

**Rivista: Global & Local Economic Review**

---

**VII**

# Global & Local Economic Review

Six-monthly Review of the Caripe's Foundation

Aut. Trib. PE n. 7 del 14.7.1999, n. 1/2004

Direttore Responsabile

Nicola Mattosco

## EDITORIAL BOARD

NICOLA ACOCELLA, Università degli Studi di Roma "La Sapienza"  
MARIO ARCELLI, Università L.U.I.S.S. di Roma  
GIUSEPPE DE RITA, Presidente Fondazione CENSIS  
MAURO GALLEGATI, Università Politecnica delle Marche - Ancona  
ADRIANO GIANNOLA, Università degli Studi di Napoli "Federico II"  
GIANANDREA GOISIS, Università degli Studi Statale di Milano  
GALEAZZO IMPICCIATORE, Università degli Studi di Roma "La Sapienza"  
PAOLO LEGRENZI, IUAV - Venezia  
NICOLA MATTOSCO, Università degli Studi di Chieti-Pescara  
LUIGI PAGANETTO, Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"  
GUIDO PAGGI, libera Università degli Studi "S. Pio V" di Roma  
VINCENZO PATRIZI, Università degli Studi di Firenze  
MARIA PAOLA POTESTIO, Università degli Studi di Roma "Roma Tre"  
ALBERTO QUADRIO CURZIO, Università "Cattolica del Sacro Cuore" di Milano  
ALDO ROMANO, e-Business Management School ISUFI, Università degli Studi di Lecce  
PIERLUIGI SACCO, IUAV - Venezia  
DOMINICK SALVATORE, Fordham University of New York  
PASQUALE LUCIO SCANDIZZO, Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"  
GIULIANO SEGRE, Università degli Studi di Venezia  
JOSEPH STIGLITZ, Nobel per l'economia, Stanford University of New York  
STEFANO ZAMAGNI, Università degli Studi di Bologna

---

Direzione e Redazione: Corso Umberto I, n. 83 - 65122 Pescara  
Tel. 085/38500931 - Telefax 085/38500933 - Email - [fondazione@caripe.com](mailto:fondazione@caripe.com)

---

**Tutti i diritti relativi agli scritti contenuti nella *Rivista* sono protetti a norma di legge.**

# Global & Local Economic Review

---

Volume VII

2004

---



## SOMMARIO

<b>Jean - Pierre Galavielle</b>	
Esiste una teoria dei mercati finanziari?	Pag. 7
<b>Angelo Antoci-Simone Borghesi-Paolo Russu</b>	
Spese difensive e crescita economica: il ruolo delle aspettative ambientali	" 53
<b>Antonio Troisi</b>	
Introduzione all'economia civile della finanza pubblica	" 79
<b>Luciano D'Alfonso</b>	
San Cetto: i simboli di un martirio nelle dinamiche "glocal"	" 109
Schede bibliografiche	" 115
Notizie sugli autori	" 119
Indice degli articoli pubblicati	" 121



Jean Pierre Galavielle

**ESISTE UNA TEORIA DEI MERCATI FINANZIARI?**

*Abstract*

Ever since the creation of the stock exchange, scientists have tried to endow them with a theoretical representation. Mathematicians endeavoured to demonstrate that the Gaussian character of financial markets should by necessity neutralise any speculative temptation. Astrophysicists went further by referring to the brownian movement. However, economists observe that these markets go alternatively through phases of euphoria and depression. Thus, the question to be asked is to know « how to beat the market ». Some, taking recourse to covariance analysis, recommend portfolio diversification; others prefer a reflex interaction between players and the market; others again establish their theories upon their own experience by being particularly attentive to the intrinsic value of the enterprise, thus drawing a strong dividing line between the investor and the speculator. Gradually, the range of theoretical constructions widens as far as to include chaos on one side and gregarian behaviour on the other. Will the recent introduction of ethical indexes be able to eliminate the doubts concerning the possibility of truly theorizing financial markets?

Key Words: Stock exchange markets, gaussianity, diversification, reflexivity, behavioural finance, chaos, ethic indexes.

Classification JEL : G10, G11, G12, G19, N2

A partire dalla creazione dei mercati borsistici, i teorici si sono sforzati di fornirne una rappresentazione teorica. I matematici hanno tentato di mostrare che le caratteristiche Gaussiane di questi mercati avrebbero dovuto neutralizzare ogni tentativo di speculazione. Gli astrofisici hanno condotto

*Jean Pierre Galavielle*

il ragionamento più lontano, invocando il movimento browniano. Gli economisti tuttavia osservano che questi mercati alternano fasi di euforia a fasi di depressione. Essi si pongono il problema di sapere come «battere il mercato». Alcuni, fondandosi sull'analisi delle covarianze, esaltano la diversificazione dei portafogli; altri propendono verso l'interazione riflessiva dei giocatori del mercato; altri ancora, fondano le loro teorie sulle loro esperienze personali, dedicano un'attenzione tutta particolare al valore intrinseco dell'impresa e mettono in risalto una forte distinzione tra investitore e speculatore. Progressivamente, il ventaglio delle costruzioni teoriche si amplia al punto di comprendere il caos da un lato ed i comportamenti gregari dall'altro. La recente introduzione di indici etici può consentire di eliminare i dubbi sulla possibilità di una vera teoria dei mercati finanziari?

Parole chiave: mercati borsistici, gaussianità, diversificazione, riflessività, finanza comportamentale, caos, indici etici.

Classification *JEL* : G10, G11, G12, G19, N2.



## **Introduzione**

Una branca, oggi ancora dominante, della teoria dei mercati finanziari, si fonda sull'idea secondo cui questi conoscono delle fluttuazioni che, a loro volta, hanno un andamento aleatorio simmetrico di tipo Gaussiano.

Jules Régnault nel 1863 presenta un modello finanziario teorico che ha l'obiettivo di "studiare" le variazioni dei corsi borsistici (la Borsa di Parigi è stata creata nel 1724). L'approccio di Régnault è, a quanto pare, largamente ispirato da una preoccupazione morale (Jovanovic 2000-89): dimostrare "i pericoli del gioco" partendo da un'analisi scientifica.

Régnault continua così gli studi di Adolphe Quételet (*Théorie des probabilités appliquées aux sciences morales et politiques*, 1846) ed arriva ad affermare che la Normale è la sola legge di probabilità degna di tale nome, nella misura in cui, secondo il suo parere, essa regola la totalità dei sistemi sociali "*Le variazioni della Borsa seguono delle leggi matematiche immutabili!*" (Jovanovic 2000-89).

Inoltre, la caratteristica di simmetria intorno alla media comporta che la probabilità di una flessione sia identica a quella di un rialzo: tale legge è dunque giusta dal punto di vista della morale. Ne deriva che la Borsa, nel suo funzionamento quotidiano, è "necessariamente giusta". Dunque ogni tentativo di speculazione riflette una volontà di andare contro la giustizia immanente del sistema!

D'altro canto, nel XIX secolo, la gran parte della capitalizzazione di Borsa è costituita da titoli pubblici o "rendite di Stato", mentre il finanziamento dell'industria nascente è sostanzialmente assicurato da autofinanziamenti o tramite il ricorso alle banche. Soltanto le compagnie ferroviarie emettono obbligazioni garantite dallo Stato, il quale provvede al finanziamento ed alla costruzione delle infrastrutture (strade e stazioni).

Di conseguenza, ogni tentativo di speculazione è condannabile. Gli speculatori, allora definiti "agiotatori", sono considerati dal Codice Napoleonico "nemici dello Stato". La riduzione della rendita, segno di diffidenza nei confronti della politica condotta dai governanti, deve essere evitata ad

ogni costo, e ciò giustifica una legislazione draconiana in materia di operazioni borsistiche.

Per concludere il discorso su Régnauld e Quételet, la Borsa è allo stesso tempo giusta ed equa:

- giusta: gli speculatori (aggiotatori) sono inevitabilmente, prima o poi, rovinati
- equa: tutti gli operatori sono nella stessa situazione nella misura in cui la Borsa obbedisce, attraverso la legge Normale, alle leggi della natura.

### **Legge Normale, andamento aleatorio e movimento Browniano.**

Ripresa da Louis Bachelier, il quale discute nel 1900 una tesi di dottorato dal titolo "Théorie de la spéculation", l'argomentazione di Régnauld è approfondita e sviluppata al punto di estendersi, in seguito, anche alle opzioni ed ai contratti a termine.

L'idea che Bachelier porta avanti è la seguente: " le opinioni contraddittorie relative alle fluttuazioni del mercato sono talmente divergenti che, nello stesso momento, gli acquirenti credono ad un aumento ed i venditori ad una diminuzione dei prezzi". Dunque, ad un dato istante, c'è la stessa probabilità che i prezzi, fondati sulle scommesse degli operatori, aumentino o si riducano. Ciò implica che uno speculatore ha le medesime possibilità di guadagnare o di perdere. Allora, scrive Bachelier, "*l'aspettativa matematica dello speculatore è nulla*". E' proprio questa, a suo parere, la dimostrazione dell'esistenza di un "*gioco equilibrato*".

Per dirla diversamente, i prezzi di mercato non variano se non quando un avvenimento spinge il mercato stesso a cambiare opinione su quello che sarà il prezzo più probabile. Questa affermazione conduce Bachelier a sostenere che "l'ampiezza di una fluttuazione del mercato tende ad aumentare con l'intervallo di tempo durante il quale tale fluttuazione si produce" (Bernstein 1995), e scrive: "*questo intervallo è proporzionale alla radice quadrata del tempo*" (Bachelier), riprendendo, parola per parola, l'espressione formulata da Régnauld.

Tuttavia, egli non esclude affatto che i movimenti del mercato generino un'onda che si autoalimenta: "il mercato reagisce a sé stesso e la fluttuazione attuale è funzione non solamente delle fluttuazioni precedenti ma anche dello stato attuale del mercato" (Bachelier). È forse questa una premessa di ciò che il finanziere Georges Soros chiama riflessività?

Ma se i corsi borsistici variano in funzione della radice quadrata del tempo, il loro comportamento assomiglia a quello delle molecole descritto dal fisico Robert Brown: si tratta del movimento browniano, di cui si attribuisce a Bachelier la formulazione matematica, oggi meglio conosciuta col nome di "moto caotico" (Random Walk). Infatti, è a partire dagli anni '20 che i lavori di Bachelier sono stati oggetto di un'attenzione particolare da parte di grandi economisti e matematici: da J.M.Keynes, Paul Samuelson, Milton Friedman a ... Benoît Mandelbrot ed altri ancora.

Nel 1889, Charles Dow, cofondatore insieme a Jones, di Dow, Jones & Co, diventa primo redattore del *Wall Street Journal*, di cui essi sono fondatori; tale pubblicazione costituisce il rimaneggiamento di *Afternoon News Letter*, creato dagli stessi Dow e Jones. Questo giornale è stato il supporto del primo indice Dow-Jones pubblicato il 3 luglio 1884.

All'epoca, Charles Dow è anche considerato l'autore di una "teoria" che porta il suo nome, la cui idea centrale è la seguente: *"le tendenze che si manifestano nei corsi borsistici, una volta innescate, persisteranno finché il mercato stesso non invierà dei segnali indicatori di un'inversione di tendenza"* (Bernstein 1995).

Dow rende esplicita così la sua idea, nel 1901, nel WSJ: *"Le fluttuazioni dei prezzi, come quelle del mare, non si ritirano in un colpo solo quando hanno raggiunto il punto più elevato. La forza che le mette in moto controlla gradualmente i punti di arrivo ed è necessario attendere qualche tempo prima di poter affermare che la marea ha veramente raggiunto il suo punto massimo"*.

Il famoso indice diventa rapidamente l'indicatore privilegiato della Borsa di New York oltre che l'immagine fedele di *"tutto ciò che c'è da sapere sulla congiuntura economica"* (Bernstein 1995). Si ritiene dunque che questo indice rappresenti correttamente la totalità della situazione economica!

### **La borsa regolata da una legge normale: realtà o credenza?**

Questa domanda è difficilmente aggirabile.

Lo stesso J.M. Keynes si è a lungo occupato di tale questione nel suo «*Traité sur les probabilités*» (1921). Nella sua ricerca, a grandi linee, egli si interroga sulle basi epistemologiche delle probabilità. In altri termini: fino a che punto è possibile fare affidamento su una proposizione data, sapendo che essa si basa su un insieme di conoscenze razionalmente fondate? Queste ultime costituiscono una sorta di «base delle conoscenze», un sistema di riferimento rispetto a cui è possibile stabilire un grado di credenza, una probabilità. La probabilità esprime un grado di credenza razionale. Idea centrale, chiaramente mutuata da Leibnitz quando questi richiama il «*grado di consenso*» nei suoi «*Nouveaux essais sur l'entendement*» (1704). A tal punto che agli occhi di Keynes, «*il probabile è un concetto relativo, il cui sistema di riferimento ultimo è costituito dalla conoscenza*» (C. Schmidt 2002).

Trattandosi di mercati finanziari, J.M. Keynes effettua agevolmente il ricorso alla legge normale, come se fosse frutto di un accordo di normalità che egli stesso definisce «convenzione finanziaria», la quale stabilisce che «*il prezzo di mercato è una valutazione pertinente del valore dei titoli, al momento considerato ed alla luce delle informazioni disponibili*» (A. Orléan 1999). Di modo che l'insieme degli attori del mercato riconosca la legittimità del prezzo così manifestatosi. Il risultato è duplice: tale prezzo socialmente legittimato dà una certa sicurezza ai detentori ed agli eventuali acquirenti.

Tuttavia, la base dell'ipotesi di normalità è rappresentata da un'altra ipotesi, quella di «continuità», ai sensi della quale le variazioni di prezzo nel corso di due istanti successivi sono incrementali, in modo che il prezzo osservato al tempo  $t_0$  sia un ottimo stimatore del prezzo atteso al tempo  $t+1$ . La scarsa ampiezza delle variazioni di prezzo conduce con molta naturalezza all'idea di un'evoluzione armoniosa. Solo un notevole choc delle informazioni potrebbe perturbare questa regolarità.

Egli trova tuttavia che l'osservazione della storia antica e recente dei mercati borsistici mostra che la casualità non è particolarmente gaussiana e che la notevole volatilità osser-

vata invalida l'ipotesi di normalità. Numerosi lavori lo comprovano (B. Mandelbrot 1973, C. Walter 1996 citati da A. Orléan 1999, C. Walter 2003).

Questa constatazione comporta un'estrema confusione poiché, se le fluttuazioni dei valori borsistici non sono gaussiane, ciò significa che è possibile guadagnare o perdere parecchio in molto poco tempo e che, così facendo, il rischio di perdere non è fortemente compensato da quello di guadagnare. Non essendo garantita l'assicurazione di una compensazione al termine di guadagni e perdite, diventa necessario speculare, anche a rischio che la diffusione della speculazione, attraverso la sua influenza sul mercato, conduca a delle previsioni autorealizzatrici.

### **Normalità e Mercati efficienti**

L'ipotesi (credenza) di normalità dava luogo, negli anni '60, allo sviluppo di una trattazione teorica intitolata "Théorie des marchés efficients", che si fonda sull'idea che i prezzi delle azioni riflettano tutta l'informazione disponibile sulle imprese e sull'insieme dell'economia (idea che condannò De Gaulle per la sua celebre espressione: "la politica della Francia non si fa alla Borsa").

La credenza è tuttavia a tal punto persistente che si creano e si sviluppano numerose agenzie di gestione del portafoglio, sulla base, in particolare, di una speranza, quella di "battere il mercato". In effetti, se il mercato è portatore di tutte le informazioni necessarie, esso è anche rivelatore, per sé stesso, dell'evoluzione futura dei prezzi. Tutto sta nel saper percepire in tempo i segnali che esso emette!

I più grandi economisti ci hanno provato ... ed hanno fallito.

Come Irving Fisher, che il 15 ottobre 1929 scrisse "*da qui a qualche mese mi attendo di vedere il mercato ad un livello molto superiore a quello attuale*" ... mancavano esattamente 10 giorni al grande tracollo! (Bernstein 1995, riprendendo Galbraith 1972).

Irving Fisher non è stato l'unico a sbagliare. Tutti gli studi effettuati su questo argomento dimostrano che sono molto rari i casi in cui i gestori di portafoglio hanno potuto battere

il mercato in maniera evidente e significativa.

Ma allora, se il mercato è così efficiente, perché tentare di batterlo? È meglio consegnarsi ad esso, visto che non è possibile fare di meglio in modo duraturo!

Fama ritiene che, in media, l'informazione si diffonde così rapidamente che il mercato nel suo insieme ne sa più di qualunque investitore individuale. Ne deriva che, in un mercato efficiente, i prezzi riflettono immediatamente tutta l'informazione disponibile e che una serie di variazioni nello stesso senso (una tendenza) è molto meno probabile che un susseguirsi di variazioni casuali (*random walk*).

Fama pone dunque tre domande:

- I. È possibile trovare una strategia che consenta di battere il mercato?
- II. È possibile trovare un'informazione migliore o che fornisca dei risultati migliori?
- III. È possibile trovare delle azioni che battano regolarmente una selezione casuale?

Se la risposta a queste tre domande è negativa, il mercato è ritenuto efficiente perché ben riflette tutta l'informazione disponibile.

Ma alcune questioni non sono tuttavia risolte: un mercato efficiente è necessariamente un mercato razionale? L'informazione che esso offre è sempre pertinente e rappresentativa dell'economia reale? Gli attori del mercato non sono forse animati da sentimenti di ottimismo o di depressione collettiva?

Fino ad allora, la teoria standard, nella sua versione iniziale, riteneva che gli scarti eventualmente constatati tra il prezzo di mercato ed il «vero prezzo» derivante dagli elementi fondamentali dell'impresa, fossero il risultato di comportamenti irrazionali di alcuni attori del mercato. Così nascerebbero le bolle speculative. A. Orléan (1989) ha mostrato che non c'è contraddizione tra la comparsa delle bolle speculative e la razionalità delle anticipazioni. Egli sviluppa l'idea del «contagio mimetico», osservando che «instabilità del mercato e uniformità del giudizio vanno di pari passo». Per dirla in modo diverso, riprendendo proprio i suoi termini, esiste una «razionalità mimetica», per di più modellabile. La conclusione

di A. Orléan è chiara: «*Il processo mimetico, dal momento in cui la variabilità del fenomeno da prevedere diventa eccessiva, conduce ad una diversità di opinioni inferiore rispetto a quella che prevederebbe nelle situazioni classicamente descritte dalla teoria economica. Questa dinamica può sfociare in situazioni di unanimità. In generale, queste situazioni danno luogo a delle bolle finanziarie, poiché l'opinione unanimemente diffusa si distacca dal valore fondamentale*».

Ma gli studi sulle possibilità di battere il mercato mobilitano da molto tempo numerosi economisti: Cowles, Sharpe, Jensen etc..., indipendentemente dalla questione dei legami tra razionalità ed efficienza.

Tutti si interessano al ruolo essenziale che il fattore rischio ricopre nella determinazione della redditività di un investimento. Sharpe stabilisce una relazione tra la volatilità di un'attività finanziaria ed il mercato sul quale essa è contrattata. Egli va, in qualche modo, alla ricerca di una teoria in grado di dare un significato reale al legame tra il prezzo di un'attività finanziaria ed il rischio ad essa connesso. Afferma infatti, già dal 1961 (Sharpe 1964), che i rendimenti dei titoli sono legati gli uni agli altri "unicamente in virtù di una relazione comune con un fattore sottostante di base". È il "Rischio sistemico" che egli rappresenta nel suo modello di partenza attraverso il simbolo  $\beta$ . Questo simbolo indica in quale misura le variazioni di un'attività finanziaria sono in armonia con quelle di ciò che Sharpe chiama "la combinazione dominante", che può rappresentare il mercato stesso. È dunque il " $\beta$ " che determina l'indennità di rischio! Se gli operatori mediano tra redditività e rischio, le azioni a basso  $\beta$  saranno preferibili, mentre le azioni ad alto  $\beta$  verranno negoziate ad un prezzo molto basso, a mo' di indennità di rischio. È probabile che questo processo, estendendosi, converga verso un equilibrio di mercato. Nella prospettiva del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM, in francese: MEDAF), la redditività attesa di un'azione dev'essere almeno uguale al tasso d'interesse dei titoli di debito pubblico. Ne consegue che il mercato delle azioni deve offrire un'indennità di rischio significativa in considerazione dei tassi delle attività senza rischio. Inoltre, lo scarto tra l'indennità di rischio di una par-

ticolare azione e quella che caratterizza il portafoglio di mercato, è determinato dal  $\beta$  di questa azione, cioè dalla sua volatilità, paragonata a quella del mercato (Bernstein 1995). Tuttavia, alla fine del suo articolo, Sharpe nota che “solo la sensibilità del tasso di redditività di un’attività finanziaria al livello di attività economica importa ai fini della valutazione del suo rischio”. Egli afferma così il suo profondo attaccamento ai segnali dell’economia reale!

### **Dal mercato efficiente al portafoglio efficiente.**

Il tema del mercato efficiente è stato affrontato molto prima da Markowitz, che pubblica nel numero di marzo 1952 del *Journal of Finance* un articolo intitolato «*Portfolio Selection*», che gli assicurerà definitivamente la notorietà.

Nel corso di questo articolo, Markowitz afferma la robustezza della relazione Redditività-Rischio e mostra in quali condizioni gli investitori possono arrivare a conciliare la loro speranza di ottenere la massima redditività possibile minimizzando il rischio. È la teoria del Portafoglio efficiente, che suggerisce di combinare, nella giusta misura, attività rischiose con attività considerate prive di rischio. Questa strategia di diversificazione verrà parecchio discussa molto prima addirittura dei lavori di Markowitz, poiché già nel 1942 Keynes manifestava seri dubbi nei confronti di questa pratica che cominciava ad emergere in nome del semplice buon senso: “non mettere tutte le uova nello stesso paniere”!

Il merito effettivo di Markowitz è soprattutto quello di aver teorizzato e concettualizzato tecnicamente il principio del portafoglio efficiente evidenziando il principio seguente: “Evitare d’investire in titoli che hanno covarianze reciproche elevate” (Markowitz 1952).

In effetti, il rischio che si cerca di ridurre è quello della volatilità dei corsi, la quale si misura attraverso la loro dispersione intorno alla media, cioè tramite la loro varianza.

In generale, le azioni presentano una varianza relativamente forte. È necessario tuttavia fare una differenza: è stato possibile osservare durante lunghi periodi che le imprese giovani o produttrici di beni con una forte elasticità ai prezzi, hanno una notevole varianza, mentre le imprese che pro-



ducono beni indispensabili hanno una varianza debole.

D'altra parte, le obbligazioni pubbliche degli Stati solventi hanno una varianza molto bassa tranne che nei periodi di crisi sul mercato azionario, quando gli investitori cercano dei titolirifugio.

Un portafoglio efficiente si fonderà dunque sulla diversificazione e non dovrà mai comprendere dei titoli con una forte covarianza.

Inoltre Markowitz distingue il rischio connesso ad una particolare azione da quello relativo all'insieme di un dato portafoglio: *"Il rischio connesso ad un portafoglio dipende dalla covarianza delle attività finanziarie da cui esso è costituito e non dalla media dei rischi di queste differenti attività"*.

Egli riconosce tuttavia che una combinazione di attività finanziarie particolarmente rischiose può determinare, nonostante tutto, un portafoglio a basso rischio, purché i prezzi di queste attività non si modificino di concerto. È dunque sufficiente che queste attività manifestino una bassa covarianza.

Tutto sta nel sapere se gli investitori presi individualmente sono in grado di valutare istantaneamente, *"à la corbeille"*, i rischi dei vari titoli e la relativa covarianza quando vengono considerati come portafoglio.

Se Markowitz si è chiesto quale sia, dal punto di vista dell'investitore, la composizione del portafoglio ottimale, il punto di vista di Modigliani e Miller ne costituisce lo "specchio", nella misura in cui, ponendosi dal lato dell'impresa, essi si domandano come questa debba fare ad emettere titoli che le consentiranno di raggiungere l'equilibrio ottimale tra capitali propri ed indebitamento.

È questo il problema dell'equilibrio tra i diritti degli azionisti e quelli dei creditori.

Modigliani e Miller (1958) affermano che *"il valore di mercato di un'impresa è indipendente dalla sua struttura finanziaria"*, nella misura in cui il valore dell'insieme delle obbligazioni e delle azioni di un'impresa dipende sempre dal suo potenziale di guadagno e dai rischi a cui essa è esposta. Più precisamente, la domanda che deve essere posta è la seguente: *"Questo progetto farà crescere i prezzi delle azioni dell'impresa?"*

Se la risposta è positiva, bisognerà realizzarlo (Bernstein 1995).

Ragionare in questi termini vuol dire, in effetti, negare ogni significato al famoso rapporto *Capitali di debito/Capitali propri*.

Le idee di Modigliani e Miller hanno fatto e continuano a far discutere non tanto dal punto di vista della coerenza interna ma piuttosto da quello del realismo, specialmente quando nel ragionamento viene introdotta la tassazione. L'effetto della leva fiscale conduce ad accrescere i benefici per il profitto degli azionisti e questo dovrebbe incrementare il valore delle imprese coinvolte. Ciò porta a sostenere che la struttura finanziaria abbia una forte influenza!

Per di più questo dibattito oggi acquista di nuovo un certo rilievo, visto che si assiste ad un crollo delle azioni in Borsa, dovuto in gran parte agli indebitamenti eccessivi connessi al notevole incremento delle acquisizioni, causato, a sua volta, dal forte deprezzamento delle attività finanziarie.

Tutto questo discorso per ritornare allo stesso punto: è il mercato che determina il valore delle imprese, poiché esso è per definizione in equilibrio.

In questo insieme di ipotesi, fondato su una "*random walk*", tutto accade come se il mercato borsistico fosse un gioco a somma nulla: nessuno può arricchirsi o impoverirsi senza che ciò non rappresenti uno svantaggio o un vantaggio altrui.

E allora si vergognino coloro a causa dei quali avviene lo scandalo! Fu una grande sorpresa quando Black e Scholes scoprirono che "*né il rischio né i rendimenti attesi, i due elementi essenziali del CAPM, intervenivano alla fine dei conti nell'equazione. Il rischio e i rendimenti sparivano entrambi perché si annullavano a vicenda*" (Bernstein 1995). Le differenze di rendimento tra i titoli sono infatti annullate dalle loro differenze di rischio. Il cataclisma è vicino!!!

Tuttavia, sussiste un problema maggiore: quello della legge statistica utilizzata nei modelli che considerano il rischio; si tratta della legge Normale.

### **Le contestazioni alla legge Normale**

Nel 1959 un astrofisico, M.F.M. Osborne, pubblica un articolo dal titolo "*Brownian Motion in the Stock Market*", e dimostra che l'analisi statistica applicata allo studio di un insieme di molecole si adatta perfettamente ai corsi borsistici!

Gli studi di Osborne confermano le caratteristiche del moto Browniano: *l'intervallo di tempo in cui i prezzi tendono a fluttuare, aumenta con la radice quadrata del tempo.*

Egli insiste inoltre su un punto di notevole importanza: i livelli assoluti dei corsi borsistici non hanno alcun significato per sé stessi. Ciò che conta sono le loro variazioni, poiché esse rappresentano variazioni di ricchezza che costituiscono, a suo parere, la base del ragionamento dell'acquirente di titoli.

Si potrà ritrovare questa idea in Benoît Mandelbrot. Questi ha affermato, in un primo momento, che i corsi borsistici fluttuavano in un modo talmente incostante da non obbedire ad alcuna legge statistica identificabile con la Normale. È la stessa base della teoria del caos.

Il principio della legge Normale come metodo affidabile di stima o di rappresentazione delle fluttuazioni borsistiche e del rischio ad esse connesso, comincia a riscontrare dissenso. Questa situazione ha più origini.

Alcuni continuano a sfruttare l'indirizzo della ricerca matematica: è, in particolare, il caso di Benoît Mandelbrot nei suoi studi sui *frattali*; altri sviluppano il tema della *riflessività*, come Georges Soros, oppure manifestano una sfiducia totale verso quei metodi che tendono a confondere investimento e speculazione e privilegiano il valore intrinseco dell'impresa, come Warren Buffet. Altri, infine, si occupano del tema della *finanza comportamentale*.

### **Peters e Mandelbrot: dai « Sintomi » ai Frattali**

I lavori di E.E. Peters (1994) e di Benoît Mandelbrot (1995 e 1997) costituiscono un primo tipo di contestazione della validità della rappresentazione delle fluttuazioni borsistiche attraverso una legge Normale.

Riguardo al problema dell'informazione, Peters nel 1994 già propone di sostituire all'ipotesi di efficienza dei mercati

la *"Fractal Market Hypothesis, Ipotesi dei mercati frattali"* secondo cui *"l'informazione viene valutata secondo l'orizzonte d'investimento di ciascun investitore. Poiché, secondo i differenti orizzonti d'investimento, l'informazione non viene valutata allo stesso modo, la diffusione dell'informazione non sarà omogenea. Ad un momento dato, i prezzi possono non riflettere tutta l'informazione disponibile ma solamente quella importante rispetto a questo orizzonte d'investimento"* (Peters 1994 come citato da Sauvage 1999).

Tuttavia, a partire dagli anni settanta, Benoît Mandelbrot (1973) effettuava una prima constatazione, quella dell'omoteia interna delle rappresentazioni dei corsi borsistici. In base al punto di vista in cui l'osservatore si situa, se si considera una serie di corsi borsistici osservati lungo una giornata, minuto per minuto, il profilo ottenuto assomiglia in tutto a quello di una serie annuale osservata giorno per giorno, o a quello di una serie che si estende su 50 anni con un rilevamento mensile. Queste tre rappresentazioni dimostrano una invariabilità a prima vista sorprendente. Tale invariabilità di scala assomiglia molto a quella degli oggetti frattali messa in evidenza da Mandelbrot. Relativamente ai mercati finanziari, egli illustra la sua idea attraverso due immagini oggi divenute celebri: il filo del rasoio e la costa della Bretagna (Mandelbrot 1997).

Il ragionamento è il seguente: "il sistema classico per calcolare la casualità è quello di una serie di numeri ottenuta tirando un dado. La probabilità di 2 è molto variabile (fenomeno aleatorio), ma su un grande numero di tiri questa probabilità sarà molto vicina ad  $1/6$  (regolarità non aleatoria)...(così avviene per) l'idea che ci si fa del filo di una lama ben affilata. Tale filo appare straordinariamente irregolare al microscopio, ma assolutamente dritto ad occhio nudo. Non ci si preoccupa di immaginare la direzione del taglio a partire dal frammento ultimo, anche se il taglio è una proiezione ben più grande del frammento stesso ... si compiace così Cartesio scomponendo la difficoltà: si studia prima la tendenza (che è rettilinea) e poi vi si sovrappongono le fluttuazioni".

Per quanto riguarda la costa della Bretagna, il concetto è molto simile: un aereo situato ad un'altezza notevole con-

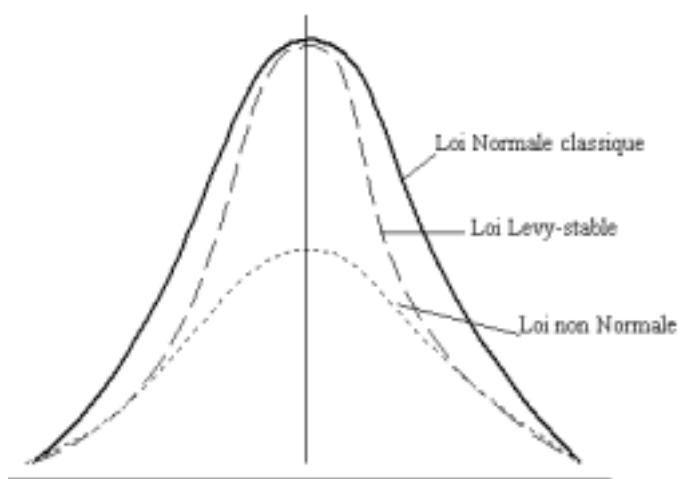
sente di vedere la costa bretona in forma di un semplice tratto. Più l'aereo scende e più si rendono visibili i dettagli della costa, che, se sommati, dimostrano che la costa bretona è molto più lunga di quanto non faccia pensare il semplice tratto. Non è dunque corretto pretendere di rappresentare la costa bretona con un semplice prolungamento di questo tratto.

In effetti l'intenzione di Peters come quella di Mandelbrot è mostrare che la forma molto generale della curva Gaussiana non è in grado di rappresentare la realtà delle fluttuazioni borsistiche e, ancora meno, di alimentare delle previsioni: *«Io sospetto che le caratteristiche matematiche dell'economia siano profondamente differenti da quelle della fisica classica»* (Mandelbrot 1973-2).

Lo stesso dicasi per la rappresentazione delle fluttuazioni borsistiche secondo cui vengono considerate la variazione dei valori o quella dei valori espressi in percentuale. E Mandelbrot afferma la "non gaussianità in Finanza" dopo aver fortemente criticato questo metodo di approssimazione: *«Le campane continue rappresentano la pretesa interpolazione gaussiana dei dati ...Ma l'esame dei fatti dimostrava il contrario: funzioni discontinue e fluttuazioni completamente opposte»* (Mandelbrot 1997). Gli argomenti non mancano affatto. Innanzitutto, l'esistenza di un «Sintomo di discontinuità»: *«mentre le curve postulate dal movimento browniano sono continue, quelle riscontrate nella realtà non lo sono affatto. Ora, ogni volta che un prezzo subisce una forte discontinuità, un nuovo punto si aggiunge alle code della distribuzione dei cambiamenti di prezzo. L'istogramma dei cambiamenti di prezzo deve esibire delle code fitte»*. Tale questione, anche definita «delle lunghe code» richiama delle rappresentazioni di curve «pseudo-gaussiane», nel senso che esse appaiono relativamente piatte («Fat tail») e molto allargate rispetto ai valori centrali. Queste rappresentazioni si caratterizzano per una scarsa densità di probabilità (Curtosi elevata), che significa che la legge dei grandi numeri non si verifica più e che la correlazione non converge. Non è dunque possibile, in questo contesto, stimare le variazioni dei valori borsistici attraverso una legge normale classica.

Le osservazioni effettuate da Mandelbrot si riferiscono a delle distribuzioni definite dalle «code lunghe», sintomatiche della discontinuità dei prezzi. Inoltre, l'introduzione del tempo apporta un peso ulteriore alla dimostrazione precedente: «il tempo economico può essere al massimo suddiviso in secondi, e si sa che nel tempo discreto, la nozione matematica di continuità perde senso» (Mandelbrot 1973-2)

Fig. 1



Al contrario, Mandelbrot afferma che una buona normalità delle variazioni dei corsi borsitici sarebbe quella che si avvicinasse, piuttosto, alle curve dette «stabili di Lévy», che unirebbero una forte densità di probabilità (i fianchi della curva sono molto più stretti), alla presa in considerazione dei valori estremi (le code della distribuzione sono molto allungate).

Sembra allora abbastanza chiaro che l'investitore di borsa deve essere particolarmente attento all'andamento della curva a campana. La curtosi e l'inclinazione delle curve delle variazioni dei corsi sono oggetto dell'attenzione dei gestori di portafoglio. Quindi, il piccolo investitore isolato può ipotizzare di massimizzare il suo guadagno, non adottando un comportamento dettato dalla curva a campana, ma praticando un gioco che segue molto da vicino le fluttuazioni del mer-

cato, cosa che significa dedicare la maggior parte del proprio tempo e della propria capacità di informazione a questa attività, in modo da essere in grado di acquistare nelle fluttuazioni a rialzo e di vendere in quelle a ribasso. Il guadagno sarà tanto più elevato quanto più le operazioni si faranno precise al secondo. Solamente il limite temporale che separa le operazioni può costituire un ostacolo al numero di queste ed alla loro frequenza.

Nell'entusiasmo della sua riflessione sulla normalità, Mandelbrot sarà portato a distinguere due forme di azzardo: uno sarà reputato *involontario* (il filo del rasoio), l'altro sarà definito *selvaggio*, (la costa della Bretagna). Il primo consente la costruzione di una tendenza su cui si sovrappone una fluttuazione; il secondo è molto irregolare perché sia possibile effettuare la stessa operazione, anche se in questo caso, l'irregolarità rivela una omotetia statistica interna: «*una curva matematicamente stazionaria può essere anche irregolare quanto la costa della Bretagna*» (Mandelbrot 1973-1).

A partire da queste osservazioni, Mandelbrot sviluppa il suo modello chiamato «M 1972» o MMAR, ossia «Multifractal Model of Asset Returns», che egli presenta come un modello di «movimento Browniano seguito in un tempo multifrattale».

I frattali sono oggetti «*irregolari, rugosi, porosi o frammentati ...che hanno la stessa forma sia visti da vicino che da lontano. Nel contesto finanziario, la frattalità postula una variabilità identica a tutte le scale*» (Mandelbrot 1997).

Quindi, la geometria frattale, figlia del caos, permetterebbe di mettere in evidenza delle regolarità all'interno dei sistemi non lineari. Ciò significa che i sistemi caotici, inizialmente sottomessi al caso, obbedirebbero in realtà a delle leggi che guiderebbero le loro strutture. In tal modo, tramite l'invariabilità di scala, garante della conservazione dell'ordine e della regolarità, i sistemi caotici stabilirebbero il legame tra le scale micro e le scale macroscopiche.

Tuttavia, specialmente nella materia finanziaria, l'interrogativo della stabilità nel tempo delle strutture frattali resta posto: il frattale al tempo  $t+1$  è strutturalmente identico al frattale del periodo precedente  $t$  ?.

### **Georges Soros e la Riflessività.**

Georges Soros è conosciuto dal pubblico soprattutto per i suoi successi in Borsa: +35 % all'anno tra il 1969 ed il 1995! 100.000\$ affidatigli nel 1969 sarebbero diventati 215 milioni di \$ nel 1995!

Questo aspetto del personaggio, per quanto aneddótico e spettacolare, non è tuttavia il più interessante dal punto di vista dell'analisi della teoria dei mercati finanziari.

Nel 1987 Soros pubblica un'opera più volte ristampata e tradotta in francese nel 1998, dal titolo "The Alchemy of Finance". Quest'opera non costituisce un libro di ricette borsistiche.

Essa è un resoconto dell'approccio teorico del suo autore rispetto ai mercati finanziari.

L'idea principale è la seguente: l'osservazione che ognuno di noi può fare di uno stato del mondo include una serie di distorsioni tali che la nostra visione del mondo non è mai totalmente identica alla realtà dello stato di questo mondo. Così che *"Per avvicinarsi alla comprensione, è necessario essere in grado di effettuare una distinzione tra soggetto ed oggetto. Tuttavia, nel nostro caso, le due cose ne fanno una sola"*.

In effetti, Soros mette in evidenza un aspetto molto importante, che condiziona tutta la validità del suo ragionamento. Il principio di una visione fortemente distorta riguarda solo i campi in cui l'individuo fa naturalmente parte dell'oggetto osservato, vale a dire le scienze umane e sociali. Le scienze naturali non sono coinvolte, secondo il suo parere, nella misura in cui l'osservatore non è direttamente implicato nell'oggetto osservato. Certamente, è sempre possibile commettere degli errori nell'osservazione delle scienze della natura, ma questo non cambia il corso delle cose: una cattiva spiegazione del meccanismo che dà luogo alle maree, nulla toglie alla loro esistenza; la convinzione della piattezza della terra non ha cambiato niente alla realtà della sua sfericità, ecc... Nel campo delle scienze sociali, funziona tutto diversamente: i fatti sono sempre sottoposti ad una interpretazione, che a sua volta produce degli effetti sulla realtà stessa. È questo il *principio della riflessività*. La distorsione che separa la realtà dalla sua percezione dà luogo a due relazioni causali distinte (Sauvage 1999):



Sia dato uno stato  $x$ . La percezione di questo stato da parte dell'osservatore, necessariamente distorta, è  $y$ , in modo che la relazione tra la percezione dello stato e lo stato stesso può essere scritta:  $y = f(x)$ .

Tuttavia, è sulla base di questa percezione  $y$  che l'operatore prenderà delle decisioni che modificheranno, di conseguenza, la situazione di partenza. In questo modo si viene a creare una seconda relazione, nella quale la realtà diventa funzione della nostra percezione, e può essere così rappresentata:  $x = \Phi(y)$ . Ne deriva la seguente coppia di equazioni:

$$y = f[\Phi(y)]$$

$$x = \Phi[f(x)]$$

È questa interdipendenza dinamica tra percezione e realtà che Soros definisce *riflessività*. Essa ha poi due risvolti: una percezione distorta ed un'azione distorta.

Così le distorsioni si succedono le une alle altre, facendo sì che i mercati siano fondamentalmente instabili; tale instabilità produce un processo perpetuo ed aperto, insomma un processo storico!

Inoltre, questo processo fatto di ricorsi è molto simile a quello che solitamente viene definito *feedback*.

Si sa anche che la combinazione di relazioni fatte di ricorsi e di feedback è alla base dei sistemi caotici (Sauvage 1999). Ma la stabilità delle leggi fisiche che conduce ad un caos deterministico, si applica al dominio delle scienze sociali?

Inoltre, come si manifesta la Riflessività sui mercati finanziari? I prezzi delle azioni non smettono di fluttuare. Come si può spiegare questa instabilità permanente?

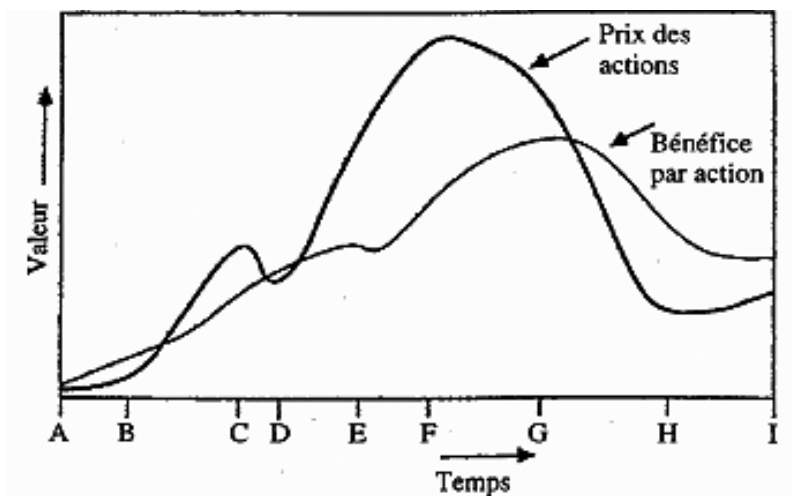
Essa è il risultato del connubio di tre meccanismi:

- la situazione delle componenti fondamentali dell'impresa. Certamente queste sono lontane dal determinare esse sole il valore dell'azione. Ma devono tuttavia essere prese in considerazione in quanto "sottostanti";
- le distorsioni della percezione;
- le distorsioni d'azione, che possono a loro volta modificare le componenti fondamentali e la percezione.

Jean Pierre Galavielle

*“Un buon esempio di questa combinazione è la previsione auto-realizzatrice: la percezione modifica le componenti fondamentali, le quali tendono a raggiungere dei livelli che, a loro volta, giustificano la percezione” (Sauvage 1999).*

Fig. 2  
La réflexivité sur le marché des actions



Source: G. Soros, *L'alchimie de la finance*

Soros sostiene quindi l'esatto contrario della teoria classica: *“il prezzo di un'azione non riflette le componenti fondamentali dell'impresa e, se si discosta dal suo valore principale, non tende necessariamente a ritornarvi”* (Sauvage 1999).

*“Inizialmente, il mercato non è ancora consapevole della nuova tendenza, ma essa è sufficientemente forte da tradursi in una crescita dell'utile per azione (AB). Poi il mercato prende coscienza del rovesciamento, il prezzo dell'azione sale, e ciò comporta un rafforzamento della tendenza (BC). La comparsa di una correzione borsistica (CD) non chiama di nuovo in causa la crescita dell'utile per azione. Il prezzo dell'azione riprende la sua crescita in maniera tanto più notevole da avere come effetto il rafforzamento della tendenza sottostante (DF). Ma, in F, le previsioni sono diventate esageratamente ottimistiche. Il prezzo dell'azione si riaggiusta*

*diminuendo (FG), e la tendenza sottostante comincia così a sfumare, accentuando di altrettanto la riduzione. Nell'ultimo stadio, il pessimismo ha raggiunto un massimo, ed il prezzo dell'azione comincia a stabilizzarsi. È questo un esempio di relazione dinamica tra prezzo dell'azione, valore fondamentale e distorsioni" (Sauvage 1999).*

Quindi, per semplificare, se la curva sottostante rappresenta l'evoluzione dell'utile per azione e la si confronta con l'evoluzione del prezzo delle azioni, lo scarto che separa le due curve misura la distorsione degli attori del mercato.

Riassumendo, il senso della trattazione di Georges Soros è che una decisione d'acquisto di azioni unicamente fondata sulle componenti fondamentali rischia di essere molto pericolosa; è indispensabile dunque avere una buona conoscenza delle distorsioni esistenti tra le componenti fondamentali e la percezione che di esse ha il mercato (Sauvage 1999).

### **Valore intrinseco in luogo del valore di Borsa: Warren Buffet**

Warren BUFFET ha costruito la sua fortuna, stimata nel 1998 di circa 40 miliardi di dollari, investendo il suo denaro in Borsa. Si aggiunge così alla lista di coloro che rappresentano una secca e regolare smentita ai sostenitori della teoria dell'efficienza dei mercati e della "random walk". Nato nel 1930 a Omaha, in Nebraska, egli inizia i suoi studi alla Columbia Business School e ritorna qualche anno più tardi nella città natale per collocarvi i suoi uffici, lontano dai tumulti permanenti di Wall Street! Il "metodo Warren Buffet" non è mai stato oggetto di una pubblicazione specifica. È nel corso dei rapporti annuali della Berkshire Hathaway, industria tessile in declino, in cui egli comincia ad acquistare delle partecipazioni a partire dal 1962 per prenderne poi il controllo qualche anno più tardi, che è possibile cogliere la lenta elaborazione dei suoi principi d'azione. Nel 1985 egli abbandona definitivamente l'attività tessile e riorienta l'impresa verso le assicurazioni! In effetti, nel 1967, Berkshire Hathaway ha acquistato a basso prezzo due compagnie di assicurazione, la National Indemnity Company e la National Fire and Marine Insurance Company.

E così Warren Buffet diventa assicuratore! Il suo grande successo in questo settore raddoppierà in seguito a grandi successi finanziari, molto spesso ottenuti tramite operazioni che andavano contro-corrente rispetto alle tendenze dominanti!

In effetti è proprio questa la particolarità di Warren Buffet, il non lasciarsi mai guidare dal "main stream".

Egli attinge i grandi principi della sua azione da due grandi esperti: Benjamin Graham (1894-1976) ed in misura minore, Philip A. Fisher (1908...).

Il primo, padre fondatore della "*value school of investing*", pubblica, tra le altre, due opere ancora considerate come bibbie, sia per gli investitori individuali che per i grandi professionisti di Wall Street: *Security analysis*, 1934, e *The intelligent investor, a book of practical counsel*. (1949). Da queste opere Warren Buffet trae un primo insegnamento fondamentale: è assolutamente necessario distinguere tra investimento e speculazione.

Al contrario della speculazione, i cui dati sono particolarmente volatili, l'investimento si distingue per il suo orizzonte a medio e lungo termine, ed è oggetto di un'analisi attenta e dettagliata da parte dell'impresa, inquadrata nel suo campo di attività: costi di produzione, quote di mercato, stato della società e prospettive a medio e lungo termine. Il secondo problema che si pone è quello di sapere a quale prezzo bisogna accettare di acquistare. La risposta è semplice e costituisce la prima regola: bisogna acquistare società sottovalutate rispetto al loro valore intrinseco.

La seconda regola è quella di cercare delle società mal valutate dal mercato, e ciò significa che bisogna interessarsi da vicino ad imprese il cui "*Price Earning Ratio*" è particolarmente basso.

È dunque chiaro che è necessario abbandonare ogni tentativo di previsione di un corso borsistico e concentrare la propria attenzione sulla valutazione del valore fondamentale o intrinseco dell'impresa considerata.

Da Philip Fisher che pubblica per la prima volta nel 1958 "*Common Stocks and uncommon profits*", egli mutuò l'idea secondo cui bisogna ricercare le imprese che anno un poten-

ziale di crescita superiore alla media osservata. Ciò implica l'acquisizione di una buona conoscenza multidimensionale delle attività considerate.

La combinazione di queste esigenze e di questi insegnamenti (Graham - Fisher) conduce Warren Buffet a fare in modo che il suo portafoglio non includa generalmente più di 10 società, di cui appena la metà rappresenta la maggior parte del valore del suo portafoglio.

Si è ben lontani dai consigli classici della grande diversificazione cara alla teoria dominante.

Le basi principali del "metodo" Buffet si caratterizzano, in sintesi, per tre punti essenziali:

1. Rifiuto dell'idea che i mercati finanziari sono efficienti
2. Poiché il mercato è il luogo privilegiato dell'irrazionalità, è necessario essere totalmente indifferenti alle fluttuazioni borsistiche quotidiane
3. La Borsa non è in alcun modo il criterio di valutazione dell'opportunità delle decisioni d'investimento.

Per riassumere, riprendendo l'affermazione di Gérard Sauvage (1999) nel commentare Warren Buffet, *"per guadagnare del denaro in Borsa, non bisogna acquistare e gestire un portafoglio di valori mobiliari, ma costituire un portafoglio di partecipazioni industriali che offrano un rendimento sufficiente"*.

Ma se il valore intrinseco rappresenta il criterio fondamentale, come fare a valutarlo?

È sempre possibile, in un primo approccio, accontentarsi del valore netto dell'attività finanziaria. Tanto vale parlare di liquidazione! L'obiezione è immediata: perché investire in un'impresa per poi metterla in liquidazione?

È anche possibile procedere per confronto e valutare una società rispetto alla situazione delle imprese concorrenti. Si tratta di una valutazione molto rischiosa se presa in considerazione da sola. Chi dice che le altre imprese siano esse stesse ben valutate?

Il solo metodo accettabile agli occhi di Warren Buffet consiste nel valutare la ricchezza generata rispetto ad un orizzonte dato. Ciò vuol dire calcolare il valore attualizzato dei flussi di cassa netti secondo un tasso correttamente anticipato, generalmente il tasso di rendimento delle obbligazioni di

Stato a lungo termine. Ma questo non sembra particolarmente originale!

Ciò che di importante bisogna osservare è che Warren Buffet ragiona come un capitano d'industria e non come un operatore di Borsa. Ciò comporta per lui il vantaggio di potersi tenere a distanza dai dibattiti ricorrenti che vedono scontrarsi i sostenitori dei valori di rendimento [Value Stocks (Price Earning Ratio (PER) basso e rendimento elevato: causato da dividendi elevati)] contro coloro che si fondano sui valori di crescita [Growth stocks (PER elevato e rendimento basso: causato da plusvalenze sul capitale)]. Egli predilige dunque gli insegnamenti che trae dalle sue osservazioni, perché ciò gli sembra provenire dal semplice buon senso. Per questo motivo, le sue scelte cadranno su delle società che producono beni poco sofisticati, indispensabili o percepiti come tali, dunque poco sensibili alle congiunture economiche, poco sostituibili e con un marchio molto noto. L'esempio tipico è quello della Coca Cola! (Gérard Sauvage, 1999).

A questi criteri si aggiungono delle considerazioni relative all'idea che egli ha del "buon management": razionalità, indipendenza ed onestà.

Tutte queste considerazioni non impediscono a Warren Buffet di mettere all'opera una piccola serie, molto personale, di quattro indici, che ai suoi occhi hanno il vantaggio di non mischiare due questioni troppo spesso confuse: il valore di un'impresa ed il prezzo delle sue azioni in borsa. Quali sono?

1. Il tasso di rendimento dei capitali propri, ossia il rapporto tra Risultato di gestione e capitali propri, con il numeratore epurato dai possibili valori finanziari e dalle operazioni che possono presentare un carattere eccezionale. Questo tasso deve essere stabilmente accresciuto (su un periodo di almeno cinque anni), in modo "naturale", ossia essere il risultato di un successo in quella attività e non di un ricorso all'indebitamento o di un aumento momentaneo del valore borsistico di un portafoglio di titoli. Verranno dunque scartate le imprese eccessivamente indebitate.
2. Il Surplus Economico (Owner's Earnings), ossia l'RBE,

senza considerare le perdite ed i profitti eccezionali. Si tratta dunque *“della somma del reddito operativo netto e degli ammortamenti dopo la deduzione delle spese in conto capitale necessarie al mantenimento della posizione della società”* (Gérard Sauvage, 1999).

3. Il margine di profitto, ossia il rapporto tra profitto e vendite. Più questo rapporto è elevato e più possibilità ci sono che le spese generali siano piuttosto contenute, dal momento che le spese correnti non devono essere per forza, sistematicamente, rinnovate.
4. Il ritorno borsistico sull'utile reinvestito (The One Dollar Premise), ossia il rapporto osservato in maniera durevole tra la crescita della capitalizzazione borsistica e la somma degli utili non distribuiti. Se la rinuncia ad 1 euro di dividendo si traduce in una crescita di almeno un del valore borsistico dell'azione, la conclusione per la società potrà essere positiva.

Quali conclusioni trarre dall'approccio di Warren Buffet?

Il primo atteggiamento che si coglie è quello di un rifiuto del conformismo e, in maniera generale, di ogni adesione alle pratiche dominanti, repute comuni, se non consensuali. I fatti tendono a confermare questa attitudine, tanto è vero che, malgrado la forte ascesa dei fondi di investimento, i mercati restano irrazionali e poco efficienti. È probabilmente per queste ragioni che per molti anni ancora lo si continuerà a definire il “Saggio di Omaha”!

### **La finanza comportamentale**

Non è affatto inutile ricordare a grandi linee l'Ipotesi d'Efficienza di Mercato (IEM). Secondo questa teoria, i corsi borsistici descrivono in ogni momento un percorso aleatorio. Per quale motivo? Molto semplicemente, perché le fluttuazioni dei corsi sono imprevedibili per la buona ragione che esse rappresentano le risposte dei mercati a delle nuove informazioni che sono, per definizione, considerate imprevedibili.

La “teoria moderna della finanza” o “Ipotesi di Efficienza di Mercato (IEM)” è nata dopo la seconda guerra mondiale. Grazie al lavoro di pionieri come Markowitz, Miller,

Modigliani, Samuelson o Sharpe (tutti vincitori del Premio Nobel), questo approccio si è più orientato verso la contabilità che verso l'economia, dotandosi degli strumenti matematici che iniziavano a rivoluzionare l'economia.

Questo processo, che consisteva nel conferire alla finanza una precisione tutta matematica, ha ottenuto un effetto inatteso: essa è diventata un campo di esplorazione interamente privo di presenza umana. I docenti di finanza fanno riferimento essenzialmente alla performance dei mercati finanziari (prezzi, volumi, dividendi, risultati...). Al contrario, pochi dedicano un po' d'attenzione ai veri attori di queste performance: investitori, commercianti, gestori di portafoglio o di fondi di pensione, etc. Ci si attende generalmente che il comportamento di questi attori sia sulla stessa lunghezza d'onda delle ipotesi dell'economia moderna, ossia si presume che essi formulino dei pronostici obiettivi (essendo le loro previsioni razionali), e che prendano delle decisioni, rispetto ad un avvenire incerto, fondandosi sui postulati della teoria dell'utilità attesa (Thaler).

In effetti, come scrive Peter Greenfinch, l'IEM è *“una credenza secondo la quale:*

- *le persone sono pienamente informate,*
- *sono razionali, dunque interpretano correttamente queste informazioni,*
- *hanno come unico obiettivo quello di massimizzare la loro “utilità finanziaria”,*
- *agiscono in completa indipendenza (non si imitano gli uni con gli altri nel prendere le loro decisioni),*
- *le loro decisioni conducono ad un equilibrio dei prezzi (prezzi efficienti, abbastanza stabili in assenza di nuove informazioni).*

Nel complesso, l'IEM considera che la valutazione di un bene, ad esempio un'azione, da parte del mercato, altrimenti definita come suo corso attuale:

- sia la migliore stima del suo valore
- sia l'espressione esatta e completa di tutta l'informazione disponibile
- cambi immediatamente e correttamente ogni volta che arriva una nuova informazione.

Ognuno effettua un semplice calcolo di attualizzazione



degli utili previsti, e ciò fa sì che tutti arrivino:

- idealmente, alla stessa stima del prezzo.
- oppure ad una forbice di differenti prezzi stimati, semplicemente per il fatto che ciascuno modera la sua valutazione con un coefficiente di rischio (chiamato utilità) che gli è proprio. Questa forbice stabile di offerte d'acquisto/vendita creerebbe un equilibrio stabile tra offerta e domanda sul mercato, con un prezzo anch'esso stabile".

Si ritiene dunque che il corso di un'azione rifletta interamente tutta l'informazione disponibile e che il prezzo attribuito dal mercato sia la migliore stima del suo valore. Ma allora, come spiegare le anomalie di prezzo?

In effetti, quattro grandi tipi di fenomeni psicologici sono la causa delle anomalie di prezzo in rapporto all'EM:

1. Gli errori cognitivi (=di comprensione e di ragionamento) individuali;
2. Gli errori cognitivi collettivi (che toccano il mercato intero o qualche tipo prevalente d'investitore);
3. Le emozioni/passioni individuali;
4. Le emozioni e isterie collettive (comportamenti gregari) (Peter Greenfinch).

Qualche esempio di errore (P. de Brouwer 2001):

**Errore cognitivo**

**Fig.3**

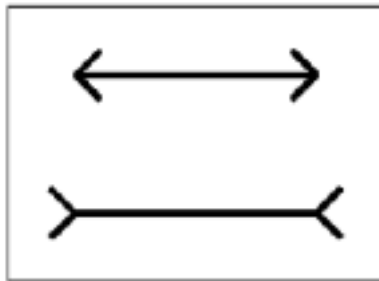


Figura sopra. Qual è la linea più lunga?

La linea in basso sembra più lunga di quella in alto. Tuttavia non è così. È solo un'illusione: in effetti, le due linee hanno la stessa lunghezza. Così come avviene per la nostra percezione visuale, le nostre scelte e le nostre decisioni (anche quando riguardano gli investimenti) possono essere falsate da errori cognitivi. La letteratura del settore parla di errori o di anomalie di ragionamento o di comportamento, e vi attribuisce più origini. L'eccesso di fiducia ne fa parte. Domandate, per esempio, a qualcuno dei vostri amici o colleghi se essi appartengono al 50% dei bravi conducenti o al 50% dei cattivi conducenti. Constaterete che più del 98% di essi ritiene di appartenere alla prima categoria. Mentre ci si potrebbe attendere che in un gruppo di individui razionali con una giusta autopercezione, la metà di essi si considera meno brava alla guida.

**- Euristiche limitate o «visione a tunnel»**

Essa consiste nel prendere decisioni un po' alla leggera, prendendo in considerazione un numero insufficiente di criteri. Si tratta ancora una volta di un difetto proprio della natura umana. È in effetti difficile analizzare un problema quando bisogna tenere conto di mille e uno dati. Inoltre, una visione a tunnel può condurre a punti di vista e a decisioni irrazionali. Ecco un esempio. Supponiamo che A e B possiedano un'azione X che vale 120 euro. A l'ha acquistata a 100 euro e B l'ha pagata 50 euro. Il prezzo crolla improvvisamente a 60 euro. Chi ne sarà più danneggiato? Molti rispondono A, che deve sopportare una perdita importante, mentre B deve solo, alla fine dei conti, accettare un minor guadagno. Ma se si allarga il quadro della riflessione oltre la sola variabile "utile/perdita in rapporto al prezzo d'acquisto", si constata che sia B che A vedono il loro denaro diminuire della metà. Da un punto di vista razionale, i nostri due investitori possono dunque versare la stessa quantità di lacrime...!

Altro esempio: la perdita incorsa sul valore di un'azione acquistata di recente è molto più pesante del rimpianto causato dal mancato acquisto di un'azione che ha appena fatto un salto spettacolare? È questa la differenza che separa il "rimorso di commissione" dal "rimpianto di omissione".

**- Le distorsioni dovute alle serie**

L'essere umano è incline ad interpretare le serie come delle tendenze, e ad immaginare un legame causale tra avvenimenti successivi. L'azione A è in aumento dopo tre mesi, dunque lo sarà ancora il mese prossimo. Da mantenere o da acquistare, dunque. E se molti investitori fanno lo stesso ragionamento, l'azione A salirà ancora il mese successivo e la "tendenza" sarà confermata.

**- L'istinto gregario** (esempio dei ristoranti, uno è vuoto e l'altro è pieno...)

*"Surreazione" e "sottoreazione"*

In effetti, gli investitori reagiscono spesso tutti allo stesso modo. Finché nessuno sembra volere acquistare un'azione, nessuno la vuole. Ma se gli altri l'acquistano e, soprattutto, se tutti ne parlano, allora si assiste ad una vera ressa. Ed è così che si innescano dei movimenti che non hanno niente a che vedere né con le componenti fondamentali dell'impresa, del settore o del mercato, né con l'evoluzione dei tassi. Peggio ancora, se le componenti fondamentali peggiorano, gli investitori tenderanno a minimizzare questa informazione, a "sottoreagire". Essi rifiuteranno di rimettere le loro scelte in discussione, preferendo fare come gli struzzi.

Nel mondo degli investitori, le cose non avvengono veramente come i modelli classici vorrebbero farci credere. Gli investitori non sono (sempre) razionali ed i mercati non sono efficienti (in questo senso i corsi non riflettono sempre esattamente le informazioni disponibili).

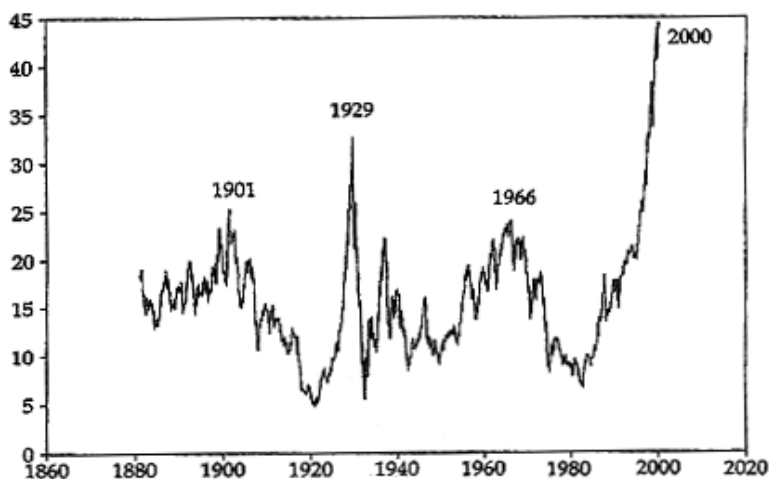
L'investitore deve prendere coscienza delle anomalie di ragionamento che possono giocargli qualche tiro e, soprattutto, deve tenerne conto. È proprio questo quello che fa la Behavioral Finance o Finanza comportamentale. Essa tenta di spiegare e di prevedere il comportamento di investitori ed analisti, i quali si lasciano talvolta influenzare da fattori che non sono così razionali come il rischio ed il rendimento, formando di conseguenza dei *portafogli*. Quindi è alla Teoria Moderna del Portafoglio di Markowitz, che descrive un portafoglio ottimale in un mondo razionale, che si oppone la Teoria Comportamentale del Portafoglio, che tenta di spie-

gare a cosa somigli un portafoglio nel mondo reale (Philippe de Brouwer 2001).

Dal suo canto, Robert Shiller pubblica nel 2000 un'opera dal titolo "*Exubérance irrationnelle*", titolo che allude ad un'espressione ormai celebre, di Allan Greenspan, presidente della FED, che tentava di descrivere il comportamento degli investitori di Borsa in un discorso pronunciato il 5 dicembre 1996.

Egli studia l'evoluzione del "Price Earning Ratio – PER – (in francese: Corsi/Utili) alla Borsa di New York nel periodo 1860-2000.

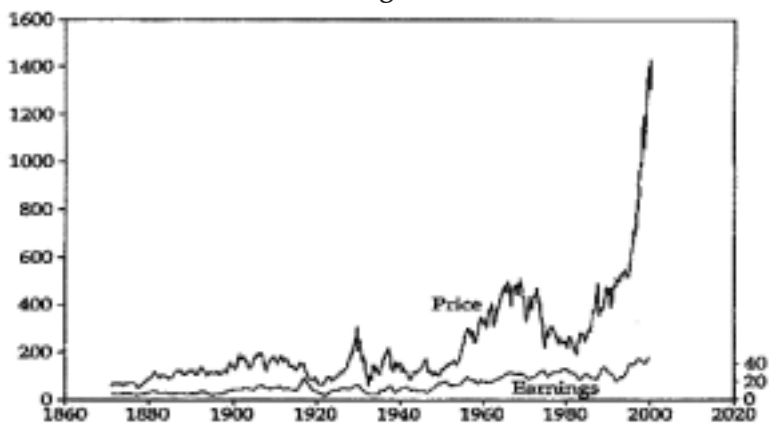
Fig. 4



PER de 1881 à 2000

Egli osserva prima di tutto che quando il PER è molto elevato, il rendimento in dividendi è molto basso. Questo contraddice la logica economica che vorrebbe che, quando i dividendi sono bassi, anche i corsi siano bassi. Questa prima conclusione è confermata dall'osservazione di un'evoluzione molto "indipendente" dei corsi borsistici in rapporto a quella dei profitti.

Fig. 5

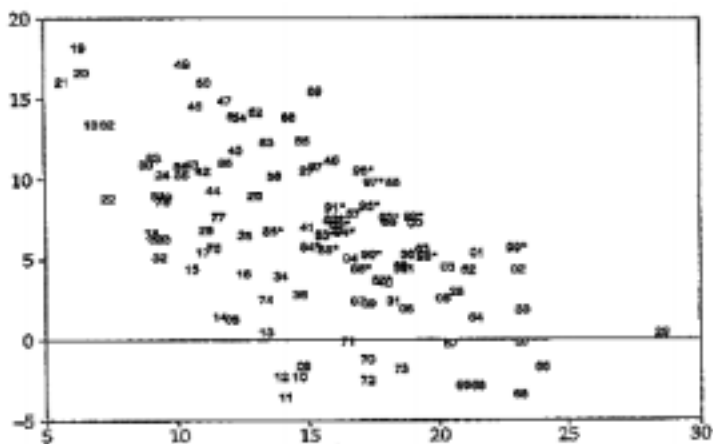


Course boursiers et profits, 1871 - 2000

...in modo che la correlazione tra PER e rendimenti medi annui su dieci anni sia moderatamente forte, come attesta la seguente nube di punti:

Fig. 6

Rendements moyens annuels sur dix ans (en pourcentage)



PER Correlation entre PER et rendiments sur dix ans

R. Shiller intende apportare delle spiegazioni a queste situazioni

### **I fattori strutturali**

- **I fattori di sblocco:** l'arrivo di Internet e degli NTIC, gli sconvolgimenti geopolitici, l'emergere dell'"America trionfante" ed il declino di alcuni rivali economici e/o politici stranieri, lo sviluppo della cultura della "success story", l'arrivo al potere di una maggioranza repubblicana (Reagan) negli Stati Uniti e la riduzione della tassazione delle plusvalenze borsistiche, il sovrasviluppo dei fondi di pensione come conseguenza congiunta del baby boom e dell'allungamento della durata di vita (sconvolgimento dei sistemi di protezione sociale), l'eccessiva esposizione mediatica della Borsa, il declino dell'inflazione ed il congelamento dei tassi d'interesse reali positivi oltre che, in maniera più generale, la ricomparsa dei valori materialisti e dell'individualismo.
- **I meccanismi di amplificazione:** le piramidi finanziarie "naturali" autoalimentate da un grado di fiducia troppo elevato, se non anormale, degli investitori, dovuto alla convinzione che dopo un tracollo della borsa "questa un giorno recupererà"; l'attenzione riposta dal grande pubblico verso il mercato: K. Galbraith: *"durante l'estate 1929, era possibile vedere non solo che il mercato era diventato la notizia dominante ma che dominava anche la cultura del momento, e che l'intelligenza, la quale in altri momenti avrebbe riposto la sua attenzione su San Tommaso d'Aquino, su Proust, sulla psicanalisi o sulla medicina psicosomatica, si era messa allora a parlare di United Corporation, United Founders and Stells etc..."* (R. Shiller, che cita "The Great Crash: 1929" di K. Galbraith); gli effetti di reazione a catena o Feed back, anche chiamati "effetti a valanga"; le piramidi finanziarie fraudolente che propongono delle remunerazioni astronomiche (Ponzi scheme 1920, Albanie 1996 etc...).

### **I fattori culturali**

- I media: assicurano la messa in scena di informazioni attraverso interviste a personalità ritenute competenti che spesso si accontentano di affermare o di prevedere senza prove né fonti; lo sviluppo di una vera cultura del

dibattito; la pubblicazione di valanghe di record;

- Il tema della "nuova era": l'utilizzo continuo delle espressioni *nuova era, new economy, teorici della new economy, scuola di pensiero della new economy, etc...* Più in generale, il culto delle nuove tecnologie spinge fortemente a bollettini speculativi: l'esempio della prima trasmissione radio transatlantica ad opera di Marconi (1901) ha suscitato un flusso considerevole di annunci futuristi del tipo *"presto i treni viaggeranno a 250 Km/h!!!"*. Questo tema della nuova era è ricorrente, lo si ritrova, dopo il 1901, nel 1920, negli anni '50 ed infine negli anni '90!!!

### **I fattori psicologici**

- Ancoraggi psicologici per il mercato: gli ancoraggi quantitativi (valori del passato recente o lontano, variazioni di prezzo osservate nel passato, valori di altri titoli di riferimento); ancoraggi morali (imprese ritenute rispettose di una certa etica, fondi etici; la "bella avventura" dell'impresa considerata o del suo PDG (presidente direttore generale) che ad essa conferisce una certa "legittimazione", la fiducia cieca in sé e/o nella propria intuizione.
- I comportamenti gregari ed epidemici: lo sviluppo delle comunicazioni induce l'uguaglianza dei comportamenti, da cui derivano fenomeni del tipo "atmosfera del tempo", "tendenza"; l'influenza sociale dell'informazione del tipo "pensiero unico"; il gregariato indotto dalle "informazioni a cascata" illustrato dall'esempio dei due ristoranti di cui uno è molto frequentato e l'altro è vuoto...già evocato da Peter Greenfinch (2001): in questo caso nessuno conosce il valore del ristorante vuoto mentre probabilmente esso è di gran lunga migliore rispetto a quello pieno! Questo fenomeno ha ispirato le teorie sull'impossibilità di diffondere e di valutare le informazioni sull'effettivo valore fondamentale dei mercati; la coesistenza di opinioni contraddittorie nelle nostre menti: *"le persone hanno la convinzione fortemente radicata che la Borsa sia imprevedibile e che ogni tentativo di previsione sia destinato al fallimento. Ma essi credono ugualmente che se la Borsa arrivasse a crollare, essa*

Jean Pierre Galavielle

*recupererebbe probabilmente tutte le perdite in seguito!  
Entrambe queste opinioni sono evidentemente incompatibili...eppure...!!!"* (Shiller 2000).

Tutto ciò conduce Robert Shiller a concludere nel 2000 che, al passo con cui vanno le cose, la bolla speculativa è prossima all'esplosione...questo accadrà qualche mese più tardi!!!

### **I Mercati Finanziari: dalla teoria alla realtà**

Si è visto precedentemente quanto la volontà di battere un mercato, considerato a priori gaussiano, mobiliti le energie e giustifichi la retribuzione di numerosi partecipanti. Alcuni, nella teoria di Markowitz, raccomandano la diversificazione dei portafogli, in un contesto teorico fondato su una forte relazione tra il rischio ed il rendimento dell'azione. Essendo il rischio rappresentato dalla volatilità del valore di tale rendimento, l'analisi della covarianza dei rendimenti deve consentire l'elaborazione di un portafoglio generatore di guadagni sostanziali con un rischio moderato.

Altri propongono, alla luce della loro esperienza e dei buoni risultati ottenuti, soluzioni che si basano su una teoria della Riflessività (Soros) o su un'osservazione molto precisa della gestione delle imprese interessate, per costituire un portafoglio rappresentato da un piccolo numero di titoli, scelti in base alle caratteristiche dei prodotti offerti sul mercato (W.Buffet).

Più recentemente, si è sviluppato un orientamento verso l'etica, con la creazione di agenzie di connotazione etica, di indici borsistici e fondi considerati etici.

In particolare, gli indici etici raccolgono titoli scelti sulla base di criteri tali da escludere i valori considerati «immorali»: casinò, industrie di armi, imprese che fanno ricorso al lavoro minorile, che non rispettano l'ambiente, che tengono in scarsa considerazione i destinatari ecc....

È dunque interessante osservare gli andamenti degli indici borsistici relativamente al periodo recente: sono a tal fine presi in considerazione gli indici quotidiani prodotti rispettivamente da Dow Jones, STOXX e FTSE, sul periodo gennaio il 1999 - Marzo 2003.



Fig. 7  
USA: evolution de indices boursiers FTSE

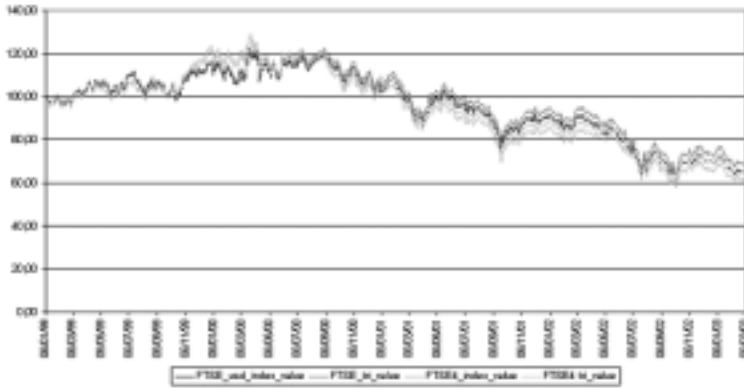
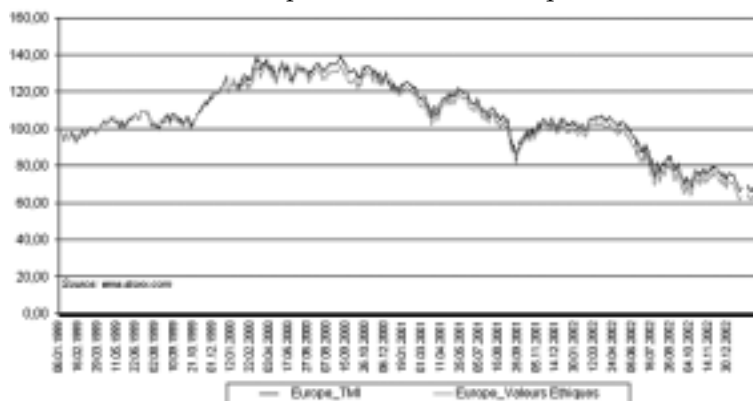


Fig. 8  
Valeurs ethiques et marches globaux



Fig. 9  
Europe:TM et valeurs ethiques



Nonostante le tecniche di capping impiegate varino da un indice all'altro, i risultati ottenuti sono molto simili, indipendentemente dalla zona considerata. Come si può osservare, i mercati non sembrano particolarmente sensibili al carattere etico delle attività finanziarie. Al massimo, si riscontra un leggero ed effimero prevalere dei valori etici. Esso è dovuto, secondo gli analisti degli indici, all'esclusione di settori interi, che conduce ad una sopravvalutazione dei valori tecnologici, essi stessi oggetto di una forte volatilità sia in rialzo che in ribasso. Il mercato non sarebbe dunque capace di distinguere le « buone pratiche » e di separare il buon grano dal loglio! Evidentemente, l'investimento etico, che dovrebbe almeno assicurare una protezione dagli scandali finanziari, non è percepito come tale. La rivendicazione etica delle imprese non è dunque vissuta come uno schermo protettivo da cattivi comportamenti di ogni genere. Ne consegue che il prezzo da pagare per avere la soddisfazione di mettere il proprio denaro in « buone cause » può diventare scoraggiante!

Ma allora, i mercati sarebbero effettivamente gaussiani? Delle due cose l'una:

il comportamento dei titoli etici non si distingue da quello del mercato borsistico nel suo complesso. In quest'ipotesi, è presumibile che essi dipendano dal paradigma classico

gaussiano, preludio della « teoria dei mercati efficienti », che si fonda sulla coppia rendimento/rischio e dunque sull'idea che i prezzi delle azioni riflettano tutta l'informazione disponibile sulle imprese e sull'economia nel suo complesso

Fig. 10  
Marche global: rendement et volatilité valeurs et ensemble des valeurs (index Dow Jones)

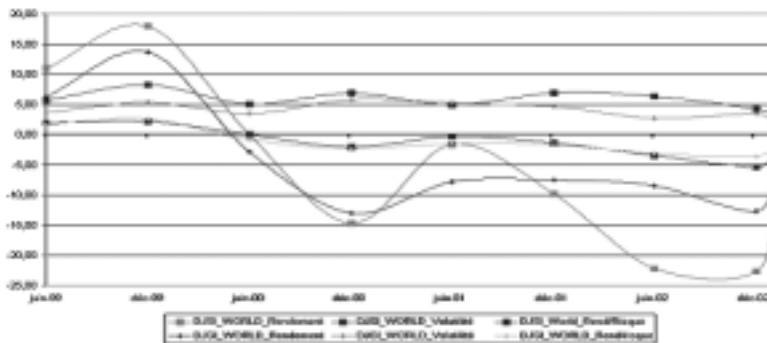
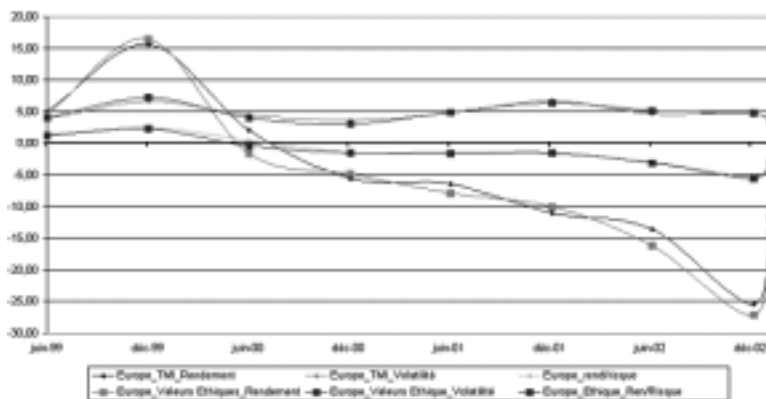


Fig. 11  
Europe: rendement et volatilité valeurs étiquées et marche total (Dow Jones STOXX)



- L'acquisto di valori etici deriva da scelte effettuate secondo una certa morale da parte degli investitori ed è pertanto molto prossimo alle logiche della finanza comportamentale, a cui, eventualmente, l'evoluzione degli indici dovrebbe rendere conto.

Il fatto è che lo studio statistico degli indici quotidiani (1999-2003) in termini di rendimento e di volatilità (deviazione standard), non permette di verificare né la validità della relazione rendimento/rischio né un comportamento specifico dei valori etici (Fig 10 e 11).

L'evoluzione dei corsi sembra indipendente dalla volatilità.

### **Conclusione: Il caos...deterministico?**

È necessario constatare che la maggior parte degli approcci richiamati sono molto poco soddisfacenti.

La versione gaussiana, accettabile quando si tende all'infinito, si rivela fragile non appena questa prospettiva non sia completamente verificata. Le fasi delle bolle speculative, espressione di un « contagio mimetico », esso stesso frutto di una « razionalità mimetica » modellabile, sembrano attestarlo. In queste condizioni, la diversificazione dei portafogli non costituisce affatto un debole rimedio e la strada del P.E.R. non sembra la più interessante.

L'introduzione di una dimensione etica non modifica ulteriormente, nella sostanza, queste considerazioni:

- la scelta dei valori etici dovrebbe tradursi in un desiderio di protezione dell'azionista, ma non è così: non si è constatato nessun afflusso specifico verso i titoli etici. I corsi delle azioni interessate non hanno mai decollato ed hanno conosciuto lo stesso percorso delle altre;
- non ci sono relazioni effettive tra la volatilità osservata e l'evoluzione dei corsi, quindi la relazione redditività/rischio non sembra dimostrata dai fatti.

Il mercato non obbedisce né ad un principio gaussiano né a comportamenti dei partecipanti tali da essere identificabili nel lungo termine. Al massimo si può pensare, come suggeriscono i sostenitori della Finanza Comportamentale, che «investitori ed analisti si lascino talvolta influenzare da fat-

tori che non sono poi così razionali quanto il rischio ed il rendimento».

Potrebbe essere altrimenti?

Il problema è dunque sapere ciò che effettivamente ci si attende dal mercato finanziario e se tali esigenze non siano contraddittorie.

Ci si attende, infatti, dal mercato, che esso sia simultaneamente efficiente, ossia capace di assicurare l'equilibrio di offerta e domanda delle risorse finanziarie disponibili, e generatore di un rendimento finanziario massimo a breve termine.

Non è forse proprio qui il punto debole?

L'allocazione delle risorse finanziarie è generalmente destinata al finanziamento di strutture che, per definizione, si suppone siano dotate di una certa durata nel tempo, mentre i rendimenti oggi imposti dagli azionisti si situano fuori dal paradigma naturale dell'investimento produttivo, che è quello del medio o lungo termine. Di fronte a ciò, le esigenze espresse dipendono dal breve termine e dimostrano un versatilità che può a volte stupire.

C'è d'altra parte una grande ambiguità nell'uso del termine «investitori» quando viene utilizzato per indicare risparmiatori in cerca di un impiego fruttuoso del risparmio e non per identificare agenti che apportano risorse destinate a finanziare un apparato produttivo del tipo sottolineato da W. Buffet. Sembra infatti che i mercati finanziari siano sottoposti alle tensioni degli effetti gregari in voga, caratterizzati da una gestione dell'allocazione delle risorse finanziarie nel sistema produttivo molto secondaria. A tal punto non è affatto inutile domandarsi se esista una teoria dei mercati finanziari! ! ! ... A meno che il caos non rappresenti l'ipotesi più plausibile. Cosa il caos rappresenta ed in quale misura se ne ravvisano le condizioni costitutive nei mercati finanziari?

Innanzitutto, il caos evoca il disordine ed i fisici definiscono come tale ogni fenomeno che sembra non obbedire ad alcuna legge. Questa espressione implica dunque i concetti di alea e di imprevedibilità. Tuttavia, quando lo si guarda più da vicino, sembra che l'aspetto disordinato di un fenomeno non possa che essere la risultante congiunta di un insieme di

avvenimenti dalle origini molto disparate ed indipendenti gli uni dagli altri. Per restare nel dominio della fisica, il movimento browniano già richiamato e qui applicato ad una particella, è la risultante di miliardi di choc subiti da quella da parte di altre particelle che rappresentano il suo ambiente. Ne discende che la legge dei grandi numeri non è la sola origine possibile dei fenomeni incostanti.

I matematici (J.C. Maxwell-1875, H. Poincaré, E. Lorenz etc...) hanno messo in evidenza la «Sensibilità alle condizioni iniziali (SCI)»: una variabile  $X$ , dove ( $0 < X_0 < 1$ ), al tempo  $t+1$  viene definita da ciò che era al tempo  $t$  in modo che:

$$X_{t+1} = a \cdot X_t (1 - X_t).$$

Si dimostra facilmente che piccole variazioni successive di  $a$  conducono ad una serie di valori incostanti di  $X$ . È quello che viene definito l'«effetto papillon». Il caos non è dunque esclusivo del determinismo.

Nel 1971, D. Ruelle e F. Takens, hanno dimostrato che la SCI non è possibile se non esistono almeno tre frequenze, variabili indipendenti o gradi di libertà. In mancanza di ciò, il fenomeno si chiude e non «esplode». Affinché un pendolo conosca dei movimenti incostanti, è necessario che, oltre alla sua posizione ed alla sua velocità, intervenga una terza forza che lo faccia deviare dalla sua traiettoria naturale. C'è bisogno dunque almeno di uno spazio a tre dimensioni. Bisogna aggiungere che sotto certe condizioni, i fenomeni caotici possono essere intermittenti, a cascata o quasi-periodici.

I mercati finanziari rientrano in un caos deterministico?

Bisogna notare, prima di tutto, che nella materia il caos non costituisce una situazione permanente. Nella realtà, si osserva una certa alternanza tra periodi di calma relativa e fasi particolarmente incostanti. L'esperienza mostra che il verificarsi di un periodo di caos è tanto più probabile quanto più gli attori del mercato diffidano, per un periodo, dei grandi indicatori ai quali essi fanno abitualmente riferimento, cosa che comporta sia dei crolli dei corsi sia delle bolle speculative, che durano fino a quando non vengono trovati degli altri valori di riferimento.

Inoltre, trattandosi degli operatori del mercato finanziario, i criteri d'azione di coloro che offrono e di coloro che doman-

dano sono spesso molto divergenti. Il detentore di un'attività rischiosa esigerà un'indennità di rischio elevata per conservarla, mentre l'acquirente potenziale di tale titolo si dispererà nel vederlo acquistare valore senza poterne approfittare. La detenzione di un titolo rischioso, e dunque la sua rarità sul mercato, priva l'acquirente potenziale di una possibilità di guadagno. In questo tipo di situazioni, la divergenza degli interessi delle due categorie di agenti è tanto più elevata che essa finisce per generare una forte volatilità dei corsi ed una notevole sensibilità alle minime chiacchiere.

A ciò viene ad aggiungersi la SCI, i cui effetti possono rivelarsi spettacolari, al punto di far pensare all'effetto papillon. Il minimo profit warning conduce al crollo di un corso, addirittura a quello della quotazione dei principali valori del settore. Allo stesso modo, contrariamente alla logica, l'annuncio in un periodo propizio di una campagna di reclutamento provoca spesso una forte riduzione dei valori borsistici interessati. Quanto alle condizioni del crac del 19 Ottobre 1987...

Infine, i mercati finanziari seguono agevolmente le condizioni relative al numero di variabili o gradi di libertà necessari affinché sopravvengano delle fasi di divergenza.

Indipendentemente dalla varietà degli choc di informazione, che rappresentano essi soli dei movimenti browniani, la varietà dei prodotti finanziari scambiati sul mercato costituisce essa stessa un fascio di SCI. Per di più, questa varietà, regolamentata, ma alimentata senza tregua dall'immaginazione degli operatori, rappresenta essa stessa un focolare di caos deterministico, nella misura in cui autorizza delle interazioni reciproche tra i differenti tipi di prodotti: azioni, obbligazioni, prodotti derivati etc...

Sotto queste condizioni, non sembra affatto irragionevole conservare l'ipotesi del caos deterministico. Certamente, i paradigmi precedentemente evocati non sono sembrati pienamente soddisfacenti se considerati da soli! Resta però che ciascuno apporta almeno un contributo alla comprensione dei meccanismi che reggono i mercati finanziari.

I comportamenti gregari, le razionalità mimetiche, le bolle speculative sono spesso frutto dell'effetto papillon. Gli indi-

catori dell'economia reale cari a W. Buffet, possono indurre dei comportamenti antinomici: l'annuncio di un profit warning perturba l'azionista nella sua prospettiva di guadagno e quello di un reclutamento conseguente ad una forte domanda, comporta esso stesso una riduzione del valore dell'azione. La prima reazione sembra economicamente razionale poiché sanziona un risultato ritenuto insufficiente, mentre la seconda obbedisce ad un'altra forma di razionalità, frutto di una ideologia dominante, caratterizzata da una diffidenza verso il fattore lavoro: la paura di rivendicazioni future etc.... Inoltre, non è vietato pensare che l'intuizione di riflessività di G. Soros abbia qualche parentela con le dinamiche non lineari, nella misura in cui la non linearità suppone che il solo fatto di giocare modifichi le condizioni del gioco.

Infine, sembra difficile sottoscrivere pienamente l'applicazione della geometria frattale e delle regolarità che essa stabilisce nel dominio dell'economia e più precisamente in quello della finanza, soprattutto in ragione del peso della storia.

La visione microscopica del filo del rasoio, azzardo involontario, conferma semplicemente i limiti fisici, in un momento dato, di un processo di fabbricazione in cui è incorporato l'intervento umano. Esso non può pertanto essere paragonato ad una lama, espressamente fabbricata come tale.

Nel settore della finanza, questa visione può assomigliare all'incremento delle azioni degli agenti del mercato quando questi operano su un limite temporale nell'ordine del secondo in tempo reale. Ma la storia è ripetitiva al punto di essere rappresentata attraverso delle «regolarità»?

Allo stesso modo, la costa della Bretagna, azzardo selvaggio, è per definizione lontana dal costituire una struttura rappresentativa delle coste francesi. Si tratta tutt'al più di una tipicità relativa ad una regione data, frutto della storia idrogeologica del luogo da lungo tempo. Basti pensare, per convincersi, alla costa Vandeanais!

Qui il problema non è quello dell'incremento ma quello della rappresentatività di una struttura relativamente fissa o con un'evoluzione molto lenta. Non è certo che i mercati finanziari corrispondano a questa rappresentazione. La non



*Esiste una teoria dei mercati finanziari?*

gaussianità non implica le regolarità proprie dei frattali, non più del caos deterministico.

Ne risulta semplicemente che quest'ultimo sembra molto più vicino alla realtà osservata sui mercati finanziari.

## Riferimenti bibliografici

Berge, P. – Dubois, M. ( 2003): *Le Chaos (Physique)*, Encyclopaedia Universalis, 8.

Bernstein, Peter.L. (1995): *Des idées capitales*, PUF- Collection Quadrige Avril 2000.

De Brouwer, P. (2001): *La finance comportementale ou la psychologie de L'investisseur*, Vecteur finances septembre 2001, Fortis Investment Management.

Fama, E. (1970): *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, Journal of Finance, Vol 25, N°2 (May).

Fisher, P. (2000): *Actions Ordinaires et Profits Extraordinaires*, Valor Éditions.

Graham, B. – Dodd, D. (1934): *Securities analysis*, Mc Graw-Hill, New York

Graham, B. (1998): *L'investisseur intelligent*, Valor Éditions.

Greenfinch, P. (2001): *Concept d'image appliqué à l'évaluation des actions: à quel cours acheter ou vendre en bourse?*, Monescience Ed., Strasbourg.

Jovanovic, F (2000): *L'origine de la théorie financière: Une réévaluation de l'apport de Louis Bachelier*, Working paper GRESE, Université Paris 1 Cahiers de la Maison des sciences Économiques N° 2000-13.

Jovanovich, F. (2000): *Pourquoi l'hypothèse de marche aléatoire en*

*théorie financière? Les raisons historiques d'un choix éthique*, Working paper GRESE, Université Paris 1 Cahiers de la Maison des sciences Économiques N° 2000-13.

Keynes, J.M. (1921): *A treatise on probability*, Mac Millan, London.

Leibnitz, G.W. (1704): *Nouveaux essais sur l'entendement humain*, Flammarion, Paris.

Mandelbrot, B. (1973): (1) «*Formes nouvelles du hasard dans les sciences*», (2) «*Le syndrome de la variance infinie et ses rapports avec la discontinuité des prix*», (3) «*Le problème de la réalité des cycles lents et le syndrome de Joseph*», *Économie Appliquée*, Archives de l'ISEA, Tome XXVI, Librairie Droz, Genève

Mandelbrot, B. (1995): *Les objets fractals*, Coll. Champs, Flammarion.

Mandelbrot, B. (1997): *Fractales, Hasard et Finances*, Coll. Champs, Flammarion.

Markowitz, H. M. ( 1952): *Portfolio Selection*, Journal of Finance, Vol VII, N°1 (March).

Modigliani, F. – Miller, M.H. (1958): *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, American Economic Review, Vol. 48, N° 3 (June).

Orlean, A. (1989): *Comportements mimétiques et diversité des opinions sur les marchés financiers*, in Artus, P. – Bourguinat, H: *Théorie économique et crises des marchés financiers*, Economica, Paris.

Orlean, A. (1999): *Le pouvoir de la finance*, Odile Jacob, Paris.

- Peters, E.E. (1994): *Fractals Market Analysis*, Wiley Ed.
- Ruelle, D. – Takens, F. (1971): *On the nature of turbulence*, Commun. Maths.phys.1971.20.
- Sauvange, G. (1999): *Les marchés financiers. Entre hasard et raison: le Facteur humain*, Seuil.
- Schmidt, C. (2002): *Que reste-t-il du traité sur les probabilités de Keynes*, Journées D'étude de l'association Charles Gide pour l'étude de la pensée économique, UQAM 19-21 Juin 2002.
- Sharpe, W.F. (1964): *Capital Asset Prices : A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk*, Journal of Finance, Vol XIX, N°3, September. Reproduit par Lorie et Brealy, in "Modern Developments In Investment Management", Praeger, New York 1972.
- Sherfin, H. (2000): *Beyond Greed and Fear :Understanding Behavioral Finance And the psychology of investing*, Harvard Business School Press.
- Shiller, R. (2000): *Exubérance Irrationnelle*, Valor Éditions.
- Soros, G. (1998): *L'alchimie de la finance*, Valor Éditions.
- Walter, C. (2003): *1900-2000:Un siècle de description statistique des fluctuations Boursières ou Les aléas du modèle de marche au hasard en finances*, Communication au colloque « Marché boursier », Collège de France, 27 mai 2003.

Angelo Antoci  
Simone Borghesi  
Paolo Russu

**SPESE DIFENSIVE E CRESCITA ECONOMICA:  
IL RUOLO DELLE ASPETTATIVE AMBIENTALI**

*Abstract*

Nowadays many agents living in industrialised countries spend an increasing share of their income to defend against environmental deterioration. As many authors have pointed out, these environmental defensive expenditures may contribute to raise production and thus also the overall Gross Domestic Product of a country.

This work and the corresponding strand of research moves one step forward with respect to the existing literature, showing that defensive expenditures can generate not only a higher production level, but also a self-feeding growth process. Environmental degradation, in fact, may induce agents to work harder to replace depleted environmental goods with expensive substitute goods. The consequent rise in the activity level may further deplete the environment, worsening the agents' expectations on the future environmental quality and increasing their demand for substitute goods.

To examine this substitution mechanism between environmental and private goods, we adopt a simple model with a continuum of identical agents that live for two periods (today and tomorrow) and formulate expectations on the future state of the environment. Differently from previous contributions in this line of research, we assume a more general setting where agents' expectations on the future environment can be right or wrong and examine how such expectations influence capital accumulation and growth.

In molti paesi industrializzati si è andato diffondendo negli ultimi anni un ricorso sempre più frequente a spese ambientali di natura difensiva, finalizzate cioè a proteggere gli individui dal degrado ambientale. Come ha sottolineato gran parte della letteratura sull'argomento, tali spese possono contribuire ad aumentare il livello della produzione e dunque del Prodotto Interno Lordo.

Il lavoro presente - e più in generale il filone di ricerca in cui esso si inquadra - compie un ulteriore passo avanti rispetto alla letteratura esistente, mostrando in che modo le spese difensive possano favorire non soltanto l'incremento della produzione, ma anche un processo di crescita che si autoalimenta nel tempo. Il degrado ambientale può indurre, infatti, gli agenti economici a lavorare di più per sostituire i beni ambientali degradati con costosi beni privati e sostenere dunque le corrispondenti spese difensive. Questo incremento nell'offerta di lavoro genera una crescita della produzione che può a sua volta danneggiare l'ambiente, peggiorando le aspettative degli individui sullo stato futuro dell'ambiente ed incrementando ulteriormente la loro domanda di beni sostituiti.

Per esaminare questo meccanismo di sostituzione tra beni ambientali e beni privati, il lavoro presente adotta un semplice modello analitico. Assumendo l'esistenza di un continuum di agenti identici che vivono due periodi (oggi e domani) e che formulano aspettative sullo stato futuro dell'ambiente, si esamina in che modo il degrado ambientale corrente e le aspettative su quello futuro (siano esse giuste o sbagliate) possono influenzare l'accumulazione di capitale e la crescita economica.

## 1. Introduzione

Nella maggior parte dei paesi industrializzati la crescita economica è stata generalmente accompagnata, soprattutto nelle fasi iniziali, dall'intensificarsi di varie forme di degrado ecologico, quali l'inquinamento idrico, quello atmosferico, la riduzione dei boschi e delle aree verdi disponibili. Per alleviare il danno personale derivante da queste ed altre forme di degrado ambientale, si registra un ricorso sempre più frequente da parte degli individui a costose attività di natura protettiva, generalmente indicate in letteratura col termine spese difensive ambientali proprio per indicarne il carattere difensivo. Tali attività e le spese che ne conseguono tendono a sostituire il consumo di beni naturali un tempo liberamente accessibili con quello di costosi beni privati capaci di soddisfare le medesime esigenze ambientali.

Il concetto di spese difensive ambientali è stato oggetto di numerosi studi nella letteratura ambientale, come testimonia l'esistenza di varie definizioni e classificazioni alternative di questa nozione (cfr. Olson, 1977; Huetting, 1980; Leipert e Simonis, 1989; United Nations, 1993). In particolare, sebbene le stime empiriche di questo fenomeno siano ancora oggetto di dibattito tra gli autori, alcuni studi (cfr., ad esempio, Leipert, 1989) hanno argomentato che il ricorso alle attività protettive appare assai diffuso nelle economie moderne al punto che le spese difensive ambientali rappresenterebbero nel loro insieme una voce assai rilevante del Prodotto Interno Lordo dei paesi. Per chiarire quanto possa essere pervasivo il fenomeno qui analizzato, appare, dunque, utile esemplificare il concetto di spese difensive ambientali ricorrendo ad alcuni casi frequentemente citati in letteratura.

A tale proposito, la vita urbana fornisce numerosi esempi di spese difensive ambientali. Nella maggior parte dei paesi industrializzati, ad esempio, gli individui spendono sempre di più nel consumo di acque minerali per proteggersi dall'inquinamento (vero o presunto) dell'acqua di rubinetto<sup>1</sup>. In

---

1 Come hanno evidenziato Um et al. (2002), se in passato si sono verificati casi di inquinamento nell'acqua di rubinetto, gli individui continuano a percepire quest'ultima come inquinata anche se essa rispetta attualmente gli standard di sicurezza ed il rischio di inquinamento è al di sotto di quello accettabile. Si vedano Harrington et al. (1989), Abdalla et al. (1992), Laughland et al. (1996), Traore et al. (1999), per ulteriori analisi della attività difensive e dei relativi costi sostenuti dalle famiglie in risposta al peggioramento nella qualità idrica.

Italia questa tendenza si è diffusa così rapidamente che il settore delle acque minerali si stima sia cresciuto dell'88.5% dal 1990 ad oggi nel nostro paese che detiene attualmente il record mondiale per numero di marche e per litri pro-capite consumati all'anno.

In molte grandi città si osserva, inoltre, un consumo crescente di doppi vetri per proteggersi dall'inquinamento acustico del traffico cittadino e di mascherine anti-inquinamento indossate da ciclisti e pedoni per difendersi dagli inquinanti rilasciati nell'aria dalle automobili. Un altro esempio di spese difensive è dato dal consumo di condizionatori dell'aria che gli agenti acquistano per difendersi dall'aumento nelle temperature causato dal surriscaldamento del pianeta. Tra le spese difensive ambientali vanno poi annoverate quelle di carattere sanitario per malattie legate all'inquinamento come, ad esempio, patologie del sistema respiratorio (asma) e malattie della pelle. Negli ultimi anni tali spese sono cresciute rapidamente di pari passo coi livelli di inquinamento registrati nelle città e vari studi epidemiologici condotti in diversi paesi (cfr. Friedman et al., 2001; Kunzli et al., 2000; Pope et al., 2002) confermano l'esistenza di una forte correlazione tra concentrazione urbana di inquinanti atmosferici (ozono e PM10) e gravi malattie respiratorie. Un recente studio della World Bank (2000) sull'inquinamento atmosferico urbano in Bangladesh ha stimato tra i 200 e gli 800 milioni di dollari americani il costo economico annuo per quel paese delle malattie legate all'inquinamento che richiedono un trattamento medico. L'evidenza empirica mostra, inoltre, che gli agenti tendono a modificare le proprie attività quotidiane in modo da proteggersi dagli effetti dell'inquinamento sulla salute, il che può generare ulteriori spese per gli individui<sup>2</sup>.

La nozione di spese difensive è comunque molto più ampia di quanto non possano far pensare questi pochi esempi e può essere estesa ad includere altresì i costi della costruzione di strutture per lo smaltimento dei rifiuti, della bonifica di terreni inquinati, della riparazione dei danni provocati dall'inquinamento a edifici ed opere d'arte e così via.

2 Mediante un'analisi di dati panel, Bresnahan et alii (1997) hanno trovato che gli individui con patologie legate all'inquinamento passano molto meno tempo all'aria aperta quando aumenta la concentrazione di ozono nell'aria.



Accanto a questi esempi tradizionali di spese difensive ambientali propriamente dette, possiamo altresì identificare molti altri casi in cui le scelte individuali ed i relativi costi sono motivati almeno in parte dalla necessità di difendersi dal degrado ecologico derivante dall'attività umana. Così, ad esempio, la scelta di effettuare un costoso viaggio verso qualche meta lontana dove il mare è ancora incontaminato può essere motivata dal desiderio di visitare paesi e conoscere culture diverse da quella di provenienza. Tuttavia, tale scelta può rispondere anche al desiderio di "sostituire" il mare liberamente accessibile, ma inquinato vicino alle città industrializzate di provenienza con quello relativamente più pulito, ma più costoso da raggiungere che bagna paesi lontani. Analogamente, la decisione di una famiglia di spostarsi dalla città verso la campagna può rispondere sì a fattori puramente economici come il costo dell'abitazione, ma può anche essere fortemente influenzata dagli elevati livelli di inquinamento acustico ed atmosferico che caratterizzano i centri urbani. In taluni casi, inoltre, il degrado ecologico provocato dall'attività umana può essere talmente forte da rendere impossibili o improduttive le attività di produzione preesistenti in quella zona (Hugo, 1996; Bates, 2002), costringendo di fatto gli individui ad emigrare con tutti gli elevati costi economici ed extra-economici che ciò comporta (viaggio, acquisto di una nuova abitazione, ricerca di un nuovo lavoro, creazione di nuove relazioni sociali ecc...)<sup>3</sup>.

L'obiettivo che si prefigge questo lavoro è quello di mostrare in che modo le spese difensive ambientali possano contribuire a promuovere la crescita economica attraverso un processo di aumento della produzione che si autoalimenta nel tempo. Il degrado ecologico, infatti, può indurre gli agenti a lavorare più intensamente per affrontare le spese necessarie a sostituire i beni ambientali degradati che un tempo erano liberamente accessibili. L'incremento del livello di attività e produzione che ne consegue può ulteriormente degradare l'ambiente, incrementando la domanda di beni sostituiti da parte degli agenti e peggiorando le loro aspettative sulla qualità futura dell'ambiente stesso.

3 Taluni autori (Myers, 1997) ritengono che il numero di questi "rifugiati ambientali" sia destinato a salire nei prossimi decenni al punto da divenire in futuro la categoria più numerosa tra coloro che sono costretti ad emigrare.

L'idea che il processo di crescita possa essere stimolato dalla sostituzione tra beni pubblici e privati ha avuto inizio dal contributo di Antoci e Bartolini (1999)<sup>4</sup>. In questo lavoro gli autori dimostrano mediante l'impiego di un modello evolutivo che in presenza di consumi sostitutivi quali quelli descritti in precedenza può esistere una molteplicità di punti fissi nell'economia e che il punto fisso con un basso livello di consumo e produzione domina in senso Pareto quello con un alto livello nei valori di queste variabili. In altri termini, il meccanismo di sostituzione può dar luogo ad un processo di crescita "indesiderabile", nel senso che il benessere degli individui decresce all'aumentare del loro livello di attività.

Antoci e Borghesi (2002), hanno esteso la formalizzazione originaria analizzando le dinamiche che sorgono nel caso di due popolazioni interdipendenti, mediante un modello evolutivo a due regioni (Nord e Sud) in cui gli agenti dei paesi industrializzati (Nord) possono effettuare le proprie spese difensive nei paesi in via di sviluppo (Sud). Gli autori mostrano che in questo caso le politiche del Nord possono generare un processo di crescita al Sud che può dar luogo a cicli limite e può ridurre il benessere per entrambi gli emisferi.

L'analisi originariamente proposta in Antoci e Bartolini (1997) è stata inoltre estesa ad applicazioni con accumulazione di capitale in un contesto di crescita neoclassico (Bartolini e Bonatti 2002 e 2003), in cui gli agenti sono dotati di previsione perfetta sul comportamento delle grandezze economiche coinvolte, ma non sono in grado di coordinarsi fra loro. Ciò consente di provare che i risultati ottenuti con modelli evolutivi non sono strettamente dipendenti dall'ipotesi di razionalità limitata adottata in quei lavori, ma piuttosto dal mancato coordinamento fra gli agenti economici. Pertanto, in alcuni casi la crescita economica è la indesiderabile conseguenza di un fallimento di cooperazione fra gli agenti economici.

Antoci et al. (2001; 2002) hanno recentemente ampliato l'analisi originaria di Antoci e Bartolini (1999) applicandola alle spese difensive relazionali. Con questo termine si indi-

4 Shogren e Croker (1991) avevano mostrato in precedenza che in un contesto non-cooperativo le spese autoprotettive sono attuate in misura superiore al livello socialmente ottimale, ma in quel contributo non venivano esplorate le potenziali implicazioni di questo risultato per la crescita economica.

cano i costi che gli agenti sostengono per far fronte a varie forme di degrado sociale che impediscono o peggiorano le relazioni sociali tra gli individui. Come nel caso ambientale, è possibile individuare vari esempi di spese difensive relazionali, quali le spese in porte blindate e casseforti per proteggersi dai ladri, le spese in armi per proteggersi dalla criminalità o le spese condominiali per pagare un portiere che controlli quotidianamente l'edificio in cui si abita. Accanto a queste spese legate al degrado del "capitale sociale" (Coleman, 1998), vi sono quelle legate alla mancanza di tempo libero. Ne è un esempio il costo di una colf o di una baby-sitter a cui ricorrono molte famiglie perché il lavoro assorbe la maggior parte della giornata e non si ha più il tempo di accedere alla casa o i figli. Assumere una colf o una baby-sitter comporta una spesa ulteriore che può finire per indurre gli individui a lavorare ancora di più per sostenerne le relative spese. Come nel caso ambientale, dunque, anche nel caso delle spese difensive relazionali si può generare una spirale in cui il degrado sociale e/o la perdita di tempo libero inducono un incremento delle spese difensive, il che aumenta il livello dell'attività economica (alimentando dunque la crescita), ma può finire per ridurre ulteriormente la qualità delle relazioni sociali tra gli agenti e/o il tempo libero a loro disposizione.

L'idea che il processo di crescita possa essere stimolato dalla sostituzione tra beni pubblici e privati - che accomuna i lavori di questo filone della ricerca - fornisce una formalizzazione analitica all'intuizione avanzata in passato da Hirsch (1976) che le esternalità negative possano svolgere il ruolo di motore della crescita. Diversamente dal modello euristico di Hirsch (1976), tuttavia, i modelli analitici sopra citati permettono di dimostrare in termini rigorosi che una crescita alimentata dalle esternalità negative può peggiorare il benessere degli individui e consentono di applicare tale analisi a contesti di natura diversa. L'esistenza, inoltre, in questi modelli di sentieri di crescita indesiderabile lungo i quali il benessere può ridursi all'aumentare del reddito sembra coerente con un fenomeno di grande importanza, osservato sul piano empirico in molte società avanzate: all'aumentare del reddito pro capite la felicità - riportata dagli individui mediante l'impiego di questionari - non tende ad aumentare ed in alcuni casi può addirittura ridursi. Tale fenomeno, noto come "paradosso della felicità" ed osservato per la prima volta da Easterlin

(1974), è stato recentemente confermato da vari studi ed ha attratto negli ultimi anni grande attenzione tra gli economisti, stimolando un acceso dibattito sui meccanismi che potrebbero generarlo<sup>5</sup>. Tra questi meccanismi, dunque, un ruolo centrale potrebbe essere svolto proprio dal processo di sostituzione di beni pubblici degradati con beni privati costosi che questo filone di ricerca mette in luce e che sembra generare appunto una perdita di benessere all'aumentare del reddito.

Per discutere dunque la relazione tra spese difensive ambientali, crescita economica e benessere degli agenti, nel prossimo paragrafo descriveremo un semplice modello analitico al fine di illustrare il meccanismo di sostituzione descritto in precedenza. Diversamente dai contributi sopra citati di questo filone della letteratura, particolare attenzione verrà rivolta in questo contesto al ruolo che le aspettative degli agenti possono svolgere nella relazione tra spese difensive e crescita economica. A tale proposito, esamineremo dapprima il caso più generale in cui gli agenti formulano le loro aspettative in maniera esogena rispetto al modello, quindi investigheremo il caso più specifico in cui si assume che gli agenti siano dotati di capacità di previsione perfetta sullo stato futuro dell'ambiente. Il paragrafo conclusivo sarà, infine, dedicato ad una breve discussione dei risultati principali che emergono dall'analisi.

## **2. Il modello**

Consideriamo un'economia con un continuum di agenti identici che vivono due periodi: il periodo 0 (oggi) ed il periodo 1 (domani). Il benessere dell'agente rappresentativo dipende dal tempo libero, dal consumo di una risorsa naturale liberamente accessibile e dal consumo di un bene privato prodotto dal sistema economico. La risorsa naturale viene degradata dalla produzione del bene privato. Quest'ultimo è prodotto al tempo 0 mediante l'impiego del solo lavoro in base alla funzione di produzione seguente:

$$y_0 = \alpha l_0 \quad (1)$$

5 Per una raccolta delle argomentazioni e dei lavori recenti sul paradosso della felicità si vedano, tra gli altri, Easterlin (2002), Frey e Stutzer (2002).

dove  $y_0$  è l'output totale prodotto dall'agente rappresentativo al tempo 0 ed  $l_0$  indica l'ammontare di lavoro corrispondente.

Gli individui hanno a disposizione un'unità di tempo e lavorano solo nella prima parte della propria vita. Pertanto il tempo libero a loro disposizione è  $1 - l_0$  nel primo periodo ed 1 nel secondo periodo. Gli agenti consumano l'ammontare  $c_0$  di output totale nel primo periodo e risparmiano il resto per il consumo del secondo periodo ( $c_1$ ). Perciò abbiamo:

$$c_1 = \beta(y_0 - c_0) \quad (2)$$

dove  $\beta \geq 1$ .

In ciascun periodo il bene privato può essere consumato per proteggersi dal degrado ambientale come sostituto ( $c_s$ ) della risorsa naturale degradata, oppure per soddisfare bisogni diversi da quelli ambientali ( $c_d$ ), quindi possiamo scrivere<sup>6</sup>:

$$c_i = c_u + c_d \quad i = 0,1 \quad (3)$$

Indichiamo con  $E > 0$  lo stock di capitale naturale al tempo 0 e con  $E^e$  il suo valore atteso al tempo 1<sup>7</sup>.

In ciascun periodo l'agente rappresentativo ha una funzione d'utilità logaritmica che dipende da (i) il tempo libero disponibile, (ii) il soddisfacimento di bisogni diversi da quelli ambientali tramite il consumo del bene privato e (iii) il soddisfacimento di bisogni ambientali tramite il consumo della

6 Abbiamo assunto che esista un unico prodotto omogeneo che soddisfa sia i bisogni ambientali che quelli non ambientali per motivi di semplicità analitica. Tuttavia, l'analisi può essere facilmente estesa al caso di due beni distinti, in cui  $c_d$  rappresenta il consumo di un bene di base che assicura la sopravvivenza degli agenti e  $c_s$  rappresenta il consumo del bene sostituto.

7 Seguendo un'assunzione standard nella letteratura ambientale (e.g. Mäler, 1974; Becker, 1982), assumiamo che la qualità dell'ambiente sia misurata dallo stock di capitale naturale che genera un flusso di servizi proporzionale a quello stock. Ciò permette di interpretare lo stock ambientale  $E$  al contempo sia come l'ammontare inizialmente disponibile di materie prime e risorse naturali, sia come una variabile che approssima la qualità ambientale dell'ecosistema oggetto di analisi.

risorsa naturale e del bene privato come sostituto della risorsa naturale degradata:

$$U_i = a \ln(1 - l_i) + b \ln c_{i,d} + \ln(E_i + f c_{i,d}) \quad i = 0,1$$

dove  $f > 0$  è il tasso di sostituzione marginale tra la risorsa naturale ed il bene privato,  $a$  e  $b$  sono parametri strettamente positivi ed  $E_i$  è uguale ad  $E$  quando  $i=0$ , mentre è uguale ad  $E^e$  quando  $i=1$ .

Dal momento che l'agente rappresentativo vive solo nel primo periodo, la sua funzione di utilità definita sull'insieme dei due periodi sarà:

$$U = a \ln(1 - l_0) + b \ln c_{0,d} + \ln(E + f c_{0,d}) + \gamma [b \ln c_{1,d} + \ln(E^e + f c_{1,d})] \quad (4)$$

dove  $0 < \gamma \leq 1$  è il fattore di sconto applicato all'utilità futura.

Abbiamo deliberatamente deciso di lasciare indefinito il termine  $E^e$  per mostrare il funzionamento e le implicazioni del meccanismo di sostituzione in un quadro sufficientemente generale in cui le aspettative sono esogene rispetto al modello (paragrafo 3). Questo modello di carattere generale fornirà il quadro di riferimento ed il termine di confronto per la seconda parte dell'analisi (paragrafo 4), dove assumeremo che gli agenti siano dotati di capacità di previsione perfetta.

### 3. Soluzione del modello nel caso di aspettative esogene

In questo caso il valore atteso delle risorse naturali  $E^e$  è trattato come un parametro non negativo nel problema di ottimizzazione. Data la presenza di un continuum di agenti nell'economia, l'agente rappresentativo considera infatti irrilevante l'impatto ambientale delle proprie scelte<sup>8</sup>.

Sostituendo dalle equazioni (1), (2) e (3) nella (4), la funzione di utilità può essere riscritta come segue:

8 Si osservi che il caso qui esaminato potrebbe essere usato anche per descrivere le scelte del pianificatore sociale di un piccolo paese che ritenga che la propria politica abbia un impatto insignificante su problemi ambientali globali (quali, ad esempio, il surriscaldamento del pianeta) e che consideri pertanto la qualità ambientale futura come esogenamente data, in quanto determinata dalle politiche ambientali attuate nel resto del mondo.

$$U = a \ln(1-l_0) + b \ln(c_0 - c_{0,s}) + \ln(\bar{E} + f c_{0,s}) + \gamma [b \ln(\beta(\alpha l_0 - c_0) - c_{1,s}) + \ln(\bar{E}' + f c_{1,s})] \quad (5)$$

Il problema di massimizzazione dell'agente rappresentativo diventa pertanto:

$$\text{Max}_{l_0, c_0, c_{0,s}, c_{1,s}} U \quad (6)$$

sotto il vincolo:

$$0 \leq l_0 \leq 1, c_0 \geq 0, c_{0,s} \geq 0, c_{1,s} \geq 0 \quad (7)$$

condizioni del primo ordine sono<sup>9</sup>:

$$\frac{\partial U}{\partial l_0} = -\frac{a}{1-l_0} + \frac{b\gamma\beta\alpha}{\beta(\alpha l_0 - c_0) - c_{1,s}} = 0 \quad (8)$$

$$\frac{\partial U}{\partial c_0} = \frac{b}{c_0 - c_{0,s}} - \frac{b\gamma\beta}{\beta(\alpha l_0 - c_0) - c_{1,s}} = 0 \quad (9)$$

$$\frac{\partial U}{\partial c_{0,s}} = -\frac{b}{c_0 - c_{0,s}} + \frac{f}{\bar{E} + f c_{0,s}} \leq 0, \quad c_{0,s} \frac{\partial U}{\partial c_{0,s}} = 0, \quad c_{0,s} \geq 0 \quad (10)$$

$$\frac{\partial U}{\partial c_{1,s}} = \gamma \left( -\frac{b}{\beta(\alpha l_0 - c_0) - c_{1,s}} + \frac{f}{\bar{E}' + f c_{1,s}} \right) \leq 0, \quad c_{1,s} \frac{\partial U}{\partial c_{1,s}} = 0, \quad c_{1,s} \geq 0 \quad (11)$$

9 Si noti che dalla specificazione della funzione di utilità deriva che si possono escludere soluzioni d'angolo per  $l_0$  e  $c_0$ , pertanto devono valere le seguenti due condizioni:  $0 < l_0 < 1$  e  $c_0 > 0$ .

$$l_0 = -\frac{a}{f\alpha\rho}\bar{E} - \frac{a}{f\alpha\rho\beta}E^e + \frac{b+\gamma+1+b\gamma}{\rho} \quad (12)$$

$$c_0 = -\frac{a+\gamma+b\gamma}{f\rho}\bar{E} + \frac{1+b}{f\rho\beta}E^e + \frac{\alpha(1+b)}{\rho} \quad (13)$$

$$c_{0,s} = -\frac{a+b+\gamma+b\gamma}{f\rho}\bar{E} + \frac{1}{f\rho\beta}E^e + \frac{\alpha}{\rho} \quad (14)$$

$$c_{1,s} = \frac{\beta\gamma}{f\rho}\bar{E} - \frac{a+b+1+b\gamma}{f\rho}E^e + \frac{\alpha\beta\gamma}{\rho} \quad (15)$$

dove:

$$\rho \equiv a+b+1+\gamma+b\gamma$$

L'equazione (12) suggerisce che l'offerta di lavoro (e dunque anche l'output totale) aumenta al ridursi della risorsa naturale inizialmente disponibile e/o del suo livello futuro atteso, cosicché il degrado ambientale presente e/o quello futuro possono finire per favorire la crescita economica. Se lo stock iniziale della risorsa ambientale si riduce, infatti, gli agenti sono indotti a lavorare di più per produrre un maggior numero di beni sostituti. Lo stesso avviene se peggiorano le aspettative sul futuro stato dell'ambiente a seguito di un qualche fattore esogeno come, ad esempio, una catastrofe ambientale o previsioni ecologiche allarmanti basate su reports scientifici di esperti in materia.

Le equazioni dalla (13) alla (15) mostrano in che modo l'incremento di output generato dal degrado ambientale corrente e/o da quello atteso possa essere distribuito tra il consumo nei due periodi. Per ogni dato livello di  $E^e$ , una riduzione nello stock iniziale della risorsa aumenta il con-



sumo dei beni sostituti nel primo periodo (e dunque anche  $c_0$ ) e lo riduce nel secondo periodo quando lo stock della risorsa diventa relativamente più abbondante. Viceversa, per ogni dato livello di  $E$ , una riduzione nel livello futuro atteso della risorsa sposta il consumo dei beni sostituti dal presente al futuro quando ci si attende che tali beni divengano più strettamente necessari.

Dalle equazioni (12) e (13), deriva che l'accumulazione di capit

$$k = \alpha d_0 - c_0 = \frac{\gamma(b+1)}{f\rho} \bar{E} - \frac{a+b+1}{f\rho\beta} E^e + \frac{\gamma(b+1)}{\rho} \alpha \quad (16)$$

La Figura 1 mostra la relazione tra accumulazione di capitale e livello futuro atteso della risorsa naturale  $E^e$  in corrispondenza di diversi livelli dello stock iniziale  $E$  e per un determinato valore della produttività del lavoro ( $\alpha=1.5$ ). Come emerge dalla figura, l'accumulazione di capitale è inversamente correlata col livello futuro atteso dello stock ambientale, in quanto aspettative ambientali pessimistiche sulla disponibilità futura di risorse inducono un incremento nel consumo di beni sostituti nel secondo periodo che incrementa l'accumulazione di capitale nel primo periodo. L'accumulazione di capitale cresce, inoltre, all'aumentare dello stock iniziale  $E$  per ogni dato livello di  $E^e$ . Infatti, se ad un incremento dello stock iniziale è associato lo stesso valore futuro atteso della risorsa ciò implica che ci si attende un maggiore degrado della risorsa stessa nell'intervallo di tempo considerato, aumentando dunque l'incentivo all'accumulazione di capitale per poter rimpiazzare la risorsa naturale degradata.

#### 4. Soluzione del modello nel caso di previsione perfetta

Supponiamo adesso che lo stock del bene ambientale al tempo 1,  $E_1$ , sia dato dalla seguente espressione:

$$E_1 = \delta(\bar{E} - \epsilon \alpha d_0) \quad (17)$$

dove  $l_0 > 0$  misura il lavoro mediamente impiegato nell'economia,  $\varepsilon > 0$  indica l'impatto ambientale della produzione e  $\delta \geq 1$  è il tasso di rigenerazione del bene ambientale.

Assumiamo inoltre che gli agenti siano dotati di capacità di previsione perfetta, cosicché le loro aspettative risultino corrette:

$$E^e = E_1$$

Supponiamo che l'agente rappresentativo consideri insignificante l'impatto delle proprie scelte sulla risorsa ambientale. In questo caso, l'agente considererà  $l_0$  come dato, perciò le sue scelte differiranno da quelle di un pianificatore sociale che internalizzi le esternalità, da cui deriva che la soluzione del modello descriverà un equilibrio di Nash e non un ottimo Pareto.

Per esaminare le decisioni dell'agente rappresentativo è sufficiente sostituire ad  $E^e$  nelle condizioni del primo ordine (8)-(11) il valore corretto delle aspettative dato dall'equazione (17). Come è facilmente dimostrabile, in questo caso la soluzione interna del modello è:

$$l_0 = \frac{\rho_1 f \beta \alpha - a \bar{E}(\beta + \delta)}{\alpha [f \beta \rho_1 + a(f \beta - \delta \varepsilon)]} \quad (18)$$

$$c_0 = \frac{\bar{E}[(b+1)f(\delta - \gamma\beta) - (f\beta - \delta\varepsilon)\alpha] + f(b+1)(f\beta - \gamma\varepsilon)\alpha}{f[f\beta\rho_1 + a(f\beta - \delta\varepsilon)]} \quad (19)$$

$$c_{n,s} = \frac{\bar{E}[-f\beta(\gamma + b + a + b + \gamma) + \delta(f + a\varepsilon)] + f\alpha(f\beta - \delta\varepsilon)}{f[f\beta\rho_1 + a(f\beta - \delta\varepsilon)]} \quad (20)$$

$$c_{s,s} = \frac{\bar{E}[-f\delta(\gamma + b + a + b + \gamma) + a\delta\varepsilon - \gamma f\beta] + f\beta\alpha[\delta\varepsilon(b+1 + \gamma b) - f\gamma\beta]}{f[f\beta\rho_1 + a(f\beta - \delta\varepsilon)]} \quad (21)$$

dove:

$$\rho_1 = 1 + \gamma + b\gamma + b$$

Sebbene la soluzione in forma chiusa del modello risulti essere piuttosto complessa, è possibile illustrare alcuni interessanti risultati che emergono in questo caso facendo ricorso a simulazioni numeriche. A questo scopo, utilizzeremo il seguente insieme di valori dei parametri:  $\alpha=1.5$ ,  $\beta=1.5$ ,  $\gamma=0.5$ ,  $\delta=2.9$ ,  $\varepsilon=0.8$ ,  $f=2$ ,  $a=0.5$ ,  $b=0.2$ . La Figura 2 mostra la relazione tra livelli di utilità e di produttività che si ottiene per questo insieme di valori parametrici facendo variare  $E$  nell'intervallo  $[100,110]$ . Come si vede dalla figura, il livello di utilità decresce all'aumentare della produttività  $\alpha$ , suggerendo dunque che un incremento nel livello dell'output può finire per ridurre il benessere degli individui. Questo risultato apparentemente paradossale può verificarsi in quanto l'incremento nel livello di consumo reso possibile da una maggiore produttività può risultare insufficiente a compensare gli agenti per la perdita di risorse naturali e/o di qualità ambientale derivante dall'incremento nell'output. Il meccanismo di sostituzione di una risorsa naturale liberamente accessibile con un bene sostituto privato può dunque condurre l'economia lungo un processo di crescita "indesiderabile" (Pareto-dominato).

Le Figure 3 e 4 mostrano che l'ammontare medio di lavoro (dunque anche la produzione totale) e l'accumulazione di capitale possono crescere all'aumentare dell'impatto ambientale della produzione ( $\varepsilon$ ) per un dato livello dello stock ambientale  $E$ . Ciò appare in accordo con la spiegazione intuitiva avanzata in precedenza: un incremento di  $\varepsilon$  riduce, infatti, la qualità ambientale futura inducendo gli agenti a lavorare ed accumulare di più oggi per permettersi più beni sostituti domani.

La Figura 5 mostra in che modo l'accumulazione di capitale reagisca a cambiamenti nel valore di  $f$ , il tasso marginale di sostituzione tra il bene ambientale e quello privato. Un aumento di  $f$  ha due effetti opposti sull'accumulazione di capitale. Da un lato, esso aumenta l'utilità marginale che gli agenti ricevono dal bene sostituto rispetto al bene ambientale, il che aumenta il loro incentivo ad accumulare capitale per consumare il bene sostituto domani. Dall'altro lato, un

aumento di  $f$  implica che un minor consumo del bene privato è sufficiente all'agente rappresentativo per rimpiazzare il bene ambientale degradato, il che riduce viceversa il bisogno del bene sostituto. Come mostra la figura, per l'insieme dei valori dei parametri utilizzato nelle simulazioni, il primo effetto (che potremmo definire "di sostituzione") prevale sul secondo (che potremmo definire effetto "di reddito"), pertanto l'accumulazione di capitale risulta essere una funzione crescente di  $f$ . All'aumentare di  $f$ , tuttavia, l'effetto di sostituzione è sempre più controbilanciato dall'effetto di reddito, cosicché l'accumulazione di capitale cresce a tassi decrescenti

La Figura 6 mostra come cambia l'accumulazione di capitale al variare di  $\delta$ , il tasso di rigenerazione del bene ambientale. Come era lecito attendersi, più alta è la capacità di rigenerazione della risorsa ambientale, minore sarà il bisogno di beni sostituti capaci di rimpiazzare in futuro la risorsa naturale e quindi minore sarà anche l'esigenza di accumulare oggi per consumare sostituti privati domani.

Possiamo infine domandarci cosa accade se assumiamo che esista un pianificatore sociale benevolo o, in maniera equivalente, se assumiamo che l'agente rappresentativo tenga conto dell'impatto ambientale delle proprie scelte. In questo caso,  $l_0$  coincide (ex ante) con  $l_0$  e l'unica differenza nelle condizioni del primo ordine concerne la derivata rispetto ad  $l_0$ . Come mostra la linea tratteggiata in figura 7, in questo caso l'accumulazione di capitale risulta essere una funzione decrescente di  $\varepsilon$ , a differenza del caso precedentemente analizzato in cui l'agente rappresentativo non internalizza le esternalità (descritto dalla linea continua). Internalizzando le esternalità, infatti, il pianificatore sociale si rende conto che la produzione di beni sostituti danneggia gli agenti attraverso il degrado ambientale più di quanto li benefici attraverso il consumo. Ne consegue che in presenza di un pianificatore benevolo l'accumulazione di capitale risulterà minore (ed il benessere maggiore) rispetto al caso in cui l'agente rappresentativo non internalizzi le esternalità che egli stesso genera.

## 5. Conclusioni

In molti paesi industrializzati il processo di crescita economica è stato accompagnato, specialmente all'inizio, dal deterioramento delle risorse naturali a disposizione. Questo ha indotto gli agenti a difendersi dagli effetti indesiderati della produzione e del consumo aggregati attraverso la sostituzione di beni pubblici ambientali un tempo liberamente accessibili con costosi beni privati, rendendo dunque sempre più oneroso il soddisfacimento dei bisogni ambientali. Come sottolineato da gran parte della letteratura sull'argomento, le spese difensive ambientali generate da questo meccanismo di sostituzione possono contribuire ad aumentare la crescita del Prodotto Interno Lordo. Il lavoro presente - e più in generale il filone di ricerca in cui esso si inquadra - compie un ulteriore passo avanti rispetto alla letteratura esistente, suggerendo che tali spese difensive sono in grado non solo di favorire la crescita economica, ma di dar luogo ad un processo di crescita autorinforzantesi: le spese difensive contribuiscono alla crescita economica che, a sua volta, può aumentare il degrado ambientale e dunque la necessità di sostenere spese difensive. Questa sorta di circolo vizioso può portare ad una continua crescita della produzione aggregata e ad un'accelerazione del livello di attività finalizzata a mantenere il livello di benessere iniziale.

Il modello presentato in questo lavoro ha cercato di proporre un possibile modo di tradurre in termini analitici questo argomento euristico, illustrando l'impatto potenziale delle spese difensive ambientali sull'output totale e sull'accumulazione di capitale. A questo scopo, abbiamo impiegato un semplice quadro analitico caratterizzato da un continuum di agenti che vivono per due periodi e decidono quanto lavorare ed accumulare in base alle loro aspettative sullo stato futuro dell'ambiente. La soluzione del modello suggerisce che l'ammontare di lavoro ed output totale sono positivamente correlati con la scarsità del bene ambientale. Una riduzione nel livello iniziale e/o in quello futuro atteso della risorsa naturale inducono gli individui a lavorare e produrre di più al fine di consumare i beni privati che possono rimpiazzare le risorse naturali degradate nel processo produttivo. Ne consegue che i problemi ecologici correnti e il diffondersi di previsioni più pessimiste sullo stato futuro del pianeta possono finire per supportare la crescita nel livello di

attività tramite un aumento delle spese difensive ambientali.

La scarsità futura attesa del bene ambientale influenza anche il modo in cui gli agenti economici distribuiscono il consumo tra il presente ed il futuro, spostando il proprio consumo di beni sostituti verso il periodo in cui le risorse naturali sono relativamente più scarse. Ciò contribuisce a spiegare perché l'accumulazione di capitale cresce quando gli individui ritengono che lo stock ambientale sia destinato in futuro a ridursi.

Infine, mediante l'uso di simulazioni numeriche, abbiamo mostrato che se gli agenti sono dotati di capacità di previsione perfetta l'accumulazione di capitale è più elevata quando essi considerano trascurabile l'impatto ambientale delle proprie scelte che nel caso in cui viceversa internalizzano nelle proprie decisioni l'esternalità creata dal loro impatto ambientale.

Nel presente lavoro abbiamo impiegato un modello volutamente molto semplificato per ridurre al minimo la complessità analitica e far emergere con maggior chiarezza l'idea che sta alla base del lavoro. Pur nella sua semplicità, tale modello riesce tuttavia a dare alcune interessanti indicazioni sul legame tra scarsità ambientale, accumulazione e crescita economica, fornendo delle relazioni tra queste variabili che potrebbero esser testate in futuro dal punto di vista empirico per verificare se e fino a che punto i risultati teorici qui presentati possano contribuire a spiegare le correlazioni osservate nella realtà.

Fig. 1

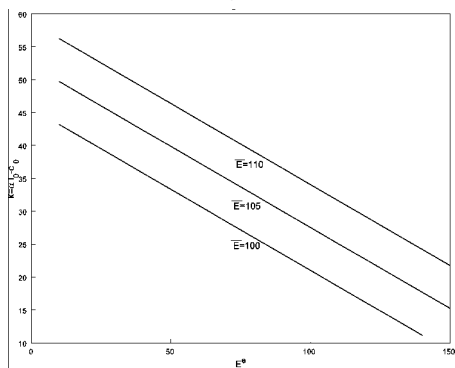


Fig. 2

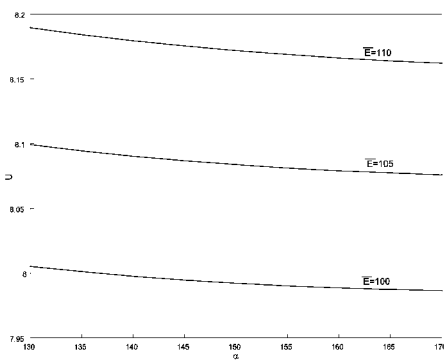


Fig. 3

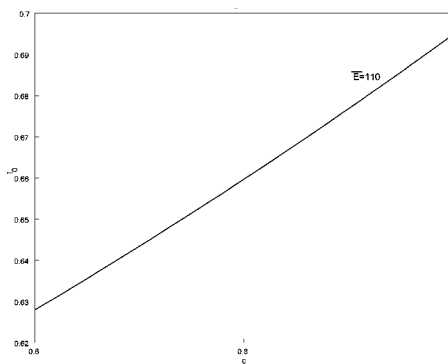


Fig. 4

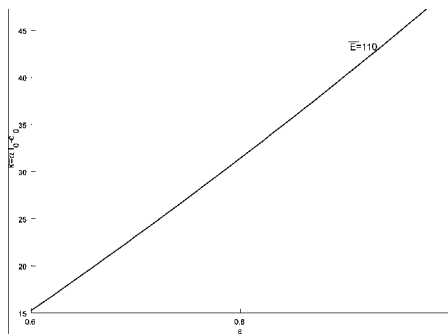


Fig. 5

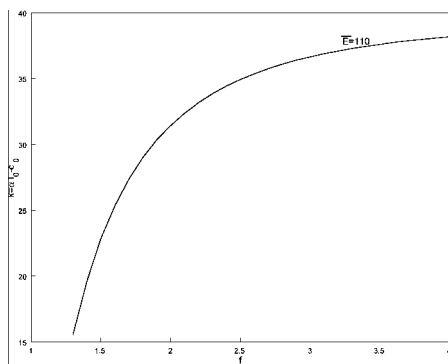


Fig. 6

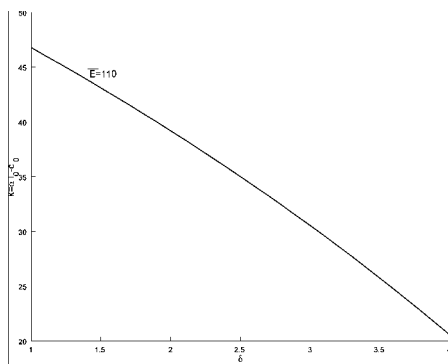
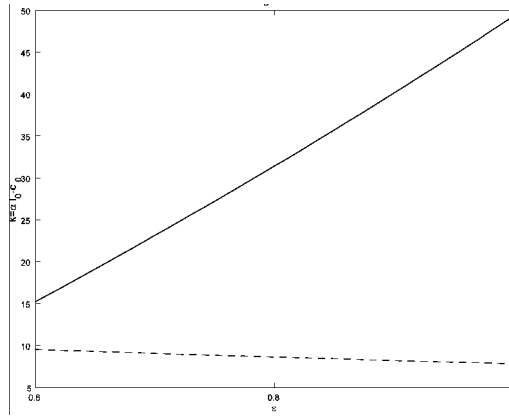




Fig. 7



## Riferimenti bibliografici

- Abdalla, C.A., Roach, B.A., Epp, D.J., (1992): "*Valuing environmental quality changes using averting expenditures: an application to groundwater contamination*", *Land Economics*, 68 (May), pp.163-169.
- Antoci, A., Bartolini, S., (1999): "*Negative externalities as the engine of growth in an evolutionary context*", Nota di lavoro 83.99, Fondazione ENI Enrico Mattei, Milan.
- Antoci, A., Borghesi, S., (2002): "*Working too much in a polluted world: a North-South evolutionary model*", Nota di Lavoro 44.2002, Fondazione ENI Enrico Mattei, Milan.
- Antoci, A., Sacco, P.L., Vanin, P., (2001): "*Economic growth and social poverty: the evolution of social participation*", Bonn Graduate School of Economics, Discussion Paper No. 13/2001.
- Antoci A., Sacco P.L., Vanin P., (2002): "*On the possible conflict between economic growth and social development*", mimeo, Pompeu Fabra University.
- Bartolini, S., Bonatti, L., (2002): "*Environmental and social degradation as the engine of economic growth*", *Ecological Economics*, vol.43, pp.1-16.
- Bartolini, S., Bonatti, L., (2003): "*Undesirable growth in a model with capital accumulation and environmental assets*", *Environment and Development Economics*, 8, pp.11-30.
- Bates, D., (2002): "*Environmental refugees? Classifying human migra-*

- tions caused by environmental change*", Population and Environment, vol.23, No.5, pp.465-477, Human Sciences Press.
- Becker, R.A., (1982): "*Intergenerational equity: the capital-environment trade-off*", Journal of Environmental Economics and Management, vol. 9, No.2 (June), pp.165-185.
- Bresnahan, B.W., Dickie, M., Gerking, S., (1997): "*Averting Behavior and Urban Air Pollution*", Land Economics, v.73, No.3 (August), pp.340-357.
- Coleman J., (1998): "*Social capital in the creation of human capital*", American Journal of Sociology, 94S.
- Easterlin R., (1974): "*Does economic growth improve human lot? Some empirical evidence*", in "Nation and Households in Economic Growth: Essays in Honor of Moses Abramowitz", a cura di P.A. Davis e M.W. Reder, Academic Press, New York.
- Easterlin R., (a cura di), (2002): "*Happiness in Economics*", The International Library of Critical Writings in Economics, Elgar, Chetenham, UK.
- Frey, B., Stutzer, A., (2002): "*Happiness and Economics. How the economy and institutions affect well-being*", Princeton University Press, Princeton, USA.
- Friedman, M.S., Powell, K.E., Hutwagner, L., Graham, L.M., Teague, W.G., (2001): "*Impact of Changes in Transportation and Commuting Behaviors During the 1996 Summer Olympic Games in Atlanta on Air Quality and Childhood Asthma*", Journal of the American Medical Association, v.285, No.7, pp.897-905.
- Harrington, W., Krupnick, A.J., Spofford, W.O., (1989): "*The economic losses of a waterborne disease outbreak*", Journal of Urban

- Economics, 25 (January), pp.116-137.
- Hirsch, F., (1976): "*Social limits to growth*", Harvard University Press, Cambridge, USA.
- Huetting, R., (1980): "*New scarcity and economic growth. More welfare through less production*", North Holland.
- Hugo, G., (1996): "*Environmental concerns and international migration*", International Migration Review, 30, pp.105-131.
- Kunzli, N., Kaiser, R., Medina, S., Studnicka, M., Chanel, O., Filliger, P., Herry, M., Horak, F., Puybonnieux-Textier, V., Quenel, P., Schneider, J., Seethaler, R., Vergnaud, J.C., Sommer, H., (2000): "*Public-health impact of outdoor and traffic-related air pollution: a European assessment*", Lancet, 356(9232), pp.795-801.
- Laughland, A.S., Musser, W.N., Shortle, J.S., (1996): "*Construct validity of averting cost measures of environmental benefits*", Land Economics, 72 (February), pp.100-112.
- Leipert, C., (1989): "*National income and economic growth: the conceptual side of defensive expenditures*", vol.23, No.3 (September), Journal of Economic Issues, pp.843-856.
- Leipert, C., Simonis U. E., (1989): "*Environmental protection expenditures: the German example*", Rivista Internazionale di Scienze Economiche e Commerciali, vol. 36, pp.255-270.
- Mäler, K.G., (1974): "*Environmental economics: a theoretical inquiry*", Johns Hopkins University Press, Baltimore, Maryland.
- Myers, N., (1997): "*Environmental refugees*", Population and Environment, 19, pp.167-182.

- Olson, M., (1977): "*The treatment of externalities in national income statistics*", in L. Wingo and A. Evans (eds.), *Public Economics and the Quality of Life*, Johns Hopkins University Press, Baltimore, Maryland.
- Pope, C.A., Burnett, R.T., Thun, M.J., Calle, E.E., Krewski, D., Ito, K., Thurston, G.D., (2002), "*Lung Cancer, Cardiopulmonary Mortality, and Long-term Exposure to Fine Particulate Air Pollution*", *Journal of the American Medical Association*, v.287, No.9, pp.1132-1141.
- Shogren, J.F., Crocker, T.D., (1991): "*Cooperative and non-cooperative protection against transferable and filterable externalities*", *Environmental and Resource Economics*, 1, pp.195-213.
- Traore, N., Amara, N., Landry, R., (1999): "*Household's Response to Groundwater Quality Degradation: Results from a Household Survey in Quebec*", *Cahiers d'Economie et Sociologie Rurales*, 3rd Trimester 1999, v. 0, iss. 52, pp. 5-22.
- United Nations, (1993): *Handbook of National Accounting: Integrated Environmental and Economic Accounting, Studies in Methods*, Series F, No.61, Sales No. E. 93 XVII.12, New York.
- Um, M., Kwak, S.J., Kim, T.Y., (2002): "*Estimating Willingness to Pay for Improved Drinking Water Quality Using Averting Behavior Method with Perception Measure*", *Environmental and Resource Economics*, v. 21, iss. 3 (March), pp. 287-302.
- World Bank, (2000): "*Bangladesh air quality management project*", *Project Appraisal Document, Report n.20573-BD*, Environment Unit South Asian Region.



**Antonio Troisi**

**INTRODUZIONE ALL'ECONOMIA CIVILE DELLA FINANZA PUBBLICA\***

*Abstract*

This article dedicates wide space to the analysis of the thought of the economist, leader of the Neapolitan School of Civil Economy, the salernitan abbot Antonio Genovesi, holder by 1750 of the first chair of Economic History, near the University of Naples. His work has critically reconstructed through the examination of two fundamental concepts: the reciprocity (typical mutual attendance of the human being) and the public happiness (the happiness can be enjoyed only with and thanks to the others). Leaving from the analysis of these two concepts, it is asked to us therefore if the Civil Economy is a proposal of research, a criterion of appraisal of the concrete economic experiences.

Questo articolo dedica ampio spazio all'esame del pensiero dell'economista, leader della scuola napoletana dell'Economia Civile, l'abate salernitano Antonio Genovesi, titolare dal 1750 della prima cattedra di Economia della storia presso l'Università di Napoli. La sua opera viene ricostruita criticamente attraverso l'esame di due concetti fondamentali: la reciprocità (assistenza reciproca tipica dell'essere umano) e la pubblica felicità (la felicità può essere goduta solo con gli altri e grazie agli altri). Partendo dall'analisi di questi due concetti, ci si chiede dunque se l'Economia Civile sia una proposta di ricerca, un criterio di valutazione delle concrete esperienze economiche.

\* Questo articolo riproduce sostanzialmente il testo della relazione svolta al seminario del 5 marzo 2004 presso la Facoltà di Economia dell'Università di Foggia sul tema "Le nuove frontiere dell'ermeneutica e della metodologia della ricerca economica" con relazione generale di Stefano Zamagni.

## 1. Premessa

Un recentissimo lavoro (1) riprendendo temi già sviluppati in precedenza, approfondisce l'Economia Civile, come una prospettiva culturale dalla quale interpretare l'intera economia. Rispetto a coloro che vedono nell'estensione dei mercati e della logica dell'efficienza la soluzione a tutti i mali sociali e coloro che vedono nell'avanzare dei mercati una minaccia per la vita civile e quindi li combatte e si protegge da essi, la visione del rapporto mercato/società, tipica dell'Economia Civile, si colloca in una prospettiva radicalmente diversa rispetto a queste visioni ancor oggi dominanti.

Il volume dedica ampio spazio all'esame del pensiero dell'economista, laeder della scuola napoletana dell'Economia Civile, l'abate salernitano Antonio Genovesi, titolare dal 1750 presso l'Università di Napoli della prima cattedra di Economia della storia, la cui opera viene ricostruita criticamente attraverso l'esame dei due concetti fondamentali: la reciprocità (assistenza reciproca tipica dell'essere umano) e la pubblica felicità (la felicità può essere goduta solo con gli altri e grazie agli altri) (2).

Secondo i due autori, nei tempi recenti, la prospettiva di studio dell'economia civile a mo' di fiume carsico è tornata a scorrere in superficie per due ordini di ragioni:

- a) presa d'atto da parte di un numero crescente di economisti che una comprensione inadeguata dell'odierno processo economico postula il superamento del carattere riduzionista di gran parte della teoria economica contemporanea la quale non sembrava di essere in grado di far presa sui nuovi problemi che tormentano la nostra società: dalla salvaguardia ambientale. Alle ineguaglianze sociali in aumento, dal senso d'insicurezza che colpisce tutti i cittadini nonostante l'aumento delle ricchezze alla perdita di senso delle relazioni interpersonali e così via.
- b) consapevolezza che, per fornire una risposta a questioni cruciali quale la crisi del modello tradizionale di welfare state e la difficoltà crescente di assicurare a tutte le persone un'attività lavorativa decente sia necessario riflet-



tere sulle caratteristiche di fondo dell'attuale modello di crescita.

Dopo quanto detto, mi sembra giusto chiedersi se è vero, come sostengono nella conclusione i due autori, che quella dell'Economia Civile sia una proposta di ricerca, una prospettiva sull'oggi, un criterio di valutazione delle concrete esperienze economiche (3).

E' questo un interrogativo particolarmente importante per chi si occupa di Scienza delle Finanze che, essendo economia applicata, è l'indagine riflessa della teoria economica generale e, pertanto, è naturalmente interessata all'evoluzione degli aspetti ermeneutici e metodologici della ricerca economica.

## **2. La reciprocità nell'analisi dei classici economisti inglesi: implicazioni nel rapporto mercato/società**

La visione del rapporto mercato/società dell'Economia Civile si colloca in una prospettiva completamente diversa rispetto alla concezione dei classici economisti inglesi: l'idea centrale è che la ricerca dell'interesse personale non si trasforma automaticamente e magicamente in bene comune perché la ricerca degli obiettivi privati si trasforma in un ben vivere civile solo all'interno della civitas, sicché il mercato diventa un luogo in cui esercitare la socialità (4).

Secondo Zamagni la più recente storiografia smithiana, avendo posto in risalto come la persona umana dipinta da A. Smith sia una realtà relazionale prima ancora che altruista o egoista, sta superando la ristretta visione che vedeva Smith come l'iniziatore di una stagione nuova nella scienza economica, caratterizzata dall'ordine assicurato dai mercati e dal self/interest (5) (pag. 93/94 di Zamagni).

Se nella Ricchezza delle Nazioni si riscontra un'esaltazione della solidità dell'organizzazione del mercato, tuttavia non v'è una negazione delle motivazioni non egocentriche.

La propensione a scambiare con gli altri è, dunque, per Adam Smith un'espressione della socievolezza della natura umana che nella società civile si può esprimere nella sua

pienezza grazie alla divisione del lavoro che fa sì che ognuno abbia un costante bisogno degli altri, non potendo provvedere da solo o con la sua famiglia a tutti i suoi bisogni.

In particolare Zamagni sostiene che nella riflessione teorica del rapporto tra fiducia, virtù civili e sviluppo economico le posizioni di Smith e Genovesi siano, sostanzialmente, simili: per entrambi il mercato è un momento importante della vita civile che edifica e non distrugge le virtù civili.

Ecco perché la celebre frase sul macellaio, continua ricordando che “nessuno tranne il mendicante decide di dipendere principalmente dalla benevolenza dei suoi concittadini. “L’avverbio “principalmente” ci dice che anche la visione economica di Smith attribuisce un posto all’amore ed alla reciprocità, pur riconoscendo, con un velo di amarezza, che nella società moderna l’amore reciproco non è sufficiente ed occorre cercare meccanismi sussidiari.

In tal modo l’esistenza del mercato consente di sostenere una società civile che, allontani lo scenario di un mondo composto di pochi benevolenti e da moltitudini di mendicanti assistiti come era quello dal quale l’Europa a fatica stava uscendo (6).

Una conferma della tesi di Zamagni viene dal Libro V di A. Smith (7) che tratta dei doveri fondamentali dello Stato verso la società, l’adempimento dei quali presuppone necessariamente una certa spesa e questa spesa, a sua volta, devono essere coperte e ripartita con un’entrata, la cui architettura deve essere la più possibile funzionale agli obiettivi perseguiti dalla spesa stessa. In tal modo il fenomeno finanziario assolve il compito di strumento d’implementazione del ruolo affidato allo stato di meccanismo sussidiario che deve garantire la realizzazione di una società non costituita solo da pochi benestanti e da una moltitudine di mendicanti.

In particolare la spesa pubblica è ricollegata a tre doveri: proteggere la società dalla violenza e dall’invasione di altre società indipendenti (spesa della difesa), proteggere per quanto possibile, ogni membro della società dall’ingiustizia e dall’oppressione di ogni altro membro: ossia il dovere di isti-

tuire un'esatta amministrazione della giustizia (spesa per la giustizia), erigere a mantenere quelle istituzioni e quelle opere pubbliche che, nonostante possano essere estremamente vantaggiose ad una gran società, sono tuttavia di tale natura che il loro profitto non potrebbe mai ripagare la spesa ad un individuo o a un piccolo numero d'individui e, pertanto, non ci si può aspettare che questi possano erigerle o mantenerle (Spesa delle opere e delle istituzioni pubbliche).

Se la spesa nasce dall'adempimento dei doveri fondamentali del Sovrano, non può limitarsi ad una mera erogazione ma deve essere improntata a criteri di efficienza la cui cura è responsabilità del Sovrano. Stimi, tuttavia, non si limita a riferirsi ad un'astratta categoria di efficienza ma, attraverso un'attenta analisi dimostra che la produttività della spesa in questione è funzione di tre variabili: il livello di sviluppo economico, l'influenza del progresso tecnico, l'individuazione di un sistema di copertura e riparto del costo della spesa, funzionale alla realizzazione dei tre doveri fondamentali del Sovrano.

Così ad esempio, per quanto riguarda la difesa sottolinea come il primo dovere del sovrano diventa sempre più costoso man mano della società progredisce. La forza militare che prima non costava nulla al sovrano con lo sviluppo del progresso deve essere da lui mantenuta prima in tempo di guerra e poi in tema di pace e deve sopportare gli ulteriori costi determinati dal progresso tecnico collegato all'invenzione della polvere da sparo (8).

La spesa per la giustizia è sottoposta ad un attento esame delle modalità di finanziamento e di erogazione dei compensi ai giudici per garantirne indipendenza ed efficienza (9).

Per quanto riguarda le opere pubbliche e le istituzioni per facilitare il commercio della società e promuovere l'istruzione della popolazione sono previste modalità di erogazione e di copertura e riparto del relativo costo in funzione della produttività del servizio e delle particolari modalità di fruizione da parte del cittadino/consumatore (10).

Risulta inoltre evidente da dette modalità di erogazione il carattere redistributivo della spesa pubblica che profitta in maniera diversa ai componenti della società, in funzione

della reale possibilità di sopportarne il costo e d indipendentemente dalla richiesta avanzata.

Le entrate, anch'esse collegate ai doveri fondamentali del Sovrano, hanno la loro motivazione essenziale nella copertura e il riparto delle spese necessarie per un grande stato civile, che non possono essere finanziate solo dai proventi del capitale e dei terreni del Sovrano.

Le quattro massime (perequazione, certezza, comodità di pagamento, economia di esazione): garantiscono insieme ad una ragionata scelta della base imponibile un armonico raccordo con le finalità della spesa.

In questo senso grande attenzione viene riservata alla massima della perequazione poiché Smith ritiene che la redistribuzione del reddito vada fatta al momento dell'imposizione (11). Pertanto una redistribuzione ex post non ha motivazione, in una corretta interpretazione del rapporto smithiano mercato/società.

Una seconda importante conferma della tesi di Zamagni viene dal rapporto mercato/società di Marshall, caratterizzato dal rifiuto della concezione dell'individuo come atomo isolato e dalla necessità di considerare, in sede di analisi economica, l'individuo come membro di un organismo sociale.

Infatti, egli precisa che la scienza economica fa riferimento alla moneta non perché la moneta o la ricchezza materiale siano considerate come lo scopo principale degli sforzi umani e nemmeno come quelle cose che offrono all'economista la materia principale di studio, ma perché in questo nostro mondo la moneta è l'unico mezzo conveniente per misurare su larga scala i moventi umani (12).

Tuttavia, dopo aver riconosciuto che se i primi economisti avessero chiarito ciò avrebbero evitato molti gravi travisamenti, riconosce che i primi economisti inglesi limitarono troppo la loro attenzione ai moventi dell'azione individuale, dal momento che i moventi verso l'azione collettiva sono di grande e crescente importanza per gli economisti che, come tutti gli altri studiosi di scienze sociali, considerano gli individui principalmente come membri di un organismo sociale, essendo la vita della società qualcosa in più degli individui che la compongono.

L'economia ha un interesse sempre crescente nei moventi che riguardano la proprietà collettiva e lo sforzo collettivo di raggiungere certi scopi importanti, mentre i mezzi di comunicazione e l'accresciuto tenore di vita allargano sempre più l'azione collettiva per il pubblico bene (13).

Un secondo aspetto interessante del rifiuto della concezione atomistica della società, è rappresentato dall'estensione del profilo della relazionalità dall'individuo all'impresa.

Anche questo è, ai nostri fini, un importante motivo di riflessione perché il modello del rapporto mercato/società collegato alla concezione atomistica dell'individuo, è, strutturalmente, incapace di occuparsi dei riflessi del sistema socio/naturale sul sistema economico chiuso nella gabbia parietiana dei gusti del consumatore non è in grado di cogliere altri importanti inputs, che pure provengono da tale sistema.

La necessità di un'interazione tra individuo ed ambiente sociale è, invece, intuita chiaramente da Marshall che, trattando del concetto di economie esterne, ne adotta una qualificazione territoriale, rappresentata dal "distretto industriale".

Le parole di Marshall rilevano la presenza di un processo culturale, connesso alle necessità dell'industria ed a questo processo si attribuisce maggiore rilevanza quando la collettività umana coinvolta risiede in un territorio limitato, dove si realizza una duratura e notevole concentrazione industriale (14).

Sulla base di quanto rilevato in precedenza, risulta evidente che, l'accentuazione nel rapporto mercato/società di Genovesi della concezione dell'individuo legato alla società non offre sostanziali motivi di differenziazione dal pensiero di Smith e di Marshall.

Del resto come per Marshall e Smith, anche per Genovesi la ricchezza, uno dei fini dello stato, è intesa nel suo aspetto strumentale in funzione della collettività. Questa impostazione si giustifica col fatto che, in opposizione a coloro che ravvisano nell'amor proprio riflesso, cioè nell'egoismo il movente ad agire, Genovesi manifesta un'opinione più

ottimista sulla natura umana: egli ammette un fondo di pietà e simpatia istintiva nell'uomo onde si è tratti a soccorrere chi è nel bisogno. La virtù è definita come un'energia simpatica di giovare agli altri.

Come è noto anche lo Smith sul sostrato della simpatia reciproca elaborò la teoria dei sentimenti umani. E' probabile che entrambi avessero subito l'influenza dello Hutchison, il padre della scuola scozzese di economia (15).

Dall'attenzione alla natura sociale, dell'uomo deriva la concezione dell'economia non scienza della ricchezza: oggetto di studio non è l'accumulazione in sé e per sé valutata in modo astratto ed assoluto, bensì quel benessere economico e sociale non disgiunto da fini politici e morali, definito genericamente pubblica felicità. Questo spiega anche l'importanza attribuita alla giusta distribuzione dei redditi.

Come Smith non vuole una società di molti mendicanti e pochi benestanti, anche Genovesi: è fautore di un graduale e sicuro evolversi della società, promosso dall'educazione, ma soprattutto dall'intervento moderatore e disciplinatore dello Stato.

L'organismo statale, nel sistema di Economia Civile di Antonio Genovesi, non è concepito come una semplice astrazione mentale dell'universalità dei cittadini, ma come istituzione unificatrice e regolatrice dell'attività economica, destinata a garantire la conservazione, la comodità, la felicità materiale e civile del corpo politico (16).

Oltre ad una naturale interdipendenza fra il fenomeno economico e quello finanziario viene riconosciuta la vasta ripercussione che i tributi possono avere sull'economia del paese, che ne può essere sollecitata o arretrata: il sistema fiscale viene considerato non come un segno di degenerazione politica, bensì un sussidio regolare e naturale dello Stato necessario per provvedere alla conservazione ed allo sviluppo del medesimo (17).

### **3. Implicazioni nell'analisi economica della finanza pubblica dei Doveri del Sovrano (A. Smith), dell'azione collettiva per il pubblico bene (A. Marshall) e della pubblica felicità (A. Genovesi)**

Da quanto detto risulta confermata la tesi di Zamagni: pur nella reale differenza tra le scuole inglese e scozzese da un canto e napoletana dall'altro, tuttavia il rapporto mercato/società di Smith e Marshall non si discosta da quello di Genovesi perché nessuno dei tre ritiene di poter prescindere dalla considerazione dell'individuo come membro di un organismo sociale e, conseguentemente dall'attribuzione allo Stato del ruolo di garante di un mercato che esalti le virtù civili.

Questa conclusione è importante perché rispetto all'economia politica, la scienza delle finanze è scienza concreta perché fa meno uso dell'astrazione e cerca di avvicinarsi il più possibile alla realtà: si sforza, pertanto, di studiare il fenomeno reale, tenendo conto di tutti gli elementi di fatto che lo compongono

#### *3.a) Analisi economica dei servizi pubblici*

Tra di questi certamente quello più importante è il bisogno collettivo che, nella prevalente dottrina, costituisce il presupposto della nozione di servizio pubblico. "Ai beni — afferma A. De Viti De Marco — che lo Stato produce per soddisfare i bisogni della collettività diamo il nome di servizi pubblici. Al concetto di bisogno collettivo risponde quello di bene o servizio pubblico, l'uno è sentito dalla collettività; l'altro è prodotto dallo Stato" (18).

La definizione del servizio pubblico mediante il bisogno ch'esso soddisfa non può ritenersi accettabile.

In realtà non sembra possibile ricavare una definizione economica del servizio pubblico dal concetto di bisogno collettivo. Quest'ultimo è, secondo la teoria dominante, conseguenza del fatto della vita sociale ed è la "risultante algebrica", delle diverse valutazioni (positive e negative) degli individui che operano in seno alla società; il risultato del "contrasto d'interessi" che si manifesta tra i gruppi componenti la collettività (19).

In altri termini il bisogno collettivo è qualcosa di diverso dalla somma aritmetica dei bisogni individuali ; è un concetto mutevole e relativo, connesso con i fini che la collettività organizzata in Stato si propone di raggiungere. Pertanto, se si fa ricorso a questo strumento concettuale, il fenomeno finanziario dei servizi pubblici viene definito attraverso uno schema teorico che si basa su principi politici, perché viene a dipendere dal criterio di valutazione in base al quale i governanti, antepoendo certe esigenze ad altre, stabiliscono i fini che lo Stato deve realizzare.

Se è evidente l'importanza del profilo relazionale dell'individuo, che determina la natura reale del bisogno collettivo, appare chiara la difficoltà per l'analisi economica della finanza pubblica di dare adeguata sistemazione al concetto base di tutta la disciplina facendo ricorso alla scatola metodologica, rappresentata dal concetto di rapporto mercato/società dei classici economisti inglesi che esclude l'elemento della relazionalità.

In effetti disponendo solo di uno schema teorico, che non considera il bisogno collettivo perché nasce dalla vita sociale e si pone come risultato di un contrasto d'interessi, gli studiosi di scienza delle finanze non hanno avuto la possibilità di collocare nel momento economico del fenomeno finanziario l'analisi teorica del bisogno pubblico e delle relative interrelazioni col bisogno individuale.

La mancata individuazione del concetto di servizio pubblico attraverso strumenti concettuali rigorosamente economici, è stato attribuito al fatto che gli studiosi venuti dopo De Viti de Marco hanno posto a fondamento della teoria finanziaria, come elemento caratterizzante, il giudizio politico della classe governante (20). Con il che facilmente essi hanno finito con l'individuare la spiegazione degli istituti finanziari al di fuori del campo della scienza economica, in quello delle discipline storiche, giuridiche, sociologico-politiche.

Nella teoria finanziaria prevalente esiste, poi, un'altra "via" per la definizione del servizio pubblico. Essa consiste nel ricavare il concetto di servizio pubblico anziché dal bisogno, dalle caratteristiche dell'ente pubblico sicché, una volta



fissate queste note distintive, si possono definire come pubblici i servizi prestati dall'ente pubblico.

Anche questa definizione si presta ad alcune osservazioni. In effetti se si afferma che sono pubblici i servizi prestati dallo Stato in un determinato paese ed in un dato momento storico, si finisce col dare una definizione che tale non è perché il mezzo di soddisfazione del bisogno non basta a caratterizzarlo (21).

Se, invece, si ricercano le caratteristiche dell'ente pubblico, per definire in base al concetto che se ne ricava i servizi pubblici, così come fa il Seligman (22), ugualmente non si perviene ad una soluzione soddisfacente. Lo studioso americano, infatti, distingue i bisogni in separati reciproci e comuni. Questi ultimi sono quelli sentiti dall'individuo insieme ad altri individui e che non possono essere soddisfatti se non attraverso un'associazione simultanea e sincrona, cioè a mezzo di un'azione associata o concentrata. Si perviene, così, al concetto di gruppo e, in particolare a quello di gruppo pubblico, che il Seligman contraddistingue con le tre caratteristiche del fondamentalismo dell'universalità e della coazione (23).

Tuttavia i caratteri che contraddistinguono l'ente pubblico sono dipendenti dallo scopo fondamentale ch'esso persegue. Anche qui, in ultima analisi, il concetto di servizio pubblico viene ricavato da una circostanza che rientra nel "momento" politico del fenomeno finanziario. Pertanto questa seconda "via" differisce solo nella forma dalla prima, ma nella sostanza, è la stessa.

Samuelson, trattando della spesa pubblica, si è occupato anche dei beni e dei servizi pubblici (24). Egli definisce come bene pubblico quello di cui tutti godono insieme, nel senso che il consumo da parte di un individuo di tale bene non determina la sottrazione dello stesso bene al consumo degli altri, sicché esso può considerarsi simultaneamente a disposizione di tutti i membri della collettività. Il *fundamentum divisionis*, fra i beni pubblici e quelli privati sarebbe da rinvenire, secondo l'economista americano, nella divisibilità o meno del consumo dei beni stessi. In altri termini i beni di consumo privato come il pane possono essere divisi, mentre

i beni di consumo pubblico, come la difesa sono indivisibili, perché goduti in comune (25).

Il Samuelson, considerando i beni pubblici come beni di consumo goduti in comune, trascura che i beni pubblici sono consumati anche da chi non li ha domandati. Questa caratteristica rende ancor più complesso il problema della conoscenza degli apprezzamenti psicologici diversissimi degli individui, nei confronti dell'uso della ricchezza a loro disposizione. Inoltre mi sembra importante porre in rilievo che la definizione neovolontaristica dei servizi pubblici proposta dal Samuelson, trascura un elemento, quello coercitivo, che è invece presente negli schemi teorici del Sax, del Graziani, del De Viti De Marco e del Pantaleoni.

In effetti non sono mancate le critiche alle due caratteristiche che, secondo il Samuelson, presenta il bene pubblico.

Così, ad esempio, è stato osservato che se consumo significa godimento, un gran numero di beni pubblici, forse il maggiore, non si adatta a questa definizione (26). È possibile, infatti, usufruire di un migliore servizio se altri, contemporaneamente a me, non ne fanno richiesta (27). E questo non è valido solo per le autostrade e l'istruzione pubblica, per le quali le congestioni e le limitazioni sono all'ordine del giorno, ma anche per i servizi più importanti come l'amministrazione della giustizia e l'ordine pubblico.

Sicché si può affermare, come conclusione, che, in genere, assai prima che il bene sia divenuto ugualmente disponibile per tutti esistono dei limiti, ed anzi, prima di incontrare limiti di capacità in senso stretto, accadono generalmente delle variazioni di qualità. Così, ad esempio, le strade affollate sono da considerarsi come un servizio inferiore prodotto da un bene non completamente utilizzato (28).

Del resto, lo stesso Samuelson deve avere avvertito questi limiti perché, precisando la sua teoria, afferma che il suo concetto di bene pubblico va considerato come un "extreme polar case" (29).

La seconda importante caratteristica del bene pubblico di Samuelson è l'esternalità del consumo (30). A tal riguardo l'Head osserva che esiste una rassomiglianza tra la definizione del Samuelson ed i concetti di bene sociale del

Bowen e di servizio pubblico diretto a soddisfare un bisogno sociale di Musgrave, che si contraddistingue per l'uguale richiesta di consumo e la impossibilità di esclusione (31). D'altro canto se il Samuelson non fa esplicito riferimento nella sua definizione alla possibilità del prezzo esclusione è chiaro, però, che l'impossibilità dell'esclusione è una diretta implicazione nella sua formulazione dell'uguale consumo, inteso come condizione per il bene pubblico (32).

Tuttavia, quel che più importa rilevare, è che sia il Samuelson sia il Musgrave ragionano supponendo che siano gli individui a valutare i bisogni pubblici e, cioè che tali bisogni facciano parte della scala di preferenze individuali insieme con i bisogni privati. Il consumo dei beni e servizi pubblici è, infatti, determinato dai singoli individui che compongono la collettività, in conformità ai loro bisogni individuali, attraverso un procedimento politico fondato sul voto (33).

Accomunare il momento della formazione della volontà decisiva della classe governante con la posizione di coloro che facciano domanda di beni pubblici o ne subiscono il consumo, significa confondere tra processo di formazione della volontà collettiva e domanda di beni e servizi pubblici.

Dopo aver precisato che il bisogno pubblico è l'espressione dei fini dello Stato e che il bene pubblico è la sintesi dei mezzi, occorre approfondire sul piano dell'analisi economica il significato delle relazioni che intercorrono tra i fini ed i mezzi.

Al fine di compiere un'analisi teorica dei rapporti tra i consociati realistica, nel senso della maggiore aderenza possibile alla fenomenica dei problemi della convivenza nell'ambito della società non possiamo trascurare che Smith, Marshall e Genovesi pur appartenendo a diverse scuole, compiono un'analisi del rapporto mercato/società che, riconoscendo l'individuo come membro del corpo sociale, attribuisce allo Stato il ruolo di garante della realizzazione di un mercato che tuteli le virtù civili. Ora è proprio questa circostanza che mette in evidenza la necessità di non trattare i fenomeni finanziari come se fossero avulsi dall'economia privata mentre, fanno parte integrante del fenomeno economico

generale "Infatti diverso è l'equilibrio della produzione degli scambi privati, a seconda che si ha una buona o una cattiva viabilità, una efficace o non efficace difesa della proprietà, una politica economica protettiva o liberista, e via dicendo" (33 bis).

In questa ottica analitica è possibile individuare nel "vincolo", inteso in senso paretiano, il connotato di fondo del fenomeno dei servizi pubblici attraverso i quali si realizza la relazione tra fini ed i beni dello Stato.

Il profilo della produzione dei beni pubblici viene delineato in termini analitici, non legati al variare di circostanze storiche e ad aspetti o forme di natura estranea al "momento economico" del fenomeno finanziario.

In tal modo, attraverso una corretta analisi economica delle caratteristiche (species) di detto "vincolo" è possibile verificare se la relazione tra fini e beni dello Stato si atteggia in modalità realmente atte a realizzare un'uguaglianza effettiva e sostanziale fra gli attori del mercato.

### *3.b) Analisi economica delle entrate pubbliche*

È opportuno compiere una verifica della capacità euristica dello schema analitico dei servizi pubblici innanzi accennato con riferimento ad un altro dei più importanti capitoli dell'economia pubblica: l'analisi economica delle entrate dello Stato.

Il De Viti De Marco divide il complesso dei servizi pubblici in due "gruppi", quelli speciali ai quali fa corrispondere la tassa e quelli generali ai quali fa corrispondere l'imposta. Mentre con la tassa il costo dei servizi pubblici speciali viene ripartito secondo l'effettivo consumo che ciascuno ne fa, il consumo o la domanda individuale non può fornire la base della ripartizione del costo dei servizi pubblici generali a causa dell'indivisibilità di questi ultimi (34). Da ciò consegue che, nello schema teorico devitiano, l'esistenza di questi due "modi di essere" delle entrate pubbliche è ricavata dalla definizione dei servizi pubblici speciali, come quelli divisibili, e generali, come quelli indivisibili.

Tuttavia la deduzione dei concetti di servizio pubblico generale e speciale dall'esistenza o meno del bisogno pub-

blico indivisibile, viene assunta senza alcuna giustificazione economica. "Lo Stato - afferma l'Einaudi - presta il servizio della pubblica sicurezza, ma non sa quanto di questo servizio vada a vantaggio dell'uno o dell'altro dei consociati. Lo Stato non può prestare il servizio della pubblica sicurezza e tribunali, non può difendere soltanto, quelli che pagano, ma bisogna che difenda tutti e colpisca tutti i malviventi e gli offensori della pace pubblica. Se dovesse far prima, ogni volta un'indagine preventiva per sapere se il richiedente il servizio della pubblica sicurezza ha, oppure non ha pagato, si giungerebbe all'anarchia. Altrettanto dicasi per il servizio della difesa dello Stato contro i nemici esterni e così pure per la giustizia" (35).

Egli non dà, tuttavia, una spiegazione del perché la natura tecnica di questi servizi è tale che lo Stato non può renderli soltanto ad alcuni consociati; si limita unicamente ad una mera constatazione di fatto, cioè a porre in rilievo l'impossibilità di distinguere i vantaggi di cui gode il singolo, a causa del modo particolare in cui esplica l'attività dello Stato produttrice di beni pubblici.

"Quando l'ente pubblico se ne incarica, per definizione, il servizio è reso a tutti i consociati" (36).

Ma una definizione non è una dimostrazione, tanto più che lo stesso Einaudi osserva che, secondo i tempi e le circostanze, certi bisogni tipicamente pubblici, come la difesa e la sicurezza interna, possono essere soddisfatti sia per iniziativa dello Stato sia per iniziativa dei privati (37).

Nello stesso ordine di idee il De Viti De Marco afferma che "non esiste quasi mai servizio pubblico di cui non si trovi il germe dell'economia privata e che questo germe non vi si sviluppi anche solo come funzione integratrice, sempre che lo Stato si dimostri insufficiente. Le antiche compagnie di ventura, le moderne imprese di vigilanza notturna, l'istituto dei detective privati, i giudici arbitrali, le guardie campestri, sono esempi notevoli" (38).

Ed allora se tutti i servizi pubblici prima di essere tali furono privati, appare evidente che lo strumento teorico del bisogno pubblico indivisibile non consente di individuare i concetti di servizio pubblico generale e speciale neanche

attraverso un'indagine, anziché economica, storico-concreta, volta cioè ad individuare le condizioni sotto le quali la produzione di un bene è passata o tende a passare dall'impresa privata a quella pubblica.

Fra queste condizioni non può essere presente l'indivisibilità perché è un effetto che segue il passaggio di un servizio dal campo privato a quello pubblico e non la causa. Tutti i bisogni, infatti, possono essere divisibili se il loro soddisfacimento si lascia alla libera iniziativa privata; tutti i bisogni sono necessariamente indivisibili se al loro soddisfacimento provvede spontaneamente gratuitamente lo Stato.

Pertanto, a causa dell'inadeguato fondamento teorico del bisogno pubblico indivisibile, non è possibile accettare la tesi della teoria dominante che distingue le entrate pubbliche in diverse categorie a seconda dell'importanza dell'elemento dell'indivisibilità.

Sia il Samuelson (39) che il Musgrave (40) allo scopo di non assoggettare al prezzo il godimento del bene pubblico o del bene sociale, sostituiscono al meccanismo del mercato un procedimento politico fondato sul voto mediante il quale, i componenti la collettività, esprimendo le loro preferenze attraverso le urne elettorali, indicano ai governanti quali sono i beni il cui godimento non deve essere regolato dal meccanismo del mercato.

Il Musgrave individua una seconda categoria di bisogni, quella cioè dei bisogni di merito (*merit wants*) per i quali il meccanismo del mercato funziona solo in parte, ad opera dello Stato che interviene allo scopo di far pagare agli utenti un prezzo che sta sotto il costo di produzione (41).

Tuttavia il Musgrave non è coerente con il principio che un consumatore è escluso dal godimento di un servizio se egli non è disposto a corrispondere il prezzo stipulato, poiché distingue i *social wants*, nei quali vige la sovranità del consumatore, dal soddisfacimento dei *merits wants* che implica interferenze con le preferenze individuali. Il riconoscimento dell'esistenza del potere pubblico che modifica scelte individuali condizionandole o vincolandole, dimostra la contraddittorietà della distinzione tra beni assoggettati al meccanismo del mercato e beni che non lo sono, né tale contraddit-

torietà può essere eliminata mediante il ricorso al meccanismo del voto.

La spiegazione dei prezzi dei servizi pubblici viene, in tal modo, ricavata da una circostanza, le preferenze manifestate dagli individui attraverso il voto, che non rientra nel "momento" economico del fenomeno finanziario.

Ed allora dalle considerazioni sin qui fatte, sembra si possa affermare che, per elaborare una spiegazione razionale, economica dell'esistenza dei diversi "modi di essere" delle entrate pubbliche, è necessario individuare il concetto di servizio pubblico generale con una corretta analisi economica e finanziaria.

Appare, quindi, evidente, che non essendo i servizi pubblici né una qualifica fisica dei beni prodotti dallo Stato né un'entità materiale, non ha senso parlare di divisibilità o meno in unità di vendita e far dipendere da questa circostanza, la differenza tra servizio pubblico generale e speciale. Del resto la differenza tra i beni pubblici e privati è che per i primi domanda e consumo coincidono, non coincidono nei secondi perché i beni pubblici sono consumati anche da coloro che non li hanno domandati.

In particolare per i servizi pubblici generali, non v'è un'offerta, né una domanda individualizzata: il beneficio relativo non è, pertanto individualizzabile in relazione a ciascun singolo consociato, in ragione del godimento o del vantaggio ricevuto, perché interessano l'intera collettività, essendo strumentali alla produzione privata.

Dalle considerazioni sin qui fatte appare evidente che, per individuare una spiegazione economica dell'esistenza dei diversi modi di essere delle entrate pubbliche, non è sufficiente limitarsi ad una semplice indicazione del tipo di "vincolo" (cioè beni pubblici) ma bisogna considerare le caratteristiche peculiari (species) del tipo di vincolo stesso. E proprio lo studio di tali caratteristiche, 'le modalità' cioè con cui le relazioni tra fini e beni pubblici deve essere articolata in maniera da garantire il completo adempimento dei tre doveri del Sovrano, dell'azione pubblica per la realizzazione del bene pubblico, e della pubblica felicità può essere messo in evidenza riconoscendo, come si è detto innanzi che i

fenomeni finanziari non sono avulsi dall'economia privata, anzi fanno parte integrante dell'organismo generale della produzione, dello scambio e del consumo dei beni in generale (42).

Essi sono utili alla produzione in modo indiretto poiché trattasi di un'utilità del genere diverso da quella dei beni privati, essendo i beni pubblici consumati anche da chi non li ha domandati.

Ed allora mi sembra si possa affermare che i servizi pubblici generali necessariamente, e cioè per motivi che hanno fondamento nella natura economica di vincolo e non per una circostanza di fatto, quale è l'impossibilità di conoscerne il beneficio arrecato ai singoli individualmente, devono essere prestati in maniera tale, che altri mezzi di copertura del loro costo sarebbero disadatti. Di qui la necessità di ricorrere all'imposta.

Identiche considerazioni valgono a spiegare la necessità di ricorrere alla tassa, intesa appunto a coprire il costo di produzione dei servizi pubblici speciali, che, essendo ad utilità diretta, presuppongono la domanda del richiedente.

È necessario, tuttavia, tener presente che i beni economici prodotti dallo Stato per soddisfare i bisogni pubblici non possono classificarsi in due distinte categorie, nel senso che taluni sarebbero di produttività diretta ed altri di produttività indiretta. Poiché è il complesso delle spese pubbliche che offre produttività indiretta, anche se talune spese possono considerarsi direttamente produttive, i servizi pubblici per il fatto che possono soddisfare bisogni individuali, non cessano di essere fattori della produzione. Pertanto, se il servizio pubblico speciale è direttamente produttivo, ciò non toglie che sia anche indirettamente produttivo.

Così, ad esempio, se è vero che l'istruzione pubblica soddisfa il bisogno individuale di istruirsi e di conseguire un diploma professionale rimane pur sempre indirettamente e socialmente produttiva perché, nel contempo, consente la formazione di classi dirigenti colte ed incoraggia le scoperte scientifiche. Ed è appunto questa produttività indiretta che mi sembra notoriamente giustificata, da un punto di vista economico, sia il motivo per cui la misura della tassa deve essere



inferiore al costo, sia il ricorso alla imposta per coprire parte del costo di produzione del servizio pubblico speciale non coperta dalla tassa.

Fatta questa precisazione è possibile accogliere la distinzione dell'Einaudi tra il prezzo pubblico, uguale al costo, e prezzo politico (tassa) sottocosto. Il sistema della tassa, non è più autonomo, come lo configura il De Viti De Marco, ma a causa della produttività indiretta dei servizi pubblici speciali, aperto all'imposta che può essere chiamata a coprire il resto del costo del servizio.

Ed allora pare sia possibile affermare che i servizi pubblici necessariamente e cioè per ragioni che hanno fondamento nella loro natura economica di "vincolo", devono essere prestati in maniera tale che un solo sistema di copertura del loro costo di produzione sarebbe disadatto. Di qui la necessità di ricorrere a distinti modi (imposta, tassa, prezzo pubblico) di conseguimento delle entrate.

Poiché uno dei temi tradizionalmente più dibattuti tra gli studiosi di scienza delle finanze è l'individuazione della giustificazione teorica dell'imposta progressiva, mi sembra opportuno verificare se lo schema analitico dei servizi pubblici innanzi delineato possa offrire un reale contributo ad affrontare questa antica questione.

Se si considera la "situazione scientifica" della progressività, si può rilevare che gli economisti che si sono occupati di questo problema spesso anziché "spiegare" il fenomeno lo hanno "giustificato" o, "condannato" a seconda dei casi, emettendo dei giudizi che non spettano agli studiosi ma esclusivamente alla classe dirigente da un lato ed alla collettività dall'altro.

D'altro canto l'inadeguatezza dei principi in base ai quali si è cercato di individuare il fondamento scientifico, capacità contributiva e decrescenza dell'utilità marginale, di questo criterio di distribuzione dell'imposta ha spinto molti teorici a dichiarare il problema estraneo ai compiti dell'economista.

Così l'Einaudi nega recisamente ogni possibilità di una giustificazione economica dell'imposizione progressiva. Anzi il suo scetticismo arriva al punto che egli non indugia neanche ad illustrare altre possibili soluzioni perché, una

volta usciti dal campo scientifico, non vi sono differenze sostanziali (43).

L'impossibilità di una soluzione scientifica del problema della progressività è sostenuta anche dal De Viti De Marco che, però, ritiene poter affrontare il problema sul terreno politico, considerando tale sistema di imposizione come un fatto primo di tendenza politica, conforme all'interesse delle classi dominanti: "l'imposta progressiva è la bandiera della lotta tra ricchi e poveri. Questi, avanzano attaccando con la progressiva, quelli si difendono con la proporzionale" (44).

Del resto appare evidente che, consistendo questo sistema d'imposizione nel far pagare in maniera diversa lo stesso bene pubblico, non può ricavarsi razionalmente da un concetto di servizio pubblico generale, che è per definizione, a costi e ad utilità indivisibili.

Con riferimento a quanto accennato in precedenza sulla strumentalità del fenomeno finanziario rispetto alla produzione privata, occorre partire dalla constatazione che

I servizi pubblici generali sono, quindi, ugualmente a disposizione di tutti; gli obiettivi benefici da essi derivanti ad un determinato individuo sono indipendenti dai benefici derivanti ad altri.

È necessario, infatti, tener presente che la produttività indiretta dei servizi pubblici generali è una proprietà, per così dire tecnica, legata al rapporto di strumentalità con la produzione privata. È indipendente dalla valutazione soggettiva che gli individui attribuiscono ai benefici obiettivi derivanti da tali beni.

Così, ad esempio, alcuni preferiscono la coscrizione obbligatoria, altri quella volontaria, alcuni un tipo di armamento, altri un altro ma il livello ed il grado di sicurezza: e protezione (beneficio oggettivo) offerto dalla esistenza, di esercizio è uguale per tutti.

In altri termini la proprietà di essere ugualmente disponibile per tutti è inerente alla natura economica dei servizi pubblici generali; il loro godimento è indiviso: perché ugualmente disponibile per ogni consociato.

Da questa circostanza deriva, come logica conseguenza, la necessità di diffondere al massimo l'uso dei servizi pubblici

generali, cioè di non escluderne dal godimento nessuno dei consociati, neanche coloro che non possono sostenere il relativo onere tributario. In altri termini, per i servizi pubblici generali il principio della "non esclusione" è operante per intero.

Pertanto il costo derivante dall'uso dei servizi pubblici generali deve essere ripartito in maniera tale da non ostacolarne il godimento indiviso e generale da parte di tutti i consociati.

A tale esigenza risponde l'imposta progressiva che, consentendo la prestazione dello stesso servizio a condizioni diverse, è lo strumento idoneo a realizzare la ripartizione del costo di produzione in maniera tale da permettere il godimento indiviso e generale da parte di tutti i cittadini.

Si viene, in tal modo ad evidenziare che la funzione redistributrice è coesistente all'attività finanziaria dal momento che usufruiscono dei servizi pubblici anche coloro che non ne sopportano il costo, essendo esenti da ogni gravame fiscale. Questa redistribuzione è diversa da quella *ex post* di Wagner che concepisce la spesa come una spesa di produzione diretta con cui rimediare alle ingiustizie del sistema della libera concorrenza.

### *3c) L'attività finanziaria e gli effetti di collegamento tra settori economici e territorio*

Un altro importante riflesso nell'analisi economica della finanza pubblica del rapporto mercato/società che assume come input del sistema socio culturale quello dei gusti del consumatore, atomisticamente considerato è stata la scarsa attenzione riservata alla dimensione spaziale dell'attività finanziaria ed alle sue interrelazioni con il progresso tecnico.

Lo studio dell'economia pubblica è reso, dalle premesse del citato rapporto mercato/società, incapace di accertare che esistono delle irregolarità nell'organizzazione spaziale dell'economia. Di qui la spiegazione nell'azione dello Stato in termini di completamento ed imitazione del mercato, piuttosto che di rapporto funzionale alle caratteristiche di funzionamento proprie di ciascun sistema. L'analisi dell'economia pubblica è stata, di conseguenza, impostata secondo un

modello di attività finanziaria sostanzialmente adattivo, comportante l'assunzione della regione come un'entità "omogenea".

La conseguenza è che si è ritenuto di poter ricostruire l'omogeneità spaziale, diminuendo le cause delle disfunzioni attraverso interventi pubblici compensativi, ispirati alla simulazione del funzionamento del mercato, che avrebbe garantito lo spontaneo riassorbimento delle situazioni caratterizzate da squilibri: di qui il rigonfiamento dell'intervento pubblico con conseguenze che hanno messo in discussione le stesse premesse della teoria neoclassica della politica economica.

In effetti la specificazione spaziale degli effetti economici dell'attività finanziaria e le sue connessioni con il progresso tecnico, lungi dall'essere ostacolati da una corretta analisi dei classici economisti inglesi trovano in Marshall più di un motivo di riflessione.

La necessità di un'interazione tra individuo ed ambiente sociale è intuita chiaramente da Marshall che, trattando del concetto di economie esterne, ne adotta una qualificazione territoriale "dobbiamo ora procedere ad esaminare quelle importantissime economie esterne che si possono spesso ottenere mediante la concentrazione di parecchie piccole imprese di natura simile in località particolari: o, come si dice comunemente, mediante la localizzazione dell'industria". Si tratta di economie esterne di agglomerazione (o locali o mobili) cioè di economie sui costi di produzione e transazione di cui un'impresa può avvantaggiarsi, quando sia inserita in un agglomerato relativamente grande in termini produttivi. Più specificamente i vantaggi derivano dall'"ispessimento localizzato" delle interdipendenze, che legano piccole imprese di un'industria particolare e popolazione entro una localizzazione comune, stabile e relativamente ristretta (45).

Può, pertanto, essere individuato nel pensiero di Marshall uno specifico concetto di economie esterne, cioè quelle del distretto industriale, che hanno una particolare natura.

Più precisamente il distretto industriale marshalliano costituisce un "ispessimento localizzato" (in questa determi-

nazione spaziale sta la sua forza) delle relazioni interindustriali, che presenta un carattere di ragionevole stabilità nel tempo. La sua natura composita tendenzialmente plurisettoriale gli conferisce, pur in mezzo al cambiamento più intenso, una stabilità che un'unità come l'industria in senso stretto non possiede, rendendone quindi possibile uno studio inteso a rilevare tratti permanenti, le leggi di formazione, mantenimento e decadenza.

L'originale rivisitazione di Becattini ha dimostrato che il concetto marshalliano di distretto industriale, realizza un contributo decisivo al superamento delle carenze del modello imputato agli economisti classici inglesi, perché consente di prendere in esame le economie derivanti dalla vicinanza territoriale fra imprese e dall'interazione tra aspetti economici e socio-culturali (46).

Appare evidente che le propensioni rilevanti dell'agente economico marshalliano non sono le preferenze vuote e generiche del soggetto economico delineato dal soggettivismo marginalista, né le propensioni funzionali alla crescita del sistema nel suo insieme degli agenti economici classici, ma sono sempre propensioni di soggetti rappresentativi di aggregati sociali storicamente e geograficamente determinati: la realtà sociale marshalliana non è un'accozzaglia di atomi senza patria e storia, ma un complesso di gruppi sociali territorialmente distinti.

Un altro importante riflesso nell'analisi economica della finanza pubblica è rappresentato dalla persistente estraneità del progresso tecnico che contraddistingue il citato rapporto mercato/società, imputabile all'aver assunto come unico input del sistema socio-culturale, quello dei gusti del consumatore. Una simile concezione che concentra l'attenzione sulla relazione diretta, atomistica tra individuo ed ambiente naturale, tende a sottovalutare la gamma delle componenti che vi confluiscano ed il suo carattere evolutivo.

Invece per Marshall la spiegazione della relazione esistente tra la realizzazione dei vantaggi della specializzazione e la vicinanza territoriale deve essere individuata in altri fattori di agglomerazione, in particolare quelli connessi a problemi d'informazione negli scambi, di formazione delle

professionalità, d'innovazione.

Quanto al primo punto le relazioni di vicinato possono aiutare lo sviluppo della conoscenza e della fiducia; circa il secondo Marshall suggerisce il termine di atmosfera industriale. In un distretto industriale dove si concentrano grandi masse di persone addette a mestieri specializzati simili "i misteri dell'industria non sono più tali; è come se stessero nell'aria ed i fanciulli ne apprendono molti senza accorgersene" (47).

Quindi l'agglomerazione dell'industria in un distretto genera nel tempo, tra la gente che ci vive una diffusa attitudine al lavoro industriale.

Le parole di Marshall suggeriscono la presenza di un processo culturale connesso alle necessità dell'industria e, a questo processo, si attribuisce maggiore rilevanza quando la collettività umana coinvolta risiede in un territorio limitato, dove vi sia una notevole e duratura concentrazione industriale. Quanto all'innovazione le possibilità di avvalersi dei mezzi moderni di aggiornamento delle conoscenze tecniche e scientifiche sembrano aumentare quando la piccola impresa lavora in un distretto industriale.

Questa "riluttanza" alle implicazioni teoriche del progresso tecnico ha fatto sì che, per molto tempo, l'analisi degli effetti economici dell'attività finanziaria abbia trascurato che, rispetto ad una società agricola la caratteristica di una società industriale è rappresentata dalla necessità di una netta distinzione tra "capacità produttiva" e "produzione effettiva" (48). Di qui la scarsa funzionalità, a volte evidenziata del sistema tributario rispetto all'evoluzione dell'economia ed al suo utilizzo come strumento di politica economica, determinata da un meccanismo spaziale di formazione degli effetti economici ed alla mancata interazione tra progresso tecnico e territorio. Inoltre la citata "riluttanza" spesso non ha consentito all'economia pubblica di ricollegarsi all'esistenza di differenze o ventagli di produttività molto marcati tra le diverse aree geografiche.

Dunque in Smith, Genovesi e Marshall è delineata una rappresentazione del funzionamento del sistema economico e delle condizioni alle quali può crescere, avvantaggiandosi

di tutte le sue potenzialità, del tutto diversa rispetta quella tradizionalmente imputata ai classici economisti inglesi.

Da questo derivano logicamente diverse articolazioni dell'attività finanziaria poiché i problemi d'interpretazione dell'evoluzione dell'economia reale e quella di funzionalità degli strumenti di politica economica sono strettamente legati.

#### **4. Considerazioni conclusive**

L'interrogativo che ci eravamo posti, sui riflessi nell'analisi economica della finanza pubblica della tesi di Zamagni sulle nuove prospettive aperte dall'Economia Civile di Genovesi, può avere una risposta positiva.

Pur nella reale differenza tra le scuole inglese e scozzese da un canto e napoletana dall'altro, tuttavia il rapporto mercato/società di Smith e Marshall non si discosta da quello di Genovesi perché nessuno dei tre ritiene di poter prescindere dalla considerazione dell'individuo come membro di un organismo sociale e, conseguentemente dall'attribuzione allo Stato del ruolo di garante di un mercato che esalti le virtù civili.

Come Smith assegna alle imposte ed alla spesa il ruolo di strumenti per la realizzazione del dovere del Sovrano di impedire una società di pochi benestanti e molti mendicanti, anche Genovesi è fautore di un graduale e sicuro evolversi della società, promosso dall'educazione, ma soprattutto dall'intervento moderatore e disciplinatore dello Stato.

In questa ottica analitica è possibile individuare nel "vincolo", inteso in senso paretiano, il connotato di fondo del fenomeno dei servizi pubblici attraverso i quali si realizza la relazione tra fini ed i beni dello Stato.

Il profilo della produzione dei beni pubblici viene delineato in termini analitici, non legati al variare di circostanze storiche e ad aspetti o forme di natura estranea al "momento economico" del fenomeno finanziario. In tal modo, attraverso una corretta analisi economica delle caratteristiche (species) di detto "vincolo", si può verificare se la relazione tra fini e beni dello Stato si attegga in modalità realmente atte a realizzare un'uguaglianza effettiva e sostanziale fra gli

attori del mercato.

È, altresì, possibile elaborare un'analisi economica delle entrate dello stato, imposta, tassa, svincolandole dalla categoria dell'indivisibilità che, secondo la teoria dominante caratterizzerebbe i servizi generali il cui costo è coperto e ripartito dall'imposta.

È stato di mostrato che la indivisibilità è una mera constatazione di fatto, che trasferisce il ragionamento nel campo delle sintesi pratiche, proprie della considerazione immediata della realtà nella sua complessità.

Anche uno dei temi più dibattuti, l'individuazione del fondamento teorico dell'imposta progressiva, può essere oggetto di una corretta analisi economica, abbandonando la suggestiva immagine devitiana della bandiera della lotta tra ricchi e poveri.

Infine il soggetto economico marshalliano, protagonista del distretto industriale, non esprime preferenze vuote e generiche ma propensioni di soggetti rappresentativi dia aggregati sociali storicamente e geograficamente determinati.

La realtà sociale marshalliana non è un'accozzaglia di atomi senza patria e storia ma un complesso di gruppi sociali territorialmente distinti e, pertanto, determina un rapporto mercato/società capace di evitare che l'economia pubblica sia neutrale nei confronti del progresso tecnico e trascuri la dimensione spaziale dell'attività finanziaria.

A tal proposito mi limiterò a ricordare il ritardo con cui è stata elaborata una teoria economica della finanza locale, per molto tempo considerata un capitolo del diritto amministrativo, mentre la scarsa funzionalità del sistema tributario rispetto all'evoluzione dell'economia è da addebitare all'eliminazione, del processo di produzione dall'analisi teorica, dovuto all'economia di scambio.

Oltre a queste sono possibili ulteriori riflessioni che mi riservo di approfondire in altra sede.

In questa mi sembra si possa concludere sottolineando che la rappresentazione del funzionamento del sistema economico, delineata da Smith, Genovesi e Marshall in antitesi a quella tradizionalmente imputata ai classici economisti ingle-



si, rappresenti una dimensione significativa.

Muovendo da un'ottica più vicina alle reali caratteristiche del sistema economico, può contribuire ad evitare che, per dirla con de Viti de Marco, l'attività pubblica abbia in sé "il germe di quella stridente contraddizione tra la finanza dello Stato e l'economia della Nazione come se fossero persone distinte, espressione d'interessi contrapposti".

## NOTE

(1) Cfr. Luigino Bruni, Stefano Zamagni, (2004): *Economia Civile Efficienza, equità, felicità pubblica*, Il Mulino, Saggi, Bologna.

(2) Per un ampio esame del “*Sistema di Economia Civile*” e degli spunti di analisi teorica offerti cfr. i contributi pionieristici di Michele Troisi: *La dottrina economica dell'abate Antonio Genovesi*, estratto da “*Economia*”, vol.20, n.4,5, Roma, Giornale d'Italia, 1937, pag.47; Idem *Fonti, critiche ed influenza del pensiero economico di Antonio Genovesi* (con un saggio di bibliografia genovesiana), estratto da “*Annali*”, Facoltà Economia e Commercio Università di Bari, n.s. vol. 4, 1941, Bari, Cressati, 1942, pp. 63; Idem, *Aspetti teorici e normativi del sistema di economia civile di Antonio Genovesi: le sorgenti della ricchezza e della potenza nazionale*. Estratto da “*Rassegna Monetaria*”, a. 39, n.1-2, Roma, Edizioni Italiane s.d. 729-733; cfr. F. Di Battista, *Dalla tradizione genovesiana agli economisti liberali*, Cacucci, Bari,1990.

(3) Cfr. Luigino Bruni, Stefano Zamagni, op.cit.

(4) Cfr. Luigino Bruni, Stefano Zamagni, op.cit., pag.91.

(5) Cfr. Luigino Bruni, Stefano Zamagni, op.cit., pag.93/94.

(6) Cfr. Luigino Bruni, Stefano Zamagni, op.cit., pag.92/93.

(7) Cfr. A. Smith, *La ricchezza delle nazioni*, a cura di Anna e Tullio Biagiotti, UTET, Torino, 1996, pag. 853/1259.

(8) Cfr. A. Smith, op.cit., pag. 855/874.

(9) Cfr. A. Smith, op.cit, pag. 874/877.

(10) Cfr. A. Smith, op.cit., pag. 888/995.

(11) Cfr. A. Smith, op.cit., pag. 997/1000.

(12) Cfr. A Marshall, *Principi di Economia*, Traduzione di Alberto Campolongo, UTET, Torino, 1959, pag. 22.

(13) Cfr. A. Marshall, op.cit., pag. 25.

(14) Cfr: A. Marshall op.cit. pag. 257/262.

(15) Cfr. M. Troisi, *Considerazioni Generali sul Sistema di Economia Civile di Antonio Genovesi*, Estratto da “*Annali della Facoltà di Economia e Commercio Università di Bari*”, n.s. vol.2, 1939, Bari, Cressati, 1940 pag.27/28.

(16) Cfr. Michele Troisi: *Idee finanziarie e spunti di teorie sociologiche nella Economia Civile di Antonio Genovesi*, Estratto da “*Economia*”, vol.28, s.n.t. pp. 21.

- (17) Cfr. M. Troisi, *Idee finanziarie e spunti di teorie sociologiche nella Economia Civile di Antonio Genovesi*, op.cit., pag. 22.
- (18) Cfr. A. De Viti De Marco, *Principi di economia finanziaria*, Boringhieri, Torino, 1961, pagg. 48.
- (19) Cfr. A De Viti De Marco, op,cit., pag.44
- (20) Cfr. L. Einaudi, *Prefazione ai Principi di A. De Viti De Marco*, op. cit., pag. 18.
- (21) Cfr. E. Lolini, *La nozione dei cosiddetti a bisogni pubblici*, in "Giornale degli Economisti", febbraio, 1919.
- (22) E. R. A. Seligman, *La teoria sociale della scienza della finanza*, in "Nuova Collana di Economisti" vol. IX, pag. 319 e segg.
- (23 ) E. R. A. Seligman, op.cit.,pagg. 367-377.
- (24) P. A. Samuelson, *The pure theory of public expenditure*, in "The Review of Economics and statistics", 1954, pagg. 387-389; *Diagrammatic exposition of a theory of public expenditure*, ibidem, 1955, pagg. 350-356, *Aspects of public expenditure theories*, ibidem, 1958, pagg. 332-338.
- (25) Nello stesso ordine di idee il BUCHANAN *The public finance*, Richard, Irwin, Inc. Homewood, Illinois, 1965, pagg. 17-19 e l'HERBER *Modern Public Finance*, Richard, D. Irwin, Inc. Homewood, Illinois, 1967, pag. 24, assumono l'indivisibilità come elemento caratterizzante il bene pubblico.  
Per un aggiornamento critico su questo tema cfr. Corso di Scienza delle Finanze, a cura di P. Bosi il Mulino, Bologna, 2003, pag.11/46
- (26) S. ENKE, *More on the Measures of Mathematics in Economics A Rejoinder*, in "Review of Economics and Statistics", 1955, pag. 132.
- (27) MARGOLIS, *A Comment on the Pure Theory of Public Expenditures*, in " Review of Economics and Statistics ", 1955, pagg. 347-348.
- (28) J. G. HAED, *Public good and Public Policy*, in " Public Finance ", 1962, pag. 202.
- (29) SAMUELSON, *Diagrammatic exposition*, op.cit.pag. 350.
- (30) Secondo il LECCISOTTI (Sui connotati del bene pubblico: una rassegna critica della letteratura, in "Studi Economici". Anno XXIII, settembre-dicembre 1967) l'unica rigorosa definizione del bene pubblico del Samuelson è data appunto dalla esternalità del consumo.
- (31) HEAD, op. cit., pag. 205. Secondo lo stesso autore (*On merits good*, in "Finanzarchiv" marzo 1966) anche l'intervento del governo diretto a fissare il prezzo

dei merits good si risolve in un incoraggiamento al consumo di tali beni.

(32) HEAD, *ibidem*.

(33) SAMUELSON, *Scritti citati in questo articolo*; MUSGRAVE, *op. cit.*, pagg. 9-11

(33 bis) Cfr. A. De Viti de Marco, *op.cit.*, pag 49.

(34) Cfr. A. De Viti de Marco, *op.cit.*, pag. 114.

(35) Cfr. L. Einaudi, *op. cit.*, pagg. 7-9.

(36) Cfr. L. Einaudi, *op.cit.* pagg. 91-92.

(37) Cfr. L. Einaudi, *ibidem*.

(38) Cfr. A. De Viti de Marco *op.cit.*, pag. 43.

(39) SAMUELSON, *Scritti citati in questo articolo*.

(40) MUSGRAVE, *op. cit.*, pagg. 9-11.

(41) Cfr. MUSGRAVE, *op. cit.*, pag. 13.

(42) Cfr. A. De Viti de Marco, *op.cit* pag.48.

(43) Cfr. L. Einaudi, *Riforma sociale*, 1933, p. 1611.

(44) Cfr. A. De Viti de Marco, *op. cit.*, p. 187. Lo scetticismo dell'Einaudi e del De Viti de Marco è accolto dalla quasi totalità degli studiosi. Su questo punto cfr. M. Troisi, *Lezioni di Scienza delle Finanze*, Cacucci, Bari, 1959, pag. 21/24. Per un'aggiornamento critico della letteratura in merito cfr. *Lezioni di Scienza delle Finanze*, a cura di P. Bosi, *op.cit.*, pag. 129/141.

(45) Cfr. A. Marshall, *op.cit.*, pag.94/95.

(46) Cfr. G. Beccattini, *Introduzione. Il distretto industriale marshalliano cronaca di un ritrovamento*, in *Mercato e Forze locali : il distretto industriale*, Il Mulino, Bologna, 1987, pag. 26.

(47) Cfr. A. Marshall, *op .cit.*, pag. 95.

(48) La distinzione è di L. Pasinetti, *Dinamica strutturale e sviluppo economico un'indagine teorica sui mutamenti nella ricchezza delle nazioni*, UTET, Torino 1984, pag. 200.

Luciano D'Alfonso

**SAN CETTEO: I SIMBOLI DI UN MARTIRIO NELLE  
DINAMICHE "GLOLOCAL " \***

*Abstract*

The history of Saint Cetto and the tradition of his cult, say very a lot of the identity of Pescara, that in its saint it has been reflected and that has entrusted to hi and to the meaning of its vicissitude the aspirations and the hopes for the future. In this speech of the Mayor of the city of Pescara they come put in evidence three images-symbol: the martyrdom, the river and the sea. The martyrdom, not like simple and sterile immolation of himself, but as a generous contribution to the realisation of a better world, in the testimony there are values by which engaging own life, ideas that deserve all our dedication, although all the obstacles that we can intercross on our way. The river that is an inner way in the same heart of the city, that from the river it has been born and has been developed. The third image is that one of the sea, on whose rivers in accordance with some traditions Pescara's inhabitants collected the body of their patron. Pescara, city from double fold fluvial and marine matrix, it is a city that must orientates its initiatives and its investments to the relation with the others, placing itself as centre privileged for the services and the sharing of the knowledges and the productive systems, both as regards the communities neighbouring this side, and the cities with the people who the Adriatic sea and the Mediterranean one render them neighbours to us. Saint Cetto symbolises all these values; its human and spiritual vicissitude is a strong encouragement to pursue, to realise these teaching.

\*Discorso del Sindaco della città di Pescara Luciano D'Alfonso in occasione della festa patronale di San Cetto, Pescara, 10 ottobre 2004.

La storia di San Cetto, la tradizione del suo culto, dicono molto dell'identità di Pescara, che nel suo santo si è rispecchiata e che ha affidato a lui e ai significati della sua vicenda le aspirazioni e le speranze per il futuro. In questo discorso del Sindaco della città di Pescara vengono messe in evidenza tre immagini-simbolo: il martirio, il fiume ed il mare. Il martirio, non come semplice e sterile immolazione di sé, ma quale contributo generoso alla realizzazione di un mondo migliore, nella testimonianza che ci sono valori per i quali impegnare la propria vita, idee che meritano tutta la nostra dedizione, nonostante tutti gli ostacoli che possiamo incrociare sul nostro cammino. Il fiume che è una via interna nel cuore stesso della città, che dal fiume è nata e si è sviluppata. La terza immagine è quella del mare, sulle cui rive secondo alcune tradizioni i pescaresi raccolsero il corpo del loro patrono. Pescara, città dalla duplice matrice fluviale e marina, è una città che deve orientare le sue iniziative e i suoi investimenti alla relazione con gli altri, ponendosi come sede privilegiata per i servizi e per la condivisione delle conoscenze e dei sistemi produttivi, sia nei confronti delle comunità limitrofe di questa sponda, sia nei confronti delle città e dei popoli che l'Adriatico e il Mediterraneo rendono vicini a noi. San Cetto simboleggia tutti questi valori; la sua vicenda umana e spirituale è un forte incoraggiamento a perseguire, a realizzare questi insegnamenti.

Signore e signori,  
autorità militari, civili e religiose,  
cari bambini e bambine,  
cari cittadini e cittadine,

ringrazio Voi tutti per essere venuti oggi nel Palazzo di Città, per vivere insieme una giornata speciale, la festa di tutti i pescaresi, nella quale celebriamo il Patrono di questa nostra città, San Cetto Vescovo e Martire la cui figura ci è stata appena tratteggiata con tanta forza ed incisività dall'Abate della Cattedrale, Don Giuseppe Natoli, al quale va la nostra più viva gratitudine per avere animato in questi ultimi anni questo speciale giorno festivo che si era un po' appannato nella nostra vita comunitaria.

Tornare a festeggiare con solennità e comunitariamente la figura del Patrono significa riscoprire e dare espressione alla stessa anima della città, la cui fisionomia è riassunta nell'immagine del suo protettore che esplicita naturalmente il dover essere e il voler essere di una comunità.

La storia di San Cetto, la tradizione del suo culto, ci dicono molto dell'identità di Pescara, che nel suo santo si è rispecchiata e che ha affidato a lui e ai significati della sua vicenda le aspirazioni e le speranze per il futuro.

Per rinnovare questa consapevolezza, ci siamo rivolti alle scuole di Pescara, ai nostri bambini e ai nostri ragazzi che hanno risposto con grande entusiasmo e con confortante bravura, realizzando disegni, mosaici, fascicoli, poesie, articoli, brevi saggi, che nel ricostruire e nel presentare quanto ci è noto della storia di San Cetto, esprimono anche i valori profondi che questa figura incarna e che costituiscono i tratti più autentici e genuini della nostra tradizione comunitaria.

Per questo importante contributo ringrazio tutti coloro che hanno partecipato al concorso, e se tra poco premieremo e menzioneremo solo quelli che sono stati giudicati più meritevoli, tuttavia la nostra gratitudine è rivolta a tutte le scuole, a tutti gli insegnanti, i genitori e gli alunni che hanno voluto donare la loro testimonianza e la loro riflessione.

Grazie di vero cuore !

Essere qui insieme oggi, è un'esperienza straordinaria di comunità vissuta e sperimentata nella condivisione di idee e

di progetti. Questa sala, questo palazzo è oggi in modo speciale la casa di tutti i pescaresi, perché con questa festa ci ritroviamo insieme come cittadini radunati dalla passione per la città, per la sua storia e il suo avvenire.

Questo sentimento civico che è così palpabile ora, sembra rianimare di sé questa stessa sala consiliare, nella quale si prendono le decisioni che contano per la nostra comunità, nel confronto libero e leale tra parti che portano avanti progetti e opzioni anche differenti, ma che condividono un medesimo spirito di servizio che è conseguenza del mandato che i cittadini ci hanno affidato, che non consiste nel sedere su questo o su quello scranno, ma nel lavorare per il bene di questa comunità e di questo territorio.

Il nostro Patrono ci è apparsa la figura, il simbolo più immediato e naturale per esprimere una forte e ritrovata unità civica, che si sostanzia soprattutto nella condivisione di una storia e di alcuni valori che connotano in modo peculiare il nostro essere pescaresi e uomini e donne compartecipi di una tradizione e di una missione particolare.

Nel rileggere, anche attraverso i lavori svolti dai nostri ragazzi, la storia di san Cetto sono rimasto particolarmente colpito da tre elementi, tre immagini che costituiscono a mio giudizio altrettanti insegnamenti che devono orientare e informare di sé le nostre scelte e le nostre azioni collettive.

La prima immagine è quella del *martirio*, l'offerta piena di sé per dare testimonianza a un messaggio, a un'istanza che resta vera malgrado la violenza cieca di chi intende sopraffare e distruggere la diversità che è nell'altro, invece di ascoltare, di farsi prossimo e vicino alle sue ragioni. Un martirio che non è dunque una sterile immolazione di sé, ma è il contributo più generoso alla realizzazione di un mondo migliore, nella testimonianza che ci sono valori per i quali impegnare la propria vita, idee che meritano tutta la nostra dedizione, nonostante tutti gli ostacoli che possiamo incontrare sul nostro cammino. Con il suo martirio San Cetto ci invita a darci da fare, a spenderci con generosità per realizzare quanto sappiamo essere necessario ed utile soprattutto per chi ci è vicino, per chi condivide con noi questo angolo di mondo.



La seconda immagine è quella del *fiume*, le cui acque trasportarono il corpo senza vita del santo, acque che scorrono ancora oggi tra noi, malgrado le offese e i danni che abbiamo arrecato loro in decenni di dissennato inquinamento. Il fiume è una via interna al cuore stesso di questa città, che dal fiume è nata e si è sviluppata. Pescara non è una porzione di terra racchiusa da mura ed impermeabile all'esterno, grazie al fiume scorre e penetra nel suo interno quanto si è originato alle sue spalle, nel vasto retroterra che guarda a questo luogo come un baricentro naturale nel quale portare e ricevere beni, servizi e conoscenze. Il fiume, che attraversa tanti territori prima di entrare nella nostra città, ci veicola tutte queste aspirazioni ed aspettative che noi sempre di più dobbiamo essere in grado soddisfare con qualità ed efficienza.

La terza immagine è quella del *mare*, sulle cui rive secondo alcune tradizioni i pescaresi raccolsero il corpo del loro patrono. Questo ci insegna che è al mare che dobbiamo guardare poiché da esso possiamo trarre la perla più preziosa che non avevamo con noi. Una città che riceve dal mare il suo Patrono deve guardare con fiducia al suo esterno, deve essere orientata a trovare e a cogliere le ricchezze che il mare può donarle.

La presenza al mio fianco del Sindaco di Split, Miroslav Bulicic, che ringrazio anche per le belle parole che ha voluto rivolgerci, testimonia che siamo riusciti a cogliere i primi frutti di questa fondamentale lezione.

Pescara, città dalla duplice matrice fluviale e marina, è una città che deve orientare le sue iniziative e i suoi investimenti alla relazione con gli altri, ponendosi come sede privilegiata per i servizi e per la condivisione delle conoscenze e dei sistemi produttivi, sia nei confronti delle comunità limitrofe di questa sponda, sia nei confronti delle città e dei popoli che l'Adriatico e il Mediterraneo rendono vicini a noi.

Per queste ragioni stiamo impostando politiche di relazione con le nazioni balcaniche, con la Grecia con la quale contiamo di stabilire un collegamento navale a partire dal prossimo anno, ma anche con la Turchia, che percepiamo come un polo necessario della nostra ricerca di un confronto

identitario nuovo, che sa porsi in un atteggiamento di confronto e di condivisione con le culture diverse che esprimono valori e conoscenze dei quali abbiamo bisogno per il nostro stesso sviluppo, per rendere più certo e agevole l'avvenire dei nostri figli in uno scenario mediterraneo finalmente pacificato e restituito alla millenaria tradizione di convivenza tra i popoli e le grandi religioni.

San Cetto simboleggia per noi tutti questi valori; la sua vicenda umana e spirituale è un forte incoraggiamento a perseguire, a realizzare con la nostra opera questi insegnamenti che non patiscono la ruggine del tempo che trascorre.

Anche per questa ragione abbiamo scelto la sua festa per conferire le benemeritenze civiche alle persone verso le quali dobbiamo gratitudine come comunità, per le opere che hanno realizzato e per l'esempio che hanno saputo darci.

Questi riconoscimenti ufficiali, che tra poco consegneremo, esprimono riconoscenza verso coloro che li ricevono ma anche la speranza di una comunità di suscitare e di incontrare sempre nuove persone generose in grado di farsi carico di quanto c'è bisogno secondo le diverse circostanze che si presenteranno.

Proprio la consapevolezza di essere una comunità con gli occhi aperti all'esterno ci ha fatto istituire due diverse benemeritenze, il Ciattè d'Oro per i nostri concittadini, e il Delfino d'Oro per coloro che, pur non pescaresi, hanno creduto in noi e hanno offerto un grande contributo al nostro sviluppo comunitario.

Attraverso questi segni, queste parole, questa stessa cerimonia che sarà conclusa dal magnifico concerto di una grande musicista che per tanti anni ha animato con tanta capacità e professionalità il nostro conservatorio, vogliamo esprimere nel modo più solenne il nostro essere una grande e forte comunità di persone partecipi di valori, di idee, di grandi progetti per il futuro.

Con l'omaggio al nostro Patrono festeggiamo noi stessi, in una sospensione del nostro lavoro che è finalizzata a vivere insieme la gioia nel riconoscimento di chi siamo e a riprendere domani, con più entusiasmo, il nostro essere a disposizione di chi ci è vicino anche come segno di sollecitudine nei confronti di chi è lontano da noi.

Grazie per la vostra partecipazione, a tutti auguro una buona festa di San Cetto.

## SCHEDE BIBLIOGRAFICHE

a cura di G. Di Martino

Tarantini G., *Banche e Finanza. La transizione incompiuta*, Guerini e Associati, Milano, 2004.

Il volume rappresenta certamente un contributo importante al dibattito sul ruolo del sistema bancario e finanziario nell'economia e nel processo di sviluppo dell'Italia.

A partire dagli anni Novanta il sistema bancario italiano, rimasto sostanzialmente immobile per oltre mezzo secolo, è stato interessato da un profondo processo di trasformazione. In un sistema sino ad allora rigidamente bancocentrico è andato via via formandosi, come è accaduto in tutti i maggiori paesi industrializzati, un vero e proprio mercato finanziario. L'evoluzione non può però dirsi compiuta.

Da un lato i processi di aggregazione e concentrazione non hanno ancora portato alla formazione di gruppi bancari in grado di giocare un ruolo significativo quantomeno in Europa, e molto resta da fare sul fronte delle aggregazioni di carattere regionale; dall'altro, le piccole e medie imprese restano sottocapitalizzate e fortemente dipendenti dal debito bancario a breve.

In questo contesto le fondazioni di origine bancaria e le banche popolari possono contribuire in modo significativo alla crescita economica e sociale del nostro Paese, contrariamente a quanto sostengono alcuni secondo i quali rappresenterebbero delle anomalie.

Come afferma nell'introduzione Carlo Secchi, "in Italia servono [...] istituzioni bancarie e finanziarie più 'moderne' (nei comportamenti) e più aperte alla concorrenza, con regole e organi di vigilanza più adeguati ai tempi, seppur rispettosi del buon funzionamento del mercato e quindi non tali da ingessare e soffocare, bensì da valorizzare la responsabilità dei soggetti economici"

Stiglitz Joseph E., *I ruggenti anni Novanta. Lo scandalo della finanza e il futuro dell'economia*, Einaudi, Torino, 2003.

Consigliere economico di Bill Clinton, funzionario della banca mondiale e premio Nobel per l'economia, Joseph E. Stiglitz, avanza in questo saggio una teoria sul boom degli anni Novanta che spiega l'attuale crisi del sistema mondiale: una puntuale disamina degli errori di un'amministrazione

americana alla luce dell'evidenza dei fatti successivi e la lezione teorica è chiara. La sua testimonianza diretta, unita ad una competenza indiscutibile in materia economica, trasforma il suo racconto in una lezione fondamentale per comprendere il rapporto tra Stato e mercato.

I successi economici dell'era di Clinton sono innegabili: aumento della produttività, crescita del PIL, incremento dell'occupazione. Ma questi successi, secondo l'Autore, sono stati ottenuti al prezzo di cedere completamente l'agenda economica dell'amministrazione all'ideologia della deregolamentazione e della riduzione del ruolo dello stato dell'economia. E alla fine quel prezzo è stato molto alto. Accadde infatti ad alcune società americane, come la Enron, di presentare dati finanziari distorti, rubando di fatto soldi agli incauti azionisti.

Stiglitz auspica una regolamentazione, una ragionevole piattaforma liberale di giustizia sociale e riforma economica e, allo stesso tempo, un ruolo di maggior controllo dei mercati esercitato dal governo che dovrebbe farsi promotore della giustizia sociale.

Stewart Thomas A., *Il capitale intellettuale, la nuova ricchezza*, Ponte alle Grazie, Milano, 1999.

Pur esponendo tesi non sempre limpide e convincenti, il libro di Stewart ha il merito di richiamare l'attenzione dei lettori su un cambiamento degli ultimi decenni che si sta facendo sempre più marcato: il passaggio da un'economia che produce beni tangibili ad un'economia dematerializzata, dove l'informazione e la conoscenza hanno un ruolo decisivo.

Lo sviluppo di un' "economia della conoscenza" non è privo di impatti sulla gestione delle aziende. In crisi, secondo Stewart, sono i quadri intermedi e coloro che arretrano di fronte al cambiamento, chi non vuole sapere di continuare ad apprendere abilità e conoscenze utili al proprio contesto lavorativo; vacilla il modello burocratico e gerarchico, mentre avanzano organizzazioni più snelle, come quelle a rete, quelle orientate per progetti, quelle insomma che tendono a dare importanza al brainpower (il potere del cervello), all'iniziativa personale, all'autonomia più che alla posizione funzionale ricoperta nell'organigramma.

Stewart accusa le aziende di trascurare colpevolmente il capitale umano, la risorsa strategica più importante dei nostri anni. Sono ancora troppe le organizzazioni in cui le energie e il capitale di conoscenza dei dipendenti non solo non vengono stimolati a crescere, ma sono lasciati a languire, con gravi danni economici e perdita di competitività. Prigionieri di organizzazioni che non li valorizzano a sufficienza, dovranno cercare, per dirla con Stewart, di trasformarsi da persone facili da sostituire e a basso valore aggiunto, come sono stati spesso considerati nella loro storia recente a persone difficili da sostituire e ad alto valore aggiunto.

Approssimarsi a quest'ultimo obiettivo sarà probabilmente il compito delle aziende negli anni futuri.

Arcelli M. (a cura di), *Globalizzazione dei mercati e orizzonti del capitalismo*, Laterza, Roma, 1997.

Questo volume riporta gli Atti del convegno *Globalizzazione del mercato e orizzonti del capitalismo*, promosso dalla Banca di Roma nel giugno 1997 per celebrare i cinquantanni della "Review of Economic Condition in Italy".

La presenza come relatori di personalità note a livello mondiale, quali i due premi Nobel James Buchanan e Franco Modigliani e di altri economisti e operatori di fama internazionale, ha creato un clima stimolante con numerosi contributi originali che hanno permesso di mettere a fuoco le grandi tendenze che contraddistinguono la dinamica dei sistemi economico-sociali di questa fine millennio.

Globalizzazione e futuro del capitalismo sono al centro del dibattito economico, finanziario e politico, in una fase dell'economia mondiale in cui la redistribuzione della ricchezza, della produzione, degli investimenti, provoca modifiche di rilievo sulle economie e, con esse, nuovi problemi. Di questi discutono, nel presente volume, autorità delle istituzioni e del mondo accademico, nonché studiosi ed esperti di altissimo livello.

Nell'evidenziare i benefici e i rischi connessi alla attuale fase di globalizzazione dei mercati ci si sofferma sulla nuova fase del capitalismo cosiddetto "maturo", che comporta, nella mutata realtà dello Stato sociale, una varietà di rapporti: quelli tra Stato e settore privato; tra libertà, garanzie e responsabilità; tra modello neo-americano e renano.

Vengono, inoltre, messe a fuoco le grandi tendenze che contraddistinguono la dinamica dei sistemi economico-sociali e l'evoluzione delle variabili economiche in un mondo "multipolare". Tutto ciò in presenza di nuove regole di un sistema di scambi commerciali in una dimensione globale e con specifiche valutazioni sulle opportunità e i rischi dell'Europa verso l'Est e sull'allargamento dell'economia mondiale dal Nord Atlantico al Pacifico, che configura una nuova mappa degli affari e della produzione mondiale.



## NOTIZIE SUGLI AUTORI

**JEAN PIERRE GALAVIELLE** è docente presso la Università Paris-1 Pantheon Sorbonne e responsabile delle tesi di dottorato. Le sue ricerche riguardano i temi economici della finanza pubblica, tassazione e occupazione, politica economica, etica e finanza industriale. Dal 1982 al 1997 è stato membro e Vice Presidente della National University Council. Dal 1988 al 1993 è stato Vice Presidente della University Paris-1 Pantheon Sorbonne responsabile dei piani di ricerca scientifica. Dal 1994 al 2000 è stato Direttore del Centro Universitario Pierre-Mendes – France (Tolbiac), presso l'Università Paris-1.

**ANGELO ANTOCI** si è laureato in economia politica nel 1989 e ha conseguito il titolo di Dottore di Ricerca in economia nel 1993 presso l'Università di Siena. Dal 1993 al 1998 è stato ricercatore presso l'Università di Firenze. Dal 1998 è professore associato nel settore: Metodi matematici dell'economia e delle scienze attuariali e finanziarie. I suoi interessi di ricerca principali sono la teoria della crescita economica e l'analisi dinamica di economie con agenti eterogenei.

**SIMONE BORGHESI** è assegnista di ricerca presso il Dipartimento di Economia Politica dell'Università di Siena. Ha conseguito il Ph.D. in Economia all'Istituto Universitario Europeo di Firenze (2001) ed un Master in Economia presso lo University College London (1996); ha lavorato al Fondo Monetario Internazionale (1998) ed alla Fondazione ENI Enrico Mattei di Milano (1999). I suoi principali campi d'indagine sono economia dell'ambiente, crescita e distribuzione del reddito.

**PAOLO RUSSU** si è laureato in Ingegneria Elettronica nel 1990 presso l'Università di Padova. Dal 1999 è titolare di assegno di ricerca presso la Facoltà di Economia di Sassari. I suoi interessi di ricerca sono: reti neurali e analisi e simulazione di sistemi dinamici.

**ANTONIO TROISI** è professore straordinario di Scienza delle Finanze presso le Università di Bari e di Foggia. Le sue ricerche riguardano i temi della teoria economica dei pubblici servizi, analisi economiche sul federalismo fiscale, teoria delle relazioni tra attività finanziarie e attività creditizie, il ruolo della politica fiscale nelle transazioni economiche.

**LUCIANO D'ALFONSO** è Sindaco della città di Pescara dal giugno 2003. Laureato in Scienze Politiche ed in Filosofia, è stato, tra l'altro, Presidente della Provincia di Pescara dal 1995 al 1999, Consigliere Regionale dal 2000 al 2003, nonché componente del Comitato delle Regioni dell'Unione Europea su delibera del Consiglio dei Ministri del Governo Italiano.





## INDICE DEGLI ARTICOLI PUBBLICATI

	anno	fasc.	pp.
<b>Antoci A. - Borghesi S. - Russu P.</b>			
<i>Spese difensive e crescita economica: il ruolo delle aspettative ambientali.....</i>	2003	VII	53-76
<b>Antonelli M. A.</b>			
<i>Analisi economica della burocrazia tra teorie ed evidenze empiriche .....</i>	1999	I	103-142
<b>Balassone F. – Franco D.</b>			
<i>Il federalismo fiscale e il patto di stabilità e crescita: una convivenza difficile.....</i>	2000	II	6 5-108
<b>Boccia E.</b>			
<i>Arte e Cultura. Gli interventi delle Fondazioni bancarie.....</i>	2003	VI	77-95
<b>Cappelletti V.</b>			
<i>La moda come intersezione di paradigmi.....</i>	2003	VI	23-35
<b>Cotellessa S.</b>			
<i>Etica, economia, globalizzazione: dalla dipendenza internazionale alla “giustizia globale” .....</i>	2002	V	101-115
<b>D’Alfonso L.</b>			
<i>San Cetteo: i simboli di un martirio nelle dinamiche “glocal” .....</i>	2003	VII	107-113
<b>Di Battista T. – Sclocco T.</b>			
<i>Un modello per l’analisi tendenziale di fenomeni territoriali....</i>	1999	I	45-64
<b>Di Felice S.</b>			
<i>I sistemi finanziari regionali: confronto tra due regioni a diverso stadio di sviluppo.....</i>	2000	II	109-122
<b>Fazio A.</b>			
<i>La moneta e il sistema globale.....</i>	2000	II	11-34

<b>Felice C.</b> <i>Tra localismo e globalizzazione: il ruolo della Banca Caripe.....</i>	2001	III	69-90
<b>Felice C.</b> <i>Il localismo nell'economia di un'area meridionale: la cooperazione di credito nelle dinamiche di sviluppo.....</i>	2002	IV	101-145
<b>Furia D.</b> <i>Il terzo settore in Abruzzo: modelli e prospettive di sviluppo....</i>	1999	I	143-166
<b>Furia D.</b> <i>Valutazione dei beni culturali: un inquadramento introduttivo.....</i>	2003	VI	59-76
<b>Galavielle J.P.</b> <i>Esiste una teoria dei mercati finanziari?.....</i>	2003	VII	7-52
<b>Heckman J.</b> <i>Flessibilità, creazione del lavoro e globalizzazione: il caso Italia.....</i>	2002	V	7-32
<b>Lage C.</b> <i>Economia cubana e sistema bancario: solidarietà e Globalizzazione?.....</i>	2001	III	51-68
<b>Larcinese V.</b> <i>L'impatto redistributivo dell'imposta personale.....</i>	1999	I	65-102
<b>Larouche Lyndon H.</b> <i>Verso una nuova Bretton Woods: un progetto per uscire dalla crisi finanziaria internazionale.....</i>	2002	IV	77-99
<b>Laureti L.</b> <i>Integrazione euromediterranea e sistema monetario: un'ipotesi.....</i>	2002	V	69-100
<b>Masera R.</b> <i>Per una crescita mondiale durevole.....</i>	2002	IV	37-75
<b>Mattoscio N.</b> <i>Globalizzazione, Domanda effettiva e occupazione.....</i>	1999	I	21-44

<b>Mattoscio N.</b> <i>Il commercio estero delle macro-regioni italiane tra modelli di sviluppo global-oriented e arretratezze .....</i>	2002	V	33-68
<b>Pezzuto A.</b> <i>La cartolarizzazione dei crediti: nuove opportunità del mercato globale allo smobilizzo dei portafogli.....</i>	2001	III	91-108
<b>Quadrio Curzio A. – D’Adda C. – Marseguerra C. – Beretta S.</b> <i>Economia e finanza globale : problemi e prospettive per il 2000.....</i>	2000	II	35-64
<b>Quadrio Curzio A.</b> <i>Globalizzazione, solidarietà, sussidiarietà: una prospettiva europea.....</i>	2002	IV	9-35
<b>Salvatore D.</b> <i>L’Euro contro il Dollaro.....</i>	1999	I	9-20
<b>Salvatore D.</b> <i>Variazioni nella relativa competitività internazionale dell’Europa nei due decenni passati.....</i>	2003	VI	7-22
<b>Screpis G.</b> <i>Un indice dell’attività bancaria per i comuni italiani .....</i>	2003	VI	37-58
<b>Stiglitz J.</b> <i>Ridefinire il ruolo dello Stato. Cosa deve fare? Come deve agire? Come dovrebbero essere prese le decisioni?.....</i>	2001	III	11-50
<b>Troisi A.</b> <i>Introduzione all’economia civile della finanza pubblica.....</i>	1999	VII	77-106



NOTE

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

NOTE

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---

---



Finito di Stampare  
nel mese di Ottobre 2004  
dalla Litografia Brandolini - Sambuceto  
per Fondazione CARIFE - Edizioni TRACCE  
Via Eugenia Ravasco, n. 54  
65123 PESCARA  
Tel. e Fax 085/76658  
[www.tracce.org](http://www.tracce.org)