

## IL DISORDINE FINANZIARIO NEL MODELLO DOMINANTE DELL'ECONOMIA INTERNAZIONALE

di Alberto Castagnola

### PREMESSA

Sono passati ormai molti anni da quando le attività economiche puramente finanziarie hanno iniziato la loro espansione, aumentando rapidamente la loro importanza rispetto alle attività di economia "reale" e il fenomeno è ancora in pieno sviluppo. Nel periodo precedente, cioè ancora nei primi anni '90, le attività di produzione, di trasformazione, di commercio e di prestazione di servizi, legate alla creazione e all'uso di oggetti materiali, erano ampiamente dominanti, in quanto anche le compravendite di azioni e di obbligazioni facevano riferimento al valore effettivo o previsto di imprese concrete, mentre i passaggi di valute erano basati su quantitativi ben individuati e giacenti presso individui, società o banche.

Nel periodo più recente, invece, si sono moltiplicati gli scambi di titoli e di valute che non prevedono alcuna acquisizione o vendita di merci o di quote di capitali, ma che spesso addirittura si riferiscono all'andamento futuro di indici complessivi relativi a intere Borse o perfino di fenomeni completamente distaccati dagli stessi ambiti finanziari. Tutte queste operazioni, peraltro, originano guadagni e perdite come qualunque altra attività svolta nell'economia "reale" e quindi fanno parte integrante dell'economia mondiale come si presenta oggi ad un osservatore che non si limiti a quanto accade nelle proprie immediate vicinanze.

Inoltre, è opportuno ricordare un aspetto forse banale ma che permette di evitare errori addirittura pericolosi e cioè che se qualcuno consegue un guadagno con una operazione finanziaria

può utilizzarlo comprando una qualunque merce, da una casa ad una barca a vela, nella economia reale, mentre chi perde in una analoga operazione è costretto a ritirarsi dal settore o a rientrare nell'economia "reale" per ottenere mezzi monetari per continuare nei suoi tentativi nella sfera finanziaria.

Sono quindi completamente errate – e forse parte di una accurata e diffusa attività di "disinformazione mirata" – le definizioni che tendono a presentare le operazioni solo finanziarie come una economia "di carta" o peggio ancora "virtuale", come se si trattasse di un gioco senza conseguenze o racchiuso nello schermo di un computer, mentre invece profitti e perdite interessano e coinvolgono ormai masse consistenti di operatori e di vittime. È noto invece che a livello teorico si contrappongono almeno due visioni dei comportamenti della sfera finanziaria. La prima, spesso richiamata in termini generici in ambito giornalistico, sottolinea la nascita di una *casino economy*, di una sfera economica equiparabile ad una immensa casa da gioco, sregolata e affidata all'arbitrio assoluto del caso. Valga per tutti il riferimento ai libri della Susan Strange, l'ultimo dei quali si intitola *Denaro impazzito* (Edizioni di Comunità, Torino 1999), e che nel capitolo "Wall Street e altre case da gioco" considera le Borse il punto di massimo rischio per il sistema economico internazionale.

La seconda lettura dei recenti avvenimenti del mondo della finanza tende invece a evidenziare la "normalità" della trasformazione in senso finanziario dell'economia internazionale.

L'espansione delle operazioni solo finanziarie costituirebbe per il sistema l'unico modo di reperire risorse finanziarie in misura consistente con le grandi dimensioni assunte dall'economia reale in via di globalizzazione e introdurrebbe alcuni elementi di sicurezza, consentendo di compensare rischi e perdite temuti o incontrati nelle attività economiche legate alla produzione o al commercio. È però da notare che ormai in alcuni autori si incon-

trano preoccupazioni più o meno marcate sui rischi derivanti dalla eccessiva o addirittura selvaggia deregolamentazione del sistema, come sottolineano ad esempio sia l'economista su posizioni di destra Luttwack (*La dittatura del capitalismo*, Mondadori, Milano, 1999), che George Soros, il finanziere che descrive la *Crisi del capitalismo globale* (Ponte alle Grazie, Milano, 1999).

#### I FLUSSI COMPLESSIVI DELLA FINANZA INTERNAZIONALE

Un primo problema, destinato forse ancora per qualche tempo a rimanere abbastanza indefinito o comunque esposto a eccessive semplificazioni o a grossolane approssimazioni, riguarda le dimensioni assunte dalla sfera finanziaria, sia in termini assoluti che in riferimento all'ammontare complessivo del reddito prodotto nell'economia reale.

Molte fonti, per indicare le enormi quantità di risorse che vengono utilizzate nell'economia finanziaria (in pratica senza alcuna preoccupazione per le esigenze di reperimento di risorse delle imprese che svolgono attività produttive o commerciali nell'economia reale), citano una cifra, pari a circa 1500 miliardi di dollari al giorno, come stima approssimativa delle operazioni finanziarie eseguite in tutti i paesi nell'arco delle 24 ore. Secondo Kaul, Grunberg e Haq (in *The Tobin Tax*, 1996), la cifra di 1300 miliardi di dollari di transazioni internazionali (solo quelle in dollari, ad esclusione di quelle espresse in altre valute) registrata nel 1995, era aumentata di 14 volte rispetto al 1972 e del 50% rispetto al 1992 (solo del 30% se si tiene conto della svalutazione del dollaro intervenuta nel periodo). In confronto, nello stesso anno, l'insieme delle operazioni completate dai mercati borsistici ammontava a 21.000 miliardi di dollari, cioè era equi-

valente a 17 giorni di quelle sulle valute. Se poi il confronto viene fatto con il commercio mondiale di beni e servizi, il cui valore annuale è pari a 4.300 miliardi di dollari, se ne deduce che esso equivale a 3,5 giorni del commercio di valute.

Inoltre, secondo Frankel (1996), i dati per il 1995 della Banca dei regolamenti internazionali includevano nei 1300 miliardi di dollari al giorno di transazioni in dollari sulle valute i prodotti derivati (cioè quei contratti che erano basati su altri contratti, che prevedevano impegni o opzioni di comprare o vendere in una data futura delle valute estere). Se si escludono le cifre relative a questi contratti derivati, la cifra indicata di 1300 miliardi di dollari si riduceva a 1230 miliardi al giorno. Invece moltiplicandola per i 240 giorni in cui le borse sono aperte ogni anno, il totale annuale delle transazioni ammontava a 312 migliaia di miliardi di dollari.

Un altro esperto, Felix, nel 1995, analizzando il periodo 1977-1992, sottolineava che le transazioni finanziarie nell'ultimo anno avevano raggiunto l'incredibile cifra di 220 mila miliardi di dollari, mentre il valore di tutto il commercio di beni e servizi era passato dal 28,5% di questa cifra del 1977 allo 1,7% del 1992.

In uno studio successivo (1996), lo stesso autore affermava che sempre nel 1995 la quasi totalità di tutte le transazioni finanziarie del mondo erano effettuate soltanto da 18 paesi. Tra questi, l'Inghilterra realizzava il 30% del totale, gli Stati Uniti il 16%, il Giappone il 10%, Singapore il 7%, Hong Kong il 6%, la Svizzera e la Germania il 5% ciascuna, la Francia il 4%, l'Australia il 3%, la Danimarca, il Canada, il Belgio e l'Olanda il 2% ciascuno, mentre Italia, Svezia, Lussemburgo, Spagna e Austria realizzavano solo l'1% ciascuno.

Escludendo i prodotti derivati e le duplicazioni tra Stati, Felix stimava inoltre che sul resto delle transazioni, il 43% erano *spot*,

cioè contratti che si concludevano in meno di 3 giorni; 8% erano *outright forwards* (conclusi in tre o più giorni); il 49% erano degli *swaps* (cioè degli scambi di valuta conclusi da un giorno all'altro, compensati da un cambio inverso il giorno successivo). Questi dati possono anche essere utilmente confrontati con il totale degli aiuti destinati allo sviluppo del Terzo mondo, 40 miliardi di dollari circa ma in un anno (e in continua riduzione nel periodo più recente, oltre che duramente criticati per il loro scarso contributo a reali processi di sviluppo).

Ancora, può essere utili ricordare che le spese militari complessive mondiali, perfino negli anni della contrapposizione più rigida tra le superpotenze dell'Est e dell'Ovest, il periodo della corsa agli armamenti, superavano di poco i 900 miliardi di dollari, ma sempre in relazione ad un intero anno!

VOLUME DEGLI SCAMBI SUI MERCATI VALUTARI							
	Volume giornaliero in miliardi di dollari					variazioni annue %	
	1989	1992	1995	1998	2000	89/98	98/00
Totale	590	820	1190	1500	1100	11	-14
Pronti	350	400	520	600	450	6	-13
Termine/swaps	240	420	670	900	650	16	-15

Fonti: Lehman Brothers Foreign Exchange Research (per il 2000); BRI

Nel periodo più recente l'evoluzione del volume complessivo delle contrattazioni in dollari e in altre valute forti in un giorno medio (eliminando le duplicazioni con il semplice metodo di dividere per due la somma totale) è proseguita ad un ritmo elevato. Le cifre sono passate dai 590 miliardi di dollari del 1989 agli 820

del 1992, ai 1190 del 1995, ai 1500 del 1998, per diminuire fino a 1100 miliardi di dollari al giorno (stimati) nel 2000.

Secondo la Banca dei regolamenti internazionali (cfr. il Rapporto del giugno 2001) la causa principale della recente riduzione è stata rappresentata dall'avvio dell'Unione monetaria europea, in quanto le transazioni tra paesi europei si sono ridotte dell'8% e non sono state compensate da successive transazioni interbancarie in euro. Inoltre una certa influenza dovrebbero aver avuto la rapida espansione dell'intermediazione elettronica e la tendenza alla concentrazione nel settore bancario.

#### IL NUOVO RUOLO DELLE BORSE

Anche se in gran parte i dati riportati di seguito possono rappresentare delle duplicazioni rispetto alle considerazioni già fatte (in quanto già contenuti nelle cifre precedenti, poichè le relative transazioni sono generalmente espresse in dollari e in alcune altre valute forti), è interessante analizzare le tendenze evolutive dell'insieme delle transazioni internazionali in titoli.

TRANSAZIONI INTERNAZIONALI IN TITOLI OBBLIGAZIONARI E AZIONARI*												
	1975	1980	1985	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
	in percentuale del Pil											
Stati Uniti	4	9	35	89	96	107	129	131	135	159	213	230
Giappone	2	8	62	119	92	72	78	60	65	79	96	91
Germania	5	7	33	57	55	85	170	158	172	200	257	334
Francia	n.d.	5	21	54	79	122	187	197	187	258	314	415
Italia	1	1	4	27	60	92	192	207	253	470	677	640
Canada	3	9	27	65	83	114	153	206	187	251	355	331

\*Acquisti e vendite di titoli su base lorda fra residenti e non residenti  
Fonte: dati nazionali di bilancia dei pagamenti

Anche se espresse in percentuale dei prodotti interni lordi dei rispettivi paesi, e non in valori assoluti, si nota facilmente che le cifre relative alle transazioni che avvengono nell'ambito delle Borse dei principali paesi industriali sono aumentate molto rapidamente negli ultimi 15 anni e rappresentano ormai valori molte volte superiori ai rispettivi redditi nazionali.

### L'ESPANSIONE DEI "PRODOTTI DERIVATI"

I "prodotti derivati" o *futures* rappresentano dei contratti di concezione piuttosto recente di natura squisitamente finanziaria, cioè che non realizzano merci analoghe a quelle dell'economia che si potrebbe chiamare, in contrapposizione, "reale" o "materiale" (che persegue la produzione e la vendita di merci ben definite in termini di caratteristiche fisiche e di qualità). Le operazioni finanziarie invece sono effettuate in base a dei parametri o a degli indicatori (prezzo prevedibile a una scadenza futura di una materia prima che abbia una quotazione internazionale, valori che potrebbero raggiungere azioni od obbligazioni o gruppi di esse, livelli raggiungibili dagli indici di andamento delle Borse, ecc.) che però non vengono mai utilizzati per comprare o vendere una merce o una società, ma servono soltanto per determinare se la previsione oggetto del contratto si è o meno avverata.

Tali operazioni venivano utilizzate in origine per ridurre od eliminare i rischi di operazioni di compravendita di merci effettuate nell'economia reale (operazioni di copertura o di compensazione delle eventuali perdite), mentre oggi si può dire che si tratta in larga misura di operazioni autonome, che potrebbero essere in molti casi definite di natura solo speculativa, o addirittura delle vere e proprie "scommesse", se non fossero ormai diventate un normale modo di funzionamento della sfera finanziaria.

L'espansione di questa componente essenziale delle attività finan-

ziarie è stata particolarmente rilevante negli ultimi anni e non accenna a rallentare.

### MERCATI DI DETERMINATI STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI

Ammontare nazionale in essere a fine anno

1993 1994 1995 1996 1997 1998

in miliardi di dollari USA

<b>Strumenti negoziati in borsa</b>	7.771,2	8.862,9	9.188,6	9.879,6	12.202,2	13.549,2
Futures su tassi d'interesse	4.958,8	5.777,6	5.863,4	5.931,2	7.489,2	7.702,2
Opzioni su tassi d'interesse	2.362,4	2.623,6	2.741,8	3.277,8	3.639,9	4.602,8
Futures su valute	34,7	40,1	38,3	50,3	51,9	38,1
Opzioni su valute	75,6	55,6	43,5	46,5	33,2	18,7
Futures su indici azionari	110,0	127,7	172,4	195,9	211,5	321,0
Opzioni su indici azionari	229,7	238,4	329,3	378,0	776,5	866,5
<b>Strumenti negoziati fuori borsa<sup>1</sup></b>	8.474,6	11.303,2	17.712,6	25.453,1	29.035,0	50.997,0
Swaps su tassi d'interesse	6.177,3	8.815,6	12.810,7	19.170,9	22.291,3	
Swaps su valute <sup>2</sup>	899,6	914,8	1.197,4	1.559,6	1.823,6	
Opzioni su tassi d'interesse <sup>3</sup>	1.397,6	1.572,8	3.704,5	4.722,6	4.920,1	

<sup>1</sup> Dati rilevati dall'ISDA <sup>2</sup> Al netto delle duplicazioni di posizioni notificate in entrambe le valute, compresi gli swaps combinati su tassi d'interesse e su valute. <sup>3</sup> Caps, Collars, Floors e Swaptions.

Fonti: Futures Industry Association, ISDA, varie borse che trattano futures e opzioni, elaborazioni BRI.

(Tratta dal Rapporto annuale 1998 della Banca dei regolamenti internazionali, tab.VII.5, pag.141)

I soli contratti negoziati in Borsa nel mondo sono raddoppiati tra il 1993 e il 1998, mentre quelli negoziati al di fuori delle grandi Borse internazionali si sono moltiplicati per sei nello stesso periodo, superando la cifra di 50.000 miliardi di dollari.

La tabella successiva, espressa in migliaia di miliardi di dollari permette anche di valutare il peso dei titoli e delle valute dei principali Stati in questo particolare mercato.

### STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI NEGOZIATI NELLE BORSE ORGANIZZATE

volume delle contrattazioni in base  
all'ammontare nazionale

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	ammontare nazionale a fine 1998
	in trilioni di dollari USA						
Futures su tassi d'interesse	177,3	271,7	266,3	253,5	274,6	294,8	7,7
su strumenti a breve termine:	138,9	222,1	218,2	204,8	223,2	239,9	7,3
eurodollaro a tre mesi	70,2	113,6	104,1	97,1	107,2	119,3	2,9
euroyen a tre mesi	24,6	44,2	46,8	34,7	29,9	23,5	1,2
euromarco a tre mesi	12,9	18,5	18,4	23,9	25,3	31,4	1,2
Pibor a tre mesi	10,4	12,0	15,9	13,7	12,3	4,4	0,1
su strumenti a lungo termine:	38,5	49,6	48,2	48,7	51,4	54,9	0,4
obbligazioni del Tesoro USA	8,0	10,1	8,7	8,5	10,1	11,3	0,1
obbligazioni di Stato giapponesi	14,2	13,8	16,2	12,3	10,6	9,0	0,1
obbligazioni di Stato tedesche	5,1	8,9	9,3	12,3	14,5	19,5	0,1
obbligazioni di Stato francesi	3,2	4,6	3,4	3,4	3,1	2,2	0,0
opzioni su tassi d'interesse <sup>1</sup>	32,8	46,7	43,3	41,0	48,6	55,5	4,6
futures su valore	2,8	3,3	3,3	3,0	3,5	3,1	0,0
opzioni su valute <sup>1</sup>	1,4	1,4	1,0	0,9	0,7	0,4	0,0
futures su indici azionari	7,1	9,4	10,6	12,9	16,4	20,8	0,3
opzioni su indici azionari <sup>1</sup>	6,3	8,0	9,2	10,1	13,0	13,2	0,9
<b>totale</b>	<b>227,8</b>	<b>340,5</b>	<b>333,9</b>	<b>321,5</b>	<b>356,7</b>	<b>387,7</b>	<b>13,5</b>
in Nord America	113,1	175,9	161,1	154,2	182,7	199,5	7,3
in Europa	61,4	83,9	87,5	100,1	114,9	134,6	4,4
in Asia <sup>2</sup>	53,0	77,8	81,1	63,8	56,3	51,3	1,8
Altri	0,4	2,9	4,2	3,4	2,9	2,3	0,0

1. Fonti: Futures Industry Association; varie borse che trattano futures e opzioni: elaborazioni BRI

2. Calls e Puts, comprese Australia e Nuova Zelanda

In questa tabella si può sottolineare l'aumento rapidissimo delle operazioni effettuate al di fuori delle Borse organizzate, che sono più che quadruplicate tra il 1994 e il 1998.

### IL RUOLO DEI PARADISI FISCALI

Sono da molti anni attivi, come centri finanziari che ricevono senza fare troppe difficoltà depositi in denaro di origine illegale, almeno 40 piccoli Stati indipendenti e territori. Essi sono generalmente chiamati paradisi fiscali perchè in origine erano stati concepiti per agevolare l'evasione del pagamento delle tasse e per occultare le tangenti percepite per agevolare investimenti, prestiti e altre operazioni ai margini dell'illegalità.

La lista più completa sembra essere quella elaborata dal Fatf-Gafi (*Financial action task force on money laundering*), l'organismo creato da 29 paesi nel 1989 e che si appoggia all'Oecd per combattere il riciclaggio di denaro di origine illegale e criminale.

<b>Europa</b>	<b>Caraibi</b>	<b>Oceania</b>
Andorra	Anguilla	Isole Cook
Cipro	Aruba	Isole Marshall
Gibilterra	Bahamas	Nauru
Guernese	Barbados	Niue
Jersey	Belize	Samoa
Isola di Man	Bermuda	
Liechtenstein	Isole Vergini Britanniche	<b>Medio Oriente</b>
Malta	Isole Cayman	Bahrein
Monaco	Costa Rica	Libano
	Nevis	
<b>Africa</b>	Panama	<b>Asia</b>
Mauritius	Antille Olandesi	Macao
Seychelles	Saint Kitts	
	Saint Lucia	
	Saint Vincent	
	Isole Turks e Caicos	

Questa lista, tuttavia, è parziale, poichè costituisce il risultato di un lungo processo di mediazione tra i paesi europei che avevano particolari interessi in certi territori: ad esempio l'Inghilterra è riuscita a far inserire Gibilterra, Jersey, Guernesey, l'isola di Man e le Isole Vergini solo nell'elenco dei paesi potenzialmente pericolosi. Inoltre sono stati adottati 25 criteri di inserimento dei paradisi e sono state elaborate 40 raccomandazioni da attuare per poter uscire dalla lista. Il Fatf - Gafi inoltre lavora sulla base del criterio dell'unanimità e quindi i suoi interventi possono essere rallentati dai paesi industriali che non sono d'accordo su determinati aspetti.

Nella fase di attuazione delle norme del Fatf-Gafi si sono poi riscontrate anche notevoli ipocrisie nelle dichiarazioni ufficiali dei governi che dovrebbero sospendere le relazioni finanziarie con questi paradisi fiscali, mentre spesso in concreto i rapporti continuano come prima. È poi da notare che questa apparente stretta regolamentare, sia pur volontaria non sembra essere motivata solo dalle preoccupazioni relative alle origini illegali di gran parte dei capitali depositati in questi piccoli Stati e territori. Anche se i dati sono difficili da reperire e valutare, risulta che attraverso le centinaia di filiali di banche che operano in questi paradisi fiscali passano anche flussi finanziari (spesso costituiti da prodotti derivati) di grande consistenza. Poiché vengono gestiti sostanzialmente al di fuori delle possibilità di controllo delle autorità monetarie nazionali e internazionali, è da credere che parte delle preoccupazioni dei paesi più industrializzati si riferiscano ai rischi derivanti da crisi monetarie imprevedibili e incontrollabili. L'obiettivo reale della lotta al riciclaggio sarebbe quindi quello di riuscire a controllare entità e direzione dei flussi finanziari piuttosto che quello di bloccare le attività di riciclaggio dei fondi di origine illegale o criminale. Anche la Svizzera, dove sembra siano collocati circa la metà dei

capitali privati mondiali depositati da non residenti (circa 4000 miliardi di dollari secondo una fonte giornalistica), è fuori dalla portata degli interventi del Fatf-Gafi, e anzi continua a pubblicizzare, per poter attrarre i capitali che alcuni Stati europei stanno cercando di far rientrare, gli alti livelli di sicurezza dei propri istituti bancari.

D'altra parte, altre aree sembrano destinate a trasformarsi in paradisi fiscali, come per esempio le Isole Baleari, per le quali è in via di approvazione una legge che tende a permettere lo svolgimento di tale ruolo.

A metà del 2000, inoltre, nel Liechtenstein è stata denunciata l'esistenza di un problema di riciclaggio, di particolare gravità perchè il Principato ospita migliaia di società anonime difficili da identificare e da controllare.

In termini quantitativi si possono fornire alcune indicazioni, scelte tra le stime maggiormente attendibili. In primo luogo, viene spesso rilevato che il flusso di denaro "caldo" derivante da corruzione politica e da evasione fiscale ha da tempo superato il denaro "sporco" cioè frutto di attività criminali, come ad esempio il traffico di droga o la vendita clandestina di armi. Quest'ultimo potrebbe ormai rappresentare solo l'1 o il 2% del totale delle cifre depositate nei paradisi fiscali.

Il Fondo monetario internazionale, in base ai dati del 1996, ha affermato che la cifra complessiva del denaro di varia origine riciclato costituiva tra il 2 e il 5% del prodotto interno lordo mondiale, mentre secondo la Banca mondiale ogni anno tra lo 0,5 e l'1% del tasso annuale di sviluppo mondiale è sacrificato alla corruzione.

Queste poche cifre sono sufficienti per valutare l'entità attuale dei diversi fenomeni che compongono i flussi finanziari internazionali, ma soprattutto per far intravedere la portata degli effetti che la rapidissima espansione della sfera finanziaria nel suo

complesso può determinare nell'economia mondiale.

Non tutte le iniziative di natura essenzialmente finanziaria possono essere considerate delle risorse sottratte alle esigenze di sviluppo e di diffusione dell'economia reale, ma è ormai innegabile che negli ultimi 15 anni il baricentro dell'economia si è decisamente spostato verso le attività immateriali, dove però accumulazioni e profitti continuano ad aumentare a ritmi sconosciuti all'economia reale.

Un tale squilibrio non può non riflettersi sui rapporti tra bisogni essenziali dell'umanità ed un uso più razionale delle risorse complessive da impiegare per soddisfarli.