

Associazione
per lo Sviluppo
degli Studi di
Banca e Borsa



Università Cattolica
del Sacro Cuore

GIANNI VAGGI

**“DALLA MONETA IN ADAM SMITH AI DERIVATI,
OVVERO LA FINANZA E LA PRODUZIONE DI RICCHEZZA”**

Introduzione di

GIUSEPPE VIGORELLI

Ciclo di conferenze e seminari

“L’Uomo e il denaro”

Milano 21 aprile 2008

QUADERNO N. 28

Associazione
per lo Sviluppo
degli Studi di
Banca e Borsa



Università Cattolica
del Sacro Cuore

GIANNI VAGGI

**“DALLA MONETA IN ADAM SMITH AI DERIVATI,
OVVERO LA FINANZA E LA PRODUZIONE DI RICCHEZZA”**

Introduzione di

GIUSEPPE VIGORELLI

Ciclo di conferenze e seminari

“L’Uomo e il denaro”

Milano 21 aprile 2008

Sede: Presso Università Cattolica del Sacro Cuore - Milano, Largo A. Gemelli, n. 1
Segreteria: Presso Banca Popolare Commercio e Industria - Milano, Via Moscova, 33 - Tel. 62.755.1
Cassiere: Presso Banca Popolare di Milano - Milano, Piazza Meda n. 2/4 - c/c n. 40625

Per ogni informazione circa le pubblicazioni ci si può rivolgere alla Segreteria
dell’Associazione - tel. 02/62.755.252 - E-mail: assbb@bpci.it
sito web: assbb.it

Giuseppe VIGORELLI,

Presidente Associazione per lo Sviluppo degli Studi di Banca e Borsa

Introduzione

*Prima che la prof.ssa Daniela Parisi introduca il prof. Gianni Vaggi che parlerà sul tema “**Dalla moneta in Adam Smith ai derivati**” come di consueto riprendo la sequenza delle encicliche Pontificie relative alla dottrina sociale della Chiesa, dalle quali emergono i principi informatori dell’**uso virtuoso** del denaro.*

*Dopo **Leone XIII** con la *Rerum Novarum*, interviene **Pio XI** con la *Quadragesimo anno*.*

*Siamo negli **anni Trenta** e nessuno parla ancora di “**dottrina sociale**”. Ma, se nessuno prima di **Pio XII** usa l’espressione della sua materialità verbale, ciò non significa che a partire dalla **Rerum Novarum** non venga formulandosi un **corpus**, un insieme più o meno organico di proposizioni e di direttive, il cui contenuto costituisce una vera e propria “**dottrina**” con categorie sociali e religiose ben determinate. Non solo, ma si sviluppano, si moltiplicano organismi e istituzioni che cercano in questa “dottrina” la loro ispirazione, la loro genesi, la loro regola. Nascono così le settimane sociali e le Associazioni di lavoratori cristiani, destinate ad informare la vita e la prassi sociale.*

*In questo periodo la **Rerum Novarum** continua ad essere un punto di riferimento per l’opera della **Chiesa**, dello **Stato** e delle **parti sociali**, anche se contraddizioni e conflitti non solo sociali, ma anche politici e militari, anziché diminuire, aumentano. Così, di fronte a nuovi problemi del lavoro e della ricchezza, diventa sempre più difficile per la **Chiesa**, lo **Stato** e le **classi**, trovare spazi di mediazione, analisi e superamento delle divisioni e delle contrapposizioni.*

Dentro il mondo cattolico si vengono configurando due tendenze: quella dei cattolici più aperti e più sensibili alle istanze della giustizia sociale, come gli animatori dell'Opera dei Congressi, e quella dei cattolici più conservatori e meno sensibili alle istanze del cambiamento che affondava le sue radici in un'antropologia e in una sociologia ad indirizzo prevalentemente rurale, agricola: sensibili ai valori della terra più che ai nuovi processi di industrializzazione e di socializzazione, molti cattolici non potevano non schierarsi contro ogni forma di cambiamento.

Anche sotto l'incalzare della grave crisi del '29 si fa strada l'esigenza di quella che verrà poi presentata come la "terza via" tra capitalismo e comunismo.

*La **Quadragesimo anno** viene pubblicata nel 1931, quarant'anni dopo la **Rerum Novarum**, da **Pio XI**. È un'enciclica con cui si realizza una sistemazione più precisa della **dottrina sociale della Chiesa**. Esiste, cioè, una diagnosi sempre più accurata e accanto all'aspetto dottrinale viene rivalutata, in modo competente, la dimensione storico-politica.*

"Ognuno vede quanto la distribuzione dei beni creati sia ora causa di disagio, per il grande squilibrio fra i pochi straricchi e gli innumerevoli indigenti". (n.60)

*L'impegno di intervenire nella questione sociale, politica ed economica viene inteso come **diritto e dovere dei cattolici**. Ai cattolici, in questa fase del magistero, compete un preciso compito nell'esprimere un giudizio sulle realtà umane, sociali, i cui principi sono esclusivo impegno di elaborazione dello stesso magistero.*

***Quarant'anni dopo la Rerum Novarum**, la socializzazione e lo sviluppo del pensiero sociale della **Chiesa** si sono evoluti storicamente e **Pio XI**, promotore della "**giustizia sociale**" e del "**bene comune**" tutelerà, ad esempio il diritto*

*alla proprietà privata, ma ne denuncerà anche le ambiguità per cui, nel suo magistero, insisterà specialmente sulla **destinazione collettiva dei beni comuni**. Prenderà le distanze dal capitalismo, che tuttavia non è da condannare in sé stesso (n.57).*

*Anzi, il **Pontefice** precisa: “Nelle aziende moderne, quanto l’opera altrui quanto l’altrui capitale debbono associarsi in un comune consorzio, perché l’uno senza l’altro non valgono a produrre nulla”, dal che deriva che è oggettivamente sbagliato “ascrivere al solo capitale o al solo lavoro ciò che si ottiene con l’opera unita dell’uno e dell’altro”. (n.54)*

Non c’è nulla da obiettare contro il cosiddetto profitto pionieristico, che sta in fondo al servizio dei consumatori, quando tale profitto venga impiegato in maniera economicamente ragionevole. “L’impiegare più copiosi proventi in opere che diano più ampia opportunità di lavoro è un’opera cospicua della virtù della magnificenza e in tutto corrispondente alle necessità dei tempi”. (n.51)

Quello che è esplicitamente condannato è l’eccesso: “Il capitale illegittimo quando per la sua estensione e potenza arriva a costituire una specie di Stato nello Stato”.

E allora “È necessario con tutte le forze procurare che in avvenire i capitali guadagnati non si accumulino se non con equa proporzione presso i ricchi, e si distribuiscano con una certa ampiezza tra i prestatori d’opera”. (n.63)

*Soprattutto, si effettuerà il passaggio dalla “**questione operaia**” all’ordine sociale ed economico, la cui regola è la **giustizia sociale**, compresenza nell’economia del carattere sociale non meno che morale. (n.88)*

*Il bene comune oggetto della giustizia sociale, richiama e coniuga **carità e giustizia** in una dimensione autenticamente*

comunitaria. Quando si parla di **giustizia**, l'enciclica fa riferimento costante ai **diritti umani**.

La terza parte dell'enciclica si concentra sull'analisi delle trasformazioni sia economiche che politiche. **Pio XI** si sofferma sull'evoluzione del socialismo che nei suoi principi dottrinali è inconciliabile con la dottrina della **Chiesa**, anche se certe sue rivendicazioni "**si accostano**" a quelle che propongono a ragione i riformatori cristiani della società. (n.113)

La Quadragesimo anno, quindi, dedicata alla restaurazione dell'ordine sociale secondo il Vangelo, non solo celebra solennemente la Magna charta del pensiero sociale cristiano: la *Rerum Novarum*, **ma offre anche** un'ulteriore sintesi della visione cristiana della società, tenendo conto della mutata situazione mondiale.

Dominata dai nuovi intrecci del potere politico con il potere economico e dall'avvento del regime comunista in **Unione Sovietica**: un "mondo in gran parte ricaduto nel paganesimo", in cui si scontano gli eccessi sfrenati dell'**individualismo capitalista** e del **collettivismo marxista**.

Se un certo benessere economico faceva pensare ad un mondo che, passata la tempesta della guerra, poteva incamminarsi verso il progresso e la modernizzazione, il **Papa** vedeva chiaramente i rischi del **totalitarismo** insiti nella separazione fra la sfera economica e quella morale e nel dilagante divorzio fra Cristianesimo e vita.

"L'economia e la moralità, ciascuna nel suo ambito si appoggiano su principi propri. La **Chiesa non giudica** le leggi che si dicono economiche, tratte dalla natura stessa delle cose e indicanti **quali** limiti nel campo economico il potere dell'uomo non possa e **quali** possa raggiungere, **ma sarebbe errato** affermare che l'ordine economico e l'ordine

morale siano così disparati ed estranei l'uno all'altro che il primo in nessun modo dipenda dal secondo". (n.42)

*Il senso della **Quadragesimo anno** non è di offrire soluzioni tecniche, ma un giudizio su quel **razionalismo moderno** che, separando l'economia dalla morale, ha provato gli eccessi sfrenati dell'individualismo tipico di un **capitalismo senza regole**, al di là della libera concorrenza e del collettivismo, che esclude il naturale diritto alla proprietà privata dei beni essenziali, diritto elargito agli uomini dalla natura, cioè dal Creatore stesso. (n.45)*

*Si distingue quindi **il diritto** di proprietà **dall'utilizzo** che se ne fa, invitando l'autorità dello **Stato** a regolarne l'uso, **ponendo dei limiti alla pura regola del mercato**. Se la **giustizia** deve essere il fondamento dei rapporti sociali, la questione del salario va affrontata coraggiosamente: **Pio XI** giunge ad ipotizzare persino forme di compartecipazione degli operai agli utili dell'impresa (n.65), anche per responsabilizzarli ad una migliore gestione dell'attività economica; e auspica che "lavoratori e impiegati possano riservare una parte del loro lavoro per costruirsi una modesta fortuna" (n.75), inoltre il **salario** deve rispondere non solo alle esigenze del singolo lavoratore, ma anche della sua famiglia: c'è già l'idea del "**salario familiare**" commisurato all'entità del nucleo familiare.*

*"Occorre fare tutto perché **i padri** di famiglia percepiscano una mercede tale che basti per provvedere convenientemente alle comuni necessità domestiche; ad assicurare ad ogni adulto siffatti salari; a far sì che le **madri** di famiglia, per la scarsità del salario del padre non siano costrette a esercitare un'attività lucrativa fuori dalle pareti domestiche, trascurando così le incombenze e i doveri loro propri, e particolarmente la cura e l'educazione dei loro **bambini**: è un pessimo disordine, che si deve con ogni sforzo eliminare". (n.72)*

Infine questi criteri di giustizia devono considerare anche eventuali difficoltà dell'azienda, onde evitare che salari eccessivamente alti riducano le possibilità occupazionali, creando conflitti tra gli stessi lavoratori.

*Viene precisato anche il principio di sussidiarietà: “**Non è lecito** togliere agli individui ciò che essi possano compiere con le forze e l'industria propria per affidarla alla comunità, così è ingiusto rimettere ad una maggiore e più alta società quello che dalle minori ed inferiori comunità si può fare”.*

“L'attività suprema dello Stato rimetta ad associazioni minori il disbrigo degli affari e delle cure di minor momento, dalle quali essa del resto sarebbe più che mai distratta; e da allora essa potrà seguire con più libertà, con più forza ed efficacia le parti che a lei sola aspettano, perché essa sola può compierle, di direzione, cioè di vigilanza, di incitamento, di riflessione a seconda dei casi e delle necessità.

Si persuadano dunque fermamente gli uomini di governo che quanto più perfettamente sarà mantenuto l'ordine gerarchico tra le diverse associazioni, conforme al principio della funzione suppletiva dell'attività sociale, tanto più forte riuscirà l'autorità e la potenza sociale e perciò anche più felice e più prospera la condizione dello Stato stesso”. (n.81)

Così pure “lo Stato non ha diritto di sfruttare la proprietà privata con un eccesso di oneri e di imposte, tanto da renderla quasi stremata”. (n.49)

*Così, limitando il potere dello Stato, si apre lo spazio per libere aggregazioni di tipo professionale o sindacale, sul modello delle antiche corporazioni, in uno spirito di armonia tra le membra del corpo sociale, **non secondo il corporativismo fascista.***

***Pio XI** non vuole per nulla legarsi a nostalgie passatiste;*

la sua disamina critica contiene elementi di giudizio attualissimi su pericoli della concentrazione di un enorme potere nelle mani di pochi.

*Ricordiamo infine del **Pontefice** della **Quadragesimo anno** l'angosciosa affermazione “**la materia esce nobilitata dall’officina, l’uomo ne esce avvilito**”.*

*Con questa considerazione **Pio XI** sottolinea quanto **l’istanza del socialismo**, esclusi l’inimicizia e l’odio, **sia valida se fondata sulla giustizia**; la stessa collettivizzazione di certe categorie di beni può essere legittima “quando portano seco una tale preponderanza economica che si possono lasciare in mano ai privati cittadini senza pericolo del bene comune, che è un bene che non deriva dalla somma dei beni individuali, ma risiede in un bene superiore, indiviso e trascendente, che non è riducibile ai beni privati dei singoli individui e che tuttavia li valorizza, tenendo sempre presente che i beni del Creatore sono destinati a tutti”.*

“I beni materiali debbono essere tanti quanti sono necessari sia a soddisfare ai bisogni e alle oneste comodità, sia a promuovere gli uomini a quella più felice condizione di vita che, quando la cosa si faccia prudentemente, non solo non è di ostacolo alla virtù, ma grandemente la favorisce” (n. 75); ma l’economia non rappresenta più l’unico fine, né il fine supremo, ma deve piuttosto inserirsi “convenientemente nell’ordine universale dei fini”. (n.43)

*Gli echi sulla stampa sono stati modesti e a volte specchi distorti dall’enciclica: il fascismo la usa per farsi il look; vi si identificano “l’ordine sociale corporativo” proposto da **Pio XI** con il corporativismo fascista.*

*Solo la “Civiltà Cattolica” conclude: “Mentre la **Rerum Novarum** vuole che siano liberati gli operai dalle loro miserie, la **Quadragesimo anno** va più oltre ed espone le buone*

condizioni a cui devono essere elevati.

*Pertanto la **Quadragesimo anno** fu giustamente definita l'enciclica della giustizia sociale.*

Daniela PARISI

Presentazione

Il professor Gianni Vaggi si è formato all'Università di Pavia, dove si è laureato in Economia come membro del Collegio Ghislieri e dove insegna ad oggi teoria dello sviluppo economico. La sua formazione è continuata, dopo la laurea, presso la Cambridge University, dove ha conseguito il PhD.

Prima di ritornare ad insegnare nella sua città, ha avuto esperienze didattiche a Padova, Genova, Varese e anche Cambridge e alla Vanderbilt University.

Sul piano della ricerca si è dedicato a studi approfonditi di storia del pensiero economico - sulla Fisiocrazia e sul pensiero di Adam Smith - e di teoria dello sviluppo, con attenzione particolare per i temi del finanziamento allo sviluppo, del debito dei paesi poveri e dell'integrazione nord-sud del mondo.

Per una delle sue principali pubblicazioni, *The Economics of François Quesnay*, ha ottenuto nel 1988 il Premio Saint Vincent.

Tra le sue più recenti pubblicazioni va certamente segnalato il manuale *Concise History of Economic Thought*, scritto con Peter Groenewegen (Palgrave-MacMillan 2006) e *Economic Development and Social change: Historical Roots and Modern Perspectives* (Routledge 2006).

Economista e storico del pensiero economico, dunque, il professor Vaggi, ma anche sempre impegnato a rintracciare in questi studi i motivi e le radici dell'impegno nella realtà concreta dell'oggi.

A questo proposito, due sono le direzioni principali in cui il suo impegno si è reso visibile negli anni.

Innanzitutto Vaggi è direttore di *Cooperation and Development School* of Pavia che offre due Master Program in “Cooperation and Development” e “Cooperation and International Economic Integration”, che si contraddistinguono per la loro multidisciplinarietà e interculturalità. Funzionano infatti in collaborazione con numerose università italiane e straniere, con numerose istituzioni nazionali, europee e internazionali e con diverse NGO.

Nell’ambito di questi programmi Master, Vaggi è docente a Pavia, alla Bethlehem University e all’Università di Cartagena (Colombia).

In secondo luogo, la sua attenzione profonda per le realtà dei paesi poveri ha fatto sì che venisse scelto come membro della *Fondazione Giustizia e Solidarietà*, nata come soggetto permanente a seguito della campagna per la riduzione del debito dei paesi più poveri lanciato durante il Giubileo dalla Conferenza Episcopale Italiana. A questa Fondazione compete portare a compimento le operazioni di conversione del debito e ampliare l’azione educativa e culturale in tema di giustizia e solidarietà.

Prof. Gianni VAGGI,

Ordinario di Teoria dello Sviluppo Economico e Direttore dell'European School of Advanced Studies in Cooperation and Development all'Università di Pavia

Preambolo

Affronterò tre questioni fra di loro correlate; dunque tre domande. Quale è la fonte della ricchezza per Smith e che rapporto esiste tra la moneta e la finanza da un lato e la ricchezza dall'altro? Che ruolo ha oggi la finanza internazionale? Da ultimo: quali sono gli effetti della liberalizzazione finanziaria sui paesi a basso e medio reddito?

I. Smith e la divisione del lavoro

1. Nel suo famosissimo testo *Un'Indagine sulla Natura e le Cause della Ricchezza delle Nazioni* del 1776 Smith spiega che la causa della ricchezza nazionale è data dall'aumento della produttività del lavoro, come del resto si legge nel titolo del Primo dei cinque Libri in cui l'opera è divisa. A sua volta l'aumento della produttività del lavoro dipende dalla divisione tecnologica del lavoro, si veda il titolo del capitolo I, dove si trova il famoso esempio della produzione di spilli. Utilizzando la divisione tecnologica delle operazioni produttive ci si specializza e così facendo aumenta la produzione di spilli per addetto e per ogni merce si produce una quantità maggiore di quella necessaria per l'autoconsumo.

Ma c'è anche la divisione sociale del lavoro, cioè la specializzazione degli individui nella produzione e offerta di differenti prodotti, la troviamo dal paragrafo 10 in poi del capitolo I e poi nel capitolo II. Ecco quindi lo scambio, lo scambio dell'eccedenza, del surplus, della produzione propria con altre merci che noi non produciamo ma che qualcun altro produce in eccedenza rispetto al suo bisogno e consumo.

2. Per comprendere meglio a che tipo di società Smith si riferisce andiamo all'inizio del capitolo IV, *Sull'Origine ed Uso della Moneta*. Vi troviamo la società commerciale, caratterizzata dalla divisione sociale del lavoro ed in cui la moneta facilita gli scambi; un po' come un buon sistema di comunicazioni, di infrastrutture diremmo oggi, come si vede anche nel capitolo III.

In realtà il capitolo IV non è di per sé molto interessante; il materiale non è nuovo come Smith stesso riconosce; molte delle cose che Smith scrive si trovano in Mandeville, *La favola delle api*, in Montesquieu, *Lo Spirito delle leggi*, in Harris, *An Essay upon Money and Coins* del 1757. Smith fa una breve storia della ricerca di un mezzo di scambio accettato universalmente; il bestiame, lo zucchero, il sale e infine i metalli preziosi, insomma l'evoluzione dello scambio, dal baratto alla moneta metallica. Sulla moneta e anche sulla finanza Smith ritorna più oltre, nel capitolo II del libro II (WN II.ii.78 e a lungo nelle *Lectures on Jurisprudence*, LJB, pp, 517-21), dove discute senza alcuna ammirazione le idee di John Law, esposte nel suo *Money and Trade Considered* del 1705. Soprattutto Smith critica lo schema proposto ed attuato in Francia tra il 1719 e il 1720 da Law per risolvere il problema del debito pubblico. Law emise nuovi titoli di stato a tassi di interesse più bassi dei precedenti poiché erano garantiti dal valore delle azioni della Mississippi Company, una compagnia che godeva del Monopolio del commercio con il Canada, una sorta di operazione tipo le moderne CDOs, *Collateralized Debt Obligations*. La Mississippi Company non aveva però risultati particolarmente brillanti e per aiutare il valore delle azioni a salire fu emessa una gran quantità di moneta, all'epoca erano lire tornesi, insomma una politica monetaria più che accomodante. Grazie alla spinta del credito facile ci fu un grande rialzo della borsa. Tuttavia i dividendi per pagare gli interessi non arrivarono nella misura sperata e qualcuno cominciò a vendere le azioni e i titoli da esse garantiti. Lo schema crollò, John Law dovette lasciare la Francia in tutta fretta, ma un altro eco-

nomista ampiamente utilizzato da Smith, Richard Cantillon, fece fortuna sulle ceneri della Mississippi Company.

Il capitolo II del libro II è dedicato per l'appunto alla moneta considerata come una suddivisione particolare del capitale generale della società. Anche in questo caso si tratta di un capitolo lunghissimo e non particolarmente originale, c'è però un elogio del sistema bancario, perché:

the judicious operations of banking enable him (the dealer) to convert this dead stock into active and productive stock.

In sostanza il sistema bancario aiuta a trasformare capitale morto, inattivo, in beni materiali, strumenti di produzione e in mezzi di sussistenza (WN, II.ii.86). Da notare che l'espressione *judicious operations of banking* ritorna molte volte in questi paragrafi. Questo passaggio fa parte di una serie di paragrafi dedicati alla Banca d'Inghilterra, stabilita con un Atto del Parlamento il 27 Luglio 1694, e che secondo Smith si comporta come una Banca Centrale (WN, II.ii.79 e seguenti).

3. Se le cose che Smith ci racconta sul ruolo della moneta non sono terribilmente innovative lo è però il contesto in cui il ragionamento sull'origine della moneta è inserito. Smith è pienamente consapevole che la moneta è parte del più ampio schema che fondandosi sulla divisione del lavoro, sia tecnologica che sociale, e quindi sugli scambi, serve a produrre ricchezza. Torneremo al capitolo II del libro I, ma per meglio comprendere l'originalità del ragionamento di Smith andiamo prima ad un passo delle *Lectures on Jurisprudence* nel testo del 1762-63, (LJA, p. 352):

The offering of a schilling, which to us appears to have so plain and simple a meaning, is in reality offering an argument to persuade one to do so and so as it is for his interest.

Ovviamente troviamo l'elemento dell'interesse individuale, ma il termine su cui voglio soffermarmi è la persuasione. In ciò che segue mi permetto di interpretare Smith e usando Smith di cercare di mostrare quali sono i fondamenti della moneta e forse anche della finanza, il che può forse essere di qualche utilità anche nel comprendere i problemi di oggi. Lo scellino, o meglio la moneta, è uno strumento essenziale che facilita ed accelera gli scambi proprio perché è riconosciuto da tutti come qualche cosa che include in sé, e quindi sintetizza, argomentazioni e ragionamenti che altrimenti porterebbero a lunghissime contrattazioni.

È ben vero che nella storia dell'umanità le contrattazioni sono state e ancora spesso sono elementi essenziali del processo di socializzazione. Le contrattazioni consentono agli individui di parlarsi, parlandosi di riconoscersi, riconoscendosi di fidarsi. Quando si arriva alla fiducia, *trust*, ecco che non solo diventano possibili gli scambi, ma sono anche fortemente favoriti; e poi ci sono tutti gli altri vantaggi non strettamente economici che derivano dall'essere in una società basata sulla fiducia. Forse avranno qualche cosa da ridire gli avvocati civili ed anche gli assicuratori, ma è difficile ritenere che la fiducia non sia di grande utilità e convenienza per un prospero ed ordinato vivere civile.

4. In che modo la fiducia si lega alla persuasione, e in questo caso alla persuasione che uno scambio, sia esso vendita o acquisto, è nel proprio interesse? La questione ha a che fare con la libertà. In una società basata sul comando, cioè su di un ordinamento gerarchico predefinito, ci può certamente essere fiducia, ma la società funziona anche senza fiducia seppur con qualche problema; i soldati semplici devono comunque ubbidire agli ufficiali, certo sarebbe meglio che si fidassero pienamente, ma l'azione bellica si può sviluppare ugualmente, insomma la guerra si fa lo stesso. Di fatto anche nelle società di comando è importante che si possano comunque riprodurre comportamenti e routine procedurali standardizzati

anche se imposti; il consenso alle procedure deriva dalla tradizione ma non da una libera ed esplicita scelta. Oltre agli eserciti tante sono ancora le strutture sociali di comando.

Nelle società che riconoscono fra i loro fondamenti il principio di libertà universale la fiducia nell'adesione a strutture sociali e procedure può solo derivare dal convincimento individuale e quindi dal giudizio per cui ciò che facciamo è per noi positivo.

Una breve digressione. Il problema che stiamo descrivendo riguarda la questione politica più ampia del come stanno insieme le società di uomini e donne liberi ed uguali, in cui il principio di autorità e di subordinazione gerarchica non viene più riconosciuto come legittimo fondamento della società. Questo problema si pone in Machiavelli, passa attraverso Hobbes e arriva all'Illuminismo; senza dimenticare la lunga guerra civile Inglese dal 1643 al 1689, l'epoca di Cromwell, che si chiude con l'*Habeas corpus* del 1679 ed il *Bill of Rights* del 1689.

Smith ha ben chiaro che il suo lavoro di studioso ed economista, anche se lui si riteneva un *philosopher*, si inquadra in questo contesto di definizione delle strutture e delle regole di quello che noi oggi definiamo uno stato moderno. Ad esempio parlando della Banca d'Inghilterra dice:

It acts, not only as an ordinary bank, but as a great engine of the state"(WN, II.ii.85).

Abbiamo già visto che la Bank of England è stata fondata pochi anni dopo la formazione di un regime parlamentare, al termine della cosiddetta *Glorious Revolution*, che fu in effetti la prima rivoluzione borghese della storia.

5. Torniamo alla persuasione; in una società di uomini tutti ugualmente liberi -almeno nel senso dei diritti che deriva-

no dai principi- ci deve essere una convergenza dei giudizi e delle scelte circa le strutture e le procedure e secondo Smith questa convergenza di giudizio può derivare dal principio di persuasione che guida le azioni degli individui ed in cui gli uomini sono continuamente coinvolti.

Ma dobbiamo anche ritrovare il legame fra ricchezza, divisione del lavoro e persuasione, per questo conviene tornare al capitolo II del libro I della *Ricchezza delle Nazioni*. Il capitolo primo era intitolato alla divisione del lavoro, il secondo si chiede quale sia il fondamento, meglio il principio, che dà origine a questo fenomeno così benefico per tutta la società. Conviene leggere gli inizi di questo capitolo; troppo spesso questi passi sono letti rapidamente, ammesso che siano letti, e quindi senza cogliere le implicazioni di ciò che Smith ci sta dicendo sulle società moderne e sul funzionamento dell'economia di mercato. Da notare che Smith organizza l'esposizione dei suoi argomenti secondo quello che chiama il metodo didattico Newtoniano e quindi a partire da principi generali.

This division of labour, from which so many advantages are derived, is not originally the effect of any human wisdom.....It is the necessary, though very slow and gradual consequence of a certain propensity in human nature which has in view no such extensive utility; the propensity to truck, barter, and exchange (WN, I.ii.1)

Ecco dunque che troviamo qualche cosa che tutti ci attendiamo di vedere in Smith: negli individui c'è una propensione innata a ricercare la propria utilità, il *self interest* insomma, e da essa deriva la divisione del lavoro. La ricerca della propria utilità individuale spiega la divisione del lavoro e quindi in ultima analisi la ricchezza delle nazioni. Tutto tranquillo e sotto controllo, anzi l'affermazione di Smith appare così semplice e così chiara che spesso non si legge con attenzione la

frase che segue immediatamente la precedente citazione. In effetti il testo prosegue così:

Whether this propensity be one of those original principles in human nature, of which no further account can be given; or, whether, as seems more probable, it be the necessary consequences of the faculties of reason and speech, it belongs not to our present subject to enquire (WN, I.ii.2).

Quindi secondo Smith la *propensity to truck* non è un principio ultimo della natura umana, anzi essa sembra dipendere in modo necessario da ragione e linguaggio. Comunque Smith chiude qui il discorso perché non è questo l'argomento che intende affrontare nella *Ricchezza delle Nazioni*.

6. Nella *Ricchezza* Smith non va oltre, ma esistono due luoghi, ora ben noti, dove invece Smith discute la questione del principio che dà origine alla divisione del lavoro. Torniamo alle *Lectures on Jurisprudence*; la frase immediatamente precedente a quella già vista dello scellino suona così:

If we should enquire into the principle in the human mind on which this disposition to trucking is founded, it is clearly the natural inclination every man has to persuade (LJA, p. 352).

Insomma il principio originario, potremmo tranquillamente dire innato, nella natura umana è quello della persuasione, e il fatto è confermato e rafforzato nel testo delle *Lectures* datato 1766 dove Smith scrive:

...the different genius is not the foundation of this disposition to barter, which is the cause of the division of labour. The real foundation of it is that principle to persuade which so much prevails in human nature (LJB, p. 493).

Il principio di persuasione è quindi un principio prevalente nella natura umana. Smith spiega anche che la predisposizione allo scambio non dipende dalle differenti abilità degli individui, cioè da una sorta di naturale divisione dei compiti. Al contrario. Semmai i *different genius and talents*, come li chiama lui, queste differenti abilità sono il risultato e non la causa della divisione del lavoro. Questo stesso argomento è ripreso nel capitolo II del Libro I dove Smith parla della differenza fra un filosofo ed un portabagagli: la differenza fra i due non deriva da diverse intrinseche predisposizioni naturali quanto piuttosto dal fatto che nella società caratterizzata dalla divisione del lavoro vi sono differenti “*habits, custom and education*”, che generano le differenti abilità.

Quindi il principio di persuasione pervade la natura umana e non ha un ruolo puramente strumentale nel favorire gli scambi e i contratti, semmai sono gli scambi che derivano dal fatto che gli individui in società sono continuamente impegnati in attività di reciproca persuasione. Il passaggio dello scellino prosegue con le seguenti parole:

Men always endeavour to persuade others to be of their opinion even when the matter is of no consequence to them

anche quando si discute di cose che riguardano la Cina o la più distante sfera celeste (LJA 352).

La persuasione è dunque un principio di comportamento innato nell'uomo e caratterizza le società umane distinguendole da quelle degli animali, problema che Smith discute nel paragrafo 2 del capitolo II del libro I. La propensione allo scambio, la ragione ed il linguaggio sono tipiche delle società umane e servono a costruire fiducia e a dare certezze attraverso la forma del *contratto*, mentre gli animali sono guidati dalle semplici passioni, come nel caso dei due *greyhounds*, i levrieri, che devono cacciare la lepre.

La *propensity to truck* è dunque presente in ogni uomo ed è in realtà una forma di contratto, che deriva da quell'attività di persuasione che gli uomini esercitano in continuazione, sia nelle questioni economiche, sia più in generale nelle varie situazioni in cui emergono diverse opinioni. Non dimentichiamo il ruolo della ragione e dello *speech* - il linguaggio, la comunicazione, il riconoscimento di simboli e procedure - quell'insieme di strumenti che rendono possibili i contratti sia quelli espliciti che quelli impliciti, e che devono portare alla loro convalida e realizzazione e quindi all'accrescimento della fiducia reciproca fra gli individui.

Potremmo sintetizzare il ragionamento di Smith in una catena logica:

Persuasion ⇒ [Reason and speech] ⇒ *propensity to truck* ⇒ *division of labour*.

Vediamo se questo ci aiuta a capire il ruolo del credito e della finanza nel mondo attuale, soprattutto rispetto ai paesi a reddito più basso.

II. La finanza e le crisi

1. Date le funzioni di utilità intertemporali degli individui la moneta, il sistema creditizio e la finanza dovrebbero consentire l'allocazione ottimale del risparmio e quindi del consumo nel tempo e anche nello spazio. In tal modo dovrebbe essere favorita l'efficienza generale del sistema economico ed in ultima analisi la sua capacità di produrre ricchezza. Certamente questo è avvenuto e avviene ancora, anche se molti autori, tra cui il premio Nobel Stiglitz, ricordano che i mercati sono spesso caratterizzati da informazione imperfetta ed asimmetrica, per cui è difficile ottenere equilibri ottimali. Tuttavia non penso che i numerosi episodi di instabilità finan-

ziaria che hanno caratterizzato gli anni Novanta fino alla crisi dei mutui *subprime* dell'estate 2007 siano semplicemente il prodotto di queste imperfezioni informative. Le crisi finanziarie ci sono sempre state e sempre ci saranno; si possono interpretare come temporanee forme influenzali che non cambiano l'organismo e quindi non modificano di fatto le regole del gioco, oppure le crisi possono indicare profondi mutamenti nei meccanismi che guidano le economie di mercato. A mio modo di vedere le recenti crisi rappresentano segnali che nell'economia internazionale e soprattutto nei mercati dei capitali sono avvenute e stanno ancora avvenendo alcune importanti modificazioni.

Dagli anni Novanta vi sono state numerose crisi finanziarie; ricordiamo le principali.

Settembre 1992	Svalutazione di lira e sterlina
Dicembre 1994	Svalutazione del pesos messicano
Giugno-Novembre 1997	Svalutazione di 5 monete in Asia
Luglio-Agosto 1998	Crisi finanziaria in Russia
Autunno-Inverno 1998-99	Crisi finanziaria in Brasile
Inverno-Primavera 2001-02	Crisi bancaria in Argentina
Estate 2007 - ???	Crisi dei mutui <i>subprime</i> dagli USA

La maggior parte di queste crisi ha colpito paesi in via di sviluppo a medio reddito, che noi oggi definiamo mercati emergenti, tuttavia l'ultima e la prima crisi hanno riguardato paesi ad alto reddito. Va anche ricordato nel 1998 il fallimento, o meglio il salvataggio, di LTCM, *Long Term Capital Management*, un fondo privato americano che faceva arbitrag-

gi sui *bonds* e che aveva accumulato un forte elemento di *leverage*, di leva, fra il capitale liquido e l'esposizione debitoria. Fra il 1992 e il 2001 c'è stata una forte intensificazione della frequenza delle crisi, poi dal 2002 al 2007 è sembrato che le cose si fossero rimesse abbastanza tranquille, nel senso che i vari operatori del sistema creditizio e finanziario internazionale sembravano aver preso le misure delle nuove realtà sui mercati e parevano in grado di controllare i fenomeni di forte volatilità che si erano presentati negli anni Novanta.

2. Tuttavia l'estate 2007 ha riproposto con forza il problema delle crisi finanziarie. Ma che cosa sono queste crisi o meglio quali sono gli elementi che ne hanno aumentato la frequenza e la portata e anche la difficoltà a prevenirle ed a valutarne le dimensioni?

Ripartiamo da ciò che è cambiato negli ultimi vent'anni sui mercati finanziari internazionali. Dopo l'abbandono nel 1971-1973 del sistema di Bretton Woods che prevedeva cambi fissi e la convertibilità del dollaro in oro i mercati finanziari e monetari internazionali hanno subito profonde modificazioni. Ne indico due:

- di fatto si è passati da un sistema di cambi fissi ad un sistema di cambi flessibili;
- vi è stata una forte crescita del volume e valore delle transazioni sui mercati finanziari.

Il secondo aspetto è emerso con forza a partire dalla seconda metà degli anni Ottanta e si sono così determinate condizioni del tutto nuove, anche e forse soprattutto per i paesi emergenti e per tutti i PVS.

Nel caso della crisi asiatica, ma non solo, la crisi finanziaria nasce anche dal fatto che gli operatori sono stati presi dal meccanismo noto come *moral hazard*, per cui si pensa che l'investimento non possa che andare a buon fine, una sorta di miopia da crescita continua. Si pensa che se ci fossero proble-

mi di bilancio per le società finanziarie e/o le banche private comunque interverrebbero i governi ad evitare i fallimenti. In queste condizioni l'investitore sottovaluta i rischi.

I mercati finanziari internazionali sono facilmente soggetti a ondate di ottimismo e di pessimismo che possono portare a bolle speculative o a eccessi di ribasso, con forti effetti destabilizzanti. Questo avviene anche per il cosiddetto *herding*, cioè il fenomeno per cui gli operatori tendono a seguire in massa il mercato e quindi si buttano ad acquistare o a vendere seguendo come un gregge gli operatori di punta e i gestori di fondi speculativi. In questo caso spesso le previsioni al rialzo o al ribasso si autoconfermano, sia nelle ondate di pessimismo che in quelle di ottimismo, con fenomeni di *overshooting*, cioè di eccesso di reazione sia verso il basso che verso l'alto dei prezzi dei titoli, che vanno al di là dei valori che possono essere ritenuti ragionevoli in base ai parametri dell'economia reale.

3. Nel 1980 il mercato dei cosiddetti derivati è praticamente inesistente, con scambi di poche centinaia di miliardi di dollari, ma dalla seconda metà degli anni Ottanta questo mercato cresce moltissimo. Nel 1996 il valore nominale dello stock di prodotti derivati sfiora i 35 trilioni, migliaia di miliardi di dollari; nel 2001 arriva a 120 trilioni e si stima che a fine 2007 questo valore nominale abbia superato i 500 trilioni, insomma quasi dieci volte il Reddito Nazione del mondo intero.

All'interno della enorme varietà dei prodotti derivati un discorso a parte merita il mercato dei cambi. Nel 1973 sul mercato delle valute si scambiavano fra i 10 e i 20 miliardi di dollari al giorno; nel 1980 gli scambi giornalieri su questo mercato erano dell'ordine dei cento miliardi di dollari, e ancora nel 1986 il mercato sfiorava i 300 miliardi. Ma nel 1995 il valore dei contratti giornalieri sui mercati dei cambi aveva raggiunto 1.2 trilioni per superare i 3.2 trilioni di dollari nel 2008. L'80% di queste transazioni ha vita media inferiore alla setti-

mana e quasi il 40% di questi contratti si apre e si chiude entro 2 giorni, cioè si tratta di contratti *spot*. Quindi già a metà degli anni Novanta le transazioni in valuta erano di 50 volte superiori al valore del commercio mondiale e di 70 volte superiori al valore di tutte le riserve auree e valutarie del mondo, e questo in un giorno di scambi medi e non nei giorni di crisi valutarie. Il mercato dei cambi è al centro del sistema finanziario internazionale, e gli scambi possono avvenire 24 ore su 24, e molti di essi sono di fatto regolati da un numero assai ridotto di banche d'affari internazionali.

Va notato che questi cambiamenti destavano qualche preoccupazione anche nel Fondo Monetario Internazionale che già nel 1996 a proposito del funzionamento del mercato valutario internazionale sottolineava che si poneva il problema di come ridurre il potenziale distorsivo nel mercato internazionale delle valute.

Ma che cosa sono questi prodotti derivati? Ve ne sono di infinite varietà ed anzi essi si innovano continuamente, per cui c'è una continua produzione di nuovi tipi di contratti. Restano ferme alcune caratteristiche comuni. Si tratta sempre e comunque di forme contrattuali e in particolare sono contratti a termine, con diverse misure e forme di ripartizione del rischio e del reddito e anche contratti spesso legati a possibili eventi futuri, ad esempio il fallimento di un debitore, i vari tipi di *credit default swaps*. In origine i prodotti derivati erano di fatto contratti di assicurazione rispetto ai rischi legati ad eventi naturali non prevedibili, che avrebbero potuto produrre turbolenze soprattutto sui mercati dei beni primari. Ma ormai si possono fare contratti di qualunque tipo, ci si può assicurare contro qualunque cosa, scambiare qualunque cosa, fare qualunque tipo di scommessa.

In parte questi contratti riguardano operazioni note e che avvengono su mercati finanziari strutturati e controllati, o comunque con standard definiti dalla pratica e dall'esperien-

za: le varie borse valori e le tradizionali borse merci. Tuttavia la maggior parte, quasi il 90%, dei contratti che riguardano i prodotti derivati sono i cosiddetti *Over The Counter*, OTC; si tratta di contratti che non sono stabiliti sui mercati borsistici ufficiali e quindi non seguono le regole e gli standard delle varie borse mondiali. In sostanza questi contratti sono promesse di acquisto o vendita a termine, oppure di pagamento di interessi, variamente confezionate fra due parti, che possono riguardare le situazioni più disparate ed essere sanciti dallo scambio di un semplice fax. Dall'emergere della crisi dei *subprime* in poi anche il Fondo Monetario Internazionale raccomanda di riportare questi OTC all'interno dei mercati regolamentati. Quindi grandi opportunità, ma anche grandi rischi.

4. Fra il 1985 e i primi anni Novanta il volume ed il valore dei mercati dei derivati sono aumentati in modo esponenziale e questo ha determinato un cambiamento profondo sui mercati finanziari internazionali. In larga misura sono cambiate alcune regole del gioco, per cui dal 1992 in poi siamo entrati in un fase in cui l'economia di mercato è, se non dominata, certamente fortemente influenzata dalla finanza. Da un mondo di merci stiamo muovendo verso un mondo di contratti, merci e moneta si dissolvono e restano i contratti. Come per ogni tipo di mercato l'elemento della fiducia resta cruciale e decisivo, anche quando sembra che l'operare dei mercati possa prevedere e sistemare qualunque tipo di evenienza, in modo quasi automatico. Non c'è più bisogno di lunghe contrattazioni, magari davanti a tazze di tè; queste sono ormai relegate all'acquisto di tappeti o di altri possibili souvenir turistici, insomma alla parte di tempo dedicata allo svago, non certo al lavoro. Nel lavoro si deve fare in fretta, soprattutto nei mercati finanziari e valutari dove le condizioni possono cambiare con grande rapidità. Eppure le crisi ci ricordano che nel mondo della finanza l'elemento fiducia è ancora più importante che in un mondo di merci; elemento essenziale ma anche fragile, anzi fragilissimo.

Ritroviamo un pezzo importante delle riflessioni di Smith sulla società commerciale, fondata sui contratti; ma in Smith i contratti derivavano ed erano in qualche modo legati al gioco continuo della persuasione, che aiutava il processo di socializzazione, contribuendo a generare fiducia e condivisione e quindi ad avvicinare gli agenti economici. Insomma pur con la crescente semplificazione e con il risparmio di tempo garantito dallo scellino al posto delle lunghe contrattazioni, Smith considerava tutti questi scambi come parte di un gioco sociale più ampio, di un vicendevole beneficio, che anche attraverso il meccanismo stesso degli scambi contribuiva a creare coesione sociale.

I derivati sono in larga misura contratti impersonali, dettati sostanzialmente dall'esigenza di guadagnare, cioè di collocare il proprio fondo di investimento almeno nella media dei rendimenti degli altri, per cui i fondi vanno continuamente mossi con grande velocità per raggiungere un risultato a fine anno che sia soddisfacente. Insomma non solo il denaro non deve essere un *dead stock* come diceva Smith, ma deve muoversi con grande rapidità se vuole portare a rendimenti accettabili. Di qui l'enorme mole di contratti e contro-contratti, il cosiddetto *hedging*. L'elemento di socializzazione implicito nella pratica dei contratti è ridotto al lumicino, prevale ormai l'elemento di guadagno e di guadagno in breve tempo.

5. Che lezioni si possono trarre dalle molteplici e differenti crisi? Gli errori di valutazione dei governi e delle banche centrali nella gestione delle crisi, ma soprattutto l'elemento di sorpresa che esse ancora rappresentano riflettono la difficoltà ad interpretare i cambiamenti intervenuti nel quadro del sistema finanziario internazionale. I governi e le autorità monetarie hanno percepito in ritardo il fatto che la nuova realtà della finanza internazionale è ormai caratterizzata da forti elementi di *rischio sistemico*. Si tratta di un insieme di comportamenti per cui su questi mercati si genera comunque instabilità, ad esempio:

- la tendenza intrinseca a cercare di ottenere guadagni anche assumendo forti rischi;
- il fatto che gli operatori si allineano con le tendenze del mercato e in questo modo si determinano eccessi di rialzo o di ribasso;
- il fatto che le informazioni sono necessariamente imperfette, proprio per la complessità e la velocità dei contratti.

Già la prima crisi degli anni Novanta, quella del Sistema Monetario Europeo del 1992, mostrava chiaramente alcuni segnali delle novità intervenute sui mercati dei cambi. Questa crisi non ha riguardato i soliti paesi latinoamericani, che già ne avevano sperimentate tante in passato, ma la seconda area economica del mondo. Nel Settembre 1992 la Banca d'Inghilterra e la Banca d'Italia furono 'sorpresa' dalle dimensioni e dalla determinatezza della cosiddetta 'speculazione' internazionale. Di fronte alle vendite di lire e sterline da parte degli operatori finanziari, che chiedevano in cambio marchi tedeschi, le due prestigiose istituzioni cercarono di difendere il cambio con le modalità classiche previste in questi casi, cioè vendendo marchi al cambio richiesto, che del resto era fissato all'interno di una banda di oscillazione. Le riserve valutarie, in questo caso i marchi tedeschi, dovevano servire fra le altre cose a difendere il tasso di cambio, soprattutto in un sistema di cambi fissi. Ci si aspettava che dopo pochi giorni gli operatori che vendevano lire contro marchi non avrebbero più avuto lire da vendere sul mercato e quindi la speculazione si sarebbe arrestata e il cambio sarebbe rimasto invariato. In realtà l'offerta di lire e sterline contro marchi era molto più alta delle riserve in marchi sia della Banca d'Italia che della Banca d'Inghilterra e dopo meno di due giorni di questo tipo di scambi le due banche centrali si accorsero di avere quasi esaurito le riserve di marchi. La Banca Centrale tedesca, la Bundesbank, avrebbe potuto trasferire marchi alle due banche centrali ma non lo fece; il mercato dei cambi lira-marco fu sospeso durante un *week end* e la lira italiana fu svalutata del 30%, chi aveva

acquistato marchi e venduto lire poteva ora ricambiarli in lire guadagnando il 30% in pochi giorni.

Le due banche centrali non si erano accorte che fra il 1978 e il 1989 il rapporto fra il valore delle riserve valutarie mondiali ed il volume degli scambi giornalieri sui mercati valutari era passato da un valore di circa 15 ad un valore inferiore a 2. Nei libri di testo di economia internazionale e di economia monetaria si spiega che le riserve in valuta servono a garantire la copertura delle importazioni e la stabilità del cambio, ma ormai il volume degli scambi giornalieri sul mercato dei cambi era tale che le riserve ben poco potevano fare, cioè le ‘munizioni’ delle banche centrali erano insufficienti a fronteggiare il mercato. Questo fenomeno persiste tutt’oggi, anche se dalla crisi del 1997 in poi alcuni paesi asiatici hanno fortemente aumentato i loro stocks di riserve, insieme anche ad alcuni paesi esportatori di petrolio. Questo è vero soprattutto per Cina e Giappone: nel 2008 questi due paesi detengono da soli più dei due terzi delle riserve valutarie mondiali; il Giappone accumulava riserve fin dagli anni settanta.

6. Nella crisi della lira del 1992 vi era però anche una grandezza macroeconomica che indicava una difficoltà reale nell’economia italiana: la maggior inflazione che nel corso di alcuni anni si era accumulata rispetto all’inflazione tedesca, cioè del paese la cui valuta era di fatto il riferimento per il Sistema Monetario Europeo. C’era quindi uno squilibrio fra il sistema di cambi fissi o quasi fissi e l’andamento sensibilmente differente delle inflazioni nei due paesi; si poteva in qualche modo parlare di una crisi di fiducia nella lira generatasi sui mercati, ma che dipendeva da un dato ‘fondamentale’ fuori posto.

Nel caso della svalutazione messicana del 1994 si identificò un altro dato macroeconomico, un ‘fondamentale’ per l’appunto, che indicava uno stato patologico e quindi una situazione non sostenibile per l’economia: in questo caso si

trattava del deficit di parte corrente che era arrivato all'8% del Prodotto Interno Lordo. Nel caso della crisi asiatica inizialmente si notò che la Thailandia, il paese che per primo ebbe un attacco speculativo alla propria valuta, il *bath*, aveva nel 1997 un deficit di parte corrente pari a circa l'8% del PIL, proprio come nel caso del Messico tre anni prima. Inoltre tutti i cinque paesi coinvolti nella crisi avevano sistemi di cambio praticamente fissati, *pegged*, con il dollaro. Per cui l'idea che le crisi derivassero comunque da squilibri nella macroeconomia continuò ad avere sostegno, ma ben presto divenne chiaro che vi era anche stata una vera e propria bolla speculativa sui mercati asiatici. Certamente queste economie erano cresciute tantissimo ed a lungo, ma sia i corsi azionari, che i valori immobiliari avevano raggiunto livelli difficilmente sostenibili. Non era solo un fatto di cattiva gestione della macroeconomia.

L'insostenibilità del cambio fisso in presenza di deficit commerciali crescenti viene ripresa per spiegare la crisi argentina del 2002-03, ma va anche notato che dal 1996 al 1998 erano affluiti in America Latina e soprattutto in Argentina moltissimi capitali internazionali, sia come investimenti diretti ma anche come investimenti di portafoglio a fini speculativi. Questi investimenti erano senz'altro facilitati dal cambio fisso del *pesos* con il dollaro USA, come era previsto nel piano della *converdivilidad* dell'allora Ministro Cavallo e che era entrato in vigore nel 2001. Lo scopo del piano era quello di bloccare l'iperinflazione degli anni Ottanta, ma questo sistema di cambio fisso, noto anche come *currency board* generava l'impressione che non ci fosse rischio di cambio. Tuttavia nell'autunno 2001 i rendimenti dei *bonds* argentini erano arrivati a valori assai elevati, dell'ordine del 16% nominale con un'inflazione comunque molto bassa. Era chiaro che vi era una componente speculativa determinata dalla ricerca dell'alto rendimento, il cosiddetto *high yield*, che di fatto faceva trascurare i rischi.

Con il procedere degli anni Novanta fino ad arrivare

all'ultima crisi diviene anche via via più difficile determinare il 'valore' delle crisi. Il 'valore', per così dire, di una crisi è determinato dall'ammontare delle insolvenze, ma anche dalla quantità di denaro che serve a bloccare la corsa al ribasso, sia essa della borsa o del cambio, come si è ben visto nel caso del Messico ed in quello dell'Asia. Nel primo caso la comunità internazionale -Fondo Monetario, Banca Mondiale e G7 - ha dovuto impegnarsi per circa 40 miliardi di dollari; per la crisi asiatica i fondi impegnati sono stati di oltre cento miliardi di dollari. La crisi del 2007-08 non si sa ancora quando esattamente potrà finire e quale sarà il suo costo, a maggio 2008 si parla di un 1 trilione di dollari, ma in realtà la valutazione è impossibile, perché non si sa quale sia il valore dei contratti derivati coinvolti nella crisi stessa. D'altra parte va detto che in questa crisi è stato ottenuto uno degli scopi di molti prodotti derivati, cioè quello di suddividere i rischi, perché dai *sub-prime* USA la crisi è arrivata in Europa ed Asia, ma non si è concentrata su uno o pochi paesi. Inoltre i paesi coinvolti sono soprattutto quelli ad alto reddito, lo stesso G7, si tratta di paesi ricchi che hanno comunque molte più possibilità di assorbire le crisi di quanto non possa fare un paese in via di sviluppo, magari a basso reddito.

III. Le crisi finanziarie nei Paesi in Via di Sviluppo

1. Torniamo ai paesi a basso e medio reddito e chiediamoci a che cosa dovrebbe servire la finanza internazionale dal loro punto di vista. Secondo le teorie economiche prevalenti, il sistema bancario e tutto il sistema del credito e della finanza dovrebbero favorire non solo la rapidità degli scambi, ma soprattutto l'investimento laddove esso può rendere di più. Questo vale per i privati, le famiglie e le imprese, ma anche fra gli stati, per cui ne dovrebbero beneficiare i paesi in cui manca il risparmio interno e dove quindi l'investimento non può effettuarsi per ragioni di vincoli all'offerta di risparmio e in sostanza di credito. Quindi se ci fossero buone occasioni di

investimenti i capitali dovrebbero fluire laddove sono più scarsi e dove possono rendere di più.

Inoltre secondo le teorie della crescita tradizionali che si rifanno soprattutto al modello di Robert Solow del 1957 i paesi con Reddito Pro Capite più basso avrebbero un saggio di profitto più elevato, almeno nel breve periodo e questo fatto dovrebbe portare a forti investimenti nei paesi più poveri. Nel lungo periodo ed in condizioni di perfetta concorrenza, e quindi nello stato stazionario o *steady state*, il PIL pro capite dovrebbe essere lo stesso per tutti i paesi: è questa l'ipotesi forte di convergenza, o convergenza assoluta.

In sostanza il risparmio dovrebbe andare verso i paesi poveri per due ragioni:

1. essi hanno bassi saggi di risparmio, in Africa Sub-sahariana il 90% del PIL è consumato;
2. secondo, la presenza di abbondante lavoro e poco capitale dovrebbe assicurare saggi di profitto più alti di quelli ottenibili nei paesi ricchi.

Dal 1986 in poi la visione della crescita economica che si fonda sul modello di Solow ha ricevuto numerose critiche; molti autori hanno sottolineato i vantaggi, nel senso delle esternalità positive, che permangono nei paesi più ricchi e con maggior capitale per addetto; quindi la convergenza non è garantita. Resta però vero che in presenza di forte liquidità internazionale una buona parte di essa dovrebbe dirigersi verso i paesi più poveri e ciò facendo favorire la loro crescita. Fin dagli anni Ottanta e poi ancora di più dalla metà degli anni Novanta le grandi istituzioni finanziarie internazionali, e anche il Fondo Monetario Internazionale, hanno sollecitato i paesi poveri e soprattutto i paesi emergenti non solo a liberalizzare il commercio, ma anche ad aprire il conto capitale al fine di favorire le transazioni finanziarie. Ciò avrebbe dovuto favorire l'arrivo di capitali dall'estero, soprattutto privati, e quindi la crescita delle economie più povere. Qualche cosa del

genere è avvenuto in Asia Orientale, contribuendo alla robusta crescita economica, che però non ha risparmiato a cinque paesi di quell'area la forte crisi del 1997.

2. Ma quali sono gli effetti di una crisi finanziaria in un paese in via di sviluppo? L'esperienza mostra che ciò che chiamiamo crisi ha dimensioni, effetti e spesso durata completamente diversi nei PVS rispetto a ciò che avviene nei paesi ricchi. Abbiamo parlato dei costi monetari, ma sono soprattutto i costi reali delle crisi ad avere dimensioni terribili. Ecco alcuni esempi.

Nell'agosto del 1982 il Messico fa *default* sul debito estero, cioè dichiara l'incapacità di ripagarlo secondo i termini originariamente previsti, ed innesca la crisi del debito degli anni Ottanta che vede coinvolti moltissimi paesi in America Latina, Africa, Asia ed anche nei paesi dell'Europa Centro Orientale che ora sono parte dell'Unione Europea. Molti di questi paesi erano e sono ancora paesi a basso reddito che stanno uscendo da quella crisi solo da pochi anni. L'inizio della conversione-cancellazione del debito estero del Kenya da parte del Governo Italiano è del gennaio 2007. Brasile, Argentina, Messico, Venezuela hanno ripagato per intero i loro debiti al Fondo Monetario solo dal 2005 in poi. Solo nel 2004-05 la Nigeria ha ottenuto il condono di una parte importante del proprio debito estero. Nel 1980 la Nigeria aveva un reddito pro capite di circa 800 dollari, che però era crollato subito dopo la crisi del 1982; nel 2000 il reddito pro capite era ancora a 260 dollari per risalire nel 2005 a 560.

Dal dicembre 2001 il tasso di cambio del *pesos* argentino è passato da 1 a 1 con il dollaro ad 1 a 4 per poi stabilizzarsi ad 1 a 3; il PIL pro capite è sceso del 7% nel 2002 e del 6% nel 2003. Nel 1997-98 l'Indonesia ha avuto una crisi che ha causato il crollo del regime politico di Suharto e che ha richiesto oltre sei anni per tornare ai livelli di reddito pro capite pre-crisi.

Insomma, crisi lunghe, quanto una generazione, e durissime: quando le crisi arrivano nei paesi a basso e medio reddito hanno spesso effetti assai più dirompenti di quelli a cui siamo abituati nei paesi ricchi e costi reali altissimi, in termini di disoccupazione e di aumento delle persone che vivono sotto la soglia della povertà.

Gli studiosi sono tuttora divisi sul fatto se nel suo complesso la globalizzazione finanziaria abbia effetti positivi o negativi sui paesi in via di sviluppo. Sicuramente alcuni tipi di movimenti di capitali, come gli Investimenti Diretti Esteri, hanno forti probabilità di avere effetti positivi su crescita economica ed occupazione, soprattutto quando si legano a realtà produttive locali e creano catene produttive con legami sia a monte che a valle, i *backward and forward linkages* di Hirschman. Ma sempre più sono le voci che sollevano dubbi sulla liberalizzazione dei movimenti di capitali che avvengono tramite il conto finanziario della bilancia dei pagamenti, dove più facilmente transitano gli investimenti di portafoglio, che per loro natura si giustificano in base a ragioni di speculazione o di guadagno e anche di guadagno nel breve periodo. Questi fondi entrano rapidamente, ma altrettanto rapidamente possono uscire dal paese e inoltre possono provocare forti distorsioni nel sistema economico, ad esempio possono causare sopravvalutazioni del tasso di cambio (Rodrik e Subramanian, 2007). La crisi dei *subprime* ha posto in evidenza l'esigenza di una maggior regolazione dei mercati finanziari internazionali, cosa che del resto alcuni studiosi chiedono da anni (Eatwell J. e Taylor L. 2002).

In questo mondo di contratti e di forte instabilità finanziaria devono cercare di galleggiare non solo i fondi di investimento ma ahimé anche i paesi più poveri, che di fatto vengono sballottati da continui shocks esterni, shocks che spesso creano instabilità anche quando sono positivi, ad esempio per l'aumento dei prezzi delle materie prime. La divisione internazionale del lavoro richiede fiducia e la convinzione che gli

scambi portino veramente vantaggi a tutti coloro che partecipano al gioco dei mercati.

In questo mondo di contratti finanziari non sembra che i mercati siano di per sé in grado di svolgere il ruolo della persuasione smithiana e quindi di generare automaticamente quella fiducia che tanta parte deve avere nel processo di crescita della ricchezza nazionale e aggiungo io anche dello sviluppo umano di un paese.

Bibliografia

- Eatwell J. 1997, "International Financial Liberalization: The Impact on World Development" *UNDP Discussion Papers* n. 12 New York.
- Eatwell J. e Taylor L. 2002, *International Capital Markets: Systems in Transition*, Oxford University Press, Oxford.
- Fischer S. 1997, *Capital Account Liberalization and the Role of IMF*, IMF, Washington, September.
- Hirschman A.O. 1977, *The Passions and the Interest*, Princeton University Press, Princeton.
- Macfie A.L. 1967, *The Individual in Society - Papers on Adam Smith*, Allen and Unwin Ltd, London.
- Milesi-Ferretti G.M. e Razin A. 1996, "Current Account Sustainability: Selected Asian and Latin American Experiences" *IMF Working Paper* n.110 Washington.
- Putnam R.D. 1993, *Making Democracy Work: Civic Traditions in Modern Italy*, Princeton University Press, Princeton.
- Rodrik D. e Subramanian A. 2008, *Why did Financial Globalization Disappoint?*, Working Paper March, in Rodrik website.
- Sen A. 1987, *On Ethics & Economics*, Blackwell, Oxford.
- Smith A. 1776, *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, *WN*, edited by R.H. Campbell, A.S. Skinner and W.B. Todd, Oxford University Press, Oxford, 1976.
- 1762-63/1766, *Lectures on Jurisprudence, LJ*, Edited by R.L. Meek, D.D. Raphael and P.G. Stein, Oxford University Press, Oxford, 1978.
- Stiglitz J. E. 1998, *More Instruments and Broader Goals: Moving toward the Post-Washington Consensus*, WIDER Annual Lectures 2, Helsinki.
- Wade R. 1990, *Governing the Market*, Princeton University Press, Princeton.

**ADERENTI ALLA ASSOCIAZIONE
PER LO SVILUPPO DEGLI STUDI DI BANCA E DI BORSA**

Aletti Montano & Co.
Allfunds Bank, S.A.
Allianz Bank Financial Advisors, S.p.A.
Anima SGR S.p.A.
Asset Banca S.p.A.
Assiom
Associazione Nazionale per le Banche Popolari
Banca Agricola Popolare di Ragusa
Banca Aletti & C. S.p.A.
Banca Antoniana - Popolare Veneta
Banca di Bologna
Banca della Campania S.p.A.
Banca Carige S.p.A.
Banca Carime S.p.A.
Banca Cassa di Risparmio di Asti S.p.A.
Banca C. Ponti S.p.A.
Banca CRV - Cassa di Risparmio di Vignola S.p.A.
Banca della Ciociaria S.p.A.
Banca Commerciale Sammarinese
Banca Esperia S.p.A.
Banca Fideuram S.p.A.
Banca del Fucino
Banca Imi S.p.A.
Banca di Imola S.p.A.
Banca per il Leasing - Italease S.p.A.
Banca di Legnano S.p.A.
Banca delle Marche S.p.A.
Banca Mediolanum S.p.A.
Banca del Monte di Parma S.p.A.
Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A.
Banca Nazionale del Lavoro S.p.A.
Banca Network Investimenti S.p.A.
Banca della Nuova Terra S.p.A.
Banca di Piacenza
Banca del Piemonte S.p.A.
Banca Popolare dell'Alto Adige
Banca Popolare di Ancona S.p.A.
Banca Popolare di Bari
Banca Popolare di Bergamo S.p.A.
Banca Popolare di Cividale
Banca Popolare Commercio e Industria S.p.A.
Banca Popolare dell'Emilia Romagna
Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio
Banca Popolare di Garanzia
Banca Popolare di Intra S.p.A.
Banca Popolare Lodi S.p.A.
Banca Popolare di Marostica
Banca Popolare del Materano S.p.A.
Banca Popolare di Milano
Banca Popolare di Novara S.p.A.
Banca Popolare di Puglia e Basilicata
Banca Popolare Pugliese
Banca Popolare di Ravenna S.p.A.
Banca Popolare di Sondrio
Banca Popolare di Spoleto S.p.A.
Banca Popolare Valconca

Banca Popolare di Verona - S. Geminiano e S. Prospero S.p.A.
Banca Popolare di Vicenza
Banca Regionale Europea S.p.A.
Banca di Roma S.p.A.
Banca di San Marino
Banca di Sassari S.p.A.
Banca Sella S.p.A.
Banco di Brescia S.p.A.
Banco di Desio e della Brianza
Banco di Napoli S.p.A.
Banco Popolare Società Cooperativa
Banco di San Giorgio S.p.A.
Banco di Sardegna S.p.A.
Barclays Bank Plc
Carichieti S.p.A.
Carifano S.p.A.
Carifermo S.p.A.
Cassa Lombarda S.p.A.
Cassa di Risparmio di Alessandria S.p.A.
Cassa di Risparmio di Ascoli Piceno S.p.A.
Cassa di Risparmio in Bologna S.p.A.
Cassa di Risparmio di Cento S.p.A.
Cassa di Risparmio di Fabriano e Cupramontana S.p.A.
Cassa di Risparmio di Ferrara S.p.A.
Cassa di Risparmio di Firenze S.p.A.
Cassa di Risparmio di Foligno S.p.A.
Cassa di Risparmio di Forlì S.p.A.
Cassa di Risparmio Friuli Venezia Giulia S.p.A.
Cassa di Risparmio di Padova e Rovigo S.p.A.
Cassa di Risparmio di Pistoia e Pescia S.p.A.
Cassa di Risparmio di Prato S.p.A.
Cassa di Risparmio di Ravenna S.p.A.
Cassa di Risparmio della Repubblica di S. Marino
Cassa di Risparmio di Rimini S.p.A.
Cassa di Risparmio di San Miniato S.p.A.
Cassa di Risparmio di Savona S.p.A.
Cassa di Risparmio della Spezia S.p.A.
Cassa di Risparmio di Venezia S.p.A.
Cassa di Risparmio di Volterra S.p.A.
Cedacri S.p.A.
Centrale dei Bilanci
Centrobanca S.p.A.
Credito Artigiano S.p.A.
Credito Bergamasco S.p.A.
Credito Emiliano S.p.A.
Credito di Romagna S.p.A.
Credito Siciliano S.p.A.
Credito Valtellinese
CSE - Consorzio Servizi Bancari
Deutsche Bank S.p.A.
Eticredito Banca Etica Adriatica
Euro Commercial Bank S.p.A.
Farbanca S.p.A.
Federazione Lombarda Banche di Credito Cooperativo
Federcasse
Findomestic Banca S.p.A.
Interbanca S.p.A.
Intesa SanPaolo S.p.A.
Istituto Centrale Banche Popolari Italiane

MCC S.p.A.
Mediocredito Trentino Alto Adige S.p.A.
Meliorbanca S.p.A.
Sedicibanca S.p.A.
SIA-SSB S.p.A.
UBI Banca
UBI Banca Private Investment S.p.A.
UBI Pramerica SGR S.p.A.
UGC Banca S.p.A.
Unibanca S.p.A.
Unicredit Banca S.p.A.
Unicredito Italiano S.p.A.
Unipol Banca S.p.A.
Veneto Banca

Amici dell'Associazione

Arca SGR S.p.A.
Associazione Studi e Ricerche per il Mezzogiorno
Banca Intesa a.d. Beograd
Centro Factoring S.p.A.
Finsibi S.p.A.
Fondazione Cassa di Risparmio di Biella S.p.A.
Kpmg S.p.A.
Intesa Casse del Centro
Sofid S.p.A.

QUADERNI PUBBLICATI

- N. 1 *Dionigi Card. Tettamanzi*
**“ORIENTAMENTI MORALI DELL’OPERARE
NEL CREDITO E NELLA FINANZA”**
Introduzione di G. Vigorelli - F. Cesarini - novembre 2003
- N. 2 *G. Rumi - G. Andreotti - M. R. De Gasperi*
**“UN TESTIMONE DELL’APPLICAZIONE DELL’ETICA
ALLA PROFESSIONE: ALCIDE DE GASPERI”**
Introduzione di G. Vigorelli - dicembre 2004
- N. 3 *P. Barucci*
“ETICA ED ECONOMIA NELLA «BIBBIA» DEL CAPITALISMO”
Introduzione di G. Vigorelli - aprile 2005
- N. 4 *A. Ghisalberti*
**“IL GUADAGNO OLTRE IL NECESSARIO: LEZIONI
DALL’ECONOMIA MONASTICA”**
Introduzione di G. Vigorelli - maggio 2005
- N. 5 *G.L. Potestà*
**“DOMINIO O USO DEI BENI NEL GIARDINO DELL’EDEN?
UN DIBATTITO MEDIEVALE FRA DIRITTO E TEOLOGIA”**
Introduzione di G. Vigorelli - giugno 2005
- N. 6 *E. Comelli*
**“IL RUOLO DELLA DONNA NELL’ECONOMIA:
LA TRADIZIONE EBRAICA”**
Introduzione di G. Vigorelli - giugno 2005
- N. 7 *A. Profumo*
“L’IMPRENDITORE TRA PROFITTO, REGOLE E VALORI”
Introduzione di G. Vigorelli - ottobre 2005
- N. 8 *S. Gerbi*
“RAFFAELE MATTIOLI E L’INTERESSE GENERALE”
Introduzione di G. Vigorelli - novembre 2005
- N. 9 *A. Bazzari*
“ASPETTI ECONOMICI DELLA CARITÁ ORGANIZZATA”
Introduzione di G. Vigorelli - dicembre 2005
- N. 10 *L. Sacconi*
“PUÒ L’IMPRESA FARE A MENO DI UN CODICE MORALE?”
Introduzione di G. Vigorelli - febbraio 2006
- N. 11 *S. Piron*
“I PARADOSSI DELLA TEORIA DELL’USURA NEL MEDIOEVO”
Introduzione di G. Vigorelli - aprile 2006

- N. 12 *A. Spreafico*
“MERCATO, GIUSTIZIA, MISERICORDIA: riflessione biblica”
 Introduzione di G. Vigorelli - maggio 2006
- N. 13 *L. Castelfranchi*
“IL DENARO NELL'ARTE”
 Introduzione di G. Vigorelli - giugno 2006
- N. 14 *D. Tredget*
**“I BENEDETTINI NEGLI AFFARI E GLI AFFARI COME VOCAZIONE:
 L'EVOLUZIONE DI UN QUADRO ETICO PER LA NUOVA ECONOMIA”**
 Introduzione di G. Vigorelli - ottobre 2006
- N. 15 *G. Forti*
**“PERCORSI DI LEGALITÀ IN CAMPO ECONOMICO:
 UNA PROSPETTIVA CRIMINOLOGICO-PENALISTICA”**
 Introduzione di G. Vigorelli - dicembre 2006
- N. 16 *V. Colmegna*
**“ASPETTI ECONOMICI E NON DI UNA FONDAZIONE:
 L'ESPERIENZA DELLA CASA DELLA CARITÀ”**
 Introduzione di G. Vigorelli - gennaio 2007
- N. 17 *I. Musu*
**“CRESCITA ECONOMICA E RISORSE ESAURIBILI: LA SFIDA
 ENERGETICO-AMBIENTALE”**
 Introduzione di G. Vigorelli - gennaio 2007
- N. 18 *G. Cosmacini*
**“LA QUALITÀ DELLA MEDICINA TRA ECONOMIA ED ETICA:
 UNA VISIONE STORICA”**
 Introduzione di G. Vigorelli - febbraio 2007
- N. 19 *D. Antiseri*
**“LA «VIRTÙ» DEL MERCATO NELLA TRADIZIONE
 DEL CATTOLICESIMO LIBERALE”**
 Introduzione di G. Vigorelli - marzo 2007
- N. 20 *N. Kauchtschischwili*
“DOSTOEVSKIJ E IL DENARO”
 Introduzione di G. Vigorelli - maggio 2007
- N. 21 *E. Reggiani*
**“BEAU IDÉAL. HARRIET MARTINEAU
 E UNA RAPPRESENTAZIONE DEL CAPITALIST”**
 Introduzione di G. Vigorelli - maggio 2007
- N. 22 *P. Cherubini*
**“STUDIARE DA BANCHIERE
 NELLA ROMA DEL QUATTROCENTO”**
 Introduzione di G. Vigorelli - luglio 2007

- N. 23 *C. Casagrande*
“IL PECCATO DI AVARIZIA NEL MEDIOEVO”
Introduzione di G. Vigorelli - ottobre 2007
- N. 24 *A. Varzi*
“IL DENARO È UN’OPERA D’ARTE (O QUASI)”
Introduzione di G. Vigorelli - novembre 2007
- N. 25 *L. Ormaghi*
**“INTERESSE E ANTROPOLOGIA INDIVIDUALISTA:
IL POSSESSIVISMO ‘MODERNO’”**
Introduzione di G. Vigorelli - dicembre 2007
- N. 26 *R. Rusconi*
**“MONTE DI DENARO E MONTE DELLA PIETÀ
PREDICAZIONE, PRESTITO A USURA E ANTIGIUDAISMO
NELL’ITALIA RINASCIMENTALE”**
Introduzione di G. Vigorelli - marzo 2008
- N. 27 *A. Perego*
**“IL CITTADINO-CONSUMATORE E IL MERCATO:
VITTIMA O PROTAGONISTA?”**
Introduzione di G. Vigorelli - maggio 2008

Finito di stampare Maggio 2008

