

Gustavo Visentini

Metamorfosi di moneta e finanza nell'evoluzione del diritto: l'ordine UE

I. Moneta e Finanza sono fatti sociali dovuti al diritto: 1. Non sono entità del mondo reale; 2. Fatto (istituzione) sociale. **II. Monete:** 3. Il fenomeno; 4. Invenzione della moneta: le monete; 5. La moneta legale dello Stato moderno; 6. Tre modelli di moneta legale: a. Ancorata all'oro; b. Ancorata all'oro o a moneta convertibile in oro; c. Libera creazione monetaria; **III. Finanza.** Due principali manifestazioni; opposte: 7. La moneta, in quanto riserva di valore, genera la finanza; 8. La moneta è l'oggetto della finanza. I mercati finanziari; 9. Finanza e economia reale; 10. Il susseguirsi degli ordinamenti finanziari; 10.1. Legislazione in reazione alla crisi del '29. La finanza keynesiana; 10.2. Gli anni della stagflazione; 10.3. Politica legislativa di reazione alla stagflazione. La finanza neoclassica: è servita alla politica del liberalismo radicale. **IV. L'ordine europeo di moneta e finanza:** 11. Precedente alla crisi '08; 11.1. Moneta; 11.2. Finanza; 12. In seguito alla crisi '08; poi la pandemia in corso; 12.1. Moneta; 12.2. Finanza; 12.3. Pandemia. È di ritorno Keynes?

Il diritto si comprende dai fatti regolati (ex facto oritur ius). Così la legislazione bancaria va intesa dai fatti regolati per cogliere la ratio del sistema, sulla quale articolare l'interpretazione. I fatti della moneta e della finanza non emergono immediatamente dall'articolazione della legge; non sono di facile cognizione: sono elaborazione sofisticata dell'economia. Se nella quotidiana applicazione il testo è sufficiente per risolvere la questione; non basta quando ne sono coinvolti principi, come per lo più nei rapporti istituzionali del diritto politico. Così al giurista che intenda ricostruire il sistema si chiede la pazienza di prendere cognizione del pensiero economico; con l'aggravante che il pensiero economico è articolato in scuole contrapposte, ed evolve per seguire l'esperienza di materia non stabile; storicamente determinata dalla congiuntura politica degli interessi che di volta in volta prevalgono. Le crisi in corso ripropongono la Politica al Diritto: può essere utile seguirne l'evoluzione ad oggi; necessario alla comprensione dell'ordine UE.

I. Moneta e Finanza sono fatti sociali dovuti al diritto

1.- *Non sono entità del mondo reale.*- La moneta è un fatto sociale, come la finanza, che dalla moneta è generata. Non sono entità del mondo reale; non sono un fatto fisico che s'impone all'azione dell'uomo, come potrebbe essere la montagna all'azione dell'ingegnere che progetta il traforo per la linea ferroviaria. Moneta e finanza sono nelle regole che la società si è data con il diritto. È la società che crea la moneta e la conforma nella funzione di pagamento; così è creata e conformata dal diritto la funzione finanziaria della moneta.

Va sottolineato, a fronte di chi pensa che le leggi economiche vadano scoperte dallo scienziato come leggi fisiche: convinzione diffusa, autorevolmente.

2.- *Fatto (istituzione) sociale.*- Cosa significa ricondurre la moneta e la finanza a fatti sociali?

Il fatto sociale è prodotto nella convivenza della società, come *pensiero collettivo*, eretto in istituzione quando organizza i comportamenti sociali. È nel pensiero individuale di coloro che vivono l'esperienza sociale. Ciascuno (volente o nolente) si sente astretto dall'istituzione: personalmente potrebbe non condividere quel dato pensiero collettivo, sebbene costretto ad accettarlo; personalmente potrebbe trasgredirlo, sino ad integrare l'illecito; collettivamente potrebbe non più essere accettato: l'Unione sovietica ha cessato di esistere per rifiuto collettivo. In definitiva il fatto sociale, l'istituzione, sono nella mente di coloro che *attualmente* le pensano; non sono cose.

Per comporsi nel pensiero collettivo, il pensiero individuale si trasmette con la *comunicazione*, che ha nel linguaggio – scritto od orale – il mezzo principale. Ma la trasmissione non è riproduzione, per l'ineliminabile imperfezione della comunicazione, che provoca il ripensamento nella mente del ricevente: il pensiero collettivo si rivela dinamico nell'esperienza del discorso collettivo. Sicché l'oggettività del pensiero collettivo è apparente, pur sempre relativa a pensieri individuali: non è l'oggettività del mondo fisico.

I pensieri individuali si fanno pensiero collettivo per *convenzione*. È la convenzione che impegna nei reciprochi rapporti all'azione comune. La convenzione è nella tradizione, nella prassi, nella consuetudine (anche codici di condotta, galateo). A noi interessa la convenzione tradotta nel *diritto*, rivelata dalle sue fonti (leggi, contratti ecc.), ripensata nell'interpretazione.

Il diritto nel disporre la convenzione all'impegno comune *crea* il fatto sociale: l'istituto giuridico si risolve nelle sue regole. L'economia, la moneta, la finanza, la banca, la spa sono nel diritto che le crea.

Il fatto sociale, l'istituzione sociale, in quanto dipendente dal pensiero individuale è *contingente*, varabile nel tempo anche quando le fonti sono codificate; storicamente determinata per ciascuna formazione sociale. Si conforma nel discorso collettivo secondo le ideologie, le filosofie, l'intellettualità dei partecipanti. È la *politica* che istituisce il diritto con intensità diversa: qualità delle fonti formali, dell'interpretazione, della pronuncia giurisdizionale; applicazione spontanea o amministrativa.

Di conseguenza il *metodo* per studiare il mondo dei fenomeni sociali è sociologico, diverso dallo studio della realtà del mondo fisico. Ne è diverso l'obiettivo. La scienza fisica ricerca la *verità* dei fenomeni per consentire all'uomo di operare sulla natura; la scienza sociale *crea la sua verità* nella *decisione* (convergenza collettiva), per procedere nell'azione comune. Lo stesso studio concorre alla creazione del fatto sociale; lo scienziato non ha influenza sull'oggetto fisico che studia. La complessità del discorso collettivo richiede la dimensione storica e sociale nella definizione dell'istituzione, condizionata dall'esperienza passata; per le scienze fisiche non ha senso la dimensione storica: la teoria recente assorbe le precedenti.

Non è concepibile (impossibile) la definizione di moneta, di finanza, quali categorie universali, come le verità scientifiche della fisica: il diritto, nell'evolversi, configura forme differenti di moneta e di finanza.

II. Monete

3. – *Il fenomeno.*– La moneta non è la cosa reale (metallo; carta) o il segno (scritturale; informatico) che la rappresenta; è la *funzione* che nei rapporti umani (sociali) assume quel dato: la funzione di pagamento. La moneta non serve soltanto a misurare il rapporto di cambio tra merci, ma serve a concludere l’operazione commerciale, nello scambio di merce contro moneta.

Per assolvere questa funzione il dato che rappresenta la moneta richiede generale *accettazione* per i pagamenti nella comunità che se ne serve: la liquidità. Nei fatti, anche l’entità definita legale potrebbe non riscuotere la generale accettazione, e con ciò non essere moneta; viceversa essere moneta un’entità liberamente creata (*bitcoin?*). L’accettazione è la *norma* che integra la moneta; il corso forzoso intende rafforzare la legale.

4.- *Invenzione della moneta: le monete.*– Quando la moneta sia stata *inventata*; cioè quando, e in quali limiti, un’entità sia stata comunemente accettata in una determinata società nella funzione del pagamento; non più soltanto di unità di conto; dove e come l’invenzione si sia poi diffusa; sono interrogativi ai quali ancora la ricerca tenta di rispondere. Sono richiamati i miti di Creso, di Egina; si discute se l’invenzione sia servita dapprima per il commercio marittimo; si sottolinea che quando nello scambio troviamo il metallo, inizialmente il conio ufficiale valeva soltanto a garantire la qualità del metallo impiegato nella funzione monetaria: non era ancora moneta fiduciaria. Si ricorda che in Omero spesso nelle donazioni i beni sono valutati per il numero di buoi che il loro scambio avrebbe richiesto: ma i buoi non servivano da moneta.

Nella comune, elementare, funzione di pagamento, troviamo svariate forme di moneta; talmente diverse da rendere impraticabile una teoria che le voglia sussumere.

Per non disperderci, tentati dalla curiosità - non è la sede - prendiamo la moneta divenuta legale con l’imporsi della sovranità territoriale dello Stato moderno, quando, con il tempo, ne ha assunto il monopolio dell’emissione. L’impiego da parte dello stesso Stato della propria moneta, per imposte e tesoreria, ne ha agevolato la diffusione di principale, se non esclusivo, mezzo di pagamento.

5.- *La moneta legale dello Stato moderno.*– Delineiamo l’ordinamento monetario nello Stato moderno, che impronta gli attuali. Per semplificare assumiamo la libertà del cambio della legale in altre valute.

L’ordinamento istituisce il monopolio dell’emissione della moneta fiduciaria legale, che affida alla Banca centrale, la quale forma sistema con le banche commerciali corrispondenti (c.d. banche di secondo rango). La B.c., anche se formalmente privata, dipende dal Governo: nomina dei

presidente; assistenza finanziaria al Tesoro; anche gestione della tesoreria. La dipendenza è la contropartita del privilegio dell'emissione di banconote. Il prototipo è la Banca centrale inglese del 1694, che perfeziona l'esperienza dell'Olanda (1609). La logica del sistema, sia pure con importanti differenze, è man mano ripresa in Francia, negli Usa, nei più recenti Stati: Germania, Italia. È competenza del Tesoro l'emissione della moneta metallica, di importanza relativa, oggi del tutto marginale.

La B.c. emette banconote a fronte delle operazioni con le banche corrispondenti; queste a loro volta mettono in circolazione la moneta di B.c. nel rispondere alle richieste del mercato: la moneta fiduciaria si diffonde nell'economia.

Per la tecnica del deposito in conto corrente anche le banche commerciali creano moneta, detta scritturale, in quanto generata da scritturazioni in conto. La banca depositaria che riceve dal cliente l'ordine di pagamento lo esegue mediante l'imputazione della disponibilità al beneficiario, presso la stessa banca o altra banca: giro conto. La moneta scritturale attualmente è la principale forma della massa monetaria.

È evidente che con il giro conto abbiamo creazione di nuova moneta soltanto nel caso che il deposito sia alimentato da finanziamento concesso al cliente dalla banca: quando il deposito è alimentato da moneta di B.c. (il caso più banale è che il deposito sia alimentato da danaro liquido) non abbiamo aumento della massa monetaria, ma trasferimento della moneta legale da un conto ad altro, che gli usi assimilano al pagamento. La massa della nuova moneta è in percentuale dei depositi amministrati dalla banca, disponibili per finanziare la clientela; se la banca dovesse utilizzare il proprio capitale verrebbe a mancare la condizione per generare nuova moneta.

La moneta scritturale non è legale; è privata. È generata da contratto: impiego del finanziamento mediante giro conto. Sicché la banca resta esposta al vincolo di convertire il deposito, su semplice richiesta, in moneta di B.c.: l'inadempimento la renderebbe illiquida; potrebbe manifestare insolvenza.

La B.c., con gli strumenti del tasso d'interesse sulle operazioni con le banche corrispondenti e con il regolare la dimensione delle riserve obbligatorie di moneta centrale a carico delle banche corrispondenti a garanzia del vincolo di conversione, è in grado di stabilire le dimensioni della creazione della massa monetaria; della legale (tasso d'interesse) e della scritturale (riserve obbligatorie): se il vincolo di riserva dovesse essere al 100/100 verrebbe a mancare la condizione per la creazione della moneta scritturale.

Soltanto le banche corrispondenti possono ricevere depositi liberamente disponibili presso il pubblico, secondo la tecnica del deposito in conto corrente. È la logica dell'ordinamento, che così preserva il monopolio della creazione monetaria, legale e scritturale, al sistema bancario nel suo complesso.

La stabilità nel tempo di questa struttura non va fraintesa come stabilità dell'ordinamento monetario, che invece ha subito mutazioni radicali.

6.- Tre modelli di moneta legale.- La medesima struttura istituzionale ora ricordata è venuta evolvendo secondo tre principali modelli di ordinamento monetario, profondamente differenti. Sono articolati sul vincolo della moneta legale all'oro, con funzione, soprattutto, di regola per la creazione monetaria.

a) *Ancorata all'oro*.- La moneta fiduciaria è liberamente convertibile in oro: chiunque ne può chiedere la conversione.

L'impegno alla conversione condiziona la B.c. nell'emissione di moneta fiduciaria: nella capacità di finanziare il Tesoro; nella posizione di prestatore di ultima istanza; nella possibilità di approvvigionare le banche corrispondenti. Di riflesso il vincolo s'impone alle stesse banche corrispondenti, poiché sono tenute verso la clientela a convertire i loro depositi in moneta di B.c., limitatamente disponibile. Così il vincolo all'oro è la regola del complessivo sistema monetario, che lo caratterizza (*golden standard*).

Nei rapporti internazionali il vincolo di conversione si impone nel cambio della valuta. Il fornitore estero, che chiede di essere pagato nella propria valuta, costringe l'importatore a convertire la nazionale sul mercato delle valute convertibili, impegnando la B.c. alla conversione in oro verso l'acquirente della valuta nazionale; lo stesso se l'esportatore accetta la valuta nazionale dell'importatore, poiché acquistando il diritto alla conversione in oro impegna la B.c. verso non residente. Per questa via l'ordine monetario internazionale costringe all'equilibrio le bilance nazionali, commerciale e dei pagamenti: eccessivi squilibri trovano l'ostacolo nell'impegno della B.c. nazionale alla conversione in oro. Così anche il sistema monetario internazionale delle valute convertibili è ordinato sull'oro.

Il vincolo, e gli effetti che ne conseguono, erano intesi dalla dominante filosofia politica come garanzie per il *diritto naturale* alla proprietà privata e alla libertà delle convenzioni private. Se la B.c. non fosse vincolata alla conversione assolverebbe ai propri debiti (nelle operazioni con le banche corrispondenti) con carta da essa stessa emessa senza corrispettivo; se lo Stato potesse, senza limiti, essere finanziato dalla B.c. con moneta inconvertibile potrebbe estendere a dismisura la sua azione, senza sopportarne costi: deprimere l'iniziativa economica dei privati; alterare la distribuzione delle ricchezze rispetto all'assetto naturale che le darebbe il mercato. Con il tempo la moneta fiduciaria perderebbe di consistenza per l'eccesso di domanda pubblica, per questa filosofia *improduttiva* (di consumo), rispetto alle capacità produttive del mercato. Ne verrebbe distrutto il sistema monetario, sul quale poggia la fiducia dei contraenti.

Ancora, poiché l'inflazione favorisce il debitore, è per lo Stato debitore una tassa non regolarmente approvata.

Il sistema ha retto sulla circolazione fiduciaria delle valute, di fatto non esposte alla conversione in oro, che ha reso compatibile la crescita della massa monetaria con l'aumentare del volume dei pagamenti, nonostante l'insufficiente crescita delle riserve auree. Sempre in fatto, nelle relazioni internazionali si era imposta la sterlina come la moneta di riferimento sulla fiducia per la B.c. inglese all'impegno della conversione, sicché per le diverse valute diveniva sufficiente garantire la conversione in sterlina, ancora a vantaggio della crescita della massa monetaria.

Con il tempo la conversione è stata limitata alle operazioni con l'estero. In condizioni eccezionali, es. guerra, il vincolo è stato più volte sospeso, sospensione accompagnata dal corso forzoso della moneta fiduciaria. Peraltro è stato costantemente riaffermato il principio della conversione in oro (o, per libera convenzione tra le parti, in valuta convertibile in oro).

Il sistema è stato definitivamente travolto dalla crisi del '29 che ha determinato l'inconvertibilità del dollaro (ormai moneta interazionale) e della sterlina. Vani si sono rivelati i tentativi di ripristinare la convertibilità, con l'effetto di aggravare la crisi, sino alla seconda Guerra. Dopo di che si è dovuto ripensare l'ordinamento monetario internazionale.

b) *Ancorata all'oro o a valuta convertibile in oro.*- La moneta fiduciaria degli Stati aderenti al FMI è convertibile in oro o in moneta convertibile in oro, ad un prezzo predeterminato. I cambi sono fissi, salvo aggiustamenti secondo procedura particolare. La conversione è richiesta dallo Stato interessato (*gold exchange standard*). Di fatto, per le condizioni dell'economia del dopoguerra, la moneta di riferimento è stata il dollaro Usa, convertibile in oro, accettata come moneta mondiale.

Il sistema nel suo complesso rimane ancorato all'oro, che regola, sia pure indirettamente, i cambi, e orienta all'equilibrio gli scambi internazionali tra le valute convertibili. Anche gli Usa restano *teoricamente* vincolati all'equilibrio dei cambi per essere in grado di rispondere dell'impegno della conversione del dollaro in oro.

Teoricamente, perché la posizione privilegiata del dollaro nel tempo si è rivelata esorbitante. La disponibilità della moneta mondialmente accettata ha consentito agli Usa di eludere il vincolo all'equilibrio dei cambi sotto la pressione della ripresa delle economie ormai ricostruite dalle distruzioni della guerra, con conseguente ridimensionamento Usa nel commercio internazionale. L'espansione oltre misura del dollaro, non solo ha reso insostenibile il cambio concordato, ma ha reso impraticabile lo stesso impegno alla conversione in oro. Sollecitata dalla richiesta di conversione di importanti partite di dollari da parte di alcuni Paesi, l'Amministrazione Nixon nell'agosto del 1971 ha decretato unilateralmente

l'inconvertibilità del dollaro, con la conseguente caduta del sistema, che aveva garantito più di due decenni di stabilità.

All'epoca degli accordi di *Bretton Woods* nel corso dei lavori preparatori era stata rilevata l'ineliminabile provvisorietà del sistema in definitiva ancorato sul dollaro; per questo era stato suggerito nel *bancor* la creazione di una moneta internazionale per gli scambi tra Paesi, sostenuta dall'insieme delle valute nazionali. Ne impedirono l'adozione: la difficoltà di creare il sistema, le pressioni per avviare rapidamente la ricostruzione del dopoguerra, e l'interesse politico Usa di gestire la ricostruzione.

c) *Libera creazione monetaria*.- Le monete hanno perduto ogni riferimento all'oro, regola ad oggi non sostituita. La circolazione nazionale è meramente fiduciaria; nell'assenza di ordine internazionale, anche per gli scambi internazionali la moneta è fiduciaria. Continua a dominare il dollaro; lo si è visto durante l'evoluzione della crisi del '08, generata nell'area del dollaro, diffusa nella globalizzazione dell'economia, affrontata dalla *Federal Reserve* nella posizione, nei fatti, di prestatore di ultima istanza dell'economia globale, per l'indebitamento in dollari delle principali Bc (Tooze).

La moneta fiduciaria è emessa da ciascuna B.c. senza vincoli alla conversione in oro o in altre monete; senza vincoli stabiliti da altra regola; il cambio dipende dalla disciplina valutaria del Paese. L'emissione della moneta fiduciaria non costituisce debitrice la determinata B.c. (debitrice di oro o di altra valuta); la cifra che riportano i conti della Banca indica semplicemente l'ammontare emesso, suddiviso in unità nominali.

In teoria lo Stato, attraverso la sua B.c. dispone, come Governo e Legislatore, della assoluta sovranità monetaria, del cui esercizio risponde politicamente verso i sudditi, secondo l'ordine costituzionale del Paese.

In fatto la sovranità monetaria incontra i condizionamenti dell'andamento dell'economia del Paese, della coerenza con la politica economica, delle richieste del mercato per strumenti di pagamento secondo le risorse disponibili per consumo ed investimenti, delle prospettive di deflazione od inflazione. Ma sono condizionamenti di fatto, che per opportunità del contingente possono essere scantonati, offrendo al governo della moneta il destro per abusi, con conseguenze nel tempo.

Nel suo complesso la sovranità monetaria di ciascun Paese si scontra con il vincolo del cambio nelle operazioni valutarie internazionali. Il vincolo di cambio dipende, e misura, l'accettabilità internazionale della specifica valuta: per il dollaro, generalmente accettato nei pagamenti valutari, il vincolo del cambio è tenue, mentre si rivela pressante per economie deboli sino a costringere all'autarchia; l'isolamento monetario è scelta anche dettata dalle condizioni dell'economia reale (es. Cina). Con la creazione dell'euro i Paesi partecipanti hanno anche inteso disporre di una moneta in grado di preservare la loro sovranità monetaria nella libertà dei cambi.

Assistiamo all'emergere delle economie della Cina e dei Paesi dell'estremo oriente rispetto al declino delle economie tradizionali dell'Atlantico e del Giappone. L'esperienza è scandita dal ripetersi di crisi che si diffondono, nella globalizzazione, a partire dagli Usa, impegnati dall'Amministrazione Reagan a politiche di deregolamentazione, propense a riguardare le crisi come fisiologia nella dinamica del capitalismo. Ci sono le condizioni per dare alla globalizzazione l'ordine monetario o si preferirà lasciare al mercato globale anche la scelta monetaria?

La deregolamentazione della moneta introduce ai problemi della finanza.

III. Finanza. Due manifestazioni principali: opposte

7.- *La moneta, in quanto riserva di valore, genera la finanza.*- La moneta dà l'unità di conto per calcolare il prezzo della transazione; ma non potrebbe essere mezzo di pagamento se non fosse riserva di valore. Il cedente, a pagamento del prezzo, con la moneta riceve il potere di disporne nel tempo a sua volontà per ulteriori acquisti. La moneta funge da pagamento proprio in quanto nel detentore crea un credito verso la società: è liquida - assoluta liquidità — accettata per questo suo pregio; anche ricercata.

La liquidità può essere impiegata per consumo o per investimenti reali. Ma può essere investita in finanza. Nella riserva di valore sta l'ambivalenza (le due facce) della moneta, che ne fa non soltanto mezzo di pagamento, ma anche la condizione per generare la finanza e per lo sviluppo dei mercati finanziari (essa stessa attivo finanziario). Moneta e finanza ne restano reciprocamente influenzate.

8.- *La moneta è l'oggetto della finanza. I mercati finanziari.*- La finanza è un rapporto di debito e di credito che ha per oggetto: il trasferimento nel futuro di moneta contro l'attuale trasferimento di merce (transazione commerciale); oppure l'attuale trasferimento di moneta contro il futuro trasferimento di moneta (transazione meramente finanziaria).

Se il pagamento della merce è differito, l'acquirente è debitore del prezzo, che alla scadenza dovrà estinguere in moneta: la transazione commerciale non è finita; è da *finire*, come ci indica l'etimologia medioevale della parola finanza. Se il credito è generato da finanziamento — anziché da transazione commerciale — l'operazione è meramente finanziaria. I contratti finanziari proiettano nel tempo il rapporto finanziario. Il creditore ha il rischio che il debitore alla scadenza sia inadempiente.

Il debito è un valore che il creditore può negoziare. Se frazionato e cartolarizzato (come oggi diciamo) può venire negoziato sul mercato finanziario. Così avveniva per le cambiali trattate nelle fiere, secondo la prassi mercantile che ha anticipato le moderne istituzioni. Il mercato dà allo

strumento finanziario la liquidità - anche forte, comunque inferiore alla moneta - a fronte dell'illiquidità del debito (investimento) da cui dipende.

Sul mercato finanziario il debito (l'attivo finanziario) ha *teoricamente* il valore nominale, attualizzato, tenuto conto degli interessi od altri frutti pattuiti. Ma soltanto in teoria, poiché il valore alla scadenza non è al momento della negoziazione determinabile, per i rischi che il futuro può riservare: il rischio di inadempimento; ma anche i rischi economici e politici che possono intervenire sul regolare corso della vicenda. Più precisamente i prezzi dell'attivo finanziario che si formano sono influenzati dalle condizioni del mercato, se più o meno liquido, se nel contingente si determina un andamento anomalo dell'offerta per necessità di un operatore di liquidare la partita; o viceversa per un rastrellamento degli strumenti; i prezzi sono ancora influenzati dalle informazioni disponibili; dalle opportunità che possono offrire altri mercati; dalla speculazione; dagli *spiriti animali* richiamati da Keynes (già I. Newton "posso prevedere il movimento dei corpi celesti, ma non la follia della gente"). Nella congiuntura l'attivo finanziario è un bene che la liquidità del mercato apprezza distintamente dal c.d. valore fondamentale - riferimento più o meno remoto ; è bene, si dice, di secondo grado. L'apprezzamento è secondo giudizio inevitabilmente soggettivo: anche le più sofisticate analisi non riescono a dare un valore matematicamente definito; sul momento possono anzi concorrere a condizionarne il prezzo per l'influenza sul c.d. *parco buoi*. L'esperienza ha confutato ogni tentativo di dare portata scientifica alla decisione sul prezzo: la razionalità del mercato è quella dei fatti sociali (argomentativa), non delle scienze esatte (deduttiva).

Poiché la moneta è sterile - non dà frutti - in attesa di impiego, per consumo o per investimento nell'economia reale, può essere opportuno l'investimento nel mercato finanziario. In strumenti che per essere quotidianamente negoziabili sono liquidi, sebbene esposti al rischio di perdite, ma anche alla possibilità di guadagni: l'esposizione al rischio può essere appena inferiore alla moneta. Per altro verso l'investimento finanziario può interessare, rispetto al reale, per le maggiori opportunità speculative.

9.- Finanza ed economia reale.- La finanza non produce un bene finale; è un servizio strumentale. Quando non è strumentale all'economia reale (credito alla produzione, al consumo) non concorre all'accrescimento della ricchezza, ma è strumento di ridistribuzione della ricchezza esistente: non accresce la ricchezza ma la ridistribuisce (a livello nazionale o globale).

Tradizionalmente la finanza è l'attività che intermedia tra il risparmio diffuso delle famiglie e gli investimenti delle imprese commerciali, o, in parte, i prestiti al consumo. L'intermediazione ha nella banca e nella borsa la classica ripartizione delle tecniche: la banca assume in proprio il rischio dell'investimento; nella borsa rischia il risparmiatore che investe in una delle due forme: azioni ed obbligazioni, da tempo regolate. La finanza pubblica provvede al debito dello Stato. L'intermediazione finanziaria è in definitiva

banale, pur nelle manifestazioni più sofisticate. Questa finanza presta il servizio d'intermediazione all'economia reale; in buona sostanza ne gestisce i rischi.

Ma la finanza può avvilupparsi su se stessa, quando gestisce rischi meramente finanziari. Sono rischi creati da contratti fondamentalmente aleatori, secondo condizioni sostanzialmente indipendenti dalle esigenze dell'economia reale; possono anche essere proposti contratti complicati, che trasmodano in operazioni che a più attenta analisi rasentano l'abuso fraudolento. Il fenomeno da marginale può rivelarsi pervasivo: finanza speculativa, bolle speculative, finanza casinò. È accadimento che si ripete nel tempo; si ricorda la bolla speculativa olandese dei bulbi dei tulipani del XVII sec.; lo stiamo rivivendo: "Alla fine dell'anno scorso (2020) [la finanza] ha raggiunto 281.000 miliardi di dollari, più del 330% del valore del pil mondiale" (Guerrera, Rep. 14 agosto 2021); la matrice è praticamente sempre la stessa, oggi potenziata dall'informatica.

Possiamo cogliere il fenomeno seguendo il succedersi delle legislazioni sulle banche, sulle borse, sulla finanza. Sono vicende note, che mi limito a richiamare.

10.- *Il susseguirsi degli ordinamenti finanziari.*- Si sono seguiti sotto la pressione di crisi. Vediamo contrapposta la legislazione seguita alla crisi del '29, di decisa regolamentazione, e la legislazione seguita alla stagflazione degli anni '80, tuttora in vigore, di altrettanto decisa deregolamentazione, motivata per la presunta riscoperta scientifica delle vere leggi economiche. Ma la contrapposizione è ideologica, al servizio di diversi interessi. La crisi del '08 ha riaperto il problema, che la legislazione d'emergenza ha affrontato nello spirito della conservazione. La pandemia, ad oggi ancora non domata, trova un contesto economico internazionale nuovo: difficoltà degli Usa a conservare il primato; emersione della Cina come potenza non soltanto militare (come era l'Urss) ma soprattutto economica, con moneta e finanza profondamente diverse dall'area Atlantica; difficoltà dell'Europa a ritrovarsi, a decidere, per la complessità della costituzione europea; posizione ondivaga della GB. Proprio dagli Usa, che hanno creato le condizioni della globalizzazione, provengono sollecitazioni autarchiche. Non sappiamo verso quale ordine monetario e finanziario stiamo andando.

10.1.- *Legislazione in reazione alla crisi del '29.*- Con la fine dell'ottocento il mercato finanziario per dimensione cresce d'importanza, promosso da banche d'affari. Ciononostante la banca e la finanza restano regolate come le altre imprese commerciali, soggette al diritto comune dei contratti; ad eccezione della risalente regolamentazione delle borse, circoscritta all'intermediazione e alla quotazione. Con il '900 la crescita a dismisura della finanza, nell'euforia del postguerra '14-'18, esplode negli Usa nella crisi del '29, accompagnata da comportamenti abusivi e fraudolenti; coinvolge l'economia reale diffondendosi in Europa e nel modo (abbiamo ancora i regimi coloniali).

Per reazione sono introdotte in Usa, quindi in Europa, legislazioni bancarie e finanziarie particolarmente stringenti nel plasmare la finanza come ancillare dell'economia reale: l'orientamento è comune nei principali Paesi. La raccolta di depositi è riservata a banche autorizzate per questa sola attività, vigilate a protezione del cliente, coperto in parte da assicurazione sui depositi. L'emissione di azioni, obbligazioni e valori mobiliari in genere (raccolta diretta da parte delle imprese), che in Usa per dimensioni è superiore all'intermediazione bancaria, assoggetta l'emittente a speciale agenzia pubblica (Sec) quanto alla *trasparenza* delle operazioni proposte al risparmio: informazione, adeguatezza dei contratti alla comprensione del risparmiatore non sofisticato; per lo più le operazioni si configurano per la loro *tipicità*, così da renderle comprensibili al consumatore. In Europa continentale, dove è dominante l'intermediazione bancaria, il legislatore si è concentrato sulle banche (di deposito e d'affari). Queste legislazioni, con aggiornamenti, sono rimaste in vigore nel dopoguerra.

In Italia la legislazione del '36-38 concentra sulle banche di deposito l'intermediazione finanziaria sul breve termine, assoggettandole a vigilanza così stringente da coinvolgere nel merito la gestione dell'istituto, per lo più di natura pubblica. Il finanziamento a medio termine è affidato a enti creati di volta in volta con legge come pubblici o comunque dipendenti dallo Stato, con oggetto specializzato (crediti speciali). La raccolta diretta del risparmio diffuso con azioni o obbligazioni, da tempo di ridotta portata, praticamente inesistente in quegli anni, restava regolata dalla disciplina delle borse valori; anche negli anni successivi alla Guerra restò scoraggiata dall'ordinamento tributario, si diceva: in quanto investimento pericoloso per il largo pubblico. Negli anni del fascismo, e poi anche nella ricostruzione, la concentrazione nell'intermediazione bancaria, nelle banche e nel credito speciale e spesso agevolato, era coerente con la politica economica, programmata a livello governativo. In buona sostanza l'attività finanziaria era regolata come pubblica: per la Cass. (SU pen. 10/10/'81) le banche gestivano un servizio pubblico.

Finanza keynesiana

Nei tre decenni successivi alla Guerra fa scuola la dottrina di Keynes.

L'economia è *politica* in quanto coinvolge scelte di valori, decantate con le leggi del Parlamento e con l'azione del Governo, secondo la Costituzione di ciascun Stato.

Nelle società libere, che promuovono la proprietà privata, l'economia è affidata all'iniziativa privata. Si organizza sui mercati dello scambio di merci contro moneta, per rispondere alla domanda di consumo delle famiglie e alla domanda d'investimento delle imprese. Il risparmio risponde alla domanda delle imprese secondo l'equilibrio tra consumo e risparmio che ottiene lo stesso meccanismo del mercato, nell'indicare al soggetto economico le opportunità. Ma l'equilibrio di ciascun mercato non necessariamente - eccezionalmente - porta all'equilibrio complessivo dell'economia, cioè al pieno impiego delle risorse disponibili (occupazione),

in quanto non necessariamente il risparmio disponibile è tutto investito nell'economia reale. La moneta può essere desiderata per sé stessa, per la liquidità; e la riserva di valore che l'accompagna può trovare convenienza ad investire il risparmio in finanza non produttiva di risorse reali: che conserva la liquidità, sia pure per gradi diversi; che per il carattere speculativo della finanza può offrire opportunità di guadagno.

Spetta allo Stato integrare la domanda d'investimento, per l'impiego di fattori produttivi che l'economia privata – il mercato – lascia disponibili, risorse che altrimenti sarebbero inutilizzate. Il *deficit* può essere d'incremento alla produzione se il debito pubblico finanzia il recupero delle risorse produttive che il mercato non riesce a sfruttare.

Ma lo Stato è protagonista nell'economia del capitalismo privato in altri ruoli.

Soprattutto lo Stato ha il compito di *fare privata* l'economia; di regolare le iniziative dei privati nelle libertà. I mercati non sono affatto la condizione naturale dell'economia, bensì sono un'istituzione artificiale creata dal legislatore che costringe i protagonisti a *stare al gioco*. In particolare le regole devono costringere alla concorrenza, per contenere la spontanea propensione al monopolio; devono garantire la correttezza e l'equilibrio delle contrattazioni; con speciale attenzione ai mercati della distribuzione al consumo, che trovano in posizione di disparità le parti: produttore e consumatore; tipologie di mercati possono richiedere regole specifiche, come i finanziari. Il diritto dell'economia privata deve trovare efficiente la giurisdizione per non vanificare le stesse regole, le quali, per essere di mercato, sono per lo più sanzionate con l'azione di risarcimento dei danni, a disposizione dell'interessato: l'inefficienza processuale vanifica il diritto, malamente surrogata da Vigilanze amministrative o da forme improprie di mediazioni quasi giurisdizionali, che possono servire soltanto sotto la minaccia dell'efficiente ricorso giurisdizionale.

D'altro canto, non la produzione e commercializzazione di ogni merce o servizio si presta ad essere gestita secondo i meccanismi del mercato. Il coinvolgimento della personalità del prestatore ha impedito nelle economie moderne di trattare il lavoro come merce; vi sono prodotti che, valutabili soltanto nel lungo tempo, restano debolmente esposti alla concorrenza (sanità, educazione) per i quali può essere opportuno organizzare diversamente la produzione o la commercializzazione.

Ancora allo Stato va affidato il compito della giustizia distributiva. Se si vuole salvaguardare una certa uguaglianza nella società per contenere clamorose differenze, poco tollerabili in democrazia; se si vuole la sufficiente diffusione della cultura, per gestire la stessa democrazia. Vi provvedono i servizi pubblici dello Stato sociale.

Lo strumento fondamentale d'intervento è nel bilancio pubblico: nei tributi e nelle spese. La moneta e la finanza sono anche strumenti, come politica monetaria e politica finanziaria (pubblica e privata), coerentemente con le politiche d'intervento per il corretto funzionamento dei mercati.

10.2.- *Gli anni della stagflazione.*- Nel 1971, con lo svincolo del dollaro dall'oro entra in crisi il sistema monetario internazionale, sostituito da cambi flessibili, nei fatti articolati sul dollaro come valuta generalmente accettata nel mercato internazionale, ma ormai liberamente emessa dalla Riserva Federale, decisamente più attenta alle condizioni nazionali che alle esigenze del commercio internazionale. Gli accordi sopravvenuti non danno stabilità al sistema monetario internazionale.

Segue la crisi del petrolio e delle materie prime, generatrice di inflazione per i Paesi consumatori e di accumulo eccessivo di masse finanziarie per i Paesi esportatori, alla ricerca d'impiego (euro dollari).

Altre ragioni concorrono a creare una situazione di intensa inflazione con ristagno delle economie reali, all'epoca considerata anomalia perché contraddittoria con l'insegnamento per il quale l'inflazione stimola l'economia.

10.3.- *Politica legislativa di reazione alla stagflazione.* - Con gli anni '80 e poi a partire da Reagan e Thatcher, in politica viene a dominare l'ideologia che per semplificare possiamo ricondurre alla dottrina neoclassica (v. *annotazione*).

Finanza neoclassica

La dottrina.- Per i neoclassici il *mercato* è il naturale assetto della produzione, ripartizione e consumo delle merci (beni e servizi), economici in quanto sono rari. Il *valore* di scambio è nell'utilità degli oggetti, desiderati per la soddisfazione che ne procura il consumo (prima la misura era il lavoro impiegato nella produzione). La domanda individuale è graduata dall'utilità marginale in funzione delle proprie disponibilità. Nella data società la soddisfazione è uniforme; il valore è oggettivo, perché fondato sulla natura fisica, conoscibile razionalmente dall'uomo economico; le deviazioni sono dovute a comportamenti irrazionali, che l'emersione del valore fondamentale relega al congiunturale: gli accadimenti nel breve termine non danno l'assetto definitivo delle cose.

Lo scambio è il baratto di merci contro merci, mediato dalla moneta che nel prezzo denombra il valore scambiato. Non dobbiamo fermarci all'apparenza: lo scambio di merce contro moneta è il velo che nasconde lo scambio reale tra merci. La moneta è "segno", manca di valore intrinseco.

Il lavoro ha il costo della rinuncia all'ozio; ne è il valore, misurato dall'utilità marginale da ciascun individuo. È un servizio come altri, merce scambiata con altra merce per il tramite della moneta, secondo la tecnica del mercato: la remunerazione ne definisce l'equilibrio.

Il risparmio ha il costo della rinuncia al consumo attuale per l'attesa di reddito futuro (valore intrinseco dell'attivo); il tasso d'interesse ne è il prezzo. È destinato agli investimenti produttivi (economia reale):

direttamente o per il tramite dell'intermediazione finanziaria. Il risparmio inerte (tesaurizzato sotto il cuscino) non è nella razionalità dell'uomo economico, del mercato, che valuta l'attivo finanziario al suo valore intrinseco che ci dà l'investimento nella produzione reale. La riserva di valore non valorizza la moneta come merce, ma la conferma come mezzo di pagamento. Le bolle speculative, la finanza speculativa, sono deviazioni che il mercato efficiente relega al congiunturale: non si può andare contro il mercato.

In ciascun mercato la produzione trova lo sbocco della domanda di consumo che nel risparmio ha generato la domanda d'investimento: maggiore produzione riduce il risparmio; minore produzione stimola a risparmiare: il tasso d'interesse stabilisce l'equilibrio (teoria dell'offerta).

L'equilibrio di ciascun mercato (delle merci, del risparmio, del lavoro, della finanza) compone l'equilibrio della domanda e dell'offerta per la complessiva economia, purché esente da improprie interferenze. Impropria è l'interferenza dello Stato.

Stato minimo.- Lo Stato va ridotto alla condizione minima per la sopravvivenza della società, secondo la congiuntura storica, in modo da affidare l'economia per quant'altro alla gestione dei mercati, la sola tecnica che consente la massima efficienza nell'impiego dei fattori produttivi.

° *Pareggio del bilancio.* Va imposto allo Stato in quanto organizzazione di consumo, non di produzione, per non distogliere risorse agli investimenti produttivi delle imprese. È alla politica decidere sull'impiego delle risorse disponibili grazie all'efficienza del sistema economico, attraverso la spesa pubblica finanziata dal tributo, nel vincolo del pareggio del bilancio [austerità], postulato per l'equilibrio generale del mercato.

° *Deregolamentazione.* La penetrante legislazione, a reazione della crisi del '29, si è rivelata nel tempo controproducente. La regolamentazione pervasiva, anziché la stabilità, ha protetto le posizioni acquisite, avviluppando l'economia nella conservazione. Invece è la libertà d'iniziativa che promuove l'innovazione, diffondendola nell'economia; nel mentre, senza necessità di leggi tutorie, è la stessa razionalità dei protagonisti, vincolati all'efficienza, che spontaneamente li costringe a comportamenti reciprocamente corretti, a rischio, appunto, di essere espunti dal mercato. È sufficiente che la legge garantisca: la proprietà e la libertà d'iniziativa; la diffusione dell'informazione per consentire ai protagonisti scelte razionali; la rapida soppressione delle attività fallite, per facilitare la mobilità del capitale. La regola del fallimento è sufficiente a garantire la concorrenza; la disciplina *antitrust* della tradizione si è rivelata d'intralcio alla concorrenza; piuttosto strumento di programmazione governativa. Per quanto a noi interessa, è criticata la regolamentazione bancaria a finanziaria.

° *Privatizzazione.*- La domanda formulata dallo Stato, finanziata con la sovranità tributaria, poiché sottrae risorse economiche del mercato va

ridotta all'essenziale per la sopravvivenza della società. Nella prospettiva estrema si sono proposte (e sono state sperimentate) privatizzazioni nella difesa, nella giustizia, nella moneta. L'economia del benessere si è tradotta in produzioni burocratiche ed immeritato trasferimento di risorse. Gli stessi servizi possono essere forniti alle condizioni del mercato (ad es. la sanità, l'assistenza pensionistica, l'educazione, trasporti).

Se esigenze politiche consigliano interventi per famiglie non in grado di sostenersi, meglio è l'assistenza indiretta, con denaro (imposta negativa; reddito di cittadinanza) lasciando loro la scelta di consumo.

[°] *Moneta.*- Svincolata dall'oro, l'interferenza dello Stato mediante la politica monetaria si è pericolosamente intensificata, deviando la moneta dalla funzione di pagamento. Invece il mercato richiede la moneta esclusivamente per i pagamenti: null'altro pretende che stabilità nella neutralità. Poiché è anacronistico ritornare alla regola dell'oro, poiché al momento sembra improponibile affidare allo stesso mercato la creazione monetaria, si consiglia di affidare la creazione monetaria alla Bc, istituita come agenzia indipendente da Governo, esclusivamente competente per il servizio pubblico della moneta, da emettere nelle quantità necessarie per i pagamenti, con la missione di garantirne la stabilità nella neutralità.

[°] La finanza si apre alla globalizzazione con l'abrogazione dell'art. VI,3 di *Bretton Woods*, che limitava sostanzialmente i movimenti di capitale agli investimenti diretti per contenere la speculazione sui cambi.

È scienza? È servita alla politica del liberalismo radicale. La neoclassica è predicata come conoscenza intellettuale che dà verità sul mondo: come la fisica, l'economia è scienza *dura*, fondata sulla intrinseca natura fisica dell'uomo (valore=utilità delle merci): non è una scienza sociale.

S'intende dare del fenomeno economico una conoscenza che, per essere scientifica, è politicamente neutra; diremmo, per semplificare, né destra né sinistra. Quando si dovessero porre problemi sociali, la soluzione non è economica ma politica: come consumare la propria ricchezza. Costruire un ponte è scelta politica; la scienza fisica dà la tecnica per la costruzione.

La teoria che ci presentano i neoclassici ha dell'astratto; semplificata a paradigma è grottesca: "Many economists will say this is a caricature" (R. Skidelsky). Sono le scienze stesse a relegare nello *scientismo* il paradigma richiamato da questa scuola. Che dire della medicina: è scienza esatta? Senza che con ciò si debbano negare le profonde differenze di metodo con le scienze sociali.

Ma è proprio in questa caricatura che si è diffusa l'idea dello Stato minimo - contro lo Stato del benessere - sino a divenire, nei 30 anni precedenti alla crisi del '08, la *vulgata* del liberalismo radicale, dominante sulla politica e sulla legislazione. La dottrina è semplificata per sfruttarne le conseguenze. Nella propaganda politica è stato meno importante il fondamento teorico, quanto le semplificazioni che ne conseguivano:

economia "dell'offerta" (contro "della domanda"), Stato minimo, drastica riduzione della pressione fiscale, deregolamentazione, specie nel lavoro, meritocrazia, libertà della finanza, indipendenza della Banca centrale dalla politica (divenuta organo dipendente dal mercato). Nel contesto della mondializzazione le idee sono penetrate in Europa continentale, meno intensamente per il radicamento dello Stato sociale.

La domanda non è se tali politiche siano sostenibili nel tempo. La sofisticazione tecnica ben potrebbe essere in grado di sostenerle. La domanda è: quali interessi perseguono le politiche scelte. La risposta è nel gioco politico, dove finanza e banca hanno da sempre buone carte; dove gli interessi a radicare disegualanza possono avvantaggiarsi dei *populismi*.

IV. L'ordine europeo di moneta e finanza

11.- *Precedente alla crisi '08*.- Troviamo la disciplina delle due componenti, moneta e finanza: la prima accentrata da *regolamenti* UE; la seconda coordinata da *direttive*.

11.1.- *Moneta*.- Con il 2000 l'euro (€) ha sostituito le monete nazionali. L'emissione è stata affidata alla BCE, concepita secondo criteri che ci richiamano la dottrina neoclassica, in armonia con l'*economia sociale di mercato*, politica seguita dalla Germania dal dopoguerra. La BCE forma sistema con le Banche nazionali (BN), rappresentate nel suo consiglio. All'epoca la disciplina era nel Trattato (*Versione consolidata*, G.U.U.E. 24/12/'02), che non dava alla Banca la veste di *istituzione* nel senso dell'art. 13 dell'attuale Trattato, che, accompagnato da un secondo Trattato, nel complesso riproducono le regole precedenti.

La BCE è isolata dalla *politica*, degli Stati aderenti e delle *istituzioni* UE; così le BN riguardo al loro Stato; in guisa da dare indipendenza alla gestione della moneta. Restano di competenza politica: la nomina del comitato esecutivo, del presidente (*primus inter pares*), dei governatori nazionali; con termine di durata, con procedura per garantire la professionalità e l'indipendenza di giudizio, con limitazioni alla revoca.

La missione della BCE è circoscritta alla tecnica della moneta; alla stabilità: la quantità dell'emissione va regolata sulla esigenza dei pagamenti espressa dal mercato (art. 127 TFUE, già art. 105). La Banca (il Sistema) non può finanziare gli Stati, nemmeno indirettamente con l'acquistare sul mercato i loro titoli (art. 123 TFUE; già art. 101); il divieto è anche nei riguardi di banche; ovviamente non è l'assistenza di liquidità (cfr. *Agreement on emergency liquidity assistance* del 9/11/'20, cfr. art. 14,4 dell'attuale statuto). La competenza politica sul cambio con valute di Paesi terzi (art. 219, già 111) è strettamente coordinata con la BCE.

La BCE non ha la sovranità monetaria del *prestatore di ultima istanza* (p.u.i.), come invece è nella tradizione delle banche centrali. La sovranità non è nell'emissione, bensì nella fiducia che lo Stato è debitore sempre solvente

per il debito espresso nella sua moneta: in *ultima istanza* paga con la moneta che *crea* (Turner). La moneta, abbiamo detto, è debito dello Stato verso la società, intermediato dalla Banca centrale, allora sì soggetta al vincolo oro, ma che il legislatore ha più volte sospeso: la moneta disponeva della sovranità del p.u.i. L'euro non ha questa copertura. Gli Stati hanno perso la sovranità monetaria; peraltro non riconosciuta alla BCE: la moneta è servizio per il mercato; non è strumento politico.

L'ordinamento monetario così disposto assoggetta gli Stati al mercato come qualunque altro operatore, vincolati all'equilibrio di bilancio, pena l'insolvenza. È nella logica del sistema scelto; non sono necessarie regolamentazioni specifiche: posto il principio che lo Stato e l'UE non dispongono della sovranità monetaria, la conseguenza deriva meccanicamente (cfr. art. 119,TFUE, già art. 4; segue il c.d. *fiscal compact* del 3/012). Lo Stato che non riesce ad equilibrare i conti con la potestà tributaria ... *fallisce*; esce dal sistema monetario europeo; ma non è stata regolata la vicenda: traumatica.

È struttura anomala rispetto ai sistemi monetari della tradizione e agli altri sistemi. La banca centrale Usa ha la sovranità che condivide con il Governo, vieppiù nella duplice missione: stabilità monetaria ed occupazione. BCE può soltanto accompagnare la politica delle Istituzioni (art. 127, già 105). Priva di sovranità monetaria, l'indipendenza della BCE ha giustificazione democratica, appunto in quanto agenzia con missione esclusivamente tecnica.

L'anomalia è stata scelta politica aderente alla filosofia sopra ricordata. Le critiche, per le quali la creazione della moneta unica avrebbe richiesto immediatamente l'unione bancaria e la solidarietà del bilancio europeo, colgono nel segno, ma sono avanzate nella prospettiva della scuola keynesiana, coscientemente respinta dalla politica che allora si affermò. Anche per questo venne respinta la proposta di istituire una competenza politica di ministero tesoro UE.

L'anomalia si rivela illusione. Lo Stato è necessario alla convivenza: è l'essenza della politica. Le vicende dell'economia coinvolgono la società in problemi che sfociano in decisioni politiche; la moneta ne è protagonista. Crisi economiche monetarie finanziarie non sono risolvibili nel vincolo tecnico del mercato: se lo Stato fallisce, chiuda, come un'impresa privata; se chiude, altre imprese ne approfitteranno; chiuso lo Stato non ve ne è un altro, nella continuità della società. Che sia illusione lo hanno confermato le recenti vicende di crisi ('08; Grecia; pandemia), che hanno costretto a provvedere in violazione dell'ordine europeo codificato; poi a sospendere il *fiscal compact*.

11.2.- *Finanza*.- E' separata dalla moneta; non se ne vedono la dipendenza e la reciproca influenza. La moneta è servizio pubblico; la finanza è attività d'impresa da affidare al mercato deregolamentato. Quindi la moneta unica non comporta di riflesso regolamentazione europea del sistema delle banche, della finanza. Le crisi del mercato finanziario vanno

regolate come qualunque crisi d'impresa (fallimento) senza che si ripercuotano sulla moneta.

Perciò la finanza resta regolata e vigilata a livello nazionale. Le regole vengono armonizzate con direttive per formare, sulla concorrenza e sulla protezione dei consumatori, il mercato finanziario unico europeo.

Principi di armonizzazione:

- ° Attività d'impresa soggetta alla concorrenza del mercato (non servizio pubblico): autorizzazione per mero controllo dei presupposti legali, precisamente circoscritti e definiti; vigilanza di liquidità: libertà di entrata e uscita; di fallire. In definitiva controlli tecnici strettamente prudenziali.

- ° Deregolamentazione, così da eliminare, con la banca universale, le tradizionali ripartizioni di attività: durata dell'intermediazione; banca e borsa. Autorizzazioni specifiche per imprese che intendono specializzarsi. Sono gli operatori a scegliere.

- ° Libertà di movimento tra Stati, nell'area euro (e Ue) e con Paesi terzi. Piena adesione all'economia globale.

- ° Crisi regolata dallo Stato, nella filosofia del fallimento; eliminazione di aiuti pubblici non coerenti con le disposizioni del Trattato sulla concorrenza, di generale applicazione, quindi anche alle banche ed alla finanza.

12.- In seguito alla crisi '08; poi la pandemia in corso.- Esaminiamo le conseguenze della prima; sulla seconda troppe incognite.

La crisi del '08 procede da Usa e GB. È imprevista. Anzi Governi, dottrina e operatori in prevalenza, la ritenevano congiuntura che il mercato avrebbe assorbito senza l'interferenza dello Stato. Invece è stata pervasiva. Costretti ad interventi pubblici, si addivenne a rimedi straordinari intesi a ripristinare l'andamento degli affari di prima. Ma per l'impatto politico le cose sono mutate. Nel sistema europeo la mutazione nella funzione monetaria è nei fatti; invece è con legge la revisione della finanza.

12.1.-Moneta.- In Usa la crisi aveva riversato ingenti perdite su banche (ed assicurazioni: la loro influenza sulla finanza era più accentuata che in Europa). Il Congresso ne ha disposto la copertura mediante apporti del Tesoro: patrimonializzazione. Per rendere possibile l'operazione le banche d'affari si sono registrate come banche di deposito, coperte dall'assicurazione sui depositi. Simile la vicenda Inglese.

Nell'area euro la crisi ha colpito Spagna, Irlanda, in misura minore Francia e Germania. In Italia la crisi è rivelata per l'ammontare dei crediti in sofferenza, già pericoloso. L'esplosione del debito pubblico per l'iniezione del capitale alle entità in crisi si è tradotta in differenziali sullo *spread* dei titoli emessi a copertura: il mercato differenziava il rischio Paese. Gli squilibri di bilancio non potevano essere coperti da creazione monetaria per la

perdita della sovranità del rispettivo Stato; d'altro canto la BCE non aveva la sovranità del p.u.i. La crisi della Grecia, nella sua estrema gravità, ha sollevato dubbi sulla resistenza dell'euro: se la Grecia fosse stata eliminata dall'area euro, ne sarebbe seguita la crisi della Spagna e dell'Italia; probabile la fine della moneta unica. Il mercato non era in grado di assorbire le crisi senza dissolvere l'euro o restringerlo agli Stati in grado di sostenere il debito pubblico. La scelta era politica; emersero indirizzi – autorevoli – per restringere l'area o tornare alle monete nazionali.

L'euro è stato salvato dalla BCE con l'acquisto del debito degli Stati. Lo attesta la dimensione del bilancio BCE. Significativa la lettera BCE 5/8/'011 al Governo italiano, che prescrive riforme: "Contiene il *diktat*. Se non ottemperiamo (entro '08/8) i titoli italiani non verranno comprati. Mette sul tavolo il *default*" (Tremonti; nella lettera il *diktat* è implicito). L'acquisto del debito degli Stati era in violazione del Trattato. In questo senso si pronunciò la C. Cost. tedesca; di opposto indirizzo la CGUE, con la precisazione: la decisione è circoscritta all'acquisto dedotto in giudizio; la valutazione sul complesso delle operazioni è competenza politica (Visentini, 2020).

La necessità ha fatto diritto: la BCE ha la sovranità monetaria del p.u.i. E' colmata la lacuna. Ma, titolare di competenza politica, ne ha la legittimazione nella sua posizione isolata? Vanno revisionate le istituzioni; il senso ed il limite della indipendenza? Come delineare il sistema per renderlo funzionale alle necessità nella coerenza con l'ordine democratico? I quesiti per ora sono sollevati dalla pubblicistica (Dietsch); ne discutono i protagonisti nel corso della campagna per le prossime elezioni in Germania.

12.2.- Finanza.- L'ordinamento della finanza bancaria dell'area euro è mutato in seguito al radicamento di due pilastri, dei tre previsti per l'*Unione bancaria*. Con i reg. n. 1024/'13 (*meccanismo di vigilanza unico*) e n. 806/'14 (*meccanismo di risoluzione unico*) la vigilanza e la crisi sono *federali*, ad integrazione della moneta *federale* (in senso lato, per capirci). Resta il terzo pilastro sulla garanzia dei depositi. La Vigilanza bancaria è della BCE, organicamente ripartita in distinta sezione, con proprio presidente, per evitare conflitti d'interesse, ma nell'esercizio coordinata alla moneta.

Sinteticamente.

[°] In buona sostanza la vigilanza sulle banche è *federale*: direttamente per le banche significative, indirettamente per le altre, per la possibilità di intervenire in qualsiasi momento (art. 6 n. 1024/13).

[°] L'autorizzazione (la revoca) all'esercizio dell'attività bancaria sono di esclusiva competenza della BCE; è sua competenza la verifica della idoneità dei soci influenti; è esclusivo l'esercizio della vigilanza per le banche significative; le minori sono sotto la vigilanza delle BN; peraltro per ragioni d'interesse alla stabilità del sistema comunitario, la BCE può sovrapporre la propria autorità.

° La disciplina della vigilanza è per regolamenti Ue, di diretta applicazione, non per direttive. L'impiego del regolamento va estendendosi, secondo impostazione *federale*.

° La vigilanza si propone prudenziale, ma per il contenuto discrezionale delle principali disposizioni finisce per andare al merito (ad es. è assai vaga la dizione "sana e prudente gestione").

° E' istituito presso la BCE il *Comitato per i Rischi sistematici*. Sempre più strumentale alla vigilanza, a sua volta strumentale alla *risoluzione* (crisi). Poteri che da meramente prudenziali si volgono a tutori: preservazione della stabilità del sistema, nelle singole componenti (per le interconnessioni delle aziende, es. pagamenti).

° In principio la crisi dell'impresa bancaria non è sottratta alla regola del fallimento. Peraltra, in presenza di ragioni d'interesse pubblico, se le condizioni ne consentono il recupero – presupposti in definitiva vaghi – può essere assoggetta alla disciplina speciale della risoluzione. È una regolamentazione di ristrutturazione della banca in crisi, per evitare che comprometta il sistema bancario nel suo complesso. Anche questa gestione è, in buona sostanza; *federale*, con l'organismo unico di risoluzione.

° Per salvaguardare il principio che vuole l'impresa bancaria soggetta al mercato come ogni altra impresa, sono drasticamente vietati gli ausili finanziari pubblici, se non in presenza delle condizioni che ne consentono l'eccezione, come per le altre imprese.

Vi è contraddizione. La banca è sottratta alla procedura ordinaria del fallimento per consentire attraverso altra speciale procedura di renderla nuovamente vitale; vitalità che ha perduto nel gioco del mercato; soltanto se la perdita fosse congiunturale conseguenza dell'imperizia dei gestori si potrebbe pensare che la loro sostituzione basterebbe a riassettarla. L'esperienza è diversa. Anche qualora la perdita fosse dovuta all'imperizia, le conseguenze difficilmente sono congiunturali; tanto meno quando le difficoltà dipendono da crisi sistematica. Sono necessarie nuove risorse finanziarie; nella maggioranza dei casi la procedura richiede di essere assistita da aiuti di Stato. E' la soluzione che va decantandosi [cfr. il progetto per fare del MES, Meccanismo europeo di stabilità, garante del Fondo Risoluzione Unico]; soltanto così si giustifica una procedura speciale di ristrutturazione.

La finanza europea è nell'economia globale. Ha raggiunto dimensioni non giustificate dalla sua funzione strumentale all'economia reale; si è avviluppata su se stessa come mercato di rischi creati dalla finanza stessa, per lo più estraniandola dall'economia reale. Per evitare che la storia si ripeta va arginata e poi sciolta la bolla che va formandosi. Ci sono le competenze UE.

La finanza, se non vogliamo intenderla servizio pubblico o di rilevanza pubblica, è ora ordinamento settoriale regolato sul presupposto di interesse pubblico diffuso, di responsabilità politica (già M.S. Giannini).

12.3.- Pandemia. È di ritorno Keynes?- La crisi dovuta alla pandemia si prospettava diffusa sull'economia reale, soltanto di riflesso sul sistema bancario e finanziario. Perciò il rimedio doveva di necessità affrontare la domanda delle famiglie e delle imprese produttive. Doveva coinvolgere i bilanci pubblici e la sovranità di p.u.i. a sostegno della domanda di consumo. Di conseguenza, come sappiamo, è stato sospeso il c.d. *fiscal compact*; viene creato il *Recovery Fund*.

Keynes: The Return of the Master (Skidelsky).

Annotazioni. Richiamo gli scritti di cui mi sono servito; vi troviamo anche gli approfondimenti bibliografici.

^a **Fatto sociale.** J. SEARLE, *La costruzione della realtà sociale*, Milano (Comunità) 1996 (*The Construction of Social Reality*, 1995); G. VISENTINI, *Lezioni di teoria generale del diritto*, I, *Il concetto di diritto*; II, *Il discorso giuridico*, Padova 2003 (Cedam).

^b **Storia; dottrine economiche.** P. DOCKE'S, *Le Capitalismes et ses rythmes, quatre siècles en perspective*, Paris (Garnier), 2017-2019 (tre volumi).

R. SKIDELSKY, *Money and Government: The Past and Future of Economics*, London 2018 (Yale u.p.); *What's wrong with Economics?*, Yale u.p. 2020; "The main target of my attack is "neoclassical" or "marginalist" or "mainstream" economics (I use the term interchangeably) because this has been so dominant in the textbooks and gives a distinctive flavour to the way all economics is done today" (p. X), nello stesso senso ho impiegato "neoclassici".

A. ORLE'AN, *L'Empire de la Valeur*, Paris 2011 (Seuil).

M. AGLIETTA, *La Monnaie*, Paris 2016 (Odile Jacob).

A. TURNER, *Between Debt and the Devil: Money, Credit and Fixing Global Finance*, 2015, Princeton u.p.

J. BICHOT, *Huit siecles de monetarisation*, Paris 1984 (Economica)

P. DIETSCH e altri, *Les banques centrales servent-elle nos intérêts?* 2019.

A. TOOZE, *Crashed*, 2018.

F. SARACENO, *La scienza inutile*, Rona 2019 (Luiss).

K. PISTOR, *Il codice del capitale. Come il diritto crea ricchezza e disuguaglianza*, Roma 2021 (Luiss).

G. VISENTINI, *Lo scontro tra Corte tedesca e Corte europea e la vera posta in gioco*, in *First online*, agosto 2020.

^c Il presente scritto è stato elaborato nel quadro della ricerca su *Moneta e Finanza UE*, in corso presso la Fondazione B. VISENTINI (Luiss). Ringrazio il presidente A. Laterza; per la collaborazione: G. Marra e A. Papa Malatesta.