

Le parole del futuro

Università Cattolica del Sacro Cuore

**Facoltà di Scienze bancarie,
finanziarie e assicurative**

**Denaro
Rischio
Sostenibilità**



VITA E PENSIERO



www.vitaepensiero.it

Le fotocopie per uso personale del lettore possono essere effettuate nei limiti del 15% di ciascun volume dietro pagamento alla SIAE del compenso previsto dall'art. 68, commi 4 e 5, della legge 22 aprile 1941 n. 633.

Le fotocopie effettuate per finalità di carattere professionale, economico o commerciale o comunque per uso diverso da quello personale possono essere effettuate a seguito di specifica autorizzazione rilasciata da CLEARedi, Centro Licenze e Autorizzazioni per le Riproduzioni Editoriali, Corso di Porta Romana 108, 20122 Milano, e-mail: autorizzazioni@clearedi.org e sito web www.clearedi.org

© 2021 Vita e Pensiero - Largo A. Gemelli, 1 - 20123 Milano

ISBN 978-88-343-4740-9

Indice

<i>Premessa</i>	7
Denaro	11
Rischio	29
Sostenibilità	51
<i>Gli Autori</i>	105

Premessa

Denaro, rischio e sostenibilità. Sono le tre parole che connotano l'oggetto disciplinare della Facoltà di Scienze bancarie, finanziarie e assicurative. E, nell'ordine in cui sono presentate, rivelano e tracciano l'evoluzione nel tempo dei contenuti stessi della finanza. La riflessione su queste tre parole, condotta in maniera corale da tutti i docenti della Facoltà, è stata un esercizio utile e significativo, anche perché avvenuta nel centesimo anniversario dalla fondazione dell'Ateneo che coincide con il trentennale della nostra Facoltà.

Finanza, intesa come attività bancaria finanziaria e assicurativa, deriva da 'fine' e ruota attorno al denaro. Il verbo di origine provenzale *finar* fa riferimento ai mezzi di cui si dispone per raggiungere i propri fini. Tali mezzi trovano rappresentazione nel denaro, in origine l'unità monetaria presso gli antichi romani (*denarius*), richiamata nel ben noto riferimento ai trenta denari del tradimento di Giuda nel Vangelo secondo Matteo (*Mt 26,15*). Il denaro è da sempre oggetto della nostra materia: non vi sono discorsi di carattere finanziario ed economico che da esso possano prescindere. Certo molto diverso è pensare al denaro oggi, in un contesto in cui si diffondono moneta elettronica e criptovalute, rispetto a quando si

sono sviluppate le prime tipologie di moneta. Tuttavia, nella sua natura di mezzo, il denaro consente il trasferimento di risorse nel tempo e nello spazio, ma è il fine che lo qualifica. Come titola il primo contributo del volume a fare la differenza è 'per chi e per cosa'. Il denaro rimane dunque un mezzo e come tale richiede gli strumenti della tecnica economica, quantitativa e giuridica propri delle nostre discipline.

Il rischio è connaturato all'essenza stessa dell'attività finanziaria poiché essa si svolge in un contesto economico e di mercato sempre più complesso, incerto e interconnesso. L'ambiente e i processi aziendali comprendono il verificarsi di una pluralità di rischi in continua trasformazione, tali da rendere incerto il conseguimento degli obiettivi strategici, economico-finanziari e la creazione di valore sostenibile nel tempo. Rischio è pertanto un concetto non solo centrale, ma multiforme e non monolitico, tanto da richiedere modelli assai complessi per la sua misurazione e gestione. Proprio in anni piuttosto recenti sono stati sviluppati modelli che consentono di comprendere e quantificare il rischio in termini di probabilità del verificarsi di determinati eventi, aprendo la strada ad una disciplina che permette di rispondere ai cambiamenti e alle complessità sopra delineati.

La sostenibilità è in ultima analisi un'ulteriore evoluzione del governo dei rischi poiché il rischio che domina è proprio quello di insostenibilità. La stretta connessione tra il concetto di sostenibilità e quello di rischio deriva dal fatto che un'economia sostenibile è anche un'economia in grado di scongiurare rischi di non sopravvivenza

futura. Molteplici allora le declinazioni della sostenibilità: oltre a quella ambientale, emergono temi legati a comunità, reciprocità, equità, natura relazionale della persona, futuro.

Un esercizio, dunque, per riflettere sulla finanza e sulla nostra responsabilità nel ripensare i paradigmi sui quali essa si fonda, evitando l'inversione tra mezzi e fini. esplicitando la dimensione etica che ogni modello sottende, riconsiderando il cardine dell'individualismo dei modelli economici utilitaristici e qualificando quanto ci si deve attendere dalla regolamentazione di economia e finanza in termini di protezione dei diritti delle persone. Ricollegando la gestione del denaro, dei rischi e della sostenibilità in un'ottica di servizio alla persona si possono riscoprire le radici antiche della finanza come un positivo trafficare per la crescita e la prosperità.

ELENA BECCALLI

Presidente della Facoltà di Scienze bancarie,
finanziarie e assicurative

Denaro

Denaro. Per chi e per che cosa

Del denaro si parla poco e spesso in modo indiretto. Meglio accennare a «risorse», «fondi», «liquidità»: la parola «soldi» può suonare volgare. Allo stesso modo, il trasferimento di contanti è ormai considerato poco elegante. Preferibile ricorrere a una carta di credito, se non addirittura a pochi tocchi sul cellulare. Eppure, il denaro è una condizione essenziale per lo svolgimento della vita economica e, salve pochissime eccezioni, per la vita *tout court*. Senza denaro non sarebbe possibile concludere gli scambi che ci servono per mangiare, muoverci, ricevere cure e aiutare gli altri. Senza scambi la vita tornerebbe primitiva e le capacità umane potrebbero esprimersi assai di meno.

Perché, quindi, tanto imbarazzo per una parte così importante dell'esistenza umana? Il problema – non appena ci si pensa – non sono i soldi in sé. Dal punto di vista del *cash flow*, lasciare un'eredità milionaria al proprio gatto e donare il medesimo importo per la costruzione di una scuola in Afghanistan sono esattamente la stessa cosa. A fare la differenza sono i fini: il 'perché', il 'per che cosa', il 'per chi'. Lo strumento rimane uguale, è il fine che lo qualifica.

Impostare il tema nella prospettiva dei fini aiuta una più libera riflessione sul denaro. Nella sua natura di mezzo, il denaro si presta a essere esaminato con gli strumenti della tecnica economica e giuridica. È fondamentale, per esempio, conoscere come la moneta nasca e come circoli. 'Creare' denaro può aiutare a superare un momento di crisi, ma 'troppo' denaro fa male all'economia. È, quindi, necessario conoscere le 'leggi' del fenomeno monetario, che sono, appunto, economiche e giuridiche.

La prospettiva dei fini aiuta, però, anche una riflessione più sostanziale, spesso obliterata perché assai più controversa e potenzialmente divisiva. Il denaro consente sempre di realizzare qualche fine e, in tal modo, attribuisce sempre una corrispondente quantità di potere. La nobiltà o la bassezza del denaro dipendono, quindi, da quel che si vuol fare con esso. È a questo livello che la questione diventa delicata. Il denaro può, infatti, consentire di fare ciò che piace, ciò che è utile, ciò che è giusto. Può essere usato per sé o può essere impiegato per altri. Può essere destinato a favorire scambi che rispondano a esigenze vitali, può essere risparmiato in vista del futuro o può essere accumulato per il mero gusto di veder crescere le proprie disponibilità.

La riflessione etica dell'umanità si è sempre misurata con tali questioni, spesso condannando la cupidigia e valorizzando la generosità. Se ne è occupata anche la psicologia, indagando la valenza del denaro a soddisfare attese o a ingenerare paure. Il realismo della tradizione cattolica ha sempre messo in guardia dall'attaccamento al denaro: elevare il denaro a fine significa dimenticare

gli altri fini, in una dinamica autoreferenziale facilmente esposta a gravi parzialità.

Con la chiara consapevolezza dei fini – e, quindi, esplicitandoli – si può, dunque, parlare liberamente di denaro. Si può discutere, così, del rapporto tra denaro, lavoro ed economia reale: il denaro può, infatti, essere impiegato per generare altro denaro o per favorire lo sviluppo dell'economia reale e del lavoro. Ancor più radicalmente, si può mettere a tema la distribuzione del denaro tra le persone: l'equilibrio di uno scambio o la disuguaglianza economica dipendono, infatti, dal fine di giustizia che si intende perseguire.

In questa prospettiva, il discorso sul denaro si allontana da un approccio che enfatizza unicamente l'utilità particolare del singolo, per valorizzare, invece, la sua dimensione relazionale e sociale. Nelle parole di un economista, pur controverso, come Larry Summers, «l'ironia del sistema di mercato sta nel fatto che, mentre il suo successo dipende dalla capacità di imbrigliare il potere dell'interesse egoistico, la sua sostenibilità dipende dalla disponibilità delle persone a porre in essere comportamenti che non sono egoistici». A ciò fa eco l'acuta osservazione di Benedetto XVI nell'enciclica *Caritas in veritate*: «Lasciato al solo principio di equivalenza di valore dei beni scambiati, il mercato non riesce a produrre quella coesione sociale di cui pure ha bisogno per poter funzionare».

Denaro e valori d'impresa

Il fine dell'impresa

Il denaro può essere considerato un concetto ambivalente. Può essere concepito come il fine ultimo della vita umana, oppure può essere inteso come uno strumento, un mezzo per raggiungere altre finalità (ad esempio, finalità di ordine morale, religioso, sociale e così via).

In altri termini, il denaro può rappresentare il fine esclusivo della vita di un individuo, quando anela ad arricchirsi per poter soddisfare i suoi personali desideri; oppure può essere utilizzato come un mezzo per compiere atti di giustizia, per generare nuove risorse o per svolgere opere di carità. Semplificando, si tratta di un tema di mezzi e di fini.

La riflessione sul ruolo del denaro come mezzo o come fine può essere trasposta sul piano delle imprese (e degli imprenditori e dei manager che le guidano). La domanda che si pone è in tal caso la seguente: l'attività d'impresa ha come obiettivo esclusivo la generazione di denaro per appagare i desideri di arricchirsi di chi la guida, oppure, in via alternativa, la generazione di denaro che scaturisce dall'attività d'impresa può essere interpretata come un mezzo per raggiungere obiettivi più ampi di responsabilità sociale?

La riflessione abbraccia, ad evidenza, il fine dell'impresa, che è di fatto il fine che guida i comportamenti di chi la governa, perchè è inciso nel loro cuore e nella loro mente.

È in effetti dallo scopo che ciascun organo di comando incarna che discendono le scelte sul *business model* azien-

dale, sul modello organizzativo adottato, sull'approccio seguito nei rapporti con i lavoratori, sull'idea di ambiente portata avanti, sulla qualità dei rapporti con gli *stakeholders* (fornitori, clienti, azionisti, territorio).

Logicamente, lo scopo dell'impresa dipende, a sua volta, dai valori, dal senso etico, dalle esperienze vissute, dai convincimenti di fondo di chi ne è responsabile.

'Luoghi comuni' da sfatare

Nelle riflessioni sui fini dell'impresa ci sono non pochi 'luoghi comuni' che vanno sfatati. Si tratta di convincimenti che discendono dall'idea che l'impresa, e chi la guida, siano mossi dal solo obiettivo di generare ricchezza per i proprietari e che ogni scelta aziendale (riguardante il rispetto dei collaboratori, il pagamento delle imposte, le decisioni di investimento, l'attenzione all'ambiente e così via) sia piegata all'obiettivo esclusivo di arricchire la proprietà. Cito alcuni di questi luoghi comuni, a titolo esemplificativo:

a) l'impresa ha un padrone che ne dispone a piacimento, pur nei limiti definiti dall'ordinamento giuridico vigente;

b) lo scopo dell'impresa è il massimo profitto possibile, da distribuire poi tra i soci;

c) il profitto è intrinsecamente negativo, perché scaturisce da un movente solamente egoistico;

d) gli obiettivi economici, da un lato, e gli obiettivi sociali, dall'altro, sono geneticamente in conflitto fra di loro e quindi l'impresa non li può conseguire entrambi;

e) per massimizzare il profitto imprenditori e manager sono disposti a tutto (inquinare l'ambiente, evadere le imposte, sfruttare il lavoro, ingannare i finanziatori e le minoranze e così via).

Queste mal concepite idee intorno al ruolo delle imprese hanno favorito la diffusione di un clima politico e sociale spesso ostile verso il 'fare impresa'.

Ora, non c'è dubbio che ci siano esempi di comportamenti imprenditoriali scorretti e irresponsabili, mossi dall'arroganza e dall'avidità del top management. Ma la realtà diffusa è radicalmente diversa. La maggior parte dei responsabili aziendali sono spinti dalla passione per la loro impresa, dalla gioia di creare prodotti nuovi e belli, dall'orgoglio per lo sviluppo della propria attività, dalla fierezza per i posti di lavoro creati, dalla soddisfazione di realizzare processi produttivi sostenibili sul piano ambientale. Sono questa passione e questo orgoglio che spingono le imprese a continuare a investire per andare alla ricerca di soluzioni innovative, anziché distribuire immediatamente le risorse finanziarie prodotte a favore della proprietà.

Valori d'impresa e progresso civile

Questi investimenti, alimentati e sostenuti dai responsabili d'impresa, rappresentano il motore del progresso socio-economico di una collettività. La continua ricerca del nuovo da parte delle imprese spinge ogni giorno in avanti la frontiera dell'innovazione di prodotto e di processo.

Ebbene, osservando queste realtà, nelle quali la generazione di ricchezza è concepita come uno strumento per migliorare l'impresa e la sua responsabilità sociale verso tutti gli *stakeholders*, sono agevolmente identificabili alcuni valori e principi di buon governo delle imprese. Tra questi valori e principi si sottolineano i più evidenti:

- intendere l'impresa come un organismo al cui buon funzionamento sia la società sia gli *stakeholders* sono fortemente interessati;

- ritenere la creazione di profitto non come il risultato di comportamenti speculativi volti all'arricchimento individuale, ma come il risultato di azioni responsabili, innovative e lungimiranti;

- vivere l'attività imprenditoriale come la ricerca di una sintesi di lungo periodo di obiettivi economici, sociali e organizzativi, che discendono dalla realizzazione di un bene superiore, che è quello dell'impresa, che consiste nel suo sviluppo duraturo, non nel soddisfacimento di breve periodo degli interessi dei suoi singoli *stakeholders*.

Ora, quando le imprese incarnano questi valori, esse non possono di certo essere concepite come una forza culturale conservatrice all'interno della società o, peggio ancora, asservita agli assetti di potere dominanti ovvero volte all'esclusivo obiettivo di generare ricchezza per i proprietari.

I valori di cui le imprese sono intessute, quando ispirate a tali principi, sembrano piuttosto rappresentare una forza di sviluppo sociale, un motore per la creazione di benessere per tutti. Quando la ricchezza viene interpretata come un mezzo da impiegare per il continuo mi-

gioramento degli assetti organizzativi, della qualità dei prodotti, della sostenibilità dell'azione posta in essere, l'impresa diviene un ingrediente essenziale di una 'buona economia', a servizio della civilizzazione e del progresso della collettività.

Riferimenti

O. BAZZICHI - F. REALI, *Economia di Francesco. Un cammino verso l'umanità e la fraternità dell'economia*, Economy of Francesco, 2020.

V. CODA, *Lo scopo dell'impresa*, in «Electronic Journal of Management», 2020, 3.

Quello che il denaro non dovrebbe comprare

L'economia del tutto e i suoi guasti

Tra le più ferme convinzioni degli economisti – o almeno di una larga parte di essi – è che ogni cosa buona della vita sia riducibile, in un modo o in un altro, a una merce da scambiare, traendone il massimo vantaggio. L'estensione dei mercati permetterebbe di ampliare la gamma delle opportunità per ciascuno, quindi di ottenere benefici maggiori per tutti. Inoltre, pagare per un bene, qualsiasi esso sia, non ne cambierebbe la natura, né modificherebbe l'atteggiamento che abbiamo nei suoi confronti. «Il presupposto comune, quasi sempre nascosto, è che il processo di commercializzazione non ha effetto sul prodotto», scrisse criticamente l'economi-

sta britannico Fred Hirsch, guarda caso lo stesso anno (il 1976) in cui veniva pubblicato *L'approccio economico al comportamento umano* di Gary Becker, che fa suo quel presupposto senza riserve.

Nel 1972 Ken Arrow (in genere tutt'altro che tenero con il liberismo di un Becker o di un Friedman) aveva difeso a spada tratta la possibilità di vendere il proprio sangue negli Usa (invece che poterlo solo donare, come allora nel Regno Unito), proprio con l'efficienza generata dall'estensione del campo di operatività dei mercati. Suo nipote Larry Summers (già ministro del Tesoro con Clinton, ex Rettore di Harvard e presidente del *National Economic Council* con Barack Obama) ha espresso esattamente le stesse idee, come del resto Greg Mankiw (anche lui ex presidente del *National Economic Council*, ma sotto G.W. Bush). Quest'ultimo ha sostenuto anche che il bagarinaggio oppure il pagamento di qualche povero per fare la coda al posto nostro allo scopo di ottenere i biglietti di uno spettacolo gratuito sono esempi di come i mercati raggiungono un risultato efficiente, contribuendo a far arrivare i biglietti del teatro, dell'opera, dello stadio o del concerto pubblico ai consumatori che sono disposti a pagare il prezzo più alto per assistere allo spettacolo e per saltare la coda.

La coda è solo un modo per allocare un bene scarso (i posti a teatro, o allo stadio ecc.). Un modo che, diversamente dal pagamento di un prezzo, non premia la disponibilità a pagare ma il tempo che si vuole dedicare a soddisfare un intenso desiderio di partecipare all'evento, anche se non si hanno soldi da spendere.

Naturalmente, la coda non è un buon sistema per tutto. Se devo vendere la mia auto usata o l'appartamento ereditato dal nonno, non devo accettare la prima offerta e non c'è alcun problema etico nel cercare chi abbia la più alta disponibilità a pagare. Analogamente, sarebbe una cattiva idea mettere la gente in coda per acquistare i calzini, le auto o i frullatori. Molto meglio affidarsi al mercato, preferibilmente concorrenziale. Ma la coda è un buono strumento laddove l'accesso *egualitario* a un certo bene è un valore da tutelare. Non penso che troveremmo eticamente accettabile sostituire le code ai seggi elettorali con il pagamento (magari a seguito di asta telematica) per votare in fretta. Che penseremmo se la distribuzione dei vaccini anti-Covid avvenisse in base alla disponibilità a pagare invece che in base al rischio? Cosa dovremmo dire dell'idea (del solito Gary Becker) di vendere diritti di immigrazione per scegliere chi far entrare negli Usa? Un'idea che fece strada: nel 1990 venne emanato un provvedimento legislativo che garantiva, prima, un diritto di immigrazione per due anni e, poi, un permesso di immigrazione permanente (*Green card*) a chi avesse investito almeno cinquecentomila dollari negli Usa e prodotto almeno dieci posti di lavoro. Una corsia veloce per dare la cittadinanza americana solo agli immigrati ricchi.

Ci sono altri esempi. Il filosofo di Harvard Michael Sandel (2010, 2013), ne discute parecchio¹. Pagare i bam-

¹ Sui dilemmi etici che si pongono quando si lasciano al mercato 'scelte tragiche', cioè dalle forti implicazioni valoriali e

bini per leggere libri o per incentivarli a prendere buoni voti, pagare le donne tossicodipendenti affinché si lascino sterilizzare e non mettano al mondo bambini a loro volta tossicodipendenti, pagare per ottenere che un'altra donna porti avanti una gravidanza al proprio posto, possono sembrare modi per migliorare il benessere di tutti – sia chi è disposto a pagare sia chi è disposto a essere pagato – ma siamo sicuri che sia così?

Secondo Sandel (e io sono d'accordo) non è certo che sia sempre così: «Pagare i bambini affinché leggano libri può spingerli a leggere di più, ma può anche insegnar loro a considerare la lettura come un lavoro e non come una fonte di soddisfazione intrinseca» (Sandel, 2013, p. 16). Consentire la gestazione surrogata a pagamento può forse accrescere il benessere di coppie abbienti che non possono avere figli e di donne povere, magari residenti dall'altra parte del pianeta, e quindi soddisfare il criterio costi-benefici da un punto di vista utilitaristico. Ma la trasformazione della gestazione in un 'servizio' acquistabile sul mercato mondiale non «svilisce le donne, strumentalizzando il loro corpo e le loro facoltà riproduttive»?².

distributive, una riflessione importante rimane quella di G. Calabresi e Ph. Bobbit (2006).

² E siamo sicuri che non ci sia alcun problema etico quando l'uso del proprio corpo a beneficio di estranei consente a donne povere del Sud del mondo di moltiplicare per cento o per mille il reddito che avrebbero ottenuto facendo un lavoro 'normale'? Quel lavoro 'normale' non verrà adesso disprezzato, insieme alle donne che lo svolgono, solo perché queste ultime non hanno occasione di entrare nel mercato mondiale delle gravidanze surrogate?

Insomma, ‘assegnare un prezzo alle cose buone può corromperle’ e, così, può stravolgere gli incentivi che si vorrebbero creare. Un esempio fatto da Sandel deriva da una ricerca su alcuni asili nido in Israele³. Qualche volta, i genitori arrivavano in ritardo a riprendere i loro figli e gli insegnanti dovevano aspettare fino a che l’ultimo genitore ritardatario si fosse presentato. Per risolvere il problema, gli asili imposero una multa di qualche shekel ai genitori ritardatari. «Curiosamente i ritiri in ritardo aumentarono» (cit., p. 67). L’opposto di quanto ci dice la teoria economica standard: se devo pagare un prezzo più alto per qualcosa ne consumo meno. Il punto – spiega Sandel – è che prima delle multe i genitori si sentivano colpevoli di arrivare in ritardo e far aspettare gli insegnanti. Le multe, invece, vennero percepite dai genitori come il prezzo per gli straordinari degli insegnanti, o se si preferisce come la tariffa per il supplemento di servizio. Il prezzo aveva trasformato un’obbligazione morale ad arrivare in tempo (per liberare gli insegnanti all’orario previsto) in una relazione di mercato, in cui i genitori acquistavano un servizio che gli insegnanti si supponeva fossero disposti a vendere.

L’interrogativo che i sostenitori dell’ideologia di mercato non vogliono porsi è: «qual è l’importanza morale dei comportamenti e delle norme che il denaro può erodere o allontanare?» (cit., p. 92). Ma questo significa indagare sulle idee morali che guidano il modo in cui si affrontano questioni come il sesso, la procreazione, l’educazione dei

³ In realtà, il caso in questione è stato sollevato da Gneezy e Rustichini (2000).

figli, le sanzioni penali, le politiche sull'immigrazione, la protezione dell'ambiente ecc. La separazione tra l'economia e l'etica, caldeggiata da tanti economisti per affermare la propria disciplina come l'unica vera scienza della società, ha prodotto molti guasti.

Sarebbe ora di accettare serenamente che il denaro non può e non deve poter comprare tutto; che vi sono sfere dell'attività umana (quindi della società) in cui il mercato non dovrebbe entrare o dovrebbe farlo solo se attentamente 'costruito' e regolato, dopo aver vagliato tutte le implicazioni etiche e i possibili effetti distorsivi dei comportamenti umani e, quindi, delle relazioni sociali e aver preso le necessarie misure di contrasto.

Riferimenti

K.J. ARROW, *Gifts and exchange*, in «Philosophy & Public Affairs», 1972, 1 (4), pp. 343-362.

G. BECKER, *The Economic approach to human behaviour*, The University of Chicago Press, Chicago 1976.

G. BECKER, *The economic way of looking at life*, Lezione Nobel, Stoccolma, dicembre 1992.

G. CALABRESI - P. BOBBIT, *Scelte tragiche*, Giuffrè, Milano 2006.

U. GNEEZY - A. RUSTICHINI, *A Fine is a price*, in «Journal of Legal Studies», 29 (1), 2000.

F. HIRSCH, *I limiti sociali allo sviluppo* (1976), Bompiani, Milano 1981.

M. SANDEL, *Giustizia. Il nostro bene comune*, Feltrinelli, Milano 2010.

M. SANDEL, *Quello che i soldi non possono comprare*, Feltrinelli, Milano 2013.

Denaro, Mercato e Società

Il denaro in natura non esiste, è una convenzione, un'idea dell'uomo per favorire i commerci. Sembra un paradosso ma il bene a cui tanti anelano non c'è, è solo il riflesso del potere di comperare merci e servizi racchiuso in qualunque cosa alla quale tutti, per convenzione, attribuiscono quel potere. Mai come nell'epoca contemporanea questa evidenza è sotto gli occhi di ognuno: le criptovalute sono un algoritmo informatico, niente di più inutile di per sé.

Invero, storicamente l'uomo ha cercato di collegare il denaro a un metallo prezioso, l'argento e soprattutto l'oro. Tuttavia, gradualmente, è apparso che anche l'attribuzione di un valore a un metallo era convenzionale per quella componente che non rifletteva l'utilizzo del metallo nelle attività umane. Il tema divenne di attualità negli ultimi anni dell'800 e nei primi del '900, periodo in cui si scoprirono miniere d'oro in tutto il mondo e la produzione delle miniere esistenti raddoppiò ogni due anni e si comprese che il potere di scambio dell'oro con altre merci diminuiva a causa dell'aumento delle quantità estratte e immesse nel mercato. Successivamente, a metà del secolo scorso, la moneta fiduciaria si è definitivamente affermata per effetto di una maggiore affidabilità degli Stati sovrani e per un'evoluzione culturale che ha reso accettabile fondare l'intero sistema di scambi commerciali su convenzioni, cioè accordi. I veloci cambiamenti nell'utilizzo di metalli e materie prime nelle attività umane, avvenuti nei decenni recenti, hanno contribuito a rendere opportu-

no il definitivo scollegamento tra denaro convenzionale e merci. Nei processi produttivi sono diventati più importanti dell'oro altri metalli come il silicio (utilizzato nei microchip), la bauxite (essenziale per la produzione di acciaio) e soprattutto il petrolio, non a caso definito l'oro nero, perché la fonte di energia essenziale che ha sostituito in larga parte il carbone; i prossimi anni vedranno ulteriori cambiamenti e probabilmente assisteremo alla fine dell'era dell'oro nero e all'avvento di nuove fonti di energia, più adatte a preservare l'ecosistema e quindi la vita dell'uomo sulla terra.

La moneta elettronica è la più evidente espressione della convenzionalità del denaro, sia quando emessa da banche centrali e gestita con tecnologie tradizionali sia allorché consista in un algoritmo fondato sulla tecnologia blockchain. Nel primo caso il sistema delle banche garantisce la funzionalità verificando il diritto (rappresentato da una scrittura digitale) di ciascun individuo di poter disporre del potere di acquisto ed evitando che questo diritto sia esercitato più volte (cosiddetto *double-spending*), nel secondo caso è l'algoritmo che attraverso la crittografia identifica in maniera non duplicabile il potere d'acquisto (sempre rappresentato in una scrittura digitale) e ne registra in maniera immutabile la storia in modo da evitare il *double-spending*. Tra i due meccanismi non ci sono molte differenze perché entrambi possono funzionare solo se la comunità accetta quel segnale come un valido trasferimento di potere di acquisto; il fattore che li distingue è il riconoscimento legale (da parte dello Stato) e la presenza di un garante di ultima istanza, la Banca

centrale, nel caso della moneta tradizionale, e, all'opposto, la creazione spontanea e una *governance* decentralizzata priva di autorità di riferimento nel caso delle valute fondate sulla tecnologia blockchain.

Il confronto tra la moneta elettronica tradizionale e le criptovalute sarà influenzato non tanto dall'evoluzione tecnologica ma piuttosto dall'esito della contrapposizione di due opposte visioni economico-politiche: da un lato, una società decentralizzata e parcellizzata, fondata su un approccio cooperativistico in cui alcuni beni sono considerati di uso comune e perciò non suscettibili di essere posseduti da alcuno e su una democrazia a partecipazione diretta, dall'altro, una società con un'organizzazione più tradizionale fondata su autorità centrali e su una cooperazione stretta tra pubblico e privato in cui potrebbero convivere democrazie rappresentative e regimi autoritari. La prima visione, che in apparenza potrebbe sembrare quella più in grado di aiutare a superare le eccessive disuguaglianze che attualmente caratterizzano il sistema capitalistico, non è priva di rischi di instabilità.

In questa contrapposizione socio-culturale una funzione fondamentale sarà svolta dai mercati. Per fronteggiare la crisi causata dalla pandemia, le banche centrali hanno creato una enorme liquidità, cioè denaro o meglio diritti convenzionali di spesa, che i governi e le banche hanno redistribuito nella società. La scelta si rivelerà efficace e non provocherà crisi finanziarie e disordini solo se queste enormi risorse saranno correttamente allocate nella creazione di asset reali, materiali e immateriali, che contribuiranno a innalzare la qualità della vita degli uo-

mini e delle donne, generando una più diffusa condizione di maggior benessere percepito.

La corretta allocazione delle risorse dipende dal grado di efficienza dei mercati di scambio sia delle attività finanziarie che cartolarizzano diritti su attività reali, sia dei beni e dei servizi. Infatti, se i mercati funzionano correttamente, sono cioè efficienti dal punto di vista operativo e informativo, esprimono la domanda della collettività e quindi indirizzano l'offerta verso produzioni atte a soddisfare esigenze reali. Affinché questa funzione utile alla diffusione del benessere sociale sia esplicata, occorre che i mercati siano regolati in modo che la domanda non sia distorta, piegata agli interessi di pochi oligarchi, espressione del potere politico o del potere capitalistico.

L'ordinamento giuridico è dunque cruciale per il raggiungimento del fine ultimo ed è perciò sulla capacità di creare un sistema di regole in grado di promuovere un miglioramento della qualità della vita degli esseri umani – che non dipende dalla quantità di denaro – e di farle rispettare, che si gioca il futuro delle democrazie fondate sul rispetto della libertà degli individui.

Rischio

Giudizio e decisione (etica, finanza, rischio)

Il criterio di giudizio in base al quale i decisori operano nell'ambito del sistema finanziario è fondato sul concetto di massimizzazione dell'utilità attesa: ogni decisore economico razionale agisce in ogni transazione per massimizzare la propria utilità attesa, alla quale univocamente contribuisce il rendimento (che la accresce) aggiustato per il rischio (che la riduce). Tale concetto è a volte ulteriormente ristretto a considerare l'utilità attesa dei soli titolari di diritti di proprietà (principio dello *shareholder value*, che trova la sua esposizione paradigmatica nella 'dottrina Friedman').

Secondo tale approccio, una volta definito il gioco (massimizzare rendimento per dato rischio), all'autorità politica e ai regolatori non è consentito scegliere o influenzare gli obiettivi (il gioco) ma resta semplicemente di garantire un terreno di gioco adeguato (protezione dei diritti di proprietà, realizzazione delle obbligazioni contrattuali, repressione delle informazioni fraudolente o ingannevoli, e protezione dei terzi dai 'danni collaterali' degli inevitabili fallimenti). Solo sistemi caratterizzati da elevata libertà e minimo intervento pubblico produco-

no la massima ricchezza complessiva, anche a prezzo di disuguaglianze. Adulti razionali saranno perfettamente in grado di ripartire tale ricchezza e, dato che il sistema libero aumenta le dimensioni della 'torta', si tratta di limitarsi a risolvere il problema della sua ripartizione senza introdurre disincentivi alla massimizzazione della sua dimensione.

La crisi finanziaria ha tuttavia dimostrato che il mercato libero e regolato secondo principi di limitato intervento produce bolle finanziarie e successivi crolli, spesso con conseguenze devastanti che sono sopportate anche da chi non aveva partecipato ai benefici della bolla. Bisogna allora chiedersi se i ricorrenti fenomeni distruttivi (crisi) siano difetti residui ineliminabili e tutto sommato sopportabili di un sistema sostanzialmente corretto oppure se il sistema finanziario e i paradigmi concettuali sui quali esso si fonda vadano nel loro complesso ripensati, riconsiderando l'approccio al concetto di sviluppo del sistema finanziario e a quanto ci si deve attendere dalla sua regolamentazione in termini di protezione dei diritti delle persone.

Si propone di abbandonare l'ipotesi che il sistema finanziario sia un mondo astratto, posto al di là di considerazioni morali e ritenere che, se i parametri etici non entrano nelle decisioni economiche (amoralità dell'economia) anche quando questioni di carattere etico dovessero sorgere (e ne sorgono), esse non sarebbero riconosciute, proprio perché i decisori non possiederebbero le categorie analitiche e di linguaggio per discuterne e quindi non avrebbero modo di esprimerle e, prima ancora, di

percepirle (*ethical blindness, moral muteness*). Come in tutti i campi del sapere, è difficile svolgere ragionamenti corretti (e quindi arrivare a conclusioni di qualità) se non si dispone dei concetti, delle categorie analitiche e del linguaggio per definirli e discuterli.

Si ritiene pertanto che ampiezza e pervasività dei profili etici comportino che l'unica scelta riguardi 'come' trattarli (piuttosto che 'se' trattarli). La considerazione dei profili etici, pertanto, può solo essere resa più o meno esplicita, ma è inevitabile, anche nelle decisioni quotidiane e anche nelle piccole attività: più esplicite sono le considerazioni etiche, migliore è il processo decisionale e quindi migliori sono i risultati dello stesso. Viceversa, trascurare i profili etici rende il processo decisionale connotato da una porzione di inconsapevolezza e rischia di basarsi su ipotesi non discusse o non sufficientemente viscerate. In altre parole, e riprendendo una metafora efficace, tenere presenti esplicitamente le considerazioni di carattere etico è assimilabile, per un'impresa, a disporre di un sistema di contabilità direzionale: un'impresa (specie se piccola) può funzionare anche senza una chiara contabilità direzionale, che metta in luce i profili di redditività e di costo. Tuttavia, ciò non è consigliabile e, spesso, porta a conseguenza negative quali trascurare importanti aree di costo, di ricavo o di rischio. Analogamente, l'esplicita considerazione dei profili etici chiarisce i termini delle decisioni e preserva il valore dell'impresa nel lungo termine e si rivela pertanto essenziale per una corretta *governance*. Forse non è un caso che molte delle imprese definite etiche siano anche imprese di successo.

Molti dei principi etici sono contenuti nel ‘normale’ comportamento finanziario, in misura più o meno estesa (e quanto meno al netto di comportamenti formalmente corretti, ma nella sostanza elusivi) in quanto spesso formano la base di molta della regolamentazione e della autoregolamentazione, nonché dei codici etici (tutela del consumatore, limitazione dei conflitti di interessi, trasparenza, insider trading e manipolazione del mercato, correttezza e completezza di informazione ecc.).

Tuttavia si sottolinea la necessità che la finanza apprenda a utilizzare più esplicitamente e più estesamente le categorie dell’etica, proprio per evitare di non avere consapevolezza dei suoi metodi in occasione delle decisioni, e non solo delle decisioni maggiori (per esempio chiudere uno stabilimento o incrementare ampiamente il prezzo di un farmaco prodotto per migliorare il rendimento per gli azionisti), ma delle decisioni che ognuno dotato di una qualche autonomia decisionale (quindi ognuno, ad ogni livello) si trovi ad assumere (per esempio quale cibo consumare in mensa) in quanto ogni decisione, a ben vedere, ha connotazioni etiche. Non va infine trascurato l’impatto che sul giudizio morale hanno le emozioni, che a volte non aiutano a distinguere tra ‘giusto’ e ‘gradito o sgradito’ e il fatto che l’impatto delle emozioni o dei pregiudizi è tanto maggiore quanto minore è la consapevolezza circa le categorie dell’etica e circa le sue metodologie di analisi.

Rischio, percentili e requisiti di capitale

Il concetto di rischio è sempre stato naturalmente associato a modelli che fornissero soluzioni *razionali* in condizioni di *incertezza*, e quindi per loro stessa natura associati a problemi di ottimo vincolato, problemi che permeano non solo l'attività economica pura, come ad esempio le assicurazioni e la finanza, ma anche la vita reale di ognuno di noi.

Va osservato che le analisi del rischio e le modalità di gestione dello stesso iniziarono a svilupparsi dai primissimi anni del '900 nell'ambito della matematica attuariale con il lavoro pionieristico di Lundberg riguardante la *teoria del rischio collettiva*, poi sviluppata nei decenni successivi dalla c.d. scuola scandinava secondo un approccio alternativo alla *teoria classica del rischio*, con entrambe le impostazioni incentrate sulla ricerca della stima della c.d. *probabilità di rovina*. Lavori che poi hanno trovato un geniale sviluppo nel ben noto lavoro sul problema dei pieni di de Finetti pubblicato nel 1940, che trovava la soluzione per un problema di massimo vincolato, al quale seguì in modo del tutto indipendente il pionieristico lavoro di Markowitz del 1959 sulla selezione del portafoglio, che gli valse poi dopo molto tempo l'attribuzione del Nobel per l'Economia nel 1990, definendo le modalità di selezione della ben nota *frontiera efficiente* sulla base della redditività attesa e del rischio associato a molteplici composizioni di un portafoglio finanziario, anche sulla base delle correlazioni esistenti tra i titoli che compongono tale portafoglio.

Com'è stato già lucidamente evidenziato in precedenza, la misurazione del rischio nei problemi operativi delle scelte di investimento in condizioni di incertezza è un elemento essenziale per definire il ben noto *trade-off* tra rischio e rendimento, con la massimizzazione del profitto vincolato ad una soglia di rischio massimo. Tale problema ha però incluso il tema della modalità di misurazione quantitativa del rischio: il primo elemento fondamentale è stata la definizione del rischio in termini di semplice *standard deviation* (o di varianza), per poi via via evolversi associando tale misurazione del rischio ad un estremo della distribuzione di probabilità associata alla variabile aleatoria, secondo un *livello di confidenza* prefissato (ad es. 65% o 75% oppure 99.0% o livelli ancora più elevati) che non è funzione, come detto, della sola *standard deviation* ma anche dei momenti di grado più elevato che definiscono gli indici di *asimmetria* e di *curtosi* di una distribuzione di probabilità. Tali soglie, denominate *percentili* o *quantili* nella terminologia statistica, sono spesso associate alla definizione del ben noto 'cigno nero' che traduce in termini comprensibili per l'uomo della strada eventi particolarmente estremi, quali un terremoto o il crollo di una diga o il crollo dei valori in borsa, che possono provocare impatti di grande severità economica (e non solo) ma con probabilità molto piccole o infinitesime, soprattutto in relazione ad un orizzonte annuo. In pratica, quindi, tali percentili aiutano a meglio comprendere in termini pratici, e non solo in modo aulico-probabilistico, il comportamento delle code distributive e quindi dei valori estremi della variabile ale-

atoria in questione. Questo viene spesso utilizzato, come si dirà meglio in seguito, anche negli ambiti della vigilanza bancaria o di quella assicurativa, per arrivare alla quantificazione di misure di rischio regolamentari dette CaR (Capital-at-Risk) oppure VaR (Value-at-Risk) per scongiurare l'insolvenza dei predetti soggetti economici.

Ma è interessante valutare che tali soglie (percentili) individuano delle soglie di rischio ritenute accettabili o meno, che anche nella vita umana ordinaria utilizziamo noi tutti. Come esempio, potremmo citare lo stile di guida di un motociclo o di un'autovettura, dove inconsciamente ci assumiamo un certo grado di rischiosità nel fare una manovra che possiamo ritenere 'azzardata' e che potenzialmente potrebbe provocare un sinistro stradale con danni non solo a cose ma soprattutto a persone, talvolta anche gravi. Questo avviene sia quando guidiamo nel traffico cittadino ma anche nelle autostrade, dove la velocità è molto più sostenuta ed i margini di azzardo sono accentuati proprio dalla maggiore velocità (anche se con densità più ridotta rispetto al traffico in città). Ci sarebbe molto da dire sui diversi comportamenti di guida più o meno aggressivi da parte dei guidatori e quindi delle personali soglie di tolleranza al rischio (funzione in primis, come noto, dell'età e del sesso), rischio che molto spesso non è adeguatamente percepito, e non solo nei giovani come si potrebbe comunemente pensare.

Ma un esempio ancora più calzante del concetto di rischio nella vita pratica di tutti i giorni, sempre legata alla circolazione stradale, è quello dell'attraversamento dei pedoni sulle strisce pedonali. Ognuno di noi, in base alla

propria esperienza ed alle contingenti condizioni di salute/mobilità, fissa inconsciamente una soglia di tolleranza nella decisione se attraversare o meno la strada in quel momento, sulla base della propria osservazione visiva delle autovetture che stanno sopraggiungendo analizzando anche la relativa velocità e l'implicita probabilità di impatto, anche in relazione alle condizioni meteorologiche e di luce. In pratica, ogni volta che ciascuno di noi attraversa la strada fissa inconsciamente dei percentili, o più comprensibilmente dei livelli di confidenza, associati alla propria scelta di attraversare o meno la strada in quel preciso momento.

Un ultimo esempio, più tecnico del precedente, che risulta indubbiamente utile nel comprendere il collegamento tra il concetto di rischio e la vita economica quotidiana, è quello della solvibilità degli intermediari finanziari di cui abbiamo già fatto un breve cenno in precedenza, con particolare riferimento alle banche, alle assicurazioni ed ai fondi pensione. Tali imprese, in virtù del ben noto ciclo invertito costi/ricavi, sono ritenute giustamente meritevoli di particolare attenzione da parte dello Stato (per mezzo delle autorità di vigilanza) fissando adeguate soglie patrimoniali proprio per evitare la loro insolvenza e quindi la incapacità prospettica di soddisfare i propri impegni nei confronti dei correntisti o degli assicurati/danneggiati o dei membri del fondo pensione.

Si tratta in pratica di fissare dei requisiti patrimoniali minimi in relazione proprio della misurazione del rischio di insolvenza dell'ente creditizio o della compagnia di assicurazione, fissati dalla legislazione nazionale o sovran-

zionale in funzione di un preciso livello di confidenza (si veda *Basilea I* o *II* per le banche oppure *Solvency I* o *II* per le assicurazioni). Ed è proprio questo livello di confidenza (in genere vicino al 99% o 99.5% per assicurare un soddisfacente livello di sicurezza, seppure inferiore all'ottimale 100% nella pratica irraggiungibile) a definire il framework di base dei c.d. *solvency test* insieme agli altri due elementi fondamentali che sono la misura di rischio utilizzata (in genere il VaR) e l'orizzonte temporale di riferimento nel quale si voglia assicurare la solvibilità dell'intermediario finanziario in oggetto.

La misurazione di tale rischio è in genere definito da una c.d. standard formula per identificare e misurare i vari rischi ai quali è soggetto l'intermediario (ad es. *market*, *credit* e *operational risk* nelle banche mentre per le assicurazioni a quanto sopra sono aggiunti i rischi di *underwriting* declinati nelle tre fattispecie Life, Non-Life ed Health), secondo parametri generali di mercato che per loro stessa natura non possono tenere conto di tutte le specificità della singola impresa. Proprio in ragione di ciò la normativa stessa consente oggi l'utilizzo di *internal model* (parziali o totali), opportunamente autorizzati dalle autorità di vigilanza competenti, che tengano invece conto in modo più approfondito delle caratteristiche specifiche e peculiari dell'impresa con una analisi quantitativa ad hoc, utilizzando i relativi parametri di modello opportunamente calibrati sull'esperienza della stessa. Naturalmente i risultati ottenuti dai modelli interni potranno risultare più elevati o inferiori a quelli mostrati dalla standard formula non essendo comunque consenti-

to di tornare alla standard formula per evitare ovviamente scelte opportunistiche di cherry picking da parte delle stesse imprese.

Nel caso in cui l'impresa sia sottoposta ad una molteplicità di rischi, come nei casi degli operatori prima evidenziati, un tema di grande interesse è quello dell'*aggregazione* dei rischi per individuare una misurazione di rischio che evidenzierà in quasi tutti i casi un beneficio di diversificazione a meno del caso (sovente del tutto teorico) di avere tutti rischi pienamente correlati tra loro. In pratica, il rischio complessivo sarà misurato come somma dei singoli rischi al quale però va detratto il predetto beneficio di diversificazione che sarà tanto più consistente (e quindi maggiormente vantaggioso per le imprese) quanto più blanda sarà la relazione di dipendenza tra tali rischi, dove vale la pena sottolineare che la diversificazione non si ha solo in caso di piena indipendenza ma anche in caso di correlazione positiva tra i rischi, eccetto il caso limite come detto di piena correlazione, mentre in caso di correlazione negativa i benefici aumentano ancora di più.

Di conseguenza, proprio per il rilievo che assume la presenza di molteplici tipologie di rischio nella stessa impresa, nel futuro si presterà maggiore attenzione ad individuare strategie di risk management che tendano sempre più a ricercare un business che possa, nei limiti dei vincoli operativi di mercato e commerciali, presentare vari elementi di dipendenza inversa (negativa) dei rischi sottostanti al fine di massimizzarne il beneficio.

Non solo, uno dei temi più promettenti della ricerca quantitativa nei prossimi anni è quella di individuare

strumenti che studino e stimino in modo appropriato la tipologia della dipendenza tra i rischi e non solo presupponendo la loro dipendenza lineare (come siamo abituati quando identifichiamo il coefficiente di correlazione), e questo avrà sempre più un maggior peso anche nella determinazione di quel beneficio di diversificazione di cui abbiamo detto in precedenza. Naturalmente tale aspetto è insito da molto tempo nelle effettive strategie delle imprese citate, anche in anticipo rispetto alla normativa di vigilanza, ma va senza dubbio sottolineato che la cogenza della norma ha dato un fortissimo impulso, anche nella ricerca scientifica, al tema della aggregazione dei rischi (si veda la ricerca ripresa negli ultimi vent'anni sul tema delle funzioni copula e le notevoli implementazioni sviluppate negli ultimi anni al riguardo), per identificare in modo più efficace la tipologia della dipendenza e la c.d. *tail dependence*, che hanno grande rilievo nel momento in cui quantifichiamo i fabbisogni di capitale necessari per affrontare il potenziale ed improbabile (ma non impossibile) 'cigno nero'.

Per chiudere, sembra che tali problemi siano talmente specialistici che non tocchino poi nella sostanza la vita di tutti noi. In questa sede ci limitiamo ad osservare che la solvibilità di una impresa bancaria o assicurativa o di un fondo pensione è un tema tremendamente serio, che investe nel profondo la nostra quotidianità. Non solo, la quantificazione appropriata del rischio ha riflessi fondamentali nella definizione dei livelli di capitalizzazione delle imprese, quindi della remunerazione del capitale e quindi dei prezzi dei servizi di cui abbiamo parlato in

precedenza. In definitiva, come la recente emergenza pandemica ci ha ancora una volta tragicamente ricordato, potremmo quindi affermare che il rischio è sempre vivo e vegeto e continua a vivere in mezzo a noi. Sarebbe bene non dimenticarlo.

Propensione al rischio e volatilità

Quando ci si avvicina ad un investimento in strumenti finanziari sono molteplici gli aspetti da tenere in debita considerazione al fine di pervenire ad una corretta e consapevole scelta di investimento. Come noto, sono da valutare con molta attenzione evidentemente i rischi associati all'investimento stesso in funzione della tipologia di strumento finanziario prescelto, della solvibilità di chi lo emette nonché dell'orizzonte temporale dell'investimento medesimo. Ovviamente quelle appena richiamate sono le 'regole d'oro' per un soggetto che intende effettuare un investimento; accanto ad esse però vanno tenute in considerazione anche altre circostanze in funzione dell'ambiente esterno e soprattutto del mercato in cui tali strumenti sono negoziati.

Pertanto, quando un investitore ha deciso quale investimento effettuare non può non tenere conto di quanto accade intorno a lui e quanto ciò impatta sull'andamento dei mercati finanziari. È altresì noto che quando nei mercati finanziari (ma in generale in tutti i mercati) tendono a prevalere situazioni di incertezza, si genera una situazione che determina 'volatilità' dei prezzi degli strumenti in essi scambiati, per cui i prezzi possono salire e scendere

repentinamente: tutto ciò proprio perché tra gli operatori c'è incertezza e disorientamento.

L'ambiente in un certo senso potenzialmente ostile che caratterizza un mercato con un certo grado di volatilità può essere paragonato alla situazione in cui si trova il nocchiero che con la propria nave si trova in mare: quanto più il mare è agitato l'andatura della nave può risultare difficoltosa perché le onde del mare fanno salire e scendere velocemente la prua della nave rendendo appunto incerta e rischiosa la navigazione. In tale 'ambiente agitato' il nocchiero deve valutare con molta attenzione come procedere e quali decisioni prendere; appunto come il risparmiatore che ha investito in strumenti finanziari i cui mercati sono caratterizzati da più marcata volatilità. Egli deve prendere le proprie decisioni confrontandosi con mercati turbolenti, e con continue e repentine variazioni in un senso o nell'altro dei prezzi, proprio come il movimento della prua della nave.

Ma per un investitore tale volatilità dei prezzi in conseguenza dei mercati incerti e turbolenti è un bene o un male? È qualcosa da ricercare o qualcosa da evitare? Non c'è una risposta univoca, uguale per tutti: essa dipende appunto dalla propensione al rischio di ciascun soggetto. Si tratta, pertanto, di una scelta soggettiva, proprio come la decisione di quel pilota che in una gara di auto decide di entrare in curva ad una velocità maggiore rispetto ad un suo avversario: può avvantaggiarsi e vincere la gara, ma può anche uscire di pista. Analogamente, quanto maggiore è la propensione al rischio di un investitore tanto maggiore è la sua dispo-

nibilità ad effettuare investimenti rischiosi perché il suo obiettivo è comunque conseguire rendimenti più elevati ancorché più rischiosi.

Proprio come il pilota della gara di auto, il risparmiatore deve innanzitutto comprendere quanto è disposto a rischiare, alla luce dello strumento prescelto e del suo mercato di riferimento. Il rischio assumibile può trovare delle mitigazioni sulla base di comportamenti che possono essere considerati una buona prassi come, ad esempio, diversificare il proprio portafoglio e quindi il proprio rischio, e anche stabilire alcuni criteri per definire con attenzione quando disinvestire (totalmente o parzialmente) prefiggendosi in anticipo degli obiettivi di guadagno ritenuto soddisfacente e di perdita massima sopportabile dall'investimento.

Deve essere chiaro all'investitore che in relazione alla tipologia di investimento e alla sua propensione al rischio egli ha la possibilità di aumentare la propria ricchezza come pure di vederla diminuire. Si tratta pertanto di un approccio 'speculativo' in quanto chi investe prevede di beneficiare dell'aumento del valore del suo portafoglio per aumentare la propria ricchezza. Ma c'è anche il rovescio della medaglia: essendo un approccio speculativo e rischioso, l'investitore potrebbe trovarsi nella situazione di vedere ridotta nel tempo la propria ricchezza.

Quanto più i mercati degli strumenti finanziari in cui il risparmiatore ha investito sono turbolenti e di conseguenza quanto più velocemente e frequentemente i loro prezzi evidenziano una più o meno accentuata volatilità, tanto più l'investimento risulta essere rischioso e necessi-

ta di maggiore attenzione. Sta al singolo investitore e alla sua propensione al rischio maturare le decisioni che più appaiono essere coerenti con le proprie aspettative.

Rischio, ambiguità e costo del capitale

Nelle economie dotate di mercati finanziari il costo del capitale azionario è uno tra i fattori più importanti per le decisioni di allocazione delle risorse e per la formulazione e l'avvio di progetti di sviluppo nella produzione di beni e servizi. Il costo del capitale azionario è inversamente legato al livello dei corsi azionari. La parte fondamentale delle quotazioni azionarie è non solo legata alla profittabilità corrente degli enti quotati ma anche (in modo determinante) alle prospettive di crescita della profittabilità nel futuro. Se gli investitori si aspettano una crescita alta, le quotazioni tendono a gonfiarsi a causa della pressione di acquisto sui mercati azionari. Se gli investitori percepiscono che la crescita effettiva sarà molto incerta, le quotazioni azionarie tendono a sgonfiarsi a causa della pressione di vendita generata dal desiderio di protezione contro l'incertezza.

L'incertezza a cui gli investitori possono essere avversi ha due modalità. Il primo tipo di incertezza è comunemente chiamato 'rischio': la crescita futura è una variabile aleatoria le cui possibili realizzazioni hanno probabilità di accadere note agli investitori. Essi non solo possono calcolare in modo preciso il livello atteso e la volatilità della crescita futura, ma anche la plausibilità che essa si attesti all'interno di un qualsiasi intervallo dato.

Il secondo tipo di incertezza è chiamato ‘ambiguità’: la crescita futura è una variabile aleatoria le cui possibili realizzazioni hanno probabilità di accadere non del tutto note agli investitori. In particolare, essi non riescono a determinare in modo univoco la plausibilità che la crescita futura si attesti all’interno di un qualche dato intervallo. L’ambiguità è un livello superiore di incertezza rispetto al rischio (si veda ad esempio Klibanoff, Marinacci e Mukerji, 2005). Se gli investitori fossero in grado di dissolvere la loro parziale confusione e di determinare in modo preciso le probabilità di accadimento, l’incertezza scenderebbe di livello passando dall’ambiguità al rischio.

L’ambiguità tende a diventare più pervasiva quando il contesto in cui operano gli agenti economici e finanziari risulta meno interpretabile agli occhi degli investitori. Gli sviluppi globali della pandemia, le tensioni geopolitiche e commerciali tra superpotenze, le dinamiche demografiche ed ambientali sono alcune delle attuali sfide che possono favorire l’ambiguità sulle prospettive di crescita.

Le risposte di politica fiscale a queste sfide e le modalità di comunicazione di tali risposte ai mercati hanno (tra gli altri) anche l’obiettivo di rendere più intelligibili agli occhi degli investitori gli scenari economici futuri. La politica monetaria contribuisce all’intelligibilità degli scenari economici futuri tramite il suo impatto diretto sui tassi di interesse e tramite la spiegazione/giustificazione dei suoi provvedimenti ai mercati.

L’interpretazione del linguaggio usato dalle autorità

di politica fiscale e monetaria e la previsione delle future mosse dei governi e delle banche centrali in risposta al divenire delle sfide rimangono comunque a carico degli investitori ed in alcune situazioni l'ambiguità sulle prospettive di crescita potrebbe non diminuire. In queste situazioni il desiderio degli investitori di proteggersi contro l'ambiguità esercita una pressione al rialzo sul costo del capitale azionario.

È possibile descrivere in modo puntuale ma semplice come la scelta di acquisto di un titolo finanziario da parte di un investitore dipenda dalla sua avversione all'incertezza e dal tipo di incertezza affrontata? In particolare, è possibile che il desiderio di proteggersi dall'incertezza spinga l'investitore ad evitare completamente un titolo finanziario che pur offra alti profitti potenziali nel futuro? Tentiamo di rispondere a queste domande con un esempio che ci permetta una descrizione quantitativa ma essenziale dei fattori in gioco (per approfondimenti si vedano Hansen e Sargent, 2008 e la sezione 9.6 in Mele 2022).

Assumiamo un mercato finanziario dove sono presenti due attività, di cui una esposta all'incertezza. Vi sono due date rilevanti: la data odierna in cui l'investitore prende la sua decisione di investimento finanziario ed una data futura di liquidazione in cui l'investitore chiuderà le posizioni finanziarie oggi aperte. L'attività priva di incertezza costa oggi 1 euro e preserva il capitale (senza interessi): verrà liquidata a 1 euro.

L'attività esposta all'incertezza costa anch'essa 1 euro. Il suo prezzo futuro ha due possibili realizzazioni: l'attività verrà liquidata a 100 euro (potenziale realizza-

zione ad alto profitto) con massa P di probabilità pari al 2% o verrà liquidata a 0 euro con massa di probabilità complementare (98%). Il rischio è dunque il tipo di incertezza che l'investitore sta affrontando.

L'investitore ha oggi un capitale pari a 100 euro e decide il numero Y di unità di attività rischiosa che vuole acquistare (100- Y euro sono dedicati all'acquisto della attività priva di rischio). L'investitore può allocare sul mercato solo i suoi 100 euro odierni poiché la raccolta di ulteriori fondi mediante vendite allo scoperto delle due attività non è consentita: Y deve essere un numero da 0 a 100. Se Y è pari a 100 (tutto il capitale viene esposto al rischio), l'esito monetario positivo per l'investitore è 10000 euro e l'esito negativo è la perdita totale del capitale. Poiché l'esito monetario positivo moltiplicato per 2% è pari a 200 euro, l'investitore si aspetta che la scelta di comprare oggi cento unità dell'attività rischiosa abbia alla data di liquidazione un risultato migliore della scelta di non acquistarne nessuna (la seconda scelta preserva il capitale odierno di 100 euro senza rischi).

L'investitore neutrale al rischio non desidera proteggersi contro il rischio e guarda esclusivamente all'esito monetario atteso come criterio di investimento: le rose aspettative offerte dall'acquisto massiccio dell'attività rischiosa spingono l'investitore neutrale al rischio a comprare cento unità dell'attività rischiosa. L'investitore avverso al rischio compie invece scelte di investimento più caute poiché desidera proteggersi contro il rischio.

L'investitore avverso al rischio valuta gli esiti monetari in modo conservativo. Quantifichiamo la sua aver-

sione al rischio con la seguente assunzione: dieci (la radice quadrata di 100 euro) è l'utilità per l'investitore dei 100 euro certi finali generati dalla scelta odierna di non esporsi in alcun modo al rischio; cento (la radice quadrata di 10.000 euro) è l'utilità dell'esito finale positivo generato (con il 2% di probabilità) dalla scelta odierna di esporsi totalmente al rischio. Sottolineiamo che gli esiti monetari vengono valutati in modo conservativo: per l'investitore avverso al rischio l'utilità di 10.000 euro è solo dieci volte (non cento volte) più grande della utilità di 100 euro.

L'investitore avverso al rischio decide di non esporsi totalmente al rischio poiché si aspetta che la scelta di esposizione totale al rischio distrugga utilità rispetto alla scelta di evitare il rischio (l'utilità di 10.000 euro moltiplicata per 2% è inferiore alla utilità di 100 euro finali certi). La scelta che massimizza l'utilità attesa dell'investitore avverso al rischio risulta essere (mediante calcoli aggiuntivi) l'acquisto odierno di circa tre unità dell'attività rischiosa.

Introduciamo ora il livello superiore di incertezza (l'ambiguità) mediante l'assunzione che la plausibilità dell'esito monetario positivo permesso dall'attività finanziaria esposta all'incertezza sia difficile da giudicare: per l'investitore la massa P potrebbe essere qualsiasi valore tra un millesimo e 3% inclusi. Questa assunzione quantifica il grado di parziale confusione dell'investitore sulla plausibilità degli scenari futuri. L'assenza di confusione nella precedente situazione generava il mero rischio grazie alla capacità dell'investitore di fissare P al 2%.

Se l'investitore è avverso all'ambiguità si preoccupa tipicamente di prendere la decisione migliore nel contesto peggiore, che è il contesto in cui la probabilità di accadimento dell'esito monetario positivo è minima con P pari ad un millesimo. Si noti che per l'investitore l'avversione alla ambiguità può convivere con la neutralità al rischio (dato P il criterio di investimento è l'esito monetario atteso). L'investitore avverso all'ambiguità e neutrale al rischio decide di non esporsi in alcun modo all'incertezza poiché si aspetta che, nel contesto peggiore, l'acquisto anche di una sola unità di attività esposta all'incertezza distrugga ricchezza alla data di liquidazione rispetto alla scelta di non esporsi in alcun modo all'incertezza (100 euro moltiplicati per un millesimo sono inferiori ad 1 euro finale certo). Qualora il mercato finanziario fosse popolato da un buon numero di investitori con le preferenze sopra descritte verso i due livelli di incertezza, la pronunciata mancanza di domanda odierna per l'attività esposta all'incertezza potrebbe iniziare a premerne il prezzo odierno verso il basso.

Abbiamo dunque esemplificato in modo puntuale quale sia la domanda ottima di un titolo finanziario esposto all'incertezza da parte di un investitore caratterizzato da specifici atteggiamenti verso l'ambiguità e verso il rischio. In particolare, l'avversione all'ambiguità può spingere l'investitore ad evitare completamente un titolo finanziario esposto all'incertezza sebbene, in assenza di ambiguità, l'investitore stesso (neutrale al rischio) desideri acquistare massicciamente il titolo rischioso. Ne traiamo una riflessione conclusiva la cui importanza sta nel

cruciale nesso, esaminato all'inizio di questo intervento, tra il costo del capitale e la vitalità dell'economia reale: il costo del capitale può essere elevato persino con investitori neutrali al rischio qualora vi sia ambiguità e gli investitori vogliono proteggersene perché ad essa avversi.

Riferimenti

P. KLIBANOFF - M. MARINACCI - S. MUKERJI, *A smooth model of decision making under ambiguity*, in «Econometrica», 2005, 73, pp. 1849-1492.

L.P. HANSEN - T.J. SARGENT, *Robustness*, Princeton University Press, Princeton 2008.

A. MELE, *Financial economics*, MIT Press, Cambridge 2022.

Sostenibilità

La sostenibilità dell'ecosistema del credito

Il credito e la sua sostenibilità

In via generale, la concessione del credito è un'operazione tramite la quale il creditore mette a disposizione del debitore mezzi finanziari, per un certo tempo. A prescindere dalle diverse forme tecniche (di tecnica bancaria e giuridiche) che il rapporto di credito può assumere, in sostanza, la concessione del credito si fonda sulla fiducia del creditore nelle capacità del debitore di rispettare una promessa: la restituzione di quanto ricevuto (tipicamente: il denaro). Come si evince dall'etimologia della parola 'credito', infatti, in ogni contesto – anche in quello più squisitamente bancario-finanziario –, può esserci credito solo dove vi è fiducia. Dal participio passato (credĭtum) del verbo credĕre (affidare), il credito è propriamente la cosa affidata. L'equivalente greco (πιστεύω) del verbo credĕre esprime insieme il dar credito a qualcuno, nel senso di riconoscergli affidabilità, e il far credito a qualcuno, nel senso di affidargli qualcosa con l'attesa della restituzione (lo ricorda Galantino, *Credito (voce)*, in «Il Sole 24 Ore», 27 dicembre 2020).

La concessione del credito consente al debitore di disporre di risorse che altrimenti non avrebbe e che gli sono necessarie per la soddisfazione dei suoi bisogni attuali. Il debitore, infatti, può disporre nell'immediato di una quantità di denaro utile, ad esempio, all'acquisto di un immobile ad uso abitativo o allo sviluppo di un'attività imprenditoriale. D'altra parte, il creditore si priva della disponibilità immediata del denaro prestato e sopporta il rischio che il debitore non sia in grado di restituire quanto ricevuto. Pertanto, il rischio di default è 'attualizzato' e scambiato con l'aspettativa di un'adeguata remunerazione, tipicamente nella forma del tasso di interesse. In questo modo, il credito può svolgere la sua insostituibile funzione sociale.

Nell'ambito della tecnica bancaria e della regolamentazione dell'attività creditizia, è stata sempre riservata accurata attenzione alla verifica della 'meritevolezza' di credito del soggetto finanziato, tradizionalmente però più nella prospettiva di assicurare il 'ri-entro' della somma erogata dal finanziatore che al fine di valutare la 'sostenibilità' dell'impegno assunto dal debitore. Solo di recente, nelle normative europee del credito concesso ai consumatori, la nozione di 'merito di credito' ha assunto una colorazione che la avvicina al concetto di 'sostenibilità' che in questa sede si intende approfondire.

La sostenibilità del credito è, infatti, sia nella prospettiva delle singole dinamiche obbligatorie sia in un'ottica di sistema, un concetto sotto il profilo gius-economico ancora abbastanza inesplorato e strettamente correlato

alle scelte in base alle quali creditori e debitori sviluppano le loro relazioni, intrinsecamente destinate a durare nel tempo.

Può non essere superfluo allora precisare che, nel contesto del «sistema del credito», evocare la «sostenibilità» significa proporsi di perseguire in modo chiaro ed efficace la funzione sociale del credito nel segno del soddisfacimento di una pluralità di interessi in gioco, *in primis* ma non solo, quelli del creditore e del debitore. Si tratta di interessi che spesso, in una rappresentazione semplificata (o, per meglio dire, semplicistica) della situazione, sono stati letti come inesorabilmente contrapposti, quando, in realtà, in un'ottica di sistema e di medio-lungo periodo, ben possono essere temperati mediante soluzioni di tipo win-win non solo per debitori e creditori, ma anche per tutto il Sistema-Paese (giudiziario, tributario-erariale, e così via).

Un tale obiettivo si raggiunge avendo cura della sostenibilità del credito in tutte le fasi del rapporto: sia nella fase fisiologica, a partire da quando il credito viene concesso in base all'esito di una valutazione della meritevolezza del soggetto da finanziare da eseguirsi nel segno della sostenibilità; sia nella sua eventuale fase patologica, quando il debitore è in difficoltà a restituire quanto dovuto, ad esempio evitando forme di rinegoziazione o di soddisfacimento coattivo che compromettano il futuro e lo sviluppo dignitoso della vita del debitore.

Occorre, quindi, una strategia di portata assai ampia, e da articolarsi in una serie di interventi tra loro distinti: ciascuno dei quali è reso però più efficace dall'esistenza di una visione d'insieme condivisa dai vari attori della filiera.

Se si guarda all'ecosistema del credito nella sua dimensione complessiva (vale a dire a partire dall'origination dei crediti sino alle procedure esecutive che conducono al default), gli interventi da perseguire sono davvero numerosi e, idealmente, prendono le mosse dalla necessità di una più efficace educazione finanziaria non solo dei debitori prospect ma anche degli operatori bancari e finanziari, finalizzata ad accrescere la capacità di valutazione della sostenibilità dei debiti che si va ad assumere/a far assumere anche in fase di rinegoziazione. Parimenti necessaria – e forse anche di più, date le ben note perplessità espresse dagli studiosi di behavioural finance in ordine alla effettiva capacità di scelte razionali da parte di risparmiatori e consumatori – è poi l'introduzione di regole stringenti e controlli accurati riguardo alla condotta di banche e finanziarie nella fase della istruttoria del credito (anche in sede di rinegoziazione). In tale contesto, è da incentivarsi fortemente l'utilizzo (da parte sia degli operatori sia dei supervisori) di nuove tecnologie (big data e artificial intelligence) che abilitano ad una puntuale verifica del merito creditizio in tempi assai meno lunghi che in passato.

La situazione presente e la necessità di soluzioni normative volte a favorire accordi fra debitori e creditori

Nell'elaborazione di una qualunque strategia di azione, è, tuttavia, indispensabile darsi delle priorità di intervento che, nel settore in discorso, non possono nell'oggi che riguardare i debitori (imprese, famiglie e consumatori) non

più in grado di rimborsare i creditori secondo il piano prestabilito o che a tale condizione si stanno avvicinando rapidamente.

La situazione socio-economica in cui si trova il nostro Paese è, infatti, compromessa, non solo per ragioni di carattere emergenziale connesse alla pandemia ma anche per una serie problemi di carattere strutturale conosciuti da tempo, a lungo sottovalutati e che oggi – alla luce dei dati sulle nuove povertà – sono da affrontare in modo indifferibile. Per farlo in modo efficace occorrono senza dubbio risorse economiche che, però, paradossalmente non sono in questo momento il principale problema. Ci sono le risorse europee in arrivo con il PNRR e c'è anche tanta liquidità privata, immobilizzata, a causa dell'incertezza, nei depositi e sui conti correnti.

Quello che è davvero necessario è la capacità (e la volontà) di andare oltre la logica delle misure d'urgenza e di sollievo temporaneo per elaborare, anche al fine di impiegare al meglio le risorse in arrivo, una strategia di sistema (e dunque di ampio respiro e di medio-lungo periodo). Occorre disegnare nuovi strumenti e soluzioni sostenibili e innovativi dal punto di vista sociale, in questo modo riuscendo a salvaguardare sia un ritorno economico per gli investitori sia la 'valenza sociale' per i debitori.

Sotto questo profilo, assume rilievo primario il comportamento tenuto dal creditore di fronte ai segnali di difficoltà nel ripianamento del debito da parte dell'obbligato: comportamento che, per dirsi nel segno della sostenibilità, non deve connotarsi in modo 'espoliativo'

rispetto al patrimonio del debitore bensì adottare, laddove ve ne siano le condizioni, misure adeguate ad una rinegoziazione del debito.

In altri termini, occorre offrire una via d'uscita dall'eccessivo indebitamento a quanti, nonostante una storia creditizia negativa, mostrano una sostenibilità prospettica del debito. A tale scopo occorre introdurre soluzioni più efficaci rispetto alla mera spoliazione dei beni dei debitori mediante le procedure esecutive e le aste giudiziarie (strumenti che – lo si è compreso – comportano in ogni caso una distruzione di risorse per il sistema, in termini sia di valore dei beni esegutati sia di possibilità di un refresh per i debitori coinvolti).

È questo un aspetto di estrema rilevanza considerato che se non si interviene in modo tempestivo ed efficace sul sovraindebitamento di famiglie e imprese ne può conseguire l'esclusione dei medesimi dal circuito bancario, la perdita della casa per effetto di procedure esecutive e, quindi, in sintesi un forte impatto sociale negativo. Solo così, peraltro, si potrà combattere in modo efficace la sempre maggiore espansione di quello che è stato definito 'welfare criminale', con tale locuzione riferendosi alle varie forme di 'assistenzialismo deviato' (credito gestito dalla criminalità, usura ecc.) che la malavita è in grado di offrire ai soggetti più fragili, sfruttando l'assenza di una strategia orientata a trovare soluzioni del genere di quelle sopra descritte.

Innanzitutto, vanno combattute in modo più efficace le nuove forme di usura, sempre più spesso «reale», che si stanno diffondendo nella prassi. Occorre, inoltre, con-

trastare l'attuale pervasiva presenza delle organizzazioni criminali nell'ambito delle esecuzioni immobiliari e delle aste giudiziarie. A tal fine è indispensabile introdurre – anche avvalendosi delle nuove tecnologie abilitanti che consentono accuratezza senza richiedere una dilatazione dei tempi di controllo – meccanismi di adeguata verifica (sulla falsariga di quanto richiesto dalla normativa antiriciclaggio) per coloro che intervengono nelle procedure e, più in generale, presidi che assicurino il corretto ed efficace svolgimento di tutto il sistema esecutivo.

Ma al di là delle specifiche misure da adottare per reprimere «invasioni di campo» da parte della criminalità organizzata, il miglior modo per frenare tale espansione è, come già si è detto, la messa in atto di una strategia che, in un'ottica di sistema, disegni nuovi strumenti e soluzioni volti a consentire ai debitori già in default o che a tale stato si stanno approssimando di uscire dalla situazione di difficoltà in un modo accettabile (*rectius*: sostenibile) anche dal punto di vista del ceto creditorio.

In concreto, ciò significa portare sul piano europeo alcune istanze di correzione della normativa bancaria di carattere prudenziale: una sopra tutte, l'esigenza di superare la troppo ampia ed eterogenea nozione di NPL che esiste adesso e che comporta un eccessivo arretramento del momento in cui il cliente cessa di essere un asset e diventa un problema per la banca. E ancora è necessario programmare lo sviluppo all'interno della banca di competenze alla ristrutturazione delle posizioni debitorie da affiancare al necessario sviluppo di operatori specializzati nel turnaround. E infine fornire certezza al quadro

giuridico in materia di doveri e conseguenti responsabilità/sanzioni dei finanziatori, anche rispetto al tema della concessione abusiva del credito alle imprese come pure della messa in atto di operazioni finalizzate a rinviare inutilmente l'emersione del dissesto.

Sostenibilità ambientale e politica monetaria

La sostenibilità ambientale è entrata nell'agenda delle banche centrali sulla scia dell'enorme sviluppo che le tematiche ESG (*Environment, Social, and Governance*) hanno avuto da diversi anni, acquisendo una centralità nel dibattito di politica economica, nelle iniziative relative alla responsabilità sociale d'impresa, nonché nella finanza privata. La pandemia da Covid-19 ha dato un ulteriore impulso a questi temi, soprattutto in relazione agli aspetti sociali. Ma le iniziative erano già numerose prima dello scoppio della pandemia, se non altro per i dati allarmanti relativi al riscaldamento del nostro pianeta. La necessità di favorire la transizione verso un'economia a zero emissioni di carbonio (*carbon free*) è ormai diventata un punto di riferimento per le politiche pubbliche e per le imprese private.

Qual è il ruolo delle banche centrali in quest'area? Nel rispondere a questa domanda, è bene distinguere tra due diverse funzioni: la vigilanza bancaria e la gestione della politica monetaria. Sul primo fronte le banche centrali sono impegnate nel sorvegliare che gli intermediari finanziari mettano in atto politiche adeguate a tenere sotto controllo i rischi dovuti ai cambiamenti

climatici: rischi fisici (legati a eventi estremi come uragani e inondazioni) e rischi di transizione. Questi ultimi sono dovuti alla riconversione dell'economia verso una maggiore sostenibilità, che può rendere obsolete alcune attività economiche (si pensi all'estrazione di carbone e di petrolio) e imporre ad alcuni settori produttivi elevati costi di adattamento/riconversione (si pensi al settore energetico).

Sul fronte della politica monetaria, i programmi di acquisto di attività finanziarie, effettuati nell'ambito delle politiche di *quantitative easing*, sollevano il problema dell'impatto ambientale delle decisioni di investimento delle banche centrali, soprattutto quando l'oggetto degli acquisti sono obbligazioni societarie. Problemi simili si pongono in relazione alle attività accettate come collaterale nelle operazioni di finanziamento del settore bancario. Vi è poi la gestione delle riserve proprie delle banche centrali, detenute per scopi diversi dalla politica monetaria: anche queste possono giocare un ruolo importante nel mobilitare risorse finanziarie a favore delle attività più meritevoli sotto il profilo della sostenibilità ambientale. Data la natura pubblica del mandato ricevuto, sembra naturale che le banche centrali si facciano carico delle esternalità derivanti dall'impatto ambientale delle loro decisioni di investimento. Alcune iniziative sono già state prese su questo fronte: il *Network for Greening the Financial System* (un Forum tra 54 banche centrali e autorità di supervisione a livello mondiale) che ha lo scopo di definire *best practices* in relazione alla gestione e supervisione dei rischi ambientali nel settore finanziario e alla

mobilitazione di risorse in favore dell'ambiente; il *green bond fund* (un fondo comune riservato alle banche centrali, i cui proventi sono investiti in *green bonds*) istituito dalla Banca dei Regolamenti Internazionali; le politiche di investimento adottate dalla Banca centrale europea e dalla Banca d'Italia. Nel seguito, discuteremo in breve la politica di investimento della Banca centrale europea¹.

La politica della Banca centrale europea, relativa alla sostenibilità ambientale, parte dalla constatazione che l'obiettivo della sostenibilità rientra a pieno titolo nel perimetro del suo mandato². Non solo perché i cambiamenti climatici influiscono sulla trasmissione della politica monetaria e sulla stabilità dei prezzi, ma anche perché la Banca centrale europea ha per Statuto il dovere di fornire un supporto alle politiche della Unione europea volte ad assicurare una crescita sostenibile ai paesi membri dell'Unione, seppure questo secondo obiettivo sia subordinato alla condizione di non entrare in contrasto con la stabilità dei prezzi.

La Banca centrale europea deve anche contribuire a realizzare i principi di libero mercato e allocazione efficiente delle risorse, affermati dal Trattato dell'Unione europea. Per questo motivo, i programmi di acquisto di

¹ Per approfondimenti sulla sostenibilità ambientale della politica di investimento della Banca centrale europea, anche alla luce della recente revisione della sua strategia, e sulle altre iniziative menzionate nel testo, si veda Baglioni (2021).

² Si vedano gli interventi di due esponenti dell'*Executive Board* della Banca centrale europea: Schnabel (2021) e Elderson (2021).

titoli, in particolare di quelli emessi da imprese private, sono ispirati al principio di *market neutrality*, in base al quale le operazioni di acquisto non dovrebbero distorcere i meccanismi di mercato nella formazione dei prezzi delle attività finanziarie, anche se ovviamente sono destinate ad avere un impatto sul livello generale dei rendimenti. A livello operativo, ciò si traduce in una composizione del portafoglio di attività finanziarie, acquistate dalla Banca centrale, che riflette quella del paniere di titoli acquistabili, cioè quelli presenti sul mercato e tali da soddisfare i criteri per rientrare in uno specifico programma: il cosiddetto ‘*eligible universe*’.

Tuttavia, dal punto di vista ambientale il principio della *market neutrality* non è effettivamente neutrale e confligge con l’obiettivo della sostenibilità. Il motivo risiede nel fatto che, nel mercato delle obbligazioni societarie, le grandi imprese, operanti nei settori più inquinanti, sono sovra-rappresentate: il valore delle loro emissioni obbligazionarie è generalmente più elevato rispetto alla loro dimensione relativa. Di conseguenza, l’*eligible universe* è distorto verso i settori caratterizzati da emissioni inquinanti più elevate: industria pesante, energia ricavata da fonti fossili, trasporti. Al contrario, il settore dei servizi, generalmente meno inquinante, è sotto-rappresentato. Uno dei fattori all’origine di questa distorsione è il fatto che le imprese più inquinanti sono spesso quelle con una maggiore dotazione di capitale fisico, che può essere prestato come collaterale nelle emissioni di debito. Un altro fattore può essere il fatto che le imprese più innovative, come quelle che operano nel campo delle energie rinnovabili, tendono a finanziarsi

prevalentemente con capitale di rischio piuttosto che con strumenti di debito. Quale che sia l'origine, la distorsione dell'*eligible universe* si riflette in una distorsione degli acquisti fatti dalla Banca centrale europea nell'ambito del suo programma di acquisto di bond societari (*Corporate Sector Purchase Programme*), la cui composizione è guidata dal principio di *market neutrality*: di fatto, questo principio ha portato la Banca centrale europea a detenere un portafoglio di obbligazioni societarie sbilanciato a favore delle imprese più inquinanti³.

Sembra allora opportuno correggere il principio di *market neutrality* per tenere conto dei fattori di sostenibilità ambientale. Un approccio diretto in questa direzione è quello di escludere determinati settori, particolarmente inquinanti, dagli acquisti effettuati dalla Banca centrale nell'ambito dei programmi di *quantitative easing*. Un altro approccio, più indiretto, è quello che va sotto il nome 'tilting' (piegare/distorcere), che consiste nel modificare la composizione del paniere di titoli *corporate* acquistati, sotto-pesando quelli emessi da imprese che operano in settori *carbon-intensive* (ad esempio petrolio, gas e materie prime) e sovra-pesando altri titoli che si caratterizzano per una minore *carbon-intensity* (emissioni di CO₂ per unità di fatturato)⁴. In tal modo, la Banca centrale potrebbe contribuire a ridurre il costo del capitale di de-

³ Papoutsis - Piazzesi - Schneider (2021) forniscono evidenze empiriche in questa direzione. Il rapporto tra *market neutrality* e sostenibilità ambientale è discusso anche in Bernardini et al. (2021).

⁴ Si veda Schoenmaker (2019).

bito per le imprese più virtuose sotto il profilo delle emissioni. D'altra parte, il maggiore costo del finanziamento, legato all'alto livello di emissioni, potrebbe incentivare le imprese che operano in settori 'brown' a fare investimenti per ridurre il loro impatto ambientale, ove possibile. Si noti che questi correttivi potrebbero essere applicati non solo agli acquisti netti di attività finanziarie, ma anche nel rinnovo dei titoli in scadenza.

La sostenibilità ambientale rientra tra i temi affrontati nella revisione della strategia effettuata dalla Banca centrale europea, conclusasi nel luglio 2021. In questa occasione, la Banca centrale ha aperto ad una revisione del criterio di *market neutrality*, annunciando un Piano d'azione che prevede l'inclusione dei fattori climatici nella sua nuova strategia.

Riferimenti

A. BAGLIONI, *Le frontiere della politica monetaria*, Hoepli, Milano 2021.

E. BERNARDINI ET AL., *Banche centrali, rischi climatici e finanza sostenibile*, Banca d'Italia, in «Questioni di Economia e Finanza», 2021, 608.

F. ELDERSON, *Greening monetary policy*, ECB Blog, 2021, 13.

M. PAPOUTSI - M. PIAZZESI - M. SCHNEIDER, *How unconventional is green monetary policy?*, Working paper 2021.

I. SCHNABEL, *From green neglect to green dominance?*, intervento al webinar Greening monetary policy - Central banking and climate change, 2021, 3.

D. SCHOENMAKER, *Greening monetary policy*, CEPS Discussion Paper 2019, 3576.

Comunità, costo del capitale e valore dell'impresa

Gli storici ritengono che Jacob Fugger (1459-1525), conosciuto come *'Jacob der Reiche'* (Jacob il ricco), sia stato uno degli uomini più ricchi di sempre. Al momento della morte si ritiene che il suo patrimonio personale fosse di circa 400 miliardi di dollari, in valori correnti. Indubbiamente, a cavallo fra il Quattrocento e il Cinquecento, la famiglia di banchieri di Augusta, finanziando sia il Papato, sia gli Asburgo assunse crescente ricchezza e potere nell'Europa di quel tempo. Ad Augusta esiste ancora oggi la *'Fuggerei'*, un quartiere di *'Social Housing'* ante litteram a beneficio delle famiglie povere di Augusta, comunità locale, nella quale aveva luogo l'attività finanziaria dei Fugger.

Se, fino a qualche anno fa, avremmo inquadrato tale prospettiva nel contesto di una *'stakeholder vision'* illuminata da parte della famiglia dei banchieri di Augusta, alla luce della rinnovata e crescente sensibilità in tema di sostenibilità, l'attenzione verso la comunità locale assume un significato più profondo. Se pensassimo infatti di applicare un modello alla Fama e French (1992, 1993) per determinare, ex ante, il pricing d'equilibrio del capitale di rischio dell'attività finanziaria dei Fugger, potremmo identificare, come uno dei fattori del modello, un ottimo *ranking* nella componente S degli ESG⁵.

⁵ Refinitiv Thomson Reuters, uno dei principali *data providers* a livello globale, ha predisposto una specifica categoria denominata *'Community Score'* tra le principali quattro sotto-categorie che incidono direttamente sul pilastro della 'S' (Social) dei fattori ESG.

È possibile misurare l'impatto di questa iniziativa sul valore corrente del capitale economico del soggetto *corporate* promotore di tale iniziativa?

La letteratura di *corporate finance* (Bellavite Pellegrini, Dallochio, Parazzini 2020) ha infatti studiato l'impatto dei *ranking* ESG sui rendimenti azionari e sulle performances contabili delle imprese. Più specificamente è stata messa in luce una relazione inversa fra *ranking* ESG e costo del capitale. Tale relazione presenta, peraltro, significative differenze e intensità a livello settoriale. In alcuni settori, come ad esempio, quello *automotive*, l'impatto rilevante risulta essere quello della E, mentre nell'*Oil & Gas* ha maggiore peso la G e nel *Food and Beverage* l'impatto rilevante deriva da alcuni *pillars* della S.

Potremmo ragionevolmente affermare che l'iniziativa sociale dei Fugger, di indubbio successo, dal momento che dura da mezzo millennio, contribuì, a parità di flussi, a minimizzare il costo del capitale e a massimizzare il valore corrente del capitale economico della banca.

Il 3 novembre 2011 in quella che era stata la sede della Banca Commerciale Italiana, mi trovai ad essere presente all'inaugurazione del polo museale promosso da Intesa Sanpaolo e destinato ad ospitare le prestigiose collezioni dell'Ottocento e del Novecento possedute dall'Istituto e da Fondazione Cariplo. Negli stessi anni, Intesa Sanpaolo aveva promosso altre iniziative simili in altre città italiane, come Palazzo Leoni Montanari a Vicenza e Palazzo Zevallos Stigliano a Napoli.

Se apparentemente si trattava di un'iniziativa al confine con il perimetro *corporate* dell'istituto, in realtà tale

scelta era volta a rinsaldare, mediante l'esposizione del patrimonio storico ed artistico delle singole comunità, i valori condivisi di queste e il loro grado di fiducia nei confronti dell'Istituto. A buona ragione si può pertanto affermare che anche questo rappresenta un intervento inquadrabile nel contesto delle scelte di sostenibilità dell'Istituto, e più precisamente, nel contesto della S, con risultati e finalità non dissimili a quelle descritte a proposito dei Fugger.

La sensibilità nei confronti della sostenibilità è infatti cresciuta anche a causa delle catastrofi reputazionali prima, ambientali successivamente e da ultimo anche sanitarie che hanno contraddistinto gli ultimi anni. La più nota definizione di *Sustainable development*⁶ dell'Assemblea generale dell'ONU, secondo una logica di lungo periodo, può essere tradotta in termini di 'equità inter-generazionale e intra-generazionale'⁷. Tuttavia, tale concetto rimane perlopiù astratto se non si ha chiaro il concetto di 'comunità'.

⁶ Nel testo si fa riferimento alla definizione di sviluppo sostenibile presentata nel rapporto 'Our Common Future' del 1983, anche conosciuto come 'Rapporto di Brundtland'. Secondo tale definizione, «lo sviluppo sostenibile è quello sviluppo che consente alla generazione presente di soddisfare i propri bisogni senza compromettere la possibilità delle generazioni future di soddisfare i propri».

⁷ Con l'accezione 'intra-generazionale' si intende un eguale accesso alle risorse per tutti i cittadini appartenenti alla stessa generazione; mentre, con 'inter-generazionale', si fa riferimento ad un eguale accesso alle risorse per tutti i cittadini fra generazioni presenti e future.

Il termine comunità, dal greco κοινωνία (koinonia), denota e connota un'unione, κοινή (koinè), per cui il singolo è definito all'interno del perimetro della comunità di appartenenza. Non a caso, con il termine κοινή (koinè), si intendeva la lingua greca globale parlata in tutto il mondo abitato, ovvero quello che gli antichi definivano οἰκουμένη (oikoumene), data la grande diffusione di tale lingua dopo le conquiste degli eserciti di Alessandro e dei suoi diadochi.

Se si considera il termine latino *communitas*, il concetto assume invece un significato differente, che non si limita all'appartenenza identitaria, ma consiste piuttosto nella reciprocità. Questa seconda connotazione del termine può essere ricondotta a Seymour Sarason⁸ (1974), uno dei fondatori della psicologia di comunità americana.

Per 'senso psicologico di comunità', Sarason intende infatti la percezione della similarità e di interdipendenza con gli altri individui. Secondo tale concetto, la comunità è fondata sulla reciprocità e sulla cooperazione, per cui gli individui riconoscono di appartenere ad una collettività basata su un sistema di rapporti e di interdipendenze in cui gli interessi del singolo sono subordinati a quelli della stessa collettività.

E in questo contesto *pacta sunt servanda!* Se decliniamo tale concetto nel contesto della S degli ESG ci rendiamo conto infatti di due chiavi interpretative complemen-

⁸ Nel testo si fa riferimento a *The psychological sense of community: Prospects for a community psychology* (1974).

tari. In primo luogo ogni miglioramento del ranking S di una determinata impresa a favore dei propri dipendenti contribuisce a minimizzare i costi di agenzia del capitale proprio, e quindi a minimizzare il costo del capitale. In secondo luogo, tale prospettiva si può ragionevolmente estendere, oltre il perimetro *corporate*, anche alle realtà delle comunità e dei territori sui quali a livello geografico le imprese insistono.

Il tema della comunità, e dell'importanza delle relazioni tra gli individui, ha assunto nel tempo un ruolo centrale nel contesto dell'impresa. Tra le diverse fonti di capitale facenti capo all'impresa, il capitale relazionale⁹ (Bellavite Pellegrini 2021), inteso come il valore del complesso di relazioni tra un'azienda e i suoi *stakeholder*, oggi risulta più importante che mai. Si tratta di un *asset* intangibile, fondato sulla fiducia e sulla solidità delle relazioni, che impatta direttamente su un'altra forma di capitale, quello reputazionale, secondo quello schema già espresso nei due esempi introduttivi.

In un mondo in continua evoluzione, il sostegno da parte di tutte e tre le gambe della sostenibilità, quelle che J. Elkington (1997)¹⁰ definisce le 3P, Profitto, Pianeta e Persone, è fondamentale per guidare il modo di operare di un'impresa per poter durare nel tempo¹¹. Tuttavia, che

⁹ Il concetto di 'capitale relazionale' e 'capitale reputazionale' trovano una chiara spiegazione nel libro *Tra cielo e terra: economia e finanza nella Bibbia* (2021).

¹⁰ Nel testo si fa riferimento a *The triple bottom line* (1997).

¹¹ Secondo R.J. Shiller, Premio Nobel per l'economia nel 2013, 'durare nel tempo' rappresenta la finalità principale dell'impresa.

si parli di forza lavoro, clienti, fornitori o ambiente, l'agire in questo senso necessita che la strategia di un'impresa tenga conto della molteplicità dei diversi *stakeholders*, curando nel tempo le relazioni con ognuno di essi.

Riacquistare un senso di comunità, ove questa sia basata *in primis* sulla reciprocità, cooperazione, condivisione di valori, può rappresentare in questo contesto un aspetto cruciale per realizzare finalmente uno sviluppo sostenibile o, in altre parole, esprimendo capacità, prospettive e valori inespresi che derivano direttamente dalla nostra storia, dalla storia delle nostre comunità e del nostro Paese.

Riferimenti

C. BELLAVITE PELLEGRINI - M. DALLOCCHIO - E. PARAZZINI, *Valutazione d'azienda nel mondo ESG*, Egea, Milano 2020.

C. BELLAVITE PELLEGRINI, *Tra cielo e terra: economia e finanza nella Bibbia*, Bocconi Editore, Milano 2021.

G.H. BRUNDTLAND, *Our common future-call for action. Environmental conservation*, 1987, 14 (4), pp. 291-294.

J. ELKINGTON, *The triple bottom line. Environmental management: Readings and cases*, 1997, 2.

E.F. FAMA - K.R. FRENCH, *The cross section of expected stock returns*, in «The Journal of Finance», 1992, 47, pp. 427-465.

E.F. FAMA - K.R. FRENCH, *Common risk factors in the return on stocks and bonds*, in «Journal of Financial Economics», 1993, 33, pp. 3-56.

E.F. FAMA - K.R. FRENCH, *Size and book-to-market factors in earnings and returns*, in «The Journal of Finance», 1995, 50 (1), pp. 131-155.

E.F. FAMA - K.R. FRENCH, *Multifactor explanations of asset pricing anomalies*, University of Chicago Press, Chicago 2021, pp. 450-484.

E.F. FAMA - K.R. FRENCH, *A five-factor asset pricing model*, in «Journal of Financial Economics», 116 (1), pp. 1-22.

R.E. FREEMAN, *Strategic management. A stakeholder approach*, Pitman, Boston 1984.

S.B. SARASON, *The psychological sense of community: Prospects for a community psychology*, Jossey-Bass., 1974.

W.F. SHARPE, *Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk*, in «The Journal of Finance», 1964, 19 (3), pp. 425-442.

Divisione del lavoro e piena occupazione tra fatti e miti

Divisione del lavoro e mano invisibile

Quella della divisione del lavoro è una faccenda vecchia almeno come Platone. La specializzazione del lavoro è necessaria e utile perché gli uomini (all'epoca le donne erano fuori gioco) nascono con diverse abilità e diversi talenti e la città (oggi diremmo la società) ci guadagna se ciascuno fa quello che sa fare meglio. Chiaro che chi produce incessantemente chiodi tutto il giorno non può nutrirsi né potrà vestirsi di ciò che produce. Platone, nella *Repubblica*, intuisce che grazie allo scambio e al mercato i produttori di chiodi possano comprarsi cibo e vestiti. Platone si spinge a dire che il mercato dovrà essere alimentato da una moneta comunemente accettata e dovrà essere presidiato da soggetti a loro volta specializzati nel comprare e vendere, al fine di consentire ai contadini e agli artigiani di tornare ai loro lavori e non stare tutto il giorno ad aspettare i clienti. Gli operatori di mercato, secondo Platone, dovranno essere «gli individui più deboli

di fisico e inabili a tutti gli altri lavori» (non una grande considerazione dei mercanti, a dirla tutta).

Smith si fidava della divisione del lavoro e credeva che lo scambio di mercato l'avrebbe aiutata, incoraggiando «ogni uomo a dedicarsi a un'occupazione particolare». Così arrivò a sostenere che «la grande moltiplicazione dei prodotti di tutte le varie arti, in conseguenza della divisione del lavoro, è all'origine, in una società ben governata, di una generale prosperità che estende i suoi benefici fino alle classi più basse del popolo» (Smith, 1776 [1973], 15). Ma l'inciso non va trascurato: «in una società ben governata». Qui Smith mostra la sua tipica prudenza, perduta poi da molti suoi apostoli nei secoli successivi. Smith torna e ritorna varie volte sui limiti e i difetti che la divisione del lavoro può avere, sottolineando quanto un buon governo possa fare per alleviarli (lo notò anche Einaudi, in Croce, Einaudi, 1957, 126).

Per esempio, Smith scrive che la semplicità e la ripetitività delle operazioni cui la divisione del lavoro conduce toglie al lavoratore «le occasioni di applicare la sua intelligenza o di esercitare la sua inventiva» e questi «in genere diviene tanto stupido e ignorante quanto può esserlo una creatura umana». E via descrivendo il degrado del corpo e della mente dovuti alla divisione del lavoro. Fino a concludere che in questa condizione cade necessariamente la gran massa della popolazione «a meno che il governo non si prenda cura di impedirlo», sostenendo con la spesa pubblica e le appropriate istituzioni scolastiche e culturali l'istruzione della gente comune e in particolare della gioventù (Smith, 1776

[1973], 769-770). Per Smith la divisione del lavoro ha sia effetti positivi che effetti negativi. E di quelli negativi deve occuparsi il governo, senza buttare via gli effetti positivi, troppo importanti per rinunciarvi.

Nel XIX e XX secolo, invece, la ‘mano invisibile’, menzionata da Smith quasi di sfuggita nella *Ricchezza delle nazioni*, è divenuta sinonimo di mercati efficienti, sempre capaci di coordinare al meglio le miriadi di attività derivanti dalla divisione sociale del lavoro, senza bisogno di decisioni centralizzate. Il mito fondante dell’Economia moderna nasce così. In pochi decenni una espressione evocativa si trasforma in una ‘legge’ scientifica: la legge del mercato. È il messaggio convergente di alcuni economisti attivi nella seconda parte dell’Ottocento e nei primi anni del Novecento (Edgeworth, Jevons, Marshall, Pareto, Walras, Wicksell). Sono i prezzi, compresi il prezzo del lavoro (salario), quello del capitale (interesse) e quello delle valute estere (tasso di cambio) a fornire i segnali necessari a modificare le scelte di mercato nella direzione giusta. Il mercato, anzi i mercati, lasciati liberi, sono in grado di autoregolarsi tutti insieme simultaneamente. Non c’è bisogno di alcun intervento correttivo da parte dei governi, se non per abbattere i residui ostacoli alla piena libertà dei mercati e alla concorrenza, come per esempio le regolamentazioni del lavoro.

La peculiarità del mercato del lavoro

I mercati non sono tutti uguali e non funzionano tutti allo stesso modo. Il mercato del lavoro, per esempio, è

molto particolare, se non altro perché tratta l'impiego del tempo delle persone. Siamo proprio sicuri che il 'mercato del lavoro', lasciato a se stesso, sia il regno della libertà per tutti in ogni luogo e in ogni tempo? Non tutti i lavori sono ugualmente soddisfacenti e remunerativi e non tutti i lavoratori hanno l'istruzione e le capacità o le condizioni per accedere ai lavori più interessanti e ben pagati. Alcuni, specie nei paesi più poveri e al fondo della scala sociale anche in quelli più ricchi, semplicemente non sono liberi di scegliere quale e quanto lavoro fare, se devono garantirsi la sopravvivenza. Vivere nel terrore non è una bella esperienza: in questo consiste essere uno schiavo, anche se si è formalmente liberi di scegliere. Trattare il mercato del lavoro come fosse il mercato delle matite sembra davvero una leggerezza. Adam Smith, non a caso, fu uno dei primi a evidenziare le asimmetrie contrattuali e i rapporti di potere nel mondo del lavoro 'libero'! E Kenneth Arrow (1974) notò che «l'idealizzazione della libertà per mezzo del mercato ignora completamente il fatto che questa libertà può risultare di portata molto ridotta per un gran numero di persone» (*The Limits of Organization*).

Nel mondo fatato della mano invisibile il mercato del lavoro funziona come tutti gli altri, cioè benissimo. Tutti i lavoratori che sono disposti a lavorare al salario di mercato sono occupati e, poiché hanno scelto liberamente, sono per definizione soddisfatti. E chi invece non lavora è perché così gli/le aggrada: preferisce il divano alla fabbrica o all'ufficio. La flessibilità dei salari garantirebbe la capacità del mercato di ritrovarsi in breve tempo in una

situazione in cui tutti sono soddisfatti e non potrebbero esserlo di più.

Naturalmente, la flessibilità dei salari è solo una parte della storia. Perché se tutto quello che gli occupati sono in grado di produrre non trovasse sbocco sul mercato, se cioè non vi fosse una domanda complessiva di beni e servizi sufficiente (gli economisti la chiamano ‘domanda aggregata’), le imprese non avrebbero alcun interesse a occuparli tutti e la disoccupazione cacciata dalla porta tornerebbe dalla finestra. Ma se sono flessibili anche i prezzi dei beni, dei servizi e dei fondi che vengono scambiati sui mercati finanziari, il gioco è fatto. Quando i prezzi dei beni e dei servizi scendono ne aumenta la domanda, mentre la discesa del tasso di interesse, a sua volta, spinge i consumatori a spendere di più subito e a risparmiare di meno, mentre anche le imprese spenderanno di più per acquistare beni d’investimento. Inoltre, con prezzi più bassi, la moneta in circolazione avrebbe un potere d’acquisto maggiore; quindi, tutti ci sentiremmo più ricchi e saremmo disposti a spendere di più. Per tutte queste vie, dunque, la domanda aggregata torna ad assorbire l’offerta corrispondente alla piena occupazione di quelli che vogliono lavorare. Restano quelli che lavorare non vogliono: disoccupati volontari.

Il mito della piena occupazione

Tanti economisti hanno sottolineato il carattere mitologico della mano invisibile, con particolare riguardo al mercato del lavoro, a cominciare da Karl Marx. Ma Marx era

davvero troppo eretico e legato a previsioni fosche sul futuro del capitalismo (rivelatesi poi abbondantemente errate) per non essere considerato altro che un pericoloso ideologo rivoluzionario. Per scuotere le fondamenta del *laissez faire* ci voleva il rampollo di un'impeccabile famiglia dell'alta borghesia intellettuale inglese, figlio di un rispettato economista, studente prima e docente poi nella migliore università del mondo, allievo di uno dei campioni dell'ortodossia dell'epoca (Alfred Marshall), al centro di una rete di salotti potenti e di menti fertili e originali in ogni campo del sapere e dell'arte, ascoltato consulente del governo fin dalla giovinezza, saggista brillante come pochi altri. Uno che poteva scrivere al Presidente americano Franklin Delano Roosevelt e aspettarsi anche una risposta. Insomma, ci voleva John Maynard Keynes. Keynes si schierava con gli 'eretici', perché «convinto che il loro istinto e il loro fiuto li conduca verso le conclusioni giuste». E aggiungeva: «Ma mi sono formato nella cittadella e ne riconosco il potere e la forza. Non posso non accettare come sostanzialmente corretta una larga parte del corpo costituito della dottrina economica. Non ho dubbi su questo. Mi è quindi impossibile considerarmi soddisfatto finché non avrò individuato la pecca in quella parte del ragionamento ortodosso che porta a conclusioni che, per varie ragioni, mi sembrano inaccettabili» (Keynes, 1934, p. 574).

Keynes fece una rivoluzione rispettabile. Dal subbuglio della Grande Depressione nasceva l'evidenza. Dall'etica e dalla logica Keynes ricavava una visione della disoccupazione radicalmente diversa da quella della te-

oria tradizionale. Già nel 1929 scriveva al Ministro del Tesoro: «Può sembrare saggio starsene seduti a scrollare il capo. Ma mentre noi aspettiamo, l'inutilizzata capacità produttiva dei disoccupati non si accumula a nostro credito in una banca, disponibile per l'impiego in un momento successivo. Essa si tramuta irrevocabilmente in spreco; è irrimediabilmente perduta».

La principale linea di frattura tra Keynes e la teoria della mano invisibile riguarda il ruolo equilibratore attribuito alla flessibilità di prezzi, salari e tasso di interesse. Keynes argomenta che in un mondo economico dominato da una radicale incertezza circa il futuro, la flessibilità può essere impossibile o del tutto inefficace. Generalmente si ritiene, ad esempio, che un basso tasso d'interesse possa stimolare gli investimenti generando nuova occupazione; ma quando il tasso nominale di interesse è già vicino a zero e l'inflazione inesistente, il tasso reale (la differenza tra tasso nominale e tasso di inflazione) non può scendere e gli investimenti non reagiranno. Neppure la flessibilità di prezzi, salari e tassi d'interesse aiuta quando – anche a tassi reali maggiori di zero – le banche vogliono tenere in cassaforte tutta la liquidità che hanno, perché non si fidano a concedere crediti, temendo l'insolvenza dei debitori. In questi casi, la flessibilità dei prezzi e dei salari (se ci fosse) potrebbe servire solo a innescare una spirale deflattiva. E se i prezzi e i salari scendono, si possono consolidare aspettative di ulteriori discese in futuro, con l'effetto che famiglie e imprese preferiscono rinviare le spese (si attendono di poter acquistare domani a prezzi più bassi di oggi). Ma

questo, ovviamente, deprime ulteriormente la domanda di beni e, quindi, la domanda di lavoro. Nel frattempo, il peso dei debiti in termini reali cresce (se i prezzi scendono, bisogna restituire denaro che vale sempre di più). Quindi i debitori diventano più poveri e riducono a loro volta le loro spese per consumi e investimenti, cercando piuttosto di ripagare i debiti anticipatamente. Vero che i creditori diventano più ricchi, ma è anche noto che i creditori spendono assai meno dei debitori e perciò, nel conto finale, è molto più probabile una riduzione piuttosto che non un aumento di spesa.

Le crisi finanziarie, le profonde e prolungate recessioni e la disoccupazione di massa che le accompagnano non sono certo ricordate tra i grandi successi del libero mercato. Keynes ne era acutamente consapevole. E molti sarebbero d'accordo nel dire che i disoccupati perdono, con il posto di lavoro, parte della loro libertà. Tanto per cominciare, sono meno liberi di spendere, ma soprattutto sono meno liberi di scegliere sul mercato del lavoro: la forza della necessità riduce la loro libertà di scelta, costringendoli ad accettare lavori meno qualificati e salari più bassi. Istituzioni come i sindacati da un lato e i sussidi di disoccupazione o la cassa integrazione dall'altro sono anche strumenti di libertà, ridando al mercato un po' della simmetria che la paura della disoccupazione toglie.

Riferimenti

ARISTOTELE, *Etica Nicomachea*, Laterza, Roma-Bari 2012.

K.L. ARROW, *The limits of organizations*, W.W. Norton, New York 1974.

B. CROCE - L. EINAUDI, *Liberismo e liberalismo*, Ricciardi, Milano-Napoli 1957.

J.M. KEYNES, *Povert  nell'abbondanza: il sistema economico si autoregola?* (1934), in *La Teoria Generale e altri scritti*, Mondadori, Milano 2020.

J.M. KEYNES, *La teoria generale dell'occupazione dell'interesse e della moneta* (1936), in *La Teoria Generale e altri scritti*, Mondadori, Milano 2020.

PLATONE, *La Repubblica*, in *Tutti gli scritti*, Bompiani, Milano 2016.

A. SMITH, *La ricchezza delle nazioni* (1776), Isedi, Milano 1973.

La sostenibilit  non sconta il futuro

Prudenza e assicurazione

Da molti anni, per stimare l'impatto dei cambiamenti climatici, vengono utilizzati i cosiddetti 'modelli integrati'. Cio  modelli che dovrebbero integrare la fisica del clima e il funzionamento dell'economia, studiandone le complesse interazioni dinamiche in forma stilizzata. Tali modelli possono essere utilizzati per stimare gli effetti e i costi delle politiche di mitigazione (riduzione delle emissioni climalteranti) e/o di adattamento ai cambiamenti climatici. Molto spesso tali modelli sono costruiti da economisti¹².

¹² Si tratta dei modelli IAM (*Integrated Assessment Models*). Uno dei primi si deve a William Nordhaus (1991), nel 2018 vincitore del premio Nobel per l'Economia, proprio per i suoi studi sugli impatti economici dei cambiamenti climatici. In realt ,

Alcuni di quei modelli hanno finito per raccomandare politiche attendiste, dopo aver valutato costi e benefici delle diverse linee di azione. Ma, naturalmente, il problema sta nel modo in cui quelle valutazioni vengono fatte e, quindi, nella loro credibilità e affidabilità. A ciò si aggiunge una drammatica sottovalutazione dei rischi rispetto a quanto evidenziato dagli scienziati. In particolare, i modelli usati da molti economisti trascurano il fatto che ci sono probabilità non trascurabili di irreversibilità e di eventi catastrofici. Un evento catastrofico è definito come qualcosa capace di portare a un significativo declino del benessere umano rispetto a quanto si verificherebbe in assenza dell'evento stesso. Già oggi, con un riscaldamento di circa 1,3 gradi, ci sono decine di milioni di persone che soffrono. Un aumento di 5 o 6 gradi magari non cancellerebbe l'umanità dal pianeta Terra, ma farebbe soffrire centinaia di milioni, se non miliardi, di persone in un futuro neanche troppo lontano. Sarebbe quindi un evento catastrofico che non può essere escluso dall'orizzonte delle possibilità, anche se con probabilità di verificarsi abbastanza bassa.

Non sappiamo con certezza quali saranno le perdite di benessere associate a un certo aumento delle temperature, ma sappiamo che esse sono già in corso e hanno elevate probabilità di crescere molto più che proporzionalmente rispetto al riscaldamento globale, per il carattere tipicamente cumulativo dei processi biologici. In queste

Nordhaus è stato uno dei grandi 'frenatori' della politica americana sui cambiamenti climatici.

condizioni è normale (e previsto dalla teoria economica standard) che saremmo disposti a pagare un premio non trascurabile per assicurarci nei confronti di esiti molto negativi, ancorché non molto probabili (Pindyck, 2020). Alla fine, è questa l'essenza del comportamento prudentiale derivante dall'avversione al rischio. Gli economisti dovrebbero saperlo bene. È ciò che motiva, per esempio, la disponibilità ad acquistare una polizza assicurativa contro gli incendi innescati da fulmini e saette, eventi molto rari ma che, quando si verificano, causano danni enormi alle abitazioni. Ne segue che una società avversa al rischio (che tema per la qualità del suo futuro) dovrebbe essere disposta a sostenere i costi di una rigorosa politica di abbattimento delle emissioni come assicurazione contro i danni collettivi e individuali arrecati da eventi catastrofici legati al cambiamento climatico. Il valore di questo premio assicurativo può arrivare a ribaltare il rapporto tra costi e benefici e «ciò che è più importante, il fatto stesso che ci sia un valore di assicurazione è una ragione per cui la corretta risposta politica all'incertezza non è sedersi e aspettare a vedere cosa succede» (Pindyck, 2020, 35). Potrebbe essere troppo tardi.

Le generazioni future a sconto

Anche se i modelli integrati tenessero conto dei rischi di catastrofe, delle irreversibilità e anche dell'avversione al rischio, i loro bilanci costi-benefici non verrebbero influenzati molto perché si immagina (a torto, come s'è visto) che i rischi riguardino un futuro più o meno lontano,

che può essere abbondantemente ‘scontato’ dai model-
listi. L’effetto è svalutare i danni e i benefici, per quanto
grandi siano, che si manifestano nel futuro. Tanto di più
quanto più lontano è il futuro considerato e anche tanto
di più quanto più alto è il tasso di sconto utilizzato. Per
esempio, un danno ambientale di un milione di euro tra
trecento anni, una volta scontato con un tasso dell’1%,
avrebbe un valore presente (cioè oggi) di circa 50 mila
euro. Ma se lo scontassimo a un tasso pari al 5%, il valo-
re presente sarebbe di 43 centesimi. Quindi, se uno non
sconta niente e valuta il danno futuro come se fosse oggi,
cercherà di evitare il danno da un milione prendendo
una precauzione, purché questa costi meno di un milio-
ne. Chi invece ritiene di scontare il danno futuro al tasso
dell’1%, prende precauzioni per evitarlo purché queste
non costino oggi più di 50 mila euro. Chi scontasse al 5%
non prenderebbe alcuna precauzione, salvo quella che ha
il costo irrisorio di 43 centesimi.

Gli economisti non si sono fermati troppo a discute-
re di temi etici e hanno semplicemente applicato tassi di
sconto così elevati (5-6%) e periodi così lunghi da mini-
mizzare qualsiasi impatto del riscaldamento globale sul
benessere futuro. La più rilevante eccezione è Nicholas
Stern, che discute a fondo l’idea stessa di applicare un
tasso di sconto al calcolo dei danni ambientali¹³. Quali
sono le ragioni che potrebbero giustificare lo sconto del

¹³ Proprio in occasione del trentesimo anniversario della fonda-
zione di Scienze bancarie, finanziarie e assicurative la Facoltà
ha deciso, non certo a caso, di conferire la laurea honoris causa
a Lord Nicholas Stern.

futuro e in che misura, se mai, bisognerebbe farlo? Nei calcoli aziendali scontare un costo o beneficio futuro è del tutto normale, dato che un'impresa deve pagare interessi sul denaro preso a prestito e, quindi, ogni guadagno futuro dovrà essere decurtato degli interessi nel frattempo pagati. Ma scontare flussi di cassa non è la stessa cosa che scontare il benessere dell'umanità di là da venire (Broome, 1995). Secondo Frank Ramsey, il grande matematico e filosofo inglese contemporaneo e collega di Keynes a Cambridge (morto a soli ventotto anni), scontare il futuro è «una pratica eticamente indifendibile e nasce solamente dalla nostra debolezza di immaginazione» (Ramsey, 1928, 543). Eppure, lo stesso Ramsey ha fornito la formula matematica che contiene gli elementi anche oggi utilizzati.

Il primo elemento che spiega l'idea di 'scontare' è la crescita economica. I nostri discendenti saranno più ricchi di noi, perché il reddito mondiale continua a crescere (anche grazie alle produzioni energivore). Scontare i danni climatici futuri e i benefici di politiche di abbattimento delle emissioni, che costano oggi per dare frutti nel futuro, sarebbe dunque una questione di equità distributiva. Perciò bisogna pesare meno ciò che spetterà a chi avrà comunque molte più risorse e potrà quindi permettersi di sostenere le (eventuali) spese per correggere gli effetti del riscaldamento globale. Tanto più si sconta e tanto più forte è l'equità. Curioso: sono proprio gli economisti, specie quelli liberisti, a dirci che le questioni distributive sono irrilevanti o, comunque, estranee alla teoria economica, che dovrebbe occuparsi solo di efficienza.

Ma se si parla di generazioni diverse, gli stessi economisti liberisti mettono tantissima attenzione agli effetti distributivi. Si intende: con un occhio di riguardo per la generazione presente, cioè la loro. Se invece si chiede ai campioni del liberismo di dare un peso elevato ai poveri del Bangladesh, che hanno elevate probabilità di venire sommersi dall'innalzamento dell'Oceano Indiano, allora no, perché le questioni distributive non devono influenzare le valutazioni costi-benefici. Singolare strabismo!

La crescita del Pil non è tutto. Quello che conta è il benessere. E quest'ultimo non è affatto indipendente dai cambiamenti climatici. Anzi, essi potrebbero portare in un futuro neanche troppo lontano a un progressivo impoverimento del capitale ambientale e, quindi, della capacità di consumare beni ambientali (ghiacciai, barriere coralline, spiagge, foreste, laghi), a fronte di un aumento della produzione di smartphone, computer, aerei a decollo verticale ecc. Ragionevole pensare che i beni ambientali aumentino di valore rispetto agli altri, ovvero che i prezzi relativi cambino. Ma questo significa che il benessere delle generazioni future, che comprende la fruizione di beni ambientali, può benissimo diminuire anche se la crescita del Pil continua. Guardando al benessere invece che al Pil, e tenendo conto delle variazioni di prezzi relativi, una radicale riduzione delle emissioni potrebbe produrre benefici largamente superiori ai costi, anche utilizzando tassi di sconto elevati (Sterner, Persson, 2007). Figurarsi se si usasse un tasso di sconto basso.

Il secondo elemento che entra nell'idea di sconto è il cosiddetto tasso di preferenza temporale. Per esempio,

il benessere di una persona nata nel 2046 (tra 35 anni), se scontata con un tasso del 2%, varrebbe circa la metà del benessere di una persona nata quest'anno. Chi nasce dopo conta molto meno. Le generazioni future non fanno così parte del 'noi': sono sconosciuti, sono 'loro' cui dare poco peso. Che ragioni potrebbero esserci dietro la preferenza temporale? Più ci penso e più mi convinco che le uniche ragioni plausibili, ma non molto convincenti, siano la vicinanza affettiva e la possibilità di estinzione del genere umano.

Chiaro che ognuno di noi sia più legato ai propri figli e nipoti che ai lontani discendenti che non conoscerà mai. Sembra un tratto psicologico semplice e comprensibile, a livello individuale. Ma perché dovrebbe riguardare la società intesa come un tutto? Questa va oltre la mera somma degli individui oggi viventi e comprende le generazioni future, il cui benessere dovrebbe perciò pesare quanto il nostro. La possibilità di estinzione del genere umano rende la probabilità che i nostri discendenti godano effettivamente dei benefici delle politiche fatte oggi inferiore al 100%. E questo giustifica che quei benefici siano scontati. Ma di quanto? Un'estinzione per cause esogene è un'eventualità remota, visto che sono bassissime le probabilità di collisione tra la Terra e qualche gigantesco meteorite o di una improvvisa trasformazione del Sole, che lo renda capace di arrostitire i suoi pianeti. Non è invece impossibile che le nostre decisioni di oggi sul clima e su altre faccende influenzino, almeno in parte, la stessa probabilità di estinzione. Come per la crescita, assumere un qualsiasi valore esogeno, solo per far girare il modello,

non è una scelta corretta tanto sul piano scientifico che su quello etico. Nicholas Stern, nella sua «Review on the Economic of Climate Change» (2006), ha usato un tasso di sconto basso (1,4%), sostenendo con argomenti etici sostanziali che i rischi di un futuro drammatico debbano pesare moltissimo. Non altrettanto hanno fatto i suoi critici, a cominciare dal solito Nordhaus (1994, 2007), che non esitano a usare tassi di sconto molto più alti (4-6%)¹⁴.

Tanto per cambiare, molti economisti hanno pensato che per trovare un qualche valore plausibile a una variabile così cruciale come il tasso di sconto bisognasse guardare soltanto al mercato. E così qualcuno ha detto che il tasso di sconto dovrebbe essere pari al tasso di interesse a lungo termine sul capitale investito da soggetti privati. Si tratta di quel tasso che viene usato per scontare i guadagni derivanti da un investimento e calcolarne il valore attuale da confrontare con i costi. Così facendo, i problemi etici vengono messi sotto il tappeto del mercato finanziario, che si presume rifletta le preferenze individuali. A dire il vero, sembra un paradosso cercare un valore fondamentale per calcolare gli effetti del più colossale fallimento del mercato (il cambiamento climatico) proprio nel mercato finanziario, il cui malfunzionamento

¹⁴ La critica a Nordhaus di Nicholas Stern (2015, cap. 4) è rispettosa ma implacabile. Sul tema Stern è tornato anche in Chichilinsky, Hammond, Stern (2020). Di recente, anche Partha Dasgupta (2021) ha sottolineato la crucialità etica dello sconto nella sua eccellente *Review* sull'economia della biodiversità. Interessante che il premio Nobel 2018 a Nordhaus sia stato salutato come un premio all'economia sostenibile.

e la cui scarsa attenzione etica sono sotto gli occhi di tutti. Inoltre, semmai, le informazioni fornite dai mercati «riguardano scelte individuali con un orizzonte temporale limitato e non cosa *dovrebbe fare* la società su un arco temporale molto maggiore» (Stern, 2009, 109).

In conclusione: anche non fare nulla per ridurre le emissioni climalteranti può costare molto alle generazioni future dell'umanità. Basta che non scontiamo troppo il loro benessere. Dobbiamo evitare di prendere un atteggiamento contrario alla 'sostenibilità', intesa come «sviluppo che soddisfa i bisogni del presente senza compromettere la capacità delle generazioni future di soddisfare i loro bisogni»¹⁵. Come diceva Antoine de Saint Exupéry, «per ciò che riguarda il futuro, non si tratta di prevederlo, ma di renderlo possibile». Certo la sostenibilità non si riduce alla questione ambientale, ma questa ne è parte rilevante; in prospettiva sempre più rilevante.

Riferimenti

J. BROOME, *Discounting the future*, in «Philosophy and Public Affairs», 1995, 20, pp. 128-56.

G. CHICHILNISKY - P.J. HAMMOND - N. STERN, *Fundamental utilitarianism and intergenerational equity with extinction discounting*, in «Social Choice and Welfare», 2020 (54), pp. 397-427.

P. DASGUPTA, *The economics of biodiversity: The Dasgupta Review. Abridged version*, HM Treasury, London 2021.

¹⁵ È la definizione fissata dalla Commissione Brundtland nel rapporto 'Our common future' del 1987. Per la sostenibilità, insieme ambientale e sociale, illuminante è la strada tracciata dalla Lettera enciclica *Laudato si'* (2015).

FRANCESCO, *Laudato si'*, Lettera enciclica, Città del Vaticano, 2015.

W.D. NORDHAUS, *To slow or not to slow: The economics of the greenhouse effect*, in «The Economic Journal», 1991, 101 (407), pp. 920-37.

W.D. NORDHAUS, *Managing the global commons: The economics of climate change*, MIT Press, Cambridge Mass. 1994.

W.D. NORDHAUS, *The stern review on the economics of climate change*, Yale University, 2007.

R.S. PINDYCK, *What we know and don't know about climate change, and implications for policy*, NBER Working Paper n. 27304, 2020, <http://www.nber.org/papers/w27304>.

F.P. RAMSEY, *A mathematical theory of saving*, in «The Economic Journal», 1928, 38 (152), pp. 543-559.

N. STERN, *Un piano per salvare il pianeta*, Feltrinelli, Milano 2009.

N. STERN, *Why are we waiting. The logic, urgency, and promise of tackling climate change*, MIT Press, Cambridge MA 2015.

T. STERNER - U.M. PERSSON, *An even Sterner Review*, in «Review of Environmental Economics», 2008, 2 (1), pp. 61-76.

Utilitarismo e relazione umana nella teoria economica

Etica e utilitarismo

Capita molto frequentemente di leggere che uno dei principali problemi che affliggono l'economia politica contemporanea è la sua presunta mancanza di etica. Molto spesso, dopo questa lamentela, il discorso prosegue celebrando i tempi in cui l'economia politica (sottintendendo

quella classica) era invece una disciplina dal forte contenuto etico. Da qui il fiorire, che si può osservare in diverse università, di corsi di Etica dell'economia. In realtà, l'economia politica contemporanea (quindi la cosiddetta economia politica *neoclassica*) non è affatto una disciplina eticamente neutra. Al contrario, l'economia che viene insegnata ha una fortissima componente etica, di cui forse gli stessi economisti (o almeno, una gran parte di essi) non sono nemmeno consapevoli. E questa etica ha un nome ben preciso: si chiama utilitarismo.

L'utilitarismo è quella dottrina filosofica che individua nella massimizzazione della felicità (l'«utile») e nella minimizzazione dei dolori il movente primario dell'agire umano. Sebbene sia possibile individuare forme di proto-utilitarismo anche molto antiche, l'utilitarismo che conosciamo può essere ricondotto alla speculazione filosofica del giurista inglese Jeremy Bentham (1748-1832)¹⁶. In Bentham la formulazione dell'utilitarismo contiene due componenti che risultano inscindibili, e che lo saranno anche per i successivi utilitaristi: una componente positiva (cioè descrittiva di come la realtà è), ed una componente normativa (cioè prescrittiva di come la realtà *dovrebbe essere*). Queste motivazioni sono ricondotte da Bentham e dai suoi seguaci alla massimizzazione della felicità-utilità

¹⁶ Esistono in realtà forme di proto-utilitarismo antecedenti a Bentham: tra questi Gay (1699-1745), Paley (1743-1805), gli illuministi francesi come Maupertuis (1698-1759) ed Helvetius (1715-1771), e gli illuministi italiani come Beccaria (1738-1794). Anche lo stesso Hume (1711-1776) è talvolta considerato il reale ispiratore di Bentham.

(e simmetricamente alla minimizzazione dei dolori). Per gli utilitaristi il comportamento dell'uomo è tale perché «la Natura ha posto il genere umano sotto il dominio di due supremi padroni: il dolore ed il piacere. Spetta ad essi soltanto indicare quel che dovremo fare, come anche determinare quel che faremo. Da un lato il criterio di ciò che giusto o ingiusto, dall'altro la catena delle cause e degli effetti sono legati al loro trono. Dolore e piacere ci dominano in tutto quello che facciamo» (Bentham, 1780, *Introduction*, capitolo I). In questa nota dichiarazione di Bentham, che riassume icasticamente l'etica utilitaristica, vi si trovano sia componenti positive che componenti normative.

Utilitarismo descrittivo

Tanto la componente descrittiva quanto la componente normativa dell'utilitarismo sono entrate prepotentemente nel discorso economico a seguito della cosiddetta rivoluzione marginalista (neoclassica) iniziata a fine Ottocento da Stanley Jevons (1835-1882), Carl Menger (1840-1921), e soprattutto Leon Marie Walras (1834-1910). Con riferimento alla componente descrittiva, l'economia politica neoclassica ha fatto proprio l'assioma utilitarista secondo cui il fine di ciascun uomo è massimizzare la propria 'utilità'¹⁷. Dall'impostazione utilitaristica data alla descri-

¹⁷ Il concetto stesso di 'utilità' ha subito una profonda evoluzione nel tempo. Si passerà da banali nozioni di utilità intese in senso edonistico e come differenza tra piaceri e dolori (Bentham), a forme più complesse, ordinali e non quantifica-

zione del comportamento umano discende, non sorprendentemente, anche il concetto di 'razionalità' adottata dagli economisti neoclassici, che è quello di razionalità *strumentale*, secondo cui l'uomo sceglierebbe di compiere quelle azioni che meglio consentono di raggiungere i fini che ci si è prefissi (la ragione è dunque *strumento* per raggiungere i *fini*, o, per dirla con Hume, «Reason is, and ought only to be the slave of the passions, and can never pretend to any other office than to serve and obey them», 1739-1740). Procedendo in maniera congiunta, l'utilitarismo e la razionalità strumentale hanno ridotto il problema economico, nella sua dimensione descrittiva, a questo: esiste un soggetto (o un'impresa, o un partito, o un qualsiasi altro agente razionale) il cui scopo è quello di massimizzare una funzione di utilità, variamente definita, nel rispetto di una serie di vincoli, a loro volta qualificabili in vario modo. Così, ad esempio, si postula che un consumatore acquisti quel paniere di beni che gli consente di ottenere la massima felicità-utilità dati i prezzi dei beni che intende acquistare e dato il reddito di cui dispone. Oppure, si assume che un'impresa scelga la quantità o il prezzo allo scopo di massimizzare la propria utilità-profitto, nel rispetto dei vincoli costituiti dai fattori produttivi esistenti e dalla tecnologia. I problemi che l'economista si propone di risolvere possono essere i più vari, ma l'impostazione comune resta immutata, al punto da spingere Stigler (1971) ad affermare che il com-

bili, dove il concetto di utilità tende a fondersi con quello di 'felicità'.

portamento umano *tout-court* può essere ricondotto in definitiva ad un problema di massimizzazione vincolata dell'utilità.

Utilitarismo normativo

Con riferimento alla componente normativa, il debito dell'economia politica neoclassica nei confronti dell'utilitarismo 'prima maniera' è, se possibile, ancora più forte. Infatti, gli economisti hanno sostanzialmente fatto propria la giustapposizione tra il concetto di *utilità* ed il concetto di *bene* che era tipica delle prime forme di utilitarismo. In questo senso, sebbene la riflessione filosofica successiva ai primi utilitaristi si sia a lungo interrogata circa le condizioni per un'eventuale convergenza tra *ciò che è utile* e *ciò che è bene* (giungendo anche a negare che una simile convergenza sia effettivamente possibile)¹⁸, nella riflessione economica questo dibattito è andato perso (salvo sporadiche eccezioni). Quando gli economisti della scuola di Cambridge all'inizio del Novecento (in particolare L. Robbins, 1898-1984), affrontano la questione del 'benessere' (*welfare*), rifiutando la visione cardinale dell'utilità (che invece era ancora propria di A.C. Pigou), enfatizzano che il benessere non è una grandezza oggettiva, bensì il *risultato* di funzioni di utilità che esprimono l'ordinamento di preferenze di ciascun individuo, ordinamenti che per l'economista devo-

¹⁸ Si pensi ad esempio alla riflessione di H. Sidgwick (1838-1900).

no rappresentare il *dato di partenza* su cui sviluppare una scienza eticamente neutra. In questo modo però, la stessa nozione di benessere, basandosi sull'utilità individuale, non è affatto un concetto eticamente neutro, perché presuppone la libera scelta individuale di massimizzazione dell'utilità come *fine* dell'attività economica. Anche per l'economista moderno, dunque, non è possibile identificare un'allocazione *buona* se non alla luce delle *preferenze* individuali, le quali a loro volta esprimono, in senso ordinale, l'*utilità* connessa alle varie scelte. Ecco dunque che, come per Bentham, *utile* e *buono* (o *giusto*) finiscono per confondersi.

Uno degli aspetti più critici di questa adesione ai principi dell'utilitarismo risiede a mio avviso in uno dei cardini stessi dell'utilitarismo, ovvero l'individualismo assiologico. In sostanza, come sottolineato tra gli altri da Sacco e Zamagni (2002), per l'utilitarista (e quindi anche per l'economista neoclassico) non vi sarebbe alcun motivo di preoccuparsi delle motivazioni che soggiacciono alle decisioni individuali. Ciò che in realtà rileva per l'analisi economica, tanto sotto il profilo descrittivo quanto sotto quello normativo, è solamente il risultato dell'azione¹⁹. Il problema però sta nel fatto che, per giustificare un simile approccio, bisognerebbe innanzitutto giustificare su un piano ontologico, e non su un piano pratico, l'individua-

¹⁹ Non dovrebbe sfuggire che l'utilitarismo è a tutti gli effetti un'etica pienamente *conseguenzialista*, cioè che valuta la bontà o meno di un'azione solamente sulla base delle conseguenze prodotte dall'azione medesima.

lismo²⁰. Al contrario, la giustificazione (spesso implicita) che gli economisti danno dell'individualismo assiologico è di solito tautologica, riecheggiando la nota affermazione di Bentham, circa la (ind)dimostrabilità del principio di utilità: «È suscettibile di qualche prova diretta? Sembrerebbe di no, poiché ciò che viene usato per provare qualsiasi altra cosa, non può essere a sua volta provato: una catena di prove deve avere un cominciamento da qualche parte. Fornire tale prova è pertanto impossibile e non necessario» (1780)²¹.

Individualismo e relazioni umane

In tempi piuttosto recenti, alcuni economisti (penso a Robert Sugden, in particolare) hanno provato a porre in discussione l'assioma dell'individualismo prendendo spunto da una considerazione a mio parere interessante e condivisibile. L'individualismo della tradizione utilitaristica, poi trasmessosi nella disciplina economica, si basa su una descrizione del comportamento umano per la quale la razionalità umana è non solo strumentale, ma ha anche solo una finalità *acquisitiva* (Sacco e Zamagni, 2002). In altre parole, l'uomo, per l'economista, sarebbe una sorta

²⁰ Usando un'espressione propria di Aristotele, non è sul piano della filosofia seconda, bensì della filosofia prima, che l'individualismo deve essere giustificato.

²¹ Altri utilitaristi cercheranno invece di rifuggire dalla presunta auto-evidenza del principio utilitarista, fornendo 'prove' logiche della sua esistenza. Si veda a questo proposito J. Stuart Mill (1863).

di monade esistenziale per la quale il mercato (il luogo di interazione con altre monadi) avrebbe il solo scopo di permettere all'individuo di comprare 'cose' per accrescere la propria utilità. Viene invece trascurata la componente *esistenziale* della razionalità, per la quale invece i fini stessi della vita sarebbero scelti dalla ragione (con un concetto di razionalità più kantiano che humiano). Considerare però l'uomo solo come un soggetto che esercita la propria ragione per acquisire di più, vuole dire da un lato, fare la caricatura del comportamento umano (e qui stanno i limiti *descrittivi* dell'utilitarismo in economia), e dall'altro proporre soluzioni di politica economica sbagliate perché si basano su un concetto di felicità umana incompleto (e qui stanno i limiti *normativi* dell'utilitarismo in economia).

Nello specifico, tutta quella sfera del comportamento umano che attiene alla componente relazionale, e quindi esistenziale, può essere difficilmente spiegata quando il paradigma di riferimento è quello utilitarista/individualista. È vero che vi sono stati anche illustri tentativi di incorporare fenomeni come l'altruismo all'interno della logica utilitarista (ad esempio, motivando i comportamenti altruistici come nient'altro che un modo per accrescere l'utilità di chi li compie), tuttavia questo modo di procedere lascia insoddisfatti per una serie di motivi, il più cogente dei quali mi sembra quello secondo cui nei fatti si cerca di inserire la componente relazionale all'interno di uno schema logico-concettuale che parte dal presupposto che l'uomo sia un individuo a-relazionale. Per dirla con Einstein, non si può risolvere un problema con lo stesso modo di pensare che ha creato quel problema.

Più in generale, la parte relazionale dell'uomo sembra sfuggire al riduzionismo metodologico entrato così prepotentemente nel linguaggio economico. In questo senso, sono senza dubbio di interesse quei tentativi interni alla letteratura economica (si veda ad esempio Bruni, 2004) che cercano di raccontare il comportamento umano partendo dal presupposto che la componente acquisitiva della razionalità umana sia al massimo *una* delle componenti con cui l'uomo esercita la propria razionalità, ma nemmeno la più importante. Raccontare l'uomo come 'relazione' richiede un cambio di linguaggio che vada oltre ai cardini dell'individualismo assiologico e della razionalità strumentale che l'economia politica contemporanea ha ereditato dall'utilitarismo²². Sebbene al momento questi tentativi non siano riusciti a creare una vera e propria narrativa alternativa all'economia *mainstream*, essi rappresentano un interessante progetto per la definizione di una visione dell'economia più vicina all'uomo.

Riferimenti

J. BENTHAM (1780), *An introduction to the principles of morals and legislations*, Utet, Milano 1998.

L. BRUNI, *L'economia, la felicità e gli altri*, Città Nuova, Roma 2004.

D. HUME (1739-1740), *A treatise of human nature*, Nidditch, Clarendon, Oxford 1978.

²² Come afferma Pareyson (1995), «l'uomo è un rapporto. Non che sia in rapporto, non che abbia un rapporto, ma è un rapporto, (...), un rapporto con l'altro».

- J.S. MILL (1863), *Utilitarianism*, Parker, Son & Bourn, London.
- L. PAREYSON, *Ontologia della libertà*, Einaudi, Torino 1995.
- P.L. SACCO - S. ZAMAGNI, *Introduzione*, in ID. (a cura di), *Complessità relazionale e comportamento economico*, il Mulino, Bologna 2002.
- G.J. STIGLER (1971), *A theory of regulation*, in ID., *Mercato, informazione, regolamentazione*, a cura di G. Fiorentini, il Mulino, Bologna 1994.

Sostenibilità nella distribuzione dei benefici della crescita economica: l'equità

Allocazioni efficienti e distribuzione

La mano invisibile del mercato agisce o meglio dovrebbe agire al fine di allocare le risorse in modo efficiente. È discutibile che possa riuscirci, ma se anche fosse, l'allocazione delle risorse potrebbe risultare iniqua. Infatti, non esiste alcuna teoria e di conseguenza nessun modello che garantiscano un'allocazione equa delle risorse affidandosi alle forze di mercato. Molti economisti sono pertanto convinti che lo stato debba intervenire per redistribuire le risorse in modo equo. Ovviamente, se lo stato interviene nell'economia, si alterano i comportamenti degli agenti economici, pertanto la risultante allocazione risulterà essere, da un punto di vista teorico, meno efficiente.

Per essere precisi, il secondo teorema dell'economia del benessere giustifica l'intervento pubblico stabilendo la possibilità di raggiungere un risultato di alloca-

zione delle risorse efficiente. Tuttavia, lo strumento che lo stato deve utilizzare per ottenere un'allocazione efficiente delle risorse è una tassa di tipo *lump sum* (cioè in somma fissa). In cosa consiste una tassa *lump sum*? Una tassa di tipo *lump sum* è una forma di imposta/sussidio che senza influenzare i prezzi relativi a cui vengono scambiati tra produttori e consumatori i beni nel mercato permette di redistribuire le risorse. Sebbene questo tipo di strumento di politica economica sia affascinante da un punto di vista teorico, è in realtà irrealistico sul piano pratico. Infatti, una tassa di tipo *lump sum* deve essere commisurata a fattori che siano fuori dal controllo degli individui. Un esempio è una tassa commisurata alle abilità di un individuo, oppure una tassa che dipenda dal colore degli occhi di un individuo, o dal suo quoziente intellettuale. Nella storia, solo Riccardo II e sei secoli dopo il Governo guidato dalla Thatcher hanno provato ad introdurre una tassa a carico di ogni cittadino, senza distinzione di età, sesso e censo in misura eguale per tutti. Una tassa di tipo *lump sum* appunto. In entrambi i casi, la tassa è stata cancellata dopo poco tempo per le proteste della popolazione, mettendo in evidenza come una tassa di questo tipo sia impossibile da realizzare.

Per comprendere la giustificazione teorica e le modalità di intervento dello stato nell'economia al fine di rendere la distribuzione delle risorse sostenibile è utile ricordare le differenti definizioni di equità. Presenteremo qui di seguito la nozione di equità come proposta dagli utilitaristi, da Rawls, Nozick e Varian.

Visioni contrastanti dell'equità

Secondo i sostenitori dell'utilitarismo, il livello di felicità provato da un individuo dipende dall'utilità che esso trae nelle circostanze in cui si trova. L'utilità rappresenta una misura del benessere dell'individuo. Pertanto, lo stato giustifica il proprio intervento nel mercato perché volto a massimizzare la somma delle utilità individuali. Per gli utilitaristi, se l'economia cresce e quindi aumenta il reddito prodotto, non è necessario che tutti gli individui abbiano lo stesso ammontare di reddito. Ciò che conta è la somma totale e quindi il benessere della società aumenta sia che tutti stiano meglio sia che qualcuno (ricco) stia meglio e qualcuno (povero) peggio, purché la somma dei benefici dei ricchi superi la somma dei danni per i poveri.

Per il filosofo libertario Nozick non è importante raggiungere una distribuzione finale equa delle risorse, bensì che il processo di distribuzione sia equo. Si potrebbe parlare di equità 'procedurale'. Per Nozick qualsiasi ripartizione delle risorse è accettabile per i soggetti economici, se il processo che ha portato alla ripartizione delle risorse è risultato equo.

Per illustrare la sua idea Nozick (1974) utilizza il seguente esempio. Immaginiamo ci siano tre persone in un'isola deserta sopravvissute ad un naufragio: un appassionato di pugilato, e due campioni dei pesi massimi, Muhammad Alì e Joe Frazier. Le tre persone posseggono ognuno 100\$. In questo caso, l'appassionato di pugilato potrebbe proporre di dare 90\$ al vincitore di un incontro di boxe tra Alì e Joe Frazier. Dopo l'incontro, la distri-

buzione dei redditi sarebbe pari a 190\$ per il vincitore dell'incontro, 100\$ per il perdente e 10\$ per l'appassionato di pugilato. Ovviamente, questa distribuzione del reddito potrebbe apparire iniqua perché ineguale. In realtà per un sostenitore della posizione di Nozick l'allocazione è giusta perché derivante da un processo di libero scambio. Ovviamente, l'impostazione di Nozick risulta difficilmente adattabile a situazioni in cui gli individui partono da dotazioni iniziali di risorse differenti, ad esempio perché hanno ereditato più di altri. Inoltre, si pone un problema di riallineamento delle dotazioni iniziali degli individui ogni volta che un individuo eredita ricchezza. In pratica, qualsiasi processo di trasferimento di risorse basato sul principio dell'eredità altera in modo irrimediabile la possibilità di avere condizioni di partenza identiche per tutti gli individui. In questo caso, anche un processo equo di ripartizione delle risorse produce un'allocazione delle risorse alterata e, nei fatti, iniqua.

Quella di Nozick, in effetti, rappresenta una versione ulteriormente edulcorata dell'equità basata sull'uguaglianza dei punti di partenza o 'delle opportunità', tipica della tradizione liberal-conservatrice. A quell'idea si appellava Milton Friedman. Per il quale, la vita è come una gara di corsa: tutti devono poter partire sulla stessa linea e correre con le stesse regole. A vincere sarà chi ha più talento e/o si è meglio allenato e quindi sarà capace di correre più veloce. Non importa se al primo arrivato spettano ricompense enormemente più alte che al secondo, al terzo e al penultimo. Ovvero, non è importante la disuguaglianza dei risultati. L'importante è che nessuno

sia partito con vantaggi o handicap arbitrari, legati al colore della pelle, al genere, alla religione, al privilegio di casta, alla nazionalità.

Secondo Tony Atkinson, però, ci sono buoni motivi per cui l'uguaglianza delle opportunità non basta a definire un'equa distribuzione del reddito e tanto meno è sufficiente che essa sia il frutto di una 'procedura' equa. Uno dei motivi è che qualcuno, nella corsa, può inciampare e finire in povertà. Impegnarsi a fondo non basta: ci vuole anche fortuna. Non dovremmo preoccuparci e aiutare chi ha avuto sfortuna? Ma il motivo più rilevante «per non trascurare la disuguaglianza di esiti è che essa influenza direttamente l'uguaglianza di opportunità per la prossima generazione. Gli esiti *ex post* di oggi danno forma al campo di gioco *ex ante* di domani: chi beneficia della disuguaglianza di esiti oggi può trasmettere un vantaggio iniquo ai propri figli domani» (Atkinson, 2015, p. 15). Insomma, la disuguaglianza di esiti, anche quando raggiunta in virtù di talento, di sforzo, di merito personale, tende a perpetuarsi, a essere ereditata e, quindi, a vanificare la futura uguaglianza dei punti di partenza.

Secondo Rawls, gli individui sono avversi al rischio. Ipotizzando che nessun individuo conosca in anticipo la propria posizione relativa nella successiva ripartizione delle risorse generate dal sistema economico, Rawls sostiene l'importanza di massimizzare il reddito dell'individuo che si troverà nella posizione peggiore, cioè con minor reddito. La giustificazione fornita da Rawls è la seguente. Si supponga che i membri di una società si trovino sotto un velo di ignoranza, cioè

nessuno di loro sappia quali siano le proprie capacità produttive e quindi quale sarà l'ammontare della propria remunerazione. Se venisse chiesto ai membri di questa società quale schema di redistribuzione del reddito desiderano, essi opterebbero per uno schema in cui le persone più produttive trasferiscono reddito a quelle meno produttive. Secondo Rawls gli individui sarebbero favorevoli ad un meccanismo di massimizzazione del reddito dell'individuo più povero perché nessuno potrebbe escludere a priori di trovarsi in tale situazione. Secondo questa impostazione, le disuguaglianze nella ripartizione dei redditi sono ammissibili soltanto nel breve periodo. Per i sostenitori di Rawls, lo Stato deve intervenire nell'economia cercando di ripartire le risorse in modo da aumentare il benessere degli individui che si trovano nella condizione peggiore.

In effetti, Rawls, padre nobile del liberalismo progressista americano, contestava che bastasse garantire l'uguaglianza dei punti di partenza, lasciando poi che il talento vincessesse nella gara della vita (e quindi del reddito e della ricchezza). Perché il talento è distribuito in maniera puramente arbitraria, dal punto di vista morale: «nessuno si merita le sue maggiori capacità o un più favorevole punto di partenza nella società. Ma da ciò non segue che bisognerebbe eliminare queste distinzioni» (Rawls, 1982, p. 102). Invece che mettere un qualche handicap ai talentuosi (che ridurrebbe gli incentivi in modo pericoloso), Rawls riteneva che fosse bene incoraggiare chi ha i talenti a coltivarli ed esercitarli, ma mettendo in chiaro che i guadagni, ottenuti nel mercato grazie a quei talen-

ti, debbono essere condivisi con il resto della comunità. Insomma: per garantire l'equità, una redistribuzione va messa nel conto e, anzi, essa deve essere parte costitutiva del patto sociale, perché i talenti individuali sono, in realtà, un patrimonio comune a tutta la società e con gli altri bisogna dividerne i frutti.

Il concetto di equità di Varian poggia sul concetto di invidia. Per questo motivo, il concetto di equità di Varian va sotto il nome di giustizia senza invidia. Quando si ha invidia? Supponiamo che l'individuo 1 preferisca il paniere di beni posseduto dall'individuo 2 rispetto al proprio, si dice in questo caso che l'individuo 1 invidia l'individuo 2. Si definisce quindi una distribuzione delle risorse senza invidia, un'allocazione in cui nessun individuo invidia il paniere di beni posseduto da altri. Varian ha dimostrato come sia possibile avere sempre almeno una allocazione senza invidia.

Questa teoria, che ha il pregio di individuare un criterio semplice per definire un'allocazione equa, si presta ad alcune critiche. In altre parole, non è scontato che un'allocazione senza invidia possa essere desiderabile pure sotto altri punti di vista, ad esempio potrebbe essere un'allocazione palesemente inefficiente. Un individuo potrebbe essere estremamente felice del suo paniere di beni, mentre un altro, magari suo amico, totalmente insoddisfatto. L'individuo felice non invidierà l'individuo insoddisfatto. Tuttavia, è possibile che anche l'amico insoddisfatto non sia invidioso, magari perché il paniere posseduto dall'amico felice è composto da beni che lui detesta.

Come si è visto, le definizioni di equità hanno un impatto sul giustificare un differente intervento dello Stato nel sistema economico. A questo proposito, risulta interessante confrontare le implicazioni per l'intervento dello Stato nell'economia se si sostiene la posizione di equità secondo Rawls o quella di Nozick. Se si persegue equità nel senso di Rawls, l'intervento dello Stato, oltre che essere giustificato, ha come obiettivo l'ottenimento di una specifica distribuzione finale delle risorse. Per contro, dato che l'enfasi della definizione di equità di Nozick è sul processo allocativo, lo Stato è autorizzato ad intervenire nel mercato ma deve preoccuparsi solo di attuare interventi che consentano di garantire equità al processo, senza entrare nel merito dell'allocazione finale raggiunta.

Riferimenti

B. ATKINSON, *Disuguaglianza. Che cosa si può fare?*, Cortina, Milano 2015.

R. NOZICK, *Anarchia, stato e utopia. I fondamenti filosofici dello 'Stato minimo'* (1974), Il Saggiatore, Milano 2000.

J. RAWLS, *Una teoria della giustizia* (1971), Feltrinelli, Milano 1982.

H. VARIAN, *Equity, envy, and efficiency*, in «Journal of Economic Theory», 1974, 9, pp. 63-91.

GLI AUTORI

Mario Anolli

Angelo Baglioni

Alberto Banfi

Elena Beccalli

Carlo Bellavite Pellegrini

Andrea Boitani

Stefano Colombo

Paolo Gualtieri

Andrea Lionzo

Andrea Monticini

Andrea Perrone

Nino Savelli

Alessandro Sbuelz

Antonella Sciarrone Alibrandi

Finito di stampare
nel mese di novembre 2021
da Litografia Solari
Peschiera Borromeo (Mi)

