si riduce il contenuto informativo dei prezzi aumenta l'incertezza, tra i non-informati, sulla qualità dei titoli, aumenta la loro avversione al rischio e si riduce la domanda sia dei titoli "buoni" che di quelli "cattivi"; l'aumento nel tasso di rendimento richiesto alle imprese induce le migliori ad uscire dal mercato peggiorando la qualità dell'offerta di titoli. Torna così ad esservi convenienza a ricercare ed elaborare le informazioni e, passando tra gli "informati", a invertendo

il ciclo. Il mercato oscilla intorno a una situazione altamente, ma non pienamente informativa.

Si può allora sostenere che quando gli operatori informati fanno le loro scelte sulla base dei fondamentali, le quotazioni si stabilizzano nell'intorno di un valore ritenuto "normale" con minime fluttuazioni intorno ad esso: a prezzi leggermente inferiori a quello normale, gli operatori sono pronti ad acquistare (a vendere nel caso opposto) riportando le quotazioni in equilibrio. La stabilità del mercato dipende quindi da come si identifica il prezzo "normale". Se però, come spesso accade, all'aumentare delle quotazioni gli operatori divengono più ottimisti e rivalutano il valore "normale", allora la crescita dei corsi, non trovando un limite nei fondamentali economici esterni alla dinamica del mercato, può proseguire indefinitamente. Il processo è accentuato dal comportamento dei "non informati" che, influenzati dall'opinione collettiva (voci di mercato, notizie dei media ecc.), "fanno quello che fanno gli altri" nella convinzione che siano questi ad avere le informazioni giuste. Inoltre, in queste fasi di rapida crescita delle quotazioni, nuovi investitori finanziari sono attirati sul mercato e l'afflusso di nuovi fondi - creati dalle banche o disinvestiti da altri mercati (da quello immobiliare, ad esempio) - sostengono la domanda rafforzando l'"euforia" che si traduce in una "bolla finanziaria". Naturalmente la dinamica dei corsi non può continuare indefinitamente, a un certo momento la sopravvalutazione del titolo appare evidente ad alcuni investitori, in genere i più informati, che liberandosi per tempo (e proficuamente) del titolo inducono un'inversione, spesso repentina, delle quotazioni e quindi delle attese con conseguente crollo dei corsi creando il "panico" sul mercato. Come l'esperienza del 2007 ha dato ampia dimostrazione.

4. LA FINANZA E L'EQUILIBRIO MACROECONOMICO

I sistemi finanziari dei singoli paesi, frutto di specifici contesti storici e politici, presentano un'ampia varietà di strutture riconducibili, in linea generale, a due modelli: quello orientato al mercato, tipico dei paesi anglosassoni, e quello orientato agli intermediari, caratteristico dell'Europa continentale, del Giappone e ora della Cina. Tuttavia, in seguito alla deregolamentazione dell'attività finan-

ziaria e alla sua liberalizzazione a livello globale registrata negli ultimi decenni, le relazioni del modello anglosassone si sono diffuse anche nelle altre realtà.

Nel modello anglosassone, l'aggiustamento macroeconomico avviene attraverso variazioni del valore delle imprese. In presenza di nuove informazioni sulle prospettive delle imprese variano le quotazioni dei loro titoli definendo immediatamente i guadagni o le perdite tra coloro che li possiedono e quindi premiando, o penalizzando, i singoli per le corrette o errate valutazioni che hanno orientato le loro decisioni. La pressione del mercato costringe le imprese a segnalare in maniera continua le proprie prospettive se vogliono contare su finanziamenti adeguati e poco onerosi; la redditività e la crescita del valore degli azionisti diviene la priorità della gestione aziendale con l'effetto di privilegiare la redditività di breve termine piuttosto che le strategie di lungo periodo. La competizione per l'acquisizione dei fondi preme inevitabilmente, specie in presenza di una finanza che opera su uno scacchiere mondiale, per l'aumento del profitto e quindi per la compressione dei costi di produzione, in primis del lavoro. Le esigenze produttive di più lungo termine e quelle legate al territorio e alla società che lo abita tendono ad assumere un ruolo sempre più marginale.

La convinzione che il mercato finanziario sia in grado di sfruttare pienamente le potenzialità produttive porta ad attribuirgli il compito di determinare il volume degli investimenti (privati) che, oltre a garantire l'equilibrio macroeconomico, realizzi anche la massima crescita "possibile" della società. Delegare alla finanza tale compito significa ritenere che essa sappia distinguere le prospettive di profitto connesse a innovazioni produttive da quelle derivanti dal mero potere di mercato le quali, nonostante la garanzia di rendimenti più allettanti e più sicuri, andrebbero rigettate per la loro scarsa efficienza dinamica. Inoltre, nella misura in cui le scelte del sistema finanziario, formulate con un orizzonte di breve periodo, sono alternative e spiazzano gli investimenti pubblici, vi è il rischio che risulti sottodimensionato il finanziamento di settori produttivi e sociali che hanno un ruolo positivo sull'intensità e qualità della crescita. Il risultato dell'attività finanziaria non è quindi univoco; non dipende solo dall'efficienza allocativa con cui è svolta, ma anche, se non soprattutto, dagli assetti istituzionali e sociali che presiedono all'accumulazione, all'innovazione e alla crescita della competitività.

L'affermazione che il mercato sia sempre in grado di fornire a tutti i soggetti economici, con rapidità e senza ambiguità, le informazioni necessarie a garantire l'equilibrio macroeconomico ottimale è peraltro verificata solo se le condizioni di incertezza in cui versa l'economia non deprime le prospettive dell'investimento bloccando la domanda aggregata al di sotto dei livelli produttivi potenziali. In situazioni di crisi come quella attuale i diversi soggetti possono essere indotti o costretti a ricostituire il proprio equilibrio patrimoniale: le famiglie indebitate risparmiano per rientrare dai loro debiti; le imprese utilizzano i fondi interni per ridurre l'indebitamento invece di finanziare nuovi investimenti; il settore pubblico ricerca avanzi correnti per ridurre il debito accumulato; le banche e le altre istituzioni finanziarie, appesantite da perdite e sofferenze, privilegiano il rafforzamento del capitale proprio piuttosto che espandere il credito all'economia. In una tale situazione di difficoltà e di pessimismo diffuso, il fare esclusivamente affidamento sull'efficienza dei mercati e sui comportamenti razionali degli operatori è insufficiente a ristabilire le condizioni di crescita potenziali. Quanto più l'esigenza di ricostituire la posizione patrimoniale dei "creditori" forza l'economia in una situazione di ristagno, tanto più un sistema finanziario che voglia sostenere gli investimenti privati gonfiando le aspettative di rivalutazione corre il rischio di produrre bolle finanziarie.

La preoccupazione che l'instabilità si traduca in un crollo del sistema finanziario ha richiamato da tempo l'attenzione delle banche centrali sulla necessità di garantire la stabilità e l'efficienza dei mercati monetari e finanziari. In questa fase storica di liberalizzazione finanziaria, si è affermato a questo proposito un modello di regolazione prudenziale centrata sulla patrimonializzazione degli istituti finanziari; l'adeguatezza del loro capitale proprio dovrebbe garantire la loro resilienza di fronte a improvvisi eventi negativi. Un'impostazione che si basa sulla convinzione che i comportamenti individuali in un contesto di concorrenza deregolamentata siano sufficienti a scongiurare, non solo a livello di singolo istituto ma per il sistema nel suo complesso, il verificarsi di situazioni di instabilità dell'intero sistema finanziario. Gli eventi dell'ultimo decennio hanno dimostrato che l'instabilità del sistema non è dovuto solo a comportamenti microeconomici, ma a caratteri macrofinanziari (esternalità delle posizioni comuni, prociclicità

delle iniziative individuali ecc.) da governare con norme macroprudenziali (requisiti patrimoniali, criteri di accantonamento, indici di leva finanziaria e simili). Un processo di regolamentazione avviato da tempo ma non ancora concluso.

Da quanto esposto risulta evidente la rilevanza del sistema finanziario nell'orientare l'accumulazione dell'economia. Ma risulta anche che i risultati in termini di crescita del benessere dipende dalla qualità dell'allocazione del credito; vi sono motivi ben fondati, come è stato indicato, che la sua efficienza allocativa – a differenza di quanto sostiene la visione dominante – non è scontata. Appare difficile accettare che l'investimento privato selezionato dal sistema finanziario sia il motore esclusivo della crescita della società; la definizione di ricchezza posta all'inizio – il potere di disporre di risorse per garantirsi il futuro – ha un senso più ampio comprendendo, oltre alle risorse impiegate nella produzione, anche le risorse umane, sociali e ambientali che danno senso ai vissuti individuali e collettivi. Sebbene per gli obiettivi di questa nota, ci si sia dovuti restringere all'analisi della sola ricchezza *finanziaria*, non va scordato che quella ricchezza è solo parte del processo sociale. Una società è ricca non solo per le disponibilità finanziarie.

Bibliografia di approfondimento

VICARELLI F., *Credito*, in «Dizionario di economia politica», diretto da G. Lunghini con la collaborazione di M. D'Antonio», Torino: Boringhieri, 1983, pp. 11-111.

GNESUTTA C., *Le istituzioni finanziarie*, in ACOCELLA N. (a cura di), *Istituzioni tra mercato e Stato*, Roma: Carocci editore, 1999, pp. 143-162

KINDLEBERGER C., *Euforia e panico. Storia delle crisi finanziarie*, Roma-Bari : Laterza, 1981

KINDLEBERGER C., *Storia della finanza nell'Europa occidentale*, [Roma-Bari: Cariplo-Laterza, 1987.](#)

Manuale universitario

CICCARONE G. – GNESUTTA C., *Moneta e finanza nell'economia contemporanea. Agenti, mercati, politiche*, Roma: Carocci editore, 2009.