

IL PROGETTO BANKPEDIA

CHIARA OLDANI*

Introduzione

L'Associazione Nazionale per l'Enciclopedia della Banca e della Borsa (Assonebb) ha dato vita nell'arco di oltre un trentennio a rilevanti iniziative, sia di carattere editoriale che divulgativo. In particolare, le diverse edizioni del "Dizionario di Banca, Borsa e Finanza" rappresentano un fondamentale contributo alla cultura bancaria e finanziaria italiana. L'Assonebb ospitata dall'Università G. Marconi di Roma e presieduta da Paolo Savona dal 2008 ha deciso di digitalizzare l'ultima edizione del "Dizionario di Banca, Borsa e Finanza" per renderlo accessibile al pubblico attraverso la rete internet (www.bankpedia.org). Bankpedia è un dizionario aperto sulla rete ed è il primo in lingua italiana su argomenti bancari e finanziari per numero di navigatori Internet. A partire dal 2009 il Comitato Scientifico di Assonebb, guidato da Rainer Masera, ha deciso di ampliare il progetto e inserire anche voci di natura enciclopedica sui temi cari agli asso-

ciati, in lingua italiana e inglese.

La rete internet permette la diffusione istantanea della conoscenza senza barriere e il progetto Bankedia rappresenta un esperimento di diffusione della conoscenza specialistica nel settore economico finanziario con una forte valenza culturale. I contributi inseriti in Bankpedia sono preventivamente verificati da esperti della materia, per garantirne la qualità scientifica. Il mio impegno, come direttore della ricerca, è quello di coordinare l'attuazione di Bankpedia, al fine di promuovere la cultura bancaria e finanziaria soprattutto in questo periodo difficile. La filosofia della Rivista Bancaria - Minerva Bancaria si sposa completamente con quella dell'Assonebb e di Bankpedia. Il presidente del Comitato Scientifico, Giorgio Di Giorgio, e il direttore della rivista, Giovanni Parrillo, hanno offerto ad Assonebb la possibilità di pubblicare alcuni contributi di Bankpedia nella Rivista Bancaria - Minerva Bancaria e sono certa che questa opportunità contribuirà al progresso comune nei prossimi anni.

* Direttore dell'Associazione Nazionale per l'Enciclopedia della Banca e della Borsa (Assonebb)

BANKPEDIA,
IL DIZIONARIO ENCICLOPEDICO ON-LINE
DI BANCA, BORSA E FINANZA (*)

VOCI PUBBLICATE

- 1. Paolo Grassi**
- 2. Microfinanza**
- 3. Finanza sostenibile**
- 4. Azzardo morale**
- 5. Meccanismo di trasmissione della politica monetaria**

1. Paolo Grassi (1879-1974), direttore generale del Tesoro, (di Giovanni Farese)

1. G. nasce a Treia (Macerata), terzo di cinque figli di una famiglia di proprietari terrieri. Per sfuggire alla volontà dei genitori, che lo indirizzano alla carriera ecclesiastica, si trasferisce a Roma, dove, nel 1904, vince il concorso del Ministero del Tesoro come volontario amministrativo. Il presidente della Commissione d'esame, Luigi Venosta, direttore generale della Cassa Depositi e Prestiti, ne nota le capacità, sicché G. svolge i primi incarichi presso tale Istituto. Nel 1906 si laurea in Giurisprudenza presso l'Università di Roma "La Sapienza" e nel 1908 supera il "concorso per merito distinto" al Ministero. Il presidente della commissione d'esame è Carlo Conti Rossini, orientalista e direttore generale del Tesoro dal 1917 al 1925, che diviene il mentore di Grassi. Nel 1911 G. sposa Pierina Gigli, dalla quale avrà due figlie: Gigliola e Mirella. Il citato "concorso per merito distinto" gli consente di accelerare notevolmente la carriera: diventa Primo segretario e, nel 1912, è Capo Sezione. Da quel momento, svolge delicati incarichi ispettivi in ma-

* Vengono pubblicate sulla Rivista Bancaria - Minerva Bancaria alcune voci del progetto Bankpedia, il Dizionario Enciclopedico on-line di Banca, Borsa e Finanza sponsorizzato dall'Associazione Nazionale per l'Enciclopedia della Banca e della Borsa (ASSONEBB) di Roma. www.bankpedia.org

teria di istituti di emissione, di banche libere e di cambi. Nel 1913 viene nominato Cavaliere ufficiale. Nel 1918, superato il concorso per titoli, viene nominato vice ispettore alla Vigilanza degli istituti di emissione e dei servizi del Tesoro e l'anno successivo consegue il grado di Ispettore superiore. Sostiene presso l'Officina delle Carte Valori di Torino il maggior urto degli impiegati e delle masse operaie durante le agitazioni e gli scioperi del 1919 e del 1920, dando prova di grande energia e di tatto. Nell'estate del 1921 svolge una delicata missione a Zara, in Dalmazia, dove si occupa della conversione della valuta nel territorio dalmata annesso all'Italia. Si convince allora dell'importanza di acquisire dimestichezza con la moneta e con le transazioni valutarie internazionali.

2. Superata la difficile congiuntura post-bellica, l'attività di G. conosce una decisa specializzazione verso la vigilanza bancaria. Compie importanti ispezioni le ispezioni presso le sedi periferiche della Banca d'Italia e degli altri due istituti di emissione, il Banco di Sicilia e il Banco di Napoli. Accredito nel settembre del 1922 presso gli stessi, scrive acute relazioni sui bilanci e sui conti "profitti e perdite" dei due istituti meridionali. Nel 1923, partecipa allo studio della relazione sul bilancio della Banca d'Italia. Lavora con i ministri Alberto De' Stefani, prima, e Giuseppe Volpi, poi. Matura vaste competenze in ambiti caratterizzati da elevato tasso di tecnicismo. Dal gennaio del 1926 all'agosto del 1927 è accreditato per le funzioni di vigilanza presso il Banco di Napoli, nella delicata fase in cui questo, con la Legge bancaria del 1926, perde il diritto di emissione, passato ad essere monopolio della Banca d'Italia, e diventa un Istituto di diritto pubblico. Si lega di sincera amicizia a Giuseppe Frignani, sottosegretario alle Finanze di Volpi e direttore generale dell'istituto napoletano. Compie ispezioni nelle principali sedi: Milano, Bari, Ancora, Sassari, Napoli. Non si limita alla vigilanza, ma partecipa della stessa amministrazione. Sospende alcune deliberazioni, segnala i pericoli di taluni indirizzi nell'andamento del portafoglio, nella politica dei tassi, nonché nel governo del personale.

3. Il ministero Volpi (1925-1928) porta alla ribalta uomini nuovi. A Conti Rossini, succedono alla direzione generale del Tesoro Luigi Pace, Federico Brofferio e, nel 1928, Vincenzo Azzolini. Nello stesso anno, Azzolini viene nominato direttore generale della Banca d'Italia. Si pone il problema della successione alla direzione del Tesoro. La carica passa ad Alessandro Ceresa, che non è destinato a durare. Conti Rossini sostiene la candidatura di Grassi. Nel 1928 il ministro, Antonio Mosconi (1866-1955) lo nomina direttore generale. Con la nomina, si aprono a G. le porte di numerosi e prestigiosi consigli di amministrazione, tra cui quello della Banca nazionale del lavoro negli anni di Arturo Osio. Il legame con la BNL è strumentale al particolare ricorso all'istituto, che caratterizzerà

l'azione di G. negli anni Trenta. A seguito della nomina, siamo nell'ultimo quarto del 1928, G. pubblica sulla rivista «Economia» l'articolo intitolato *Le innovazioni al conto del Tesoro*. L'argomento è la riforma attuata da Mosconi, da G. vista come parte del programma della terza fase della finanza fascista, dopo quella produttivista di De' Stefani e quella stabilizzatrice di Volpi: essa viene descritta come un progresso sulla via della semplificazione e trasparenza dei documenti destinati a far conoscere al pubblico la situazione finanziaria dello Stato.

4. Alla morte di Bonaldo Stringher, nel 1930, G. risulta è uno dei candidati al governatorato della Banca d'Italia, carica alla quale accede il direttore generale Vincenzo Azzolini. Il fatto non appare casuale agli informatori politici dell'epoca, che descrivono G. come uomo capace di "tenere a bada" Azzolini, qualora si dovesse delineare un urto tra loro, giacché, sostengono le fonti della polizia politica del tempo, è dalla direzione generale del Tesoro che si può dirigere la Banca d'Italia e non viceversa. È un capitolo, tra gli altri, della storia del rapporto di interlocuzione tra Tesoro e Banca d'Italia. L'esordio di G. quale dirigente capace di decisioni di sistema si compie all'ombra della grande crisi del 1929, che travolge le banche miste. Partecipa alla nascita, nel 1931, dell'Istituto mobiliare italiano e, con il ministro Guido Jung, nel 1933, a quella dell'Istituto per la ricostruzione industriale (IRI), nel cui consiglio di amministrazione ha un posto e alla cui attività presta il suo talento. Non vede, però, di buon occhio la crescita, esterna alla burocrazia ministeriale, degli "enti Beneduce". Dal 1935, tende ad accentrare compiti, dovendo surrogare, di fatto, la decisionalità del nuovo ministro delle Finanze, Paolo Thon di Revel. Il "momento d'oro" di Grassi è rappresentato dalla convenzione IRI-Tesoro del dicembre 1936, che reca, oltre la sua, le firme di Vincenzo Azzolini, Alberto Beneduce, e Giuseppe Ventura, Ispettore del Tesoro. La convenzione è preparata da scrupolose indagini, condotte assieme a Mario Romanelli, ispettore superiore al ministero, e al giovane Pasquale Saraceno dell'IRI. Si provvede, in particolare, alla sistemazione dei rapporti di debito e credito tra IRI, Tesoro e Banca d'Italia. È una operazione delicata, con cui si mette in salvo una parte rilevante del patrimonio industriale del Paese, con l'occhio rivolto agli equilibri monetari e finanziari. In altre parole, si chiude e si completa, così, l'*iter* avviato, nel 1933, con la nazionalizzazione, via IRI, del credito.

5. G. non è di sentimenti fascisti (vanta una iscrizione al Partito nel 1921, probabilmente retrodatata), a differenza del fratello minore, Luigi, reduce della Grande guerra, che lavora alla direzione generale della Guardia di Finanza. Sono il suo riconosciuto magistero tecnico e la sua funzione equilibratrice tra i vari gruppi in cui si articola la classe dirigente italiana, che ne fanno un punto fermo nei ranghi dell'amministrazione. In questa fase, l'asse con la BNL è, per G., fondamentale.

A fronte delle esigenze di cassa per la guerra in Etiopia, prima, e in Spagna, poi, per l'autarchia, per le opere pubbliche in Italia e nelle colonie, l'istituto bancario romano riesce a rastrellare migliaia di sottoscrizioni per i Buoni del Tesoro anche tra i piccolissimi risparmiatori. Si occupa di politica estera economica. Dal 16 giugno al 9 luglio del 1932 è delegato alla Conferenza per le riparazioni di Losanna (giugno-luglio 1932). Nel 1936, Azzolini si rivolge a G. per sbrogliare la matassa del tallero di Maria Teresa, moneta la cui circolazione in Etiopia alimenta la speculazione sulla lira. Dopo la conquista, nel maggio di quell'anno, dell'Etiopia, si pone, infatti, il problema – che sarà poi attuale per tutti gli altri territori occupati nel corso della seconda guerra mondiale – di estendervi o meno la circolazione della lira, oppure mantenere la circolazione del tallero teresiano, una moneta austriaca del XVIII secolo che, per varie ragioni, era divenuta la moneta prevalente in Africa orientale sin dal XIX secolo. In sintesi, dopo l'occupazione italiana, il tallero viene ancorato a un cambio fisso con l'Italia. Ceduto il punzone e cessato legalmente il monopolio austriaco, altri paesi iniziano a coniare talleri a un costo di produzione inferiore rispetto alla Zecca italiana: vendono talleri con forte profitto, acquisiscono lire in sovrappiù e le rivendono sui mercati esteri, deprimendone il corso. Si decide per la fine della doppia circolazione.

La monetazione e la sua storia sono interessi costanti nel Paolo Grassi pubblico e privato. Negli anni della gestione G., la monetazione della Zecca d'Italia è di altissimo livello tecnico e artistico. Si sviluppano progetti ed emissioni il territorio dell'Impero e si inizia a produrre “in conto terzi”, avviando una attività industriale che è vanto dell'Istituto Poligrafico. Le monete di maggiore pregio vengono presentate al re, Vittorio Emanuele III, forse il maggiore e più illustre numismatico italiano del tempo. Sotto la guida di G. si realizza la monumentale *Relazione della R. Zecca* (Roma, 1939) opera di oltre quattrocento pagine e di grande valore bibliografico.

6. Dopo il 1940, con l'ingresso dell'Italia in guerra, G. è chiamato a tenere le fila dei rapporti monetari con gli Stati occupati. Un fatto, questo, che risulta dalle note inviate a G. da Massimiliano Majnoni d'Intignano (1894-1957), direttore della rappresentanza della Banca commerciale a Roma, sulla situazione bancaria in Grecia dopo l'occupazione italo-tedesca, la chiusura delle banche inglesi e gli spazi per gli istituti italiani, il deposito presso ComitEllas di fondi delle forze armate. La corrispondenza con la Comit di Raffaele Mattioli, in specie con la sede di Roma, è un tassello importante. Né il caso greco è l'unico, perché la citata esperienza a Zara nel primo dopoguerra conferisce a G. particolare competenza nelle procedure di *change-over*. È, infatti, il caso dell'Egitto, come risulta anche dai diari di Serafino Mazzolini (1890-1945), marchigiano e diplomatico di lungo corso.

Siede nel Consiglio di amministrazione dell'Istituto nazionale cambi con l'estero – creato da Francesco Saverio Nitti nel 1917 –, assieme a Vincenzo Azzolini, Al-

berto Beneduce, Manlio Masi, Alberto D'Agostino, anch'egli uomo della Comit. L'Istituto cambi, che dal 1935 è alle dipendenze del Ministero scambi e valute di Felice Guarneri, attrae le migliori intelligenze economiche del tempo. Del resto, la disciplina del commercio estero e della valuta sono una tra le questioni chiave degli anni Trenta e sulla quale tali intelligenze si esercitano. La moltiplicazione degli impegni fa il paio con il prestigio che acquisisce. Dal 1938 è Cavaliere di Gran Croce (dal 1930 era Grande ufficiale), una tra le molte onorificenze che riceve dai governi italiano, spagnolo, tedesco, ungherese, albanese, vaticano e di San Marino. Coltiva, invano, l'ambizione di diventare ragioniere generale dello Stato.

7. G. segue il meccanismo noto come "circuito dei capitali", teorizzato dall'economista tedesco Ernst Wagemann. Si tratta della strategia fatta propria da Thaon di Revel sin dalla guerra d'Etiopia, secondo cui, dovendo lo Stato finanziare, con l'immissione di moneta, la guerra – fatto che comporta lo spostamento di risorse da un settore a un altro –, l'effetto inflattivo viene sgonfiato con strumenti amministrativi, quali il blocco dei prezzi e dei salari, e le eccedenze di liquidità vengono riassorbite dal prelievo fiscale e dal collocamento dei titoli di Stato. Il Tesoro è costretto a rincorrere gli eventi e l'attività di G. è posta sotto pressione. Se è vero che fino al 1942 il circuito consente di tenere sotto controllo la situazione monetaria e finanziaria, nella sua relazione sulla situazione del Tesoro e l'andamento della circolazione monetaria, inviata nel 1943 al ministro delle Finanze, Giacomo Acerbo, G. sottolinea l'enorme sforzo compiuto per fronteggiare le varie esigenze degli ultimi anni. Il tracollo è ora prossimo.

8. Dopo l'8 settembre non si reca a Salò. Lavora al ministero fino al 4 ottobre, ma il 1° novembre viene collocato a riposo. Teme la cattura da parte dei nazisti. Con la liberazione di Roma, nel giugno del 1944, torna al ministero, ma viene nuovamente collocato a riposo il 29 gennaio del 1945. È accusato di collaborazionismo con i tedeschi e gli si imputa parte della responsabilità della sottrazione, da parte dei nazisti, dell'oro della Banca d'Italia: sulla vicenda esistono, comunque, differenti interpretazioni. Il provvedimento di collocamento a riposo del 1945 è annullato nel 1948. Riabilitato, G. lascia definitivamente il ministero del Tesoro il 1° agosto del 1949, per sopravvenuti limiti di età: ha settanta anni. Gli succede, quale direttore generale, Giuseppe Ventura, ispettore superiore, suo genero. Dopo la guerra, G. tiene numerosi incarichi, che gli conferiscono ancora un ruolo, sia pure ridotto, negli anni della ricostruzione e del *boom* economico: è consigliere e vice presidente dell'Istituto nazionale di credito edilizio, della Banca Romana della Sezione alberghiera e turistica della Banca nazionale del lavoro; è consigliere delle Ferrovie dello Stato e dell'INA; delle Cartiere Milani; della Monte Amiata; del Consorzio per il credito agrario di miglioramento (Meliorconsorzio). Muore a Roma all'età di 95 anni.

2. Microfinanza (di Federica Alfani)

Trad. it. dell'ingl. *microfinance*. Intermediazione finanziaria a favore di segmenti di mercato marginali, difficili da servire in modo efficace attraverso canali e modalità tradizionali di contatto con la clientela per le caratteristiche dimensionali, di struttura reddituale, o per carenze di carattere informativo. Nelle *economie sviluppate* (advanced economies) si possono classificare come marginali i segmenti rappresentati *a)* da microimprese, specie se di carattere informale; *b)* da fasce di popolazione recentemente stabilite in tali economie (immigrati); *c)* dalle famiglie a basso reddito; *d)* dagli anziani a basso reddito. Nei Paesi in via di sviluppo, il fenomeno della finanza marginale assume dimensioni considerevoli in quanto larga parte della popolazione, specie nelle zone rurali o suburbane, è difficilmente servita dal sistema bancario tradizionale. Il termine *microfinanza* è relativamente nuovo, risale all'ultimo decennio, ma riflette un fenomeno non recente. La casistica riferita ai paesi in via di sviluppo è, infatti, amplissima. Modalità di risposta a fenomeni di marginalizzazione sono costituite, p.e., da forme di intermediazione a carattere cooperativo, da iniziative di carattere informale o promosse da organismi di cooperazione internazionale oltre che, specie in tempi recenti, dagli sforzi che anche le banche commerciali tendono a compiere in favore di questi segmenti. Un'esperienza molto nota è quella della *Grameen Bank* del Bangladesh; il fenomeno è però presente in forma massiccia nei paesi in via di sviluppo ed esperienze consolidate e di notevole successo si riscontrano anche in altri paesi. È usuale definire tali esperienze come *forme di microcredito*. Il termine *microfinanza* è però preferibile perché dà conto dell'intermediazione finanziaria nel suo complesso, non limitata all'attività di impiego ma estesa all'attività di raccolta ed ai servizi accessori. La mobilitazione del risparmio locale, infatti, è spesso elemento chiave per il successo delle esperienze di *microfinanza*. La microfinanza è da molti interpretata come manifestazione di orientamento etico dell'attività bancaria. Alcuni attribuiscono capacità di relazione con segmenti marginali solo a banche specializzate (ad esempio, le cosiddette *banche etiche*, o alternative). Pur richiedendo una certa specializzazione, questa attività può essere coltivata con successo anche dalle ordinarie banche commerciali.

3. Finanza sostenibile (di Melania Michetti)

La finanza sostenibile trova fondamento e ratio nel perseguimento di quello che viene definito lo sviluppo sostenibile (ovvero una crescita che mira a soddisfare le necessità delle generazioni presenti senza però compromettere la capacità di creare valore da parte delle popolazioni future. Scendendo a livello d'impresa, lo

sviluppo sostenibile si identifica con il termine “Responsabilità Sociale di Impresa” e si realizza attraverso un comportamento imprenditoriale, appunto “responsabile” verso gli altri soggetti economici, nel rispetto dei quali essa detiene rapporti sia diretti che indiretti (gli stakeholders). Un settore fondamentale per l’implementazione della responsabilità sociale d’impresa (RSI) e il supporto allo sviluppo sostenibile è certamente quello bancario, in grado di promuovere, attraverso la propria attività, lo sviluppo locale, la protezione dell’ambiente, l’occupazione, l’inclusione finanziaria e sociale. Nell’ambito delle attività di RSI per il settore bancario, la finanza etica (o finanza sostenibile, o ancora finanza alternativa) è una sua possibile espressione che si configura come l’insieme delle forme di gestione patrimoniale per cui i tradizionali parametri valutativi di riferimento (rischio e rendimento) sono affiancati dall’utilizzo dei criteri ambientali e di natura sociale, che catturano il riflesso di determinati investimenti sull’economia reale. Essa si concretizza attraverso due dimensioni principali. La prima riguarda gli Investimenti Socialmente Responsabili (RSI), vale a dire le attività orientate verso progetti ad alto valore sociale o ambientale che spesso supportano le organizzazioni che lavorano nel campo della cooperazione internazionale, dell’ambiente e nei servizi sociali. Nei fatti, questa dimensione di finanza alternativa si trasforma in un incremento di opportunità di investimento “etiche”, o in una riduzione degli investimenti in società operanti in particolari settori quali fumo, alcol, armi, pornografia, etc. Ad oggi i fondi etici interessano quote di mercato ristrette e solo una parte esigua del sistema economico, tuttavia l’interesse del sistema verso tali forme di investimento è in aumento. La crescita della finanza sostenibile è stata stimolata essenzialmente da tre fattori:

1. Le società osservano che operare in maniera responsabile comporta vantaggi competitivi;
2. Il cambiamento climatico rappresenta oggi un’importante sfida in cui il settore finanziario riconosce anche delle opportunità;
3. Le figure manageriali nella finanza hanno preso consapevolezza dell’implicazione della sostenibilità delle decisioni di investimento e scelgono di incorporare la RSI nelle strategie di impiego.

Un’altra applicazione della finanza sostenibile è la microfinanza, ovvero la finanza indirizzata alle fasce più povere della popolazione. Questo strumento nasce per raccogliere le esigenze di credito e di risparmio di soggetti altrimenti non bancabili o razionati nei tradizionali canali creditizi, per i quali sarebbe impossibile fornire garanzie di stabilità o di ritorno degli investimenti. Si rende evidente uno degli obiettivi

della finanza etica, quello di promuovere la persona umana. Il microcredito¹ costituisce una parte importante della microfinanza, da cui si distingue per prestare esclusivamente servizi di credito e non di risparmio. Esso consiste nella concessione di prestiti d'importo molto ridotto a micro imprese o individui senza la richiesta di particolari garanzie. Tale rapporto quindi è interamente basato sulla fiducia. Nonostante sia nato per garantire il diritto al credito nei paesi in via di sviluppo e nelle economie in particolare crisi, il microcredito ha recentemente trovato applicazione anche nelle economie dei paesi sviluppati. I benefici di tale iniziativa sono vari e si riassumono nell'opportunità di generare un reddito da lavoro, che assicuri talvolta la sopravvivenza (cibo e cure mediche), o in casi migliori l'educazione scolastica dei propri figli. Inoltre, spesso si traduce nella riduzione di casi di sfruttamento di adulti e bambini e in un grado più alto di benessere locale (Becchetti, 2008).

In un ambiente come quello del settore finanziario, che si contraddistingue per la presenza di interessi speculativi rilevanti e per la spinta ad associare ad ogni operazione che in esso vi avviene, un valore marcatamente positivo del rendimento finanziario, la finanza sostenibile si basa, quindi, non solo sul criterio della vitalità economica ma anche su quello della utilità sociale. Essa ha lo scopo di riportare la finanza a svolgere la propria funzione originaria di garante del risparmio e di supporto allo sviluppo dell'economia reale. È suo compito evitare che gli impieghi abbiano carattere esclusivamente speculativo e assicurare che il risparmio sia gestito in maniera da favorire l'equità sociale oltre che il rispetto e protezione dell'ambiente, percorsi strumentali al raggiungimento di uno sviluppo sostenibile. Secondo il Manifesto della Finanza Etica, i principi della finanza sostenibile si possono riassumere nei seguenti punti:²

- Il credito in tutte le sue forme è un diritto umano (e non discrimina sulla base di sesso, razza, etnia, e reddito);
- l'efficienza è concepita come un elemento della responsabilità etica;
- non è legittimo l'arricchimento che si basa sul solo possesso di denaro o su operazioni meramente speculative;
- la finanza è trasparente;

1 Nel Dicembre 1997, le Nazioni Unite hanno approvato una risoluzione (52/194) sull'importanza del microcredito come strumento per ridurre la povertà.

2 Cfr. Il Manifesto della Finanza Etica, tratto dal volume: Elisa Baldessone, Marco Ghiberti (a cura di), "L'Euro Solidale", EMI, pp. 20-22, 1998. Il Manifesto è stato promosso nell'ambito del Convegno "Verso una carta d'intenti per la finanza etica italiana", Firenze 1998.

- alle scelte importanti dell'impresa devono partecipare non solo i soci ma anche i risparmiatori;
- i criteri di riferimento per gli impieghi sono ambientali e sociali oltre che economici.
- il gestore che orienta tutta l'attività della finanza, deve aderire in maniera globale e coerente (e si deve dichiarare disposto al monitoraggio da parte di risparmiatori ed istituzioni di garanzia).

Il consenso verso la finanza sostenibile è sicuramente cresciuto negli ultimi anni e i suoi principi ispiratori assumono maggiore valore in un contesto di ristrutturazione del sistema finanziario e sociale come quello attuale. La sfida dello sviluppo sostenibile richiede agli operatori del settore della finanza uno sforzo strategico ed organizzato, che corregga radicalmente l'atteggiamento attuale verso l'ambiente e la persona, o la società.

4. Azzardo morale (di Alberto Maria Sorrentino)

Il ruolo degli intermediari bancari è “intermediare” tra i soggetti che si trovano in *deficit* finanziario e soggetti in *surplus* che hanno necessità di investire risorse finanziarie a loro disposizione. I soggetti che si trovano in *deficit* finanziario cercano risorse monetarie collocando “passività” sul mercato e offrendole ai soggetti in *surplus*, divenendo per questi ultimi attività in portafoglio. Il problema risulta quindi quello di conciliare le preferenze espresse dagli acquirenti delle attività rispetto a quelle formulate dagli emittenti delle passività, sotto diversi profili quali la scadenza, il rendimento, l'oscillazione di valore.

I soggetti in *surplus* riscontrano difficoltà nell'individuare e valutare il merito creditizio dei soggetti in *deficit*, devono tener conto dell'incertezza connessa con eventi futuri, del proprio grado di avversione al rischio e della preferenza di attività “a breve”. D'altro canto, i soggetti in *deficit* preferiscono emettere passività a lungo, celare il loro merito creditizio e, una volta ottenuti i finanziamenti, sono orientati a preferire progetti rischiosi ma più redditizi. È raro quindi che vi sia un trasferimento di risorse diretto da soggetti in *surplus* verso soggetti in *deficit*.

Si pongono così le basi per la presenza di un soggetto terzo che sia in grado di rispondere alle diverse esigenze e di mediare, trasferendo e, in definitiva, riallocando risorse monetarie all'interno del sistema economico. Gli intermediari finanziari, in definitiva, realizzano la canalizzazione del risparmio verso gli investimenti.

L'esistenza ed il ruolo degli intermediari finanziari è illustrato dalla teoria tradizionale che ha elaborato una serie di motivazioni per giustificare lo sviluppo del fenomeno. Tra questi si rilevano le funzioni di valutazione e selezione dei progetti imprenditoriali da finanziare e di controllo dei risultati dell'investimento all'interno del paradigma teorico dei mercati incompleti e dell'imperfetta informazione. Tale teoria pone enfasi sulle attività delle banche riconoscendo loro una importanza determinante circa la capacità di risoluzione dei problemi di asimmetria informativa che esistono in un mercato imperfetto - selezione avversa (*advers selection*) e azzardo morale (*moral hazard*). Grazie al ruolo svolto dagli intermediari finanziari, questi problemi possono essere in parte risolti o almeno trasferiti agli intermediari finanziari che hanno i mezzi per sopportarne eventuali effetti negativi, in modo che essi non si riversino su un singolo o uno sparuto numero di risparmiatori.

L'azzardo morale è il rischio che può sopravvenire in una situazione *ex-post* alla erogazione di un finanziamento e deriva dal comportamento scorretto di un'*impresa* nell'utilizzare i prestiti erogati per attività più rischiose rispetto a quelle dichiarate. La situazione si verifica quando, una volta ottenuto un prestito per un determinato progetto con un relativo grado di rischio specifico, un'azienda si trova nella condizione di utilizzare le risorse monetarie per fini più rischiosi e con un rendimento atteso più elevato. Tra le tecniche di risoluzione di tale problematica si può enunciare l'attività di *monitoring* che la banca *cotidie* utilizza con professionalità e metodi qualificati. Mentre una banca, che ha acquisito tutti gli strumenti nonché la professionalità (beni con un costo fisso elevato) per condurre un lavoro di monitoraggio dei progetti che finanzia alloca su tutti il costo fisso per la sua attività di monitoring un agente economico singolo non può svolgere questa attività a causa del suo costo eccessivo, tale da non permettergli di dare in prestito a nessuno le proprie risorse finanziarie in eccesso.

Da un punto di vista teorico una modellizzazione è dovuta a Diamond (1984) che ha dimostrato come risulti ottimale, in presenza di *moral hazard*, che il finanziamento dei progetti di investimento avvenga attraverso l'attività di un intermediario piuttosto che sul mercato diretto.

a) Azzardo Morale: caso degli intermediari assicurativi

Nel caso di intermediari assicurativi la selezione avversa e l'azzardo morale si verificano in diverse situazioni. Il primo fenomeno si riscontra antecedentemente alla stipula del contratto assicurativo, qualora l'impresa d'assicurazione non abbia informazioni sufficienti per suddividere gli assicurati in fasce di rischio

omogenee cioè contraddistinte dalla stessa probabilità di subire un danno tale da indurre l'assicurazione a fissare un premio uguale per tutti gli assicurati contro lo stesso rischio. In tal caso il premio risulterebbe essere troppo elevato per i soggetti poco rischiosi e a buon mercato per quelli più rischiosi, generando così un accumulo dei rischi peggiori e il fallimento dell'impresa assicurativa. Il secondo si verifica dopo la stipula del contratto e contraddistingue le azioni intraprese dall'assicurato che portano a modificare la probabilità del rischio originariamente stimata dall'impresa assicurativa o l'entità del risarcimento - tal caso si riscontra nel comportamento di un agente assicurato che ottenuta l'assicurazione riduce la prudenza che avrebbe avuto nel caso in cui non fosse stato assicurato rendendo così l'evento assicurato più probabile e il risarcimento più elevato.

Per fronteggiare tali problemi le compagnie di assicurazione possono cercare di acquisire informazioni più dettagliate relativamente ai comportamenti degli assicurati e ricorrere a misure che consentano di contrastare e di disincentivare questi stessi fenomeni, quali:

- a) segmentare la clientela in classi di rischi omogenee,
- b) rendere obbligatoria la sottoscrizione di un'assicurazione per tutti i soggetti esposti a un certo rischio,
- c) far partecipare l'assicurato al rischio,
- d) legare il premio al passato del soggetto che si vuole assicurare,
- e) ridurre il premio se l'assicurato attua particolari precauzioni per ridurre la probabilità che il rischio si verifichi.

I primi due tipi di misure tendono a contenere i fenomeni di *selezione* avversa, gli ultimi tre tipi sono maggiormente usati per limitare il *azzardo morale* rendendo per gli assicurati economicamente vantaggioso adottare comportamenti virtuosi.

Le informazioni nell'attività degli intermediari finanziari risultano dunque fondamentali e alla base di ogni decisione. Un sistema informativo adeguato è la chiave per la soluzione/minimizzazione dei problemi derivanti dall'asimmetria informativa.

b) Azzardo Morale: caso principale agente

Problemi di asimmetria informativa (*selezione avversa* e *azzardo morale*) oltre che nell'ambito degli intermediari finanziari rivestono particolare rilevanza anche ne-

gli ambiti delle relazioni contrattuali come ad esempio in quella della definizione dei contratti ottimali tra principale (*principal*) identificabile con l'assemblea dei soci di una società e l'agente (*agent*) identificabile con l'amministratore delegato. Il principale è colui che propone un contratto e non conosce perfettamente le capacità dell'agente a cui il contratto viene offerto. Nel caso di selezione avversa è l'agente a conoscere le sue vere capacità professionali mentre il principale può solo immaginarle e conoscerle nel tempo, ma solo dopo averlo assunto. Il caso di azzardo morale si verifica quando le azioni dell'agente non sono perfettamente verificabili dal principale, cosa che tuttavia è giustificata dal fatto che se ogni azione dell'agente dovesse esser verificata e approvata dal principale il suo ruolo sarebbe allora inutile e solo un costo aggiuntivo per la società.

c) Azzardo morale: caso dei bidoni di *Akerlof*

Relativamente a problemi di selezione avversa e azzardo morale l'esempio più citato e studiato in economia è quello sviluppato da George Akerlof relativamente al mercato delle auto usate, in cui si distinguono quelle buone dai cosiddetti bidoni. In tale mercato in estrema sintesi solo i venditori conoscono la qualità dell'auto in vendita mentre gli acquirenti ignorano tale caratteristica. Se gli acquirenti fossero a conoscenza di quale auto è buona pagherebbero come prezzo quello corretto per una auto buona, mentre essendoci anche i bidoni essi pagheranno un prezzo che oscilla tra quello giusto per un bidone e quello giusto per una auto buona, basato sulla probabilità che l'auto messa in vendita sia un bidone. I venditori di auto buone visto il prezzo più basso rispetto a quello corretto per le loro auto buone non saranno disposti a vendere, mentre saranno incentivate le vendite di bidoni ad un prezzo superiore al loro valore. Gli acquirenti, visto l'andamento e la vendita di soli bidoni, non saranno più disposti a pagare il prezzo richiesto generando in tal modo una dinamica negativa delle vendite fino al punto di non avere più transizioni. Da ciò scaturisce la necessità di un soggetto terzo che faccia da intermediario e che abbia degli strumenti e delle professionalità specifiche.

5. Meccanismo di trasmissione della politica monetaria

I meccanismi di trasmissione della politica monetaria possono essere definiti prima facie come relazioni o canali, non mutuamente esclusivi, attraverso i quali l'evoluzione degli aggregati monetari modifica, spesso dopo intervalli variabili e non completamente prevedibili, il livello del prodotto e dei prezzi. Affinché le variabili monetarie influenzino le variabili reali, due condizioni debbono essere soddisfatte. Da un lato deve esistere il monopolio (delle banche centrali) nell'emis-

sione di una attività finanziaria non sostituibile (moneta) e per cui vi sia una domanda da parte dei soggetti economici. Dall'altro debbono esservi delle forme di imperfezione dei mercati – quali ad esempio informazione asimmetrica e rigidità nominali – che impediscano o rallentino il naturale aggiustamento previsto dalla teoria classica.

La letteratura economica ha individuato l'esistenza di almeno quattro diversi meccanismi attraverso cui la politica monetaria è in grado di influenzare il livello dei prezzi e del reddito nazionale: il tasso di interesse, i prezzi delle attività finanziarie, il credito interno ed il tasso di cambio (Mishkin, 1993). Analizziamo nel dettaglio il funzionamento di questi meccanismi, esaminando il caso di una manovra monetaria espansiva.

1. Il canale del tasso di interesse

Il funzionamento di questo meccanismo di trasmissione si basa sull'idea che i cambiamenti nell'offerta di moneta influenzino il livello e la struttura dei tassi d'interesse (Rabin e Yeager, 1997). Una manovra espansiva di politica monetaria ($\uparrow M$) determina una subitanea riduzione dei tassi ufficiali ($\downarrow i_{uff}$), riducendo dunque il prezzo che le singole banche commerciali debbono corrispondere alla Banca Centrale per accedere al rifinanziamento.¹ In condizioni "normali", anche il tasso interbancario dovrebbe ridursi ($\downarrow i_{bnk}$) generando un'espansione dei prestiti tra singole banche. Queste ultime, a loro volta utilizzeranno questo eccesso di liquidità acquistando attività finanziarie ed erogando maggiore credito al settore privato. Sul mercato dei titoli, l'aumento della domanda esercita una pressione al rialzo dei prezzi ed un'ulteriore contrazione dei tassi di interesse nominale che, a parità di aspettative di inflazione, si riflettono in una riduzione del tasso di interesse reale ($\downarrow r$). Tutto ciò favorisce l'andamento della domanda interna attraverso l'espansione di investimenti e consumi ($\uparrow I$, $\uparrow C$). In simboli:

$$\uparrow M \Rightarrow \downarrow i_{uff} \Rightarrow \downarrow i_{bnk} \Rightarrow \downarrow r \Rightarrow \uparrow I, \uparrow C \Rightarrow Y$$

In letteratura il meccanismo di trasmissione del tasso di interesse, il cui canale è reso efficace dalla presenza di rigidità di prezzi, fa riferimento alla cosiddetta *money view*.

¹ Nell'area dell'euro alcuni tassi sono fissati direttamente dalla Banca Centrale Europea (BCE) come quelli del cosiddetto corridoio. Quest'ultimo è determinato dagli spread tra tassi sulle operazioni di rifinanziamento marginale e di deposito presso la BCE ed il tasso delle operazioni di rifinanziamento principali. Dall'ottobre del 2008 l'ampiezza del corridoio è stabilita ± 50 in punti base. In precedenza era fissato a ± 100 punti base. Altri tassi di mercato, a più lungo o a brevissimo termine, sono comunque fortemente condizionati dalla politica monetaria.

2. Il canale dei prezzi delle attività finanziarie

Come accennato al punto precedente, una politica monetaria espansiva è in grado di esercitare una forte pressione al rialzo dei prezzi delle attività finanziarie ($\uparrow P_E$), aumentando il valore di mercato delle imprese in rapporto al costo di ricostituzione del capitale (la cosiddetta q di Tobin $\uparrow q$) ed influenzando positivamente il valore della ricchezza mobiliare delle famiglie ($\uparrow W$). Ciò dovrebbe tradursi da un lato in un aumento degli investimenti da parte delle imprese ($\uparrow I$) e dall'altro, assumendo che i consumi delle famiglie dipendano positivamente dallo stock di ricchezza, in un'espansione dei consumi privati ($\uparrow C$). In simboli:

$$\uparrow M \Rightarrow \uparrow P_E \Rightarrow \uparrow q, \uparrow W \Rightarrow \uparrow I, \uparrow C \Rightarrow Y$$

3. Il canale del credito interno

Questo canale di trasmissione è legato all'attivo del bilancio delle banche commerciali e specificatamente alle poste relative ai finanziamenti concessi alle imprese e il portafoglio titoli finanziari. Quando la politica monetaria determina variazioni nei tassi di interesse, le banche commerciali possono trovare profittevole riallocare parte delle proprie attività fruttifere.² In particolare, è stato chiarito come l'espansione monetaria operata dalla Banca Centrale abbia reso più liquide le banche commerciali aumentando le loro riserve ($\uparrow R$). Tra le varie modalità attraverso cui investire questa liquidità, abbiamo visto esservi l'erogazione del credito al settore privato ($\uparrow L_p$). Si tratta di una finalità istituzionale delle banche commerciali, la cui espansione determina effetti positivi sia sugli investimenti delle imprese che sui consumi delle famiglie. In simboli:

$$\uparrow M \Rightarrow \uparrow R \Rightarrow \uparrow L_p \Rightarrow \uparrow I, \uparrow C \Rightarrow Y$$

In letteratura il meccanismo di trasmissione del credito bancario fa riferimento alla cosiddetta *credit view* che considera gli effetti delle imperfezioni nel mercato dei capitali; in particolare tale branca di ricerca si sofferma sul processo di determinazione dell'ammontare dei prestiti concessi dalle banche, finanziamenti questi ultimi considerati come non perfettamente sostituiti del finanziamento diretto alle imprese.

² La possibilità per le banche commerciali di cambiare la composizione del proprio attivo e di ridistribuire su diverse attività i fondi dipende dalla struttura del mercato del credito e dei capitali e dal grado di sostituibilità tra le attività finanziarie.

4. Il canale del tasso di cambio

La politica monetaria agisce ovviamente anche sul tasso di cambio. In particolare, si è visto come l'aumento della quantità di moneta in circolazione determini una riduzione del tasso di interesse nominale interno. Ciò determina un differenziale negativo tra i tassi di interesse ($i < i^*$, dove con i^* si indica il tasso di interesse nominale estero) e – in presenza di perfetta mobilità di capitali e perfetta sostituibilità delle attività finanziarie – un deprezzamento del cambio nominale ($\uparrow S$) dovuto alla simultanea crescita della domanda di valuta estera e dell'offerta di valuta interna sui mercati valutari. Assumendo costanti il livello dei prezzi estero ed il livello dei prezzi interni (come è ragionevole credere che sia nel breve periodo), il deprezzamento del cambio nominale si traduce in un conseguente deprezzamento reale ($\uparrow Q$) che, qualora siano soddisfatte le cosiddette condizioni di Marshall-Lerner, esercita un influsso positivo sul saldo delle partite correnti ($\uparrow NX$) e dunque sul reddito aggregato. In simboli:

$$\uparrow M \Rightarrow \downarrow i, i < i^* \Rightarrow \uparrow S, \uparrow Q \Rightarrow \uparrow NX \Rightarrow Y$$

Nell'ambito di ciascuno dei quattro meccanismi di trasmissione presentati, un ruolo non secondario è giocato dalle aspettative degli operatori sui prezzi.³ In un contesto caratterizzato da elevata incertezza gli operatori formulano delle previsioni sull'andamento delle variabili economiche fondamentali considerando tutto lo spettro di informazioni disponibili. Le aspettative sui prezzi e sui tassi futuri influenzano le curve dei rendimenti per scadenza e possono contribuire alla crescita delle variabili nominali quali i prezzi e i tassi. Tanto più la Banca Centrale è in grado di influenzare le aspettative dei agenti economici tanto più queste possono contribuire alla stabilità dei prezzi futuri.

³ Le aspettative talvolta sono considerate come un vero e proprio distinto canale (Berk, 1998)