

Politica economica e mercati finanziari

Cristiana Fiorelli

Università di Napoli Prthenope
Dip. Studi Economici e Giuridici
cristiana.fiorelli@uniparthenope.it

Anno accademico, 2022/2023

Caratteristiche dei Mercati finanziari

Il sistema finanziario è l'insieme dei mercati nei quali gli operatori si scambiano strumenti finanziari e si determinano varie forme di finanziamento. I mercati sono distinti in base alle caratteristiche degli strumenti utilizzati, in relazione ai diversi requisiti dei finanziamenti che riguardano:

- 1 il **tempo**: breve, medio, lungo termine.
- 2 il **rapporto contrattuale**: che può essere di credito o di partecipazione al capitale.
- 3 la **remunerazione**: che può essere fissa o variabile.
- 4 la **rischiosità**: oscillazione di valore e possibilità di rimborso.
- 5 la **forma istituzionale**: che considera aspetti quali la regolamentazione, le garanzie, la tassazione.

Ambiti di riferimento

L'analisi del sistema finanziario richiede la conoscenza dei seguenti ambiti di riferimento e delle loro interrelazioni:

- 1 **Le strutture e gli agenti:** i mercati monetari e finanziari; i macro-operatori; gli intermediari finanziari.
- 2 **Il quadro istituzionale:** la Banca Centrale, il Governo, le Autorità di Vigilanza, il quadro normativo.
- 3 **Il quadro teorico:** il comportamento degli operatori (risparmiatori, investitori, intermediari finanziari); il comportamento delle autorità monetarie (sulla base di obiettivi, indicatori, strumenti).

La Ricchezza

La Ricchezza.

- Il concetto di **ricchezza** (W) è il punto di riferimento fondamentale per l'economia monetaria. Questo perché nelle economie moderne la ricchezza non è soltanto reale (K), ma ha anche una componente finanziaria.
- La ricchezza reale è rappresentata dallo stock di capitale K .
- La ricchezza finanziaria deve essere valutata in termini netti: $RFN = AF - PF$, perché alle attività finanziarie AF (che rappresentano la ricchezza finanziaria lorda, $RF = \sum_j AF$) deve essere sottratto il valore delle passività finanziarie PF .

$W = K + RFN$ con $K \geq 0$, mentre $RFN \gtrless 0$.

- Per cui è possibile anche che $W \gtrless 0$.

Dati sulla ricchezza delle famiglie

- Per le sole famiglie, la Banca d'Italia pubblica un documento annuale sulla loro ricchezza complessiva.
- La ricchezza finanziaria - e la sua composizione per strumento – è tratta dai conti finanziari.
- La diffusione da parte dell'Istat di stime annuali sulle attività non finanziarie dei settori istituzionali, avviata dal 2015, ha colmato il vuoto informativo all'origine di questa pubblicazione.
- E' stato pertanto avviato un lavoro per integrare le nuove stime dell'Istat con quelle dei Conti finanziari dei settori istituzionali diffusi dalla Banca d'Italia. Il fascicolo diffuso nel 2015 conclude la serie del Supplemento sulla ricchezza delle famiglie, in attesa di una nuova e più estesa pubblicazione sui conti patrimoniali dei settori istituzionali.

La ricchezza reale delle famiglie italiane

Per la ricchezza reale si presentano stime che distinguono cinque componenti:

- 1 abitazioni
- 2 oggetti di valore
- 3 fabbricati non residenziali
- 4 impianti, macchinari, attrezzature e scorte
- 5 terreni.

Come nella maggior parte dei paesi europei, le attività reali (rappresentate prevalentemente da abitazioni) costituiscono in Italia la componente principale della ricchezza delle famiglie, pari, nel 2015, a oltre 6.000 miliardi di euro.

Posizioni Finanziarie

- Possiamo distinguere tre diverse **posizioni finanziarie stock**:
 - ① $RFN > 0$ operatore creditore netto che possiede $AF > PF$.
 - ② $RFN = 0$ operatore in pareggio che possiede $AF = PF$.
 - ③ $RFN < 0$ operatore debitore netto che possiede $AF < PF$.

Posizioni Finanziarie

- Possiamo distinguere tre diverse **posizioni finanziarie stock**:
 - ① $RFN > 0$ operatore creditore netto che possiede $AF > PF$.
 - ② $RFN = 0$ operatore in pareggio che possiede $AF = PF$.
 - ③ $RFN < 0$ operatore debitore netto che possiede $AF < PF$.

Posizioni Finanziarie

- Possiamo distinguere tre diverse **posizioni finanziarie stock**:

- ① $RFN > 0$ operatore creditore netto che possiede $AF > PF$.
- ② $RFN = 0$ operatore in pareggio che possiede $AF = PF$.
- ③ $RFN < 0$ operatore debitore netto che possiede $AF < PF$.

Aggregando le posizioni stock degli n operatori ($i = 1, \dots, n$) del sistema finanziario si ha:

Posizioni Finanziarie

- Possiamo distinguere tre diverse **posizioni finanziarie stock**:

- ① $RFN > 0$ operatore creditore netto che possiede $AF > PF$.
- ② $RFN = 0$ operatore in pareggio che possiede $AF = PF$.
- ③ $RFN < 0$ operatore debitore netto che possiede $AF < PF$.

Aggregando le posizioni stock degli n operatori ($i = 1, \dots, n$) del sistema finanziario si ha:

Posizioni Finanziarie

- Possiamo distinguere tre diverse **posizioni finanziarie stock**:

- ① $RFN > 0$ operatore creditore netto che possiede $AF > PF$.
- ② $RFN = 0$ operatore in pareggio che possiede $AF = PF$.
- ③ $RFN < 0$ operatore debitore netto che possiede $AF < PF$.

Aggregando le posizioni stock degli n operatori ($i = 1, \dots, n$) del sistema finanziario si ha:

$\sum_i RFN = 0$, questa condizione si manifesta (in un sistema chiuso) perché se c'è una AF nel bilancio di un operatore ci deve essere una corrispondente PF nel bilancio di almeno un altro operatore,

Posizioni Finanziarie

- Possiamo distinguere tre diverse **posizioni finanziarie stock**:

- ① $RFN > 0$ operatore creditore netto che possiede $AF > PF$.
- ② $RFN = 0$ operatore in pareggio che possiede $AF = PF$.
- ③ $RFN < 0$ operatore debitore netto che possiede $AF < PF$.

Aggregando le posizioni stock degli n operatori ($i = 1, \dots, n$) del sistema finanziario si ha:

$\sum_i RFN = 0$, questa condizione si manifesta (in un sistema chiuso) perché se c'è una AF nel bilancio di un operatore ci deve essere una corrispondente PF nel bilancio di almeno un altro operatore,

Posizioni Finanziarie

- Possiamo distinguere tre diverse **posizioni finanziarie stock**:

- ① $RFN > 0$ operatore creditore netto che possiede $AF > PF$.
- ② $RFN = 0$ operatore in pareggio che possiede $AF = PF$.
- ③ $RFN < 0$ operatore debitore netto che possiede $AF < PF$.

Aggregando le posizioni stock degli n operatori ($i = 1, \dots, n$) del sistema finanziario si ha:

$\sum_i RFN = 0$, questa condizione si manifesta (in un sistema chiuso) perché se c'è una AF nel bilancio di un operatore ci deve essere una corrispondente PF nel bilancio di almeno un altro operatore,

cosicché $\sum_i AF = \sum_i PF$ per l'intero sistema.

Il Risparmio

Il Risparmio.

- Il concetto di risparmio è strettamente interrelato a quello di ricchezza. Risparmiare significa determinare una variazione dello stock di ricchezza, in aumento se il risparmio è positivo o in diminuzione se è negativo.

Il Risparmio

Il Risparmio.

- Il concetto di risparmio è strettamente interrelato a quello di ricchezza. Risparmiare significa determinare una variazione dello stock di ricchezza, in aumento se il risparmio è positivo o in diminuzione se è negativo.

Il Risparmio

Il Risparmio.

- Il concetto di risparmio è strettamente interrelato a quello di ricchezza. Risparmiare significa determinare una variazione dello stock di ricchezza, in aumento se il risparmio è positivo o in diminuzione se è negativo.

Il risparmio S è una grandezza flusso generata dalla differenza tra reddito Y e consumo C :

Il Risparmio

Il Risparmio.

- Il concetto di risparmio è strettamente interrelato a quello di ricchezza. Risparmiare significa determinare una variazione dello stock di ricchezza, in aumento se il risparmio è positivo o in diminuzione se è negativo.

Il risparmio S è una grandezza flusso generata dalla differenza tra reddito Y e consumo C :

Il Risparmio

Il Risparmio.

- Il concetto di risparmio è strettamente interrelato a quello di ricchezza. Risparmiare significa determinare una variazione dello stock di ricchezza, in aumento se il risparmio è positivo o in diminuzione se è negativo.

Il risparmio S è una grandezza flusso generata dalla differenza tra reddito Y e consumo C :

$$S = Y - C$$

Il Risparmio

Il Risparmio.

- Il concetto di risparmio è strettamente interrelato a quello di ricchezza. Risparmiare significa determinare una variazione dello stock di ricchezza, in aumento se il risparmio è positivo o in diminuzione se è negativo.

Il risparmio S è una grandezza flusso generata dalla differenza tra reddito Y e consumo C :

$$S = Y - C$$

Il Risparmio

Il Risparmio.

- Il concetto di risparmio è strettamente interrelato a quello di ricchezza. Risparmiare significa determinare una variazione dello stock di ricchezza, in aumento se il risparmio è positivo o in diminuzione se è negativo.

Il risparmio S è una grandezza flusso generata dalla differenza tra reddito Y e consumo C :

$$S = Y - C$$

$$S = \Delta W = \Delta K + \Delta RFN = I + \Delta AF - \Delta PF$$

Il Risparmio

Il Risparmio.

- L'uguaglianza precedente spiega come può essere impiegato il flusso di risparmio:

Il Risparmio

Il Risparmio.

- L'uguaglianza precedente spiega come può essere impiegato il flusso di risparmio:
 - ① in investimenti reali $\Delta K = I$
 - ② nell'aumento dello stock di AF
 - ③ nella riduzione dello stock di PF
 - ④ o in una combinazione delle tre soluzioni principali.
- Dall'uguaglianza precedente possiamo anche ricavare come si finanziano gli investimenti:

$$I = S - \Delta AF + \Delta PF$$

Ricordando che $Y = C + S$ e che $A = C + I$ si ha anche che $Y - A = S - I = \Delta RFN = \Delta AF - \Delta PF$ che esprime il legame contabile che unisce gli squilibri reali ai corrispondenti saldi finanziari.

Il Risparmio: flussi

Il Risparmio.

- In analogia con le posizioni stock, possiamo distinguere tre diverse **posizioni finanziarie flusso**:

Il Risparmio: flussi

Il Risparmio.

- In analogia con le posizioni stock, possiamo distinguere tre diverse **posizioni finanziarie flusso**:
 - 1 $\Delta RFN > 0$, operatore in surplus, che accumula ricchezza finanziaria netta perché spende meno del reddito: $Y - A > 0$.
 - 2 $\Delta RFN = 0$, operatore in pareggio, $Y = A$.
 - 3 $\Delta RFN < 0$, operatore in deficit, che decumula ricchezza finanziaria netta perché spende più del reddito: $Y - A < 0$.

Il Risparmio: flussi

Il Risparmio.

- In analogia con le posizioni stock, possiamo distinguere tre diverse **posizioni finanziarie flusso**:
 - 1 $\Delta RFN > 0$, operatore in surplus, che accumula ricchezza finanziaria netta perché spende meno del reddito: $Y - A > 0$.
 - 2 $\Delta RFN = 0$, operatore in pareggio, $Y = A$.
 - 3 $\Delta RFN < 0$, operatore in deficit, che decumula ricchezza finanziaria netta perché spende più del reddito: $Y - A < 0$.

Il Risparmio.

- In analogia con le posizioni stock, possiamo distinguere tre diverse **posizioni finanziarie flusso**:
 - ① $\Delta RFN > 0$, operatore in surplus, che accumula ricchezza finanziaria netta perché spende meno del reddito: $Y - A > 0$.
 - ② $\Delta RFN = 0$, operatore in pareggio, $Y = A$.
 - ③ $\Delta RFN < 0$, operatore in deficit, che decumula ricchezza finanziaria netta perché spende più del reddito: $Y - A < 0$.

Aggregando le posizioni flusso degli n operatori ($i = 1, \dots, n$) del sistema finanziario si ha: $\sum_i \Delta RFN = 0$;

questo avviene perché, in analogia con quanto detto per le posizioni stock, se c'è un ΔAF nel bilancio di un operatore ci deve essere un corrispondente ΔPF nel bilancio di almeno un altro operatore, cosicché $\sum_i \Delta AF = \sum_i \Delta PF$ per l'intero sistema.

Sistema Europeo dei Conti nazionali 2010

- Il Sec 2010 definisce i principi e i metodi di Contabilità nazionale a livello europeo. Fissa in maniera sistematica e dettagliata il modo in cui si misurano le grandezze che descrivono il funzionamento di una economia, in accordo con le linee guida internazionali stabilite nel Sistema dei conti nazionali delle Nazioni Unite.
- In accordo con il SEC2010, le attività e passività finanziarie, in passato contabilizzate prevalentemente al valore nominale, sono ora espresse, nel caso degli strumenti finanziari quotati e degli strumenti derivati, al valore di mercato al termine del periodo di riferimento; negli altri casi viene utilizzata la migliore approssimazione disponibile del valore di mercato.
- In secondo luogo, per quanto attiene ai criteri di registrazione, è stato adottato il principio della competenza economica, al posto di quello della cassa.
- I flussi devono corrispondere alle transazioni nette al valore di mercato, non necessariamente uguali alla variazione delle consistenze.

Sistema Europeo dei Conti nazionali 2010

- Ricavare i flussi come differenza tra le consistenze esposte al rischio di ottenere valori influenzati da rivalutazione dei prezzi (nel caso di titoli e azioni) e cancellazioni o riduzioni di valore (nel caso dei prestiti bancari).
- Il SEC2010 ribadisce che rivalutazioni e cancellazioni o riduzioni di valore non sono transazioni e vanno dunque escluse dai flussi.

Sistema Europeo dei Conti nazionali 2010

- Ai fini della valutazione delle consistenze di attività e passività finanziarie è possibile seguire uno dei seguenti criteri di valutazione:
 - ① valore nominale (o facciale);
 - ② valore di bilancio, in genere pari al costo storico di acquisizione;
 - ③ fair value, definito come il valore atteso corrente dei flussi di cassa che l'attività genererà in futuro;
 - ④ valore di mercato, in base ai prezzi correnti.

Sistema Europeo dei Conti nazionali 2010

- Come principio generale il SEC2010 stabilisce che le attività e le passività finanziarie siano valutate al valore di mercato.
- Questo principio non si applica a quelle attività per le quali non esiste un mercato secondario (depositi e prestiti bancari, altri conti attivi e passivi dell'economia), che, di norma, vanno registrate al valore nominale.
- Un aspetto particolare presentano i titoli azionari e obbligazionari non quotati sui mercati ufficiali. Il SEC2010 prevede che per questi strumenti la valutazione vada effettuata con riferimento ai prezzi osservati per titoli con caratteristiche analoghe. In alternativa, è consentito l'utilizzo del fair value.

Il Legame Stock-Flussi.

- La situazione finanziaria di ogni operatore o, nell'aggregato, di un gruppo di operatori o di una nazione, deve essere valutata tenendo conto delle interazioni tra le posizioni flusso e le posizioni stock.

Il Legame Stock-Flussi.

- La situazione finanziaria di ogni operatore o, nell'aggregato, di un gruppo di operatori o di una nazione, deve essere valutata tenendo conto delle interazioni tra le posizioni flusso e le posizioni stock.

Il Legame Stock-Flussi.

- La situazione finanziaria di ogni operatore o, nell'aggregato, di un gruppo di operatori o di una nazione, deve essere valutata tenendo conto delle interazioni tra le posizioni flusso e le posizioni stock. Queste interazioni possono essere sinteticamente rappresentate dalla matrice della figura 1.1 dalla quale è possibile individuare 5 combinazioni stock-flussi.

Il legame stock-flussi

Il Legame Stock-Flussi.

- 1 Debito crescente = Debitore netto + Deficit.
- 2 Debito decrescente = Debitore netto + Surplus.
- 3 Credito crescente = Creditore netto + Surplus.
- 4 Credito decrescente = Creditore netto + Deficit.
- 5 Pareggio = Equilibrio sia negli stock sia nei flussi.

Il legame stock-flussi

Il Legame Stock-Flussi.

- 1 Debito crescente = Debitore netto + Deficit.
 - 2 Debito decrescente = Debitore netto + Surplus.
 - 3 Credito crescente = Creditore netto + Surplus.
 - 4 Credito decrescente = Creditore netto + Deficit.
 - 5 Pareggio = Equilibrio sia negli stock sia nei flussi.
- Nella figura 1.1 la posizione (5) coincide con il punto di incrocio delle linee di pareggio verticale e orizzontale. Questa situazione si realizza quando nel bilancio dell'operatore si ha: $\sum_j AF = \sum_j PF$ e $\sum_j \Delta AF = \sum_j \Delta PF$, dove l'indice $j = 1, \dots, m$, rappresenta i diversi strumenti finanziari disponibili nel sistema.

L'evoluzione temporale Stock-Flussi.

- Presenza di un *ciclo di vita* della posizione finanziaria (imprese, individui, paesi): dalla posizione 1 \rightarrow 2 \rightarrow 3 e 4 (a seconda della presenza di surplus o deficit).

L'evoluzione temporale Stock-Flussi.

- Presenza di un *ciclo di vita* della posizione finanziaria (imprese, individui, paesi): dalla posizione 1 \rightarrow 2 \rightarrow 3 e 4 (a seconda della presenza di surplus o deficit).

L'evoluzione temporale Stock-Flussi.

- Presenza di un *ciclo di vita* della posizione finanziaria (imprese, individui, paesi): dalla posizione 1 \rightarrow 2 \rightarrow 3 e 4 (a seconda della presenza di surplus o deficit).

Tipicamente ci si colloca nelle posizioni 3 e 4.

L'evoluzione temporale Stock-Flussi.

- Presenza di un *ciclo di vita* della posizione finanziaria (imprese, individui, paesi): dalla posizione 1 \rightarrow 2 \rightarrow 3 e 4 (a seconda della presenza di surplus o deficit).

Tipicamente ci si colloca nelle posizioni 3 e 4.

L'evoluzione temporale Stock-Flussi.

- Presenza di un *ciclo di vita* della posizione finanziaria (imprese, individui, paesi): dalla posizione 1 \rightarrow 2 \rightarrow 3 e 4 (a seconda della presenza di surplus o deficit).

Tipicamente ci si colloca nelle posizioni 3 e 4.

E' possibile che dalla posizione 4 si possa tornare alla posizione 1 (es. USA).

Compatibilità macroeconomiche: l'analisi *cross-section*.

- Stiamo parlando delle compatibilità macroeconomiche sottostanti alle diverse posizioni dei singoli o di gruppi di operatori.

Compatibilità macroeconomiche: l'analisi *cross-section*.

- Stiamo parlando delle compatibilità macroeconomiche sottostanti alle diverse posizioni dei singoli o di gruppi di operatori.

Compatibilità macroeconomiche: l'analisi *cross-section*.

- Stiamo parlando delle compatibilità macroeconomiche sottostanti alle diverse posizioni dei singoli o di gruppi di operatori.

Considerando tutti gli operatori del sistema finanziario, è evidente che le loro posizioni rappresentate nella figura 1.1 sono sottoposte ai seguenti vincoli:

Compatibilità macroeconomiche: l'analisi cross-section

Compatibilità macroeconomiche: l'analisi *cross-section*.

- 1 non possono collocarsi tutte su una stessa riga, in corrispondenza delle caselle (1)(2) o (3)(4): verrebbe soddisfatto il requisito della combinazione delle posizioni flusso (deficit/surplus), ma non quello per le posizioni stock (debitore netto/creditore netto), perché risulterebbero tutti debitori netti nella riga (1)(2) o tutti creditori netti nella riga (3)(4), quindi non si soddisferebbe il requisito contabile $\sum_i RFN = 0$;
- 2 non possono collocarsi tutte su una stessa colonna (1)(4) o (2)(3): verrebbe soddisfatto il requisito della combinazione delle posizioni stock, ma non quello per le posizioni flusso, perché risulterebbero tutti in deficit nella colonna (1)(4) o tutti in surplus nella colonna (2)(3), quindi non si soddisferebbe il requisito contabile $\sum_i \Delta RFN = 0$.

Compatibilità macroeconomiche: l'analisi cross-section

Compatibilità macroeconomiche: l'analisi *cross-section*.

- In conclusione, se c'è un operatore in **surplus** ce ne deve essere almeno un altro in **deficit**. Ugualmente se c'è un **creditore netto** ci deve essere nel sistema finanziario almeno un altro **debitore netto**.

Compatibilità macroeconomiche: l'analisi cross-section

Compatibilità macroeconomiche: l'analisi *cross-section*.

- In conclusione, se c'è un operatore in **surplus** ce ne deve essere almeno un altro in **deficit**. Ugualmente se c'è un **creditore netto** ci deve essere nel sistema finanziario almeno un altro **debitore netto**.

Compatibilità macroeconomiche: l'analisi cross-section

Compatibilità macroeconomiche: l'analisi *cross-section*.

- In conclusione, se c'è un operatore in **surplus** ce ne deve essere almeno un altro in **deficit**. Ugualmente se c'è un **creditore netto** ci deve essere nel sistema finanziario almeno un altro **debitore netto**.
- Pertanto, le combinazioni-base possibili possono essere soltanto due, poste in diagonale nella figura 1.1:

Compatibilità macroeconomiche: l'analisi cross-section

Compatibilità macroeconomiche: l'analisi *cross-section*.

- In conclusione, se c'è un operatore in **surplus** ce ne deve essere almeno un altro in **deficit**. Ugualmente se c'è un **creditore netto** ci deve essere nel sistema finanziario almeno un altro **debitore netto**.
- Pertanto, le combinazioni-base possibili possono essere soltanto due, poste in diagonale nella figura 1.1:
 - 1 **Dissociazione crescente (1)(3)**: se c'è un debitore crescente nella casella (1), vi deve essere almeno un creditore crescente nella casella (3). Il sistema finanziario si espande perché i volumi complessivi di AF e PF crescono. Es. Stato-Famiglie (troppo debito e possibili crisi di fiducia);
Dissociazione decrescente (2)(4): se c'è un debitore decrescente nella casella (2), vi deve essere almeno un creditore decrescente nella casella (4).
Es. Trattato di Maastricht: gli squilibri debbono rientrare.

Conclusioni: la necessità del sistema finanziario

- La conclusione principale è che il sistema finanziario opera in presenza di squilibri nel settore reale e si sviluppa all'aumentare di questi squilibri. In regime di **baratto** non esistono posizioni squilibrate: gli operatori sono vincolati a una doppia coincidenza temporale di desideri di domanda e di offerta di beni, coincidenza che si chiude al momento dello scambio. Un primo passo evolutivo che facilita gli scambi avviene con l'utilizzo di un **bene come mezzo di scambio**. La scelta viene necessariamente fatta tra i beni più facilmente scambiabili. La scambiabilità è tanto maggiore quanto più il mezzo di scambio è trasportabile, divisibile, conservabile, inalterabile, riconoscibile. Questo spiega il rapido affermarsi dei metalli preziosi e in particolare dell'oro, come il mezzo di scambio sovrano.

Conclusioni: la necessità del sistema finanziario

- L'utilizzo della moneta-merce consente di separare nel tempo le decisioni di vendita dalle decisioni di acquisto. Ma non comporta la dissociazione tra risparmiatore e investitore.

Se chi risparmia accumula moneta-merce, automaticamente investe nel bene utilizzato come mezzo di scambio. La moneta-merce acquista anche la funzione di **riserva di valore**.

In tal caso non c'è ancora necessità di attivare un sistema finanziario.

Questa necessità si manifesta in presenza di posizioni squilibrate nelle scelte di risparmio e di investimento degli operatori, come abbiamo visto nella $Y - A = S - I = \Delta RFN = \Delta AF - \Delta PF$.

Chi risparmia in eccesso rispetto ai propri desideri di investimento finanzia direttamente o indirettamente, tramite intermediari finanziari, chi desidera investire in eccesso rispetto alle proprie disponibilità.

Conclusioni: la necessità del sistema finanziario

- Pertanto il compito principale del sistema finanziario è quello di consentire il mantenimento nel tempo di posizioni squilibrate a livello sia di flussi sia dei corrispondenti stock di AF e PF.

Conclusioni: la necessità del sistema finanziario

- Pertanto il compito principale del sistema finanziario è quello di consentire il mantenimento nel tempo di posizioni squilibrate a livello sia di flussi sia dei corrispondenti stock di AF e PF.

Conclusioni: la necessità del sistema finanziario

- Pertanto il compito principale del sistema finanziario è quello di consentire il mantenimento nel tempo di posizioni squilibrate a livello sia di flussi sia dei corrispondenti stock di AF e PF.

Da questa semplice ma fondamentale considerazione si possono dedurre sia i vantaggi sia i rischi insiti nel funzionamento del sistema finanziario.

Conclusioni: la necessità del sistema finanziario

- Pertanto il compito principale del sistema finanziario è quello di consentire il mantenimento nel tempo di posizioni squilibrate a livello sia di flussi sia dei corrispondenti stock di AF e PF.

Da questa semplice ma fondamentale considerazione si possono dedurre sia i vantaggi sia i rischi insiti nel funzionamento del sistema finanziario.

Conclusioni: la necessità del sistema finanziario

- Pertanto il compito principale del sistema finanziario è quello di consentire il mantenimento nel tempo di posizioni squilibrate a livello sia di flussi sia dei corrispondenti stock di AF e PF.

Da questa semplice ma fondamentale considerazione si possono dedurre sia i vantaggi sia i rischi insiti nel funzionamento del sistema finanziario.

I **vantaggi** risiedono nella possibilità di ampliare le possibilità di scambio e di distribuirle a livello intertemporale, con il risultato di incidere sulla dinamica del sistema economico.

Conclusioni: la necessità del sistema finanziario

- Pertanto il compito principale del sistema finanziario è quello di consentire il mantenimento nel tempo di posizioni squilibrate a livello sia di flussi sia dei corrispondenti stock di AF e PF.

Da questa semplice ma fondamentale considerazione si possono dedurre sia i vantaggi sia i rischi insiti nel funzionamento del sistema finanziario.

I **vantaggi** risiedono nella possibilità di ampliare le possibilità di scambio e di distribuirle a livello intertemporale, con il risultato di incidere sulla dinamica del sistema economico.

Conclusioni: la necessità del sistema finanziario

- Pertanto il compito principale del sistema finanziario è quello di consentire il mantenimento nel tempo di posizioni squilibrate a livello sia di flussi sia dei corrispondenti stock di AF e PF.

Da questa semplice ma fondamentale considerazione si possono dedurre sia i vantaggi sia i rischi insiti nel funzionamento del sistema finanziario.

I **vantaggi** risiedono nella possibilità di ampliare le possibilità di scambio e di distribuirle a livello intertemporale, con il risultato di incidere sulla dinamica del sistema economico.

I **rischi** risiedono nel fatto che ogni scambio finanziario richiede di compiere **valutazioni proiettate nel futuro**.

Conclusioni: la necessità del sistema finanziario

- Queste scelte sono influenzate dalle **aspettative degli operatori**, che a loro volta sono condizionate dall'incertezza del futuro, un dato esistenziale ineliminabile che comporta problemi di rischio e di instabilità.

Conclusioni: la necessità del sistema finanziario

- Queste scelte sono influenzate dalle **aspettative degli operatori**, che a loro volta sono condizionate dall'incertezza del futuro, un dato esistenziale ineliminabile che comporta problemi di rischio e di instabilità.

Conclusioni: la necessità del sistema finanziario

- Queste scelte sono influenzate dalle **aspettative degli operatori**, che a loro volta sono condizionate dall'incertezza del futuro, un dato esistenziale ineliminabile che comporta problemi di rischio e di instabilità.

Il sistema finanziario convive con questi problemi e deve trovare soluzioni per gestirli in un giusto equilibrio tra efficienza informativa e allocativa, tra fiducia e stabilità.

Conclusioni: la necessità del sistema finanziario

- Queste scelte sono influenzate dalle **aspettative degli operatori**, che a loro volta sono condizionate dall'incertezza del futuro, un dato esistenziale ineliminabile che comporta problemi di rischio e di instabilità.

Il sistema finanziario convive con questi problemi e deve trovare soluzioni per gestirli in un giusto equilibrio tra efficienza informativa e allocativa, tra fiducia e stabilità.

Conclusioni: la necessità del sistema finanziario

- Queste scelte sono influenzate dalle **aspettative degli operatori**, che a loro volta sono condizionate dall'incertezza del futuro, un dato esistenziale ineliminabile che comporta problemi di rischio e di instabilità.

Il sistema finanziario convive con questi problemi e deve trovare soluzioni per gestirli in un giusto equilibrio tra efficienza informativa e allocativa, tra fiducia e stabilità.

La storia delle ricorrenti crisi finanziarie, di minore o maggiore entità, rivela quanto sia difficile mantenere questo equilibrio, soprattutto nei sistemi finanziari più innovativi.

La matrice dei flussi finanziari.

- Un quadro sintetico ma rappresentativo dell'interazione fra operatori, mercati e istituzioni può essere ottenuto con la matrice dei flussi di fondi (FF).

Il livello di disaggregazione tra operatori, i cui bilanci sono riportati in colonna, e mercati, le cui relazioni di scambio sono riportate in riga, può essere ampliato o ristretto a seconda del livello di approfondimento dell'analisi che si vuole compiere.

Il nostro obiettivo è quello di analizzare le grandezze monetarie all'interno del sistema finanziario e con riferimento agli squilibri che si determinano nel settore reale.

Per questo motivo, il maggior livello di disaggregazione riguarda i mercati monetari e finanziari.

La matrice dei flussi finanziari.

- La matrice FF racchiude gli scambi finanziari entro due ordini di vincoli, che esprimono il **vincolo di equilibrio di bilancio** di ogni operatore e il **vincolo di equilibrio tra domanda e offerta** in ogni mercato.
- Trattandosi di poste contabili i valori sono registrati *ex post*, a scambi avvenuti.
- Il bilancio standard di un operatore è rappresentato dalla relazione $A - Y + \Delta AF - \Delta PF = 0$ oppure $I - S + \Delta AF - \Delta PF = 0$.
- Questo bilancio è riportato in ciascuna colonna e disaggregato per i mercati considerati, il bilancio esprime gli squilibri reali $A - Y = I - S$ e i flussi finanziari registrati nei rispettivi mercati.

La matrice dei flussi finanziari.

- Gli zeri riportati nell'ultima riga della matrice FF rappresentano i vincoli di bilancio di tutti gli operatori considerati.
- L'equilibrio di ciascun mercato è vincolato dall'uguaglianza tra flussi domandati e flussi offerti.
- Nel settore reale, l'equilibrio tra domanda e offerta globale di beni e servizi viene ottenuto aggregando i saldi reali di tutti gli operatori i e ponendo: $\sum_i (A - Y) = \sum_i (I - S) = 0$.
- Questo significa che se vi sono operatori in deficit, che esprimono un eccesso di domanda, vi devono essere altri operatori in surplus, che esprimono un eccesso di offerta, cosicché la somma algebrica degli squilibri è uguale a zero.

La matrice dei flussi finanziari.

- Nel settore finanziario, l'equilibrio di ciascun mercato j viene ottenuto dalla somma algebrica delle voci attive e passive registrate nei bilanci di tutti gli operatori i : $\sum_i \Delta AF_j - \sum_i \Delta PF_j = 0$.
- Questo significa che in ogni mercato finanziario la domanda di nuove attività finanziarie ΔAF_j , espressa dagli operatori che concedono finanziamenti, deve coincidere *ex post* con l'offerta di nuove passività finanziarie ΔPF_j da parte degli operatori che ricevono finanziamenti.

La matrice dei flussi finanziari.

- Lo stesso finanziamento viene registrato due volte: come AF nel bilancio del finanziatore e come PF nel bilancio del finanziato.
- In conclusione, gli zeri riportati nell'ultima colonna (non riportata per mancanza di spazio) della matrice FF rappresentano i vincoli di equilibrio di tutti i mercati.

I mercati.

- Disaggregando la relazione di equilibrio tra domanda e offerta globale di beni e servizi $\sum_i (A - Y) = \sum_i (I - S) = 0$ per ciascuno degli operatori i si ottiene la seguente:

$$(A - Y)_F + (I - S)_I + (G - T) + (I - S)_{BI} + (I - S)_B + (I - S)_{FC} + PC_{UME} + PC_{RM} = 0$$

- che corrisponde alla prima riga della matrice FF e rappresenta il vincolo di equilibrio del mercato dei beni e servizi.
- L'equilibrio dei mercati finanziari, come si è appena detto, viene ottenuto ponendo: $\sum_i \Delta AF_j - \sum_i \Delta PF_j = 0$, che rappresenta la domanda e l'offerta di flussi finanziari degli operatori i che utilizzano lo strumento messo a disposizione in ciascun mercato j .

Caratteristiche delle attività finanziarie

- È però importante non perdere di vista alcune caratteristiche delle attività finanziarie che il nostro livello di disaggregazione non esplicita.
- la base monetaria è costituita dalle passività a vista della banca centrale quali il circolante (C) e le riserve bancarie (R). Queste ultime sono i depositi che le banche detengono presso la banca centrale e sono immediatamente utilizzabili per effettuare pagamenti.
- I **depositi** includono **ogni tipo di deposito bancario**, sia in conto corrente che vincolato.
- Le **obbligazioni** vengono distinte per due grandi categorie di scadenza temporale: TM, entro i due anni, Ob oltre.
- Due importanti distinzioni: (a) non si distingue tra titoli a rendimento **indicizzato** e **non indicizzato**; (b) non si distingue tra **mercato primario** e **secondario**.

Caratteristiche delle attività finanziarie

Caratteristiche rilevanti delle attività finanziarie.

- Due importanti distinzioni:
 - 1 non si distingue tra titoli a rendimento indicizzato e non indicizzato;
 - 2 non si distingue tra mercato primario e secondario.

Caratteristiche delle attività finanziarie

Un'altra importante distinzione è quella tra:

- ➊ **Attività finanziarie dirette:** sono AF che implicano scambi di finanziamenti direttamente tra operatori senza passare attraverso il circuito della intermediazione (titoli monetari TM, le obbligazioni Ob, le azioni Az se vengono acquistati direttamente da Famiglie e Imprese);
- ➋ **Attività finanziarie indirette:** sono AF che vengono emesse dagli intermediari finanziari (loro passività), dando origine a finanziamenti che solo indirettamente attraverso l'intermediazione giungono agli utilizzatori finali. Sono gli intermediari finanziari ad acquisire AF nei confronti di questi ultimi, come ad esempio avviene nel mercato dei prestiti *Pr* all'Economia o dell'acquisizione di TM e Ob emessi dalla Pubblica Amministrazione.

Caratteristiche delle attività finanziarie

- Gli stessi titoli diventano **AF indirette** se entrano nei portafogli dei fondi comuni di investimento, delle banche e, limitatamente ai titoli monetari e obbligazionari, anche della Banca d'Italia.
- Sono sempre **AF indirette** le quote di FC monetari e non, i depositi bancari e la stessa base monetaria, in quanto rappresenta una PF emessa dalla Banca centrale, con la quale acquista AF.
- Nella matrice FF non si considerano tutti gli scambi finanziari che restano all'interno del bilancio di uno stesso macro-operatore, perché nell'aggregato tendono a compensarsi le corrispondenti AF e PF (credito commerciale, prestiti interbancari (ad eccezione degli scambi interbancari internazionali tra le banche italiane e le banche europee e del resto del mondo)).

La liquidità

Una caratteristica di fondamentale importanza è la liquidità delle AF. Il concetto di liquidità è molto diffuso in economia, soprattutto in campo monetario e finanziario.

Per liquidità nel nostro caso **si intende la scambiabilità sui mercati.**

Questa caratteristica è presente, in varia misura, in ogni tipo di bene, reale e finanziario, che ha un mercato.

Il grado di liquidità è determinato dal tempo e dal costo dello scambio, che a loro volta sono influenzati dalla organizzazione dei mercati, in particolare:

- 1 dalla loro capacità di trasmettere informazioni;
- 2 dalla rapidità con cui vengono messi in contatto acquirenti e venditori.

La liquidità

- Il fattore liquidità caratteristico di ciascuna attività finanziaria può cambiare nel corso del tempo e dello spazio.
La **base monetaria** ha il più alto grado di liquidità perché consente di effettuare qualsiasi acquisto nel minor tempo e al minor costo.
Ma **anche all'interno delle AF che normalmente svolgono le funzioni di mezzo di pagamento il grado di liquidità varia.**
Il deposito bancario in conto corrente ha un alto grado di liquidità, però minore rispetto al contante.

La liquidità

- Una distinzione importante è tra:
 - 1 **liquidità primaria**: mezzi di pagamento utilizzabili direttamente negli scambi;
 - 2 **liquidità secondaria**: attività monetarie ad alto grado di liquidità, ma non direttamente utilizzabili come mezzo di pagamento, che per svolgere questa funzione debbono essere trasformate in liquidità primaria con dei costi di conversione che ne riducono, anche se di poco, il grado di liquidità.

La liquidità

- La base monetaria e una parte dei depositi bancari, quelli in conto corrente $D_{c/c}$, rientrano nella definizione di liquidità primaria.
- I depositi vincolati, i titoli monetari e le quote monetarie rientrano nella definizione di liquidità secondaria.
- In base all'elevata intercambiabilità tra questi mercati a breve termine, è divenuto più difficile circoscrivere entro un confine netto gli aggregati monetari che rientrano nella definizione di moneta.

La liquidità

- Le definizioni più comunemente utilizzate si sono progressivamente estese nel modo seguente:
 - ① $M1 = BM_{EC} + D_{c/c}$ (corrisponde alla liquidità primaria).
 - ② $M2 = M1 + D$ vincolati
 - ③ $M3 = M2 + TM + QM$.
- La BCE considera M3 come principale punto di riferimento per l'analisi monetaria.
- Anche le obbligazioni e le azioni hanno acquisito nel tempo un maggior grado di liquidità grazie all'organizzazione dei mercati di scambio, alla borsa, e alla rapidità di compra-vendita consentita dai sistemi di comunicazione telematici.

La liquidità

- Tenendo conto della sua composizione, ciascun portafoglio finanziario ha un proprio grado di liquidità complessivo, che è variabile in base all'effetto composito di fattori oggettivi e soggettivi.
 - ① **Fattori oggettivi:** dipendono sia da variabili strutturali di tipo istituzionale, organizzativo e tecnologico, sia da variabili congiunturali, legate all'andamento ciclico dell'economia.
 - ② **Fattori soggettivi:** dipendono dal grado di incertezza e di fiducia degli operatori e dal loro atteggiamento più o meno prudente nei confronti dei rischi. Le due categorie di fattori interagiscono.

La credibilità delle istituzioni, soprattutto delle Banche centrali, l'efficacia delle innovazioni organizzative e tecnologiche e una congiuntura favorevole più stabile possono contribuire a rendere meno incerti e più fiduciosi gli operatori.

La liquidità

- Questa situazione li porta a percepire un maggiore grado di liquidità del loro portafoglio e quindi a modificarne la composizione, includendo AF intrinsecamente più rischiose.
- Il contrario accade in periodi di crisi economica e di instabilità ciclica che riducono la prevedibilità dei mercati e aumentano i rischi delle scelte finanziarie.
- Gli operatori assumono un atteggiamento più prudente, perché percepiscono un minor grado di liquidità del loro portafoglio.
- La loro reazione va nella direzione di ripristinare il grado di liquidità desiderato, modificando nuovamente la composizione del portafoglio, questa volta a favore delle AF meno rischiose e intrinsecamente più liquide.
- Effetti sui meccanismi di trasmissione della politica monetaria.

I Macro-Operatori Nazionali.

- I principali operatori del sistema economico sono le **Famiglie**, le **Imprese** e la **Pubblica Amministrazione**.
- **Famiglie** e **Imprese** vengono a volte raggruppate sotto la denominazione **Economia**.
- I tre macrooperatori operano prevalentemente nel settore reale, ma per il sistema finanziario sono i principali attori di riferimento perché i loro squilibri reali attivano gli scambi di flussi finanziari.
- La posizione finanziaria stock e flusso dei vari macro-operatori italiani può essere facilmente ricavata dalle relazioni annuali della Banca d'Italia.

I Macro-Operatori Nazionali: le Famiglie.

- Le Famiglie sono l'operatore strutturalmente in surplus in Italia, dal quale proviene la principale fonte del risparmio nazionale.
- Come viene investito il risparmio? Beni capitali (abitazioni) e ricchezza finanziaria (netta), $\Delta RFN > 0$.
- Nella matrice FF la prima casella del bilancio delle Famiglie registra uno squilibrio reale pari a $(A - Y)_F < 0$.
- Il mantenimento di questo squilibrio colloca le Famiglie nella posizione di **creditore netto**.
- Va ricordato che nel sistema contabile italiano le Famiglie comprendono anche le **famiglie produttrici** (piccole imprese familiari).

I Macro-Operatori Nazionali: le Famiglie.

- Il portafoglio di AF possedute dalle Famiglie comprende:
 - 1 Base monetaria, BM_F ;
 - 2 depositi bancari, D_F ;
 - 3 obbligazioni a breve TM_F e a medio-lungo termine Ob ;
 - 4 quote di fondi comuni a breve QM_F e a medio-lungo termine Q_F ;
 - 5 azioni AZ_F , (oltre ad assicurazioni e fondi pensione che nella matrice FF non sono stati inclusi).
- Tutte queste AF sono indicate con il segno positivo nel bilancio delle Famiglie della matrice FF.

I Macro-Operatori Nazionali: le Famiglie.

- Le uniche passività di questo operatore sono i prestiti, che possono essere a breve termine per il **credito al consumo** o a medio-lungo termine sotto forma di **mutui**.
- Nella matrice FF queste diverse tipologie di prestito non vengono disaggregate, pertanto viene indicata una unica voce Pr_F registrata nel bilancio delle Famiglie come passività con il segno negativo.

I Macro-Operatori Nazionali: le Imprese.

- Il macro-operatore Imprese è in deficit, perché investe in misura superiore alla propria capacità di autofinanziamento determinata dal risparmio di impresa (**utili non distribuiti**).
- Nella matrice FF, la prima casella del bilancio delle Imprese riporta pertanto uno squilibrio reale pari a $(I - S)_I > 0$.
- Questo squilibrio viene finanziato acquisendo $\Delta RFN < 0$, il cui accumulo porta le Imprese ad assumere una posizione finanziaria complessiva di **debitore netto**.
- Oltre all'autofinanziamento derivante dal risparmio S_I , le Imprese attingono risorse finanziarie esterne sotto forma di **debito** e di **capitale proprio**.

I Macro-Operatori Nazionali: le Imprese.

- Nel primo caso si tratta di prestiti Pr_I ricevuti dagli intermediari finanziari o di obbligazioni Ob .
- Nella matrice FF viene riportato il saldo netto ΔObN_I tra obbligazioni acquistate, che sono registrate in attivo e riguardano ogni tipo di Ob (pubblici e privati), e obbligazioni emesse dalle Imprese, che sono registrate al passivo.
- Anche nel caso del mercato azionario la matrice FF riporta nel bilancio delle Imprese il saldo netto ΔAzN_I tra le azioni possedute dalle imprese italiane e registrate in attivo del loro portafoglio e le azioni emesse, registrate nel passivo, che rappresentano il capitale proprio delle imprese.

I Macro-Operatori Nazionali: le Imprese.

- Infine, oltre alle obbligazioni e alle azioni possedute, le imprese hanno in attivo base monetaria BM_I , depositi bancari D_I e titoli monetari TM_I .
- Questi ultimi, TM_I , non vengono registrati al netto di quelli emessi per ricordare che in Italia non si è ancora sviluppato un mercato di titoli monetari emessi dalle imprese.
- Conviene infine ricordare che in economia aperta le azioni, le obbligazioni, i titoli monetari e i depositi delle imprese italiane comprendono anche una parte di attività finanziarie sull'estero, che vengono in contropartita registrate nel passivo dei bilanci dell'estero.

I Macro-Operatori Nazionali: La Pubblica Amministrazione.

- Il principale macro-operatore in deficit e debitore netto è la Pubblica Amministrazione (PA), che comprende le Amministrazioni centrali (lo Stato), le Amministrazioni locali (Regioni, Province, Comuni) e gli Enti di previdenza e assistenza sociale.
- In Italia, come nella maggior parte dei paesi, la PA è un debitore crescente, che si colloca nella casella 1 della matrice stock-flussi
- Questo significa che abbina uno stock di debito a un flusso in deficit.

I Macro-Operatori Nazionali: La Pubblica Amministrazione.

- Il deficit viene registrato nella prima casella della matrice FF con la simbologia tradizionale $(G - T) > 0$, equivalente a $(A - Y)_{PA} > 0$, dove la spesa pubblica $G = A_{PA}$ corrisponde all'assorbimento pubblico di risorse reali (consumi + investimenti pubblici) e $T = Y_{PA}$ corrisponde al reddito ricavato dal settore pubblico tramite le entrate fiscali nette (tasse e contributi sociali), meno i trasferimenti (pensioni, sussidi, interessi sul debito pubblico).
- Per finanziare il proprio deficit, la PA emette titoli monetari TM_{PA} , che sono obbligazioni con scadenza inferiore ai due anni (i principali sono Buoni Ordinari del Tesoro, BOT) e obbligazioni a medio-lungo termine Ob_{PA} (le principali sono Certificati di Credito del Tesoro, CCT e i BTP, Buoni del Tesoro Poliennali).
- Non è più consentito alla PA dopo il Trattato di Maastricht ricevere finanziamenti diretti da parte della Bdl.

Intermediari finanziari

- Gli intermediari finanziari (**IF**) esistono innanzitutto per le stesse condizioni di esistenza del sistema finanziario.
- Se la prima ragione di esistenza del sistema finanziario sono gli squilibri reali tra gli operatori, il ruolo degli **IF** è di intermediare tra questi squilibri.
- Più precisamente, la prima ragione di esistenza degli **IF** è quella di fornire un ponte di collegamento tra operatori in surplus, che cedono risorse finanziarie in eccesso rispetto ai loro impieghi reali, e operatori in deficit, che domandano risorse finanziarie.
- La necessità dell'intermediazione finanziaria deriva dalle asimmetrie informative tra risparmiatori e investitori. L'esistenza di istituzioni specializzate come gli **IF** riduce i costi di ricerca delle occasioni di finanziamento da ambo le parti e consente di operare su ampia scala diversificando i rischi.

Intermediari finanziari

- Gli **IF** offrono anche strumenti di gestione della ricchezza finanziaria.
- Hanno il compito di risolvere diversi problemi degli operatori non finanziari e rendere compatibili le loro diverse esigenze ai vari livelli:
 - 1 **Intertemporale.** Mediante trasformazione delle scadenze, che consente di conciliare le scelte di impieghi finanziari a breve con le esigenze di finanziamenti a medio-lungo termine.
 - 2 **Multilaterale.** Mediante la trasformazione dei rapporti tra creditori e debitori da bilaterali a multilaterali, con conseguente possibilità di risolvere problemi di informazione, di divisibilità dei finanziamenti, di diversificazione dei rischi.
 - 3 **Spaziale.** Collegamento tra esigenze finanziarie locali e circuiti finanziari globali.

Gli intermediari finanziari.

In questo modo il sistema finanziario è nella condizione di ampliare le possibilità di allocazione del risparmio e della ricchezza nel tempo, sul più ampio numero di operatori, anche dislocati in territori diversi e lontani. L'efficienza (organizzativa e funzionale) del sistema dell'intermediazione è per questi motivi una condizione necessaria, anche se non sufficiente, per **favorire lo sviluppo economico.**

Intermediari finanziari

- Nella matrice **FF** vengono distinti tre tipi di **IF**: la Banca d'Italia, le banche e i fondi comuni di investimento.
- La denominazione **Istituzioni monetarie finanziarie** riprende quella adottata dalla BCE, nelle sue statistiche, per raggruppare le banche e la Banca centrale.
- L'inserimento dei fondi comuni trova una giustificazione con la presenza al loro interno dei fondi monetari che raccolgono quote monetarie **QM**, il cui valore entra nella definizione allargata di moneta.
- La matrice **FF** non considera gli intermediari assicurativi e i fondi pensione non perché non siano importanti, ma per esigenze di semplificazione.

Intermediari finanziari

- Svolgendo un compito di intermediazione finanziaria gli **IF** sono operatori in pareggio. Pertanto nella prima riga della matrice **FF** i rispettivi saldi reali $(A - Y)_{IF} = (I - S)_{IF}$ sono prossimi allo zero o comunque poco rilevanti rispetto agli squilibri degli altri operatori.
- La loro attività si svolge esclusivamente sui mercati monetari e finanziari, sui quali registrano ingenti valori nelle poste attive e passive dei loro bilanci.
- Il loro risparmio S_{IF} è determinato dai profitti reinvestiti in massima parte negli investimenti reali I_{IF} a scopo di innovazione organizzativa e valorizzazione del proprio capitale.
- In Italia la svolta epocale che ha coinvolto il sistema dell'intermediazione è stata realizzata con le riforme del sistema bancario e del sistema finanziario, TUB del 1993 e TUF del 1998.

La Banca d'Italia

- In linea con le riforme che hanno radicalmente cambiato la struttura e il funzionamento delle banche e, più in generale, dell'intermediazione finanziaria, è cambiato anche il modo di operare delle Banche centrali.
- Un segnale importante a favore della concorrenza e dell'integrazione finanziaria è stato quello di avere inserito anche le Banche centrali nel macro-aggregato **IF** e, in particolare, nel sotto-insieme denominato Istituzioni monetarie finanziarie.
- Questo segnale è stato dato nell'occasione dell'istituzione della BCE.

La Banca d'Italia

- Non è stato eliminato il sistema delle Banche centrali nazionali (**BC**), che sono state federate alla BCE nel Sistema Europeo di Banche centrali (**SEBC**).
- È stata profondamente innovata la loro operatività, con riferimento non solo alla perdita di sovranità decisionale delle **BC**, ma soprattutto nell'uso di strumenti più orientati a interagire con gli altri intermediari e con i mercati.
- L'intermediazione finanziaria ha un ruolo di importanza primaria nello sviluppo finanziario ed economico. Ma può anche essere un forte fattore destabilizzante quando il sistema entra in crisi.
- Per questo va sottoposta alla sorveglianza di autorità di controllo.

La Banca d'Italia

- Da questo punto di vista l'inserimento delle Banche centrali nel macro-operatore **IF** è un atto nello stesso tempo **utile** e **coraggioso**.
- Utile, perché vuole testimoniare una capacità di intervento diretta da parte delle istituzioni monetarie.
- Coraggioso, perché le Banche centrali si sottopongono a un coinvolgimento diretto che ne mette a rischio la reputazione (come nella recente crisi economico-finanziaria).
- Avendo ceduto la sovranità monetaria alla **BCE**, la Banca d'Italia ha le funzioni di braccio operativo delle decisioni prese a Francoforte, come avviene per ogni altra **BC** aderente al **SEBC**.

La Banca d'Italia

- Avendo adottato un modello federale, simile al Federal Reserve System negli Stati Uniti, le BC dei paesi aderenti all'euro contribuiscono alle decisioni perché i rispettivi governatori fanno parte del Consiglio Direttivo della BCE.
- Il Consiglio Direttivo della BCE si riunisce di regola due volte al mese per valutare la situazione economica e monetaria e per decidere di conseguenza le manovre di politica monetaria europea da adottare.
- Questo è un altro dei vantaggi dell'istituzione dell'euro: la cooperazione tra le principali Banche centrali europee è stata istituzionalizzata, mentre nel sistema pre-euro era semmai volontaria.

Il bilancio della Banca d'Italia

- In quanto BC del SEBC, la Banca d'Italia adotta gli strumenti di politica monetaria stabiliti con l'istituzione della BCE.
- Crea (o al contrario distrugge) base monetaria BM_{BI} ossia moneta contante in euro, conti correnti e depositi *overnight* delle banche presso la Banca d'Italia.
- I movimenti della base monetaria vengono registrati nel passivo del bilancio della Banca centrale e sono determinati principalmente da operazioni pronti contro termine di acquisto o al contrario vendita di titoli monetari TM_{BI} e obbligazioni TRG_{BI} con le banche.
- Il rapporto con le banche si estende ad operazioni nel brevissimo termine denominate finanziamenti marginali FM_{BI} e registrate nell'attivo.

Il bilancio della Banca d'Italia

- Infine la Banca d'Italia acquista (o vende) sul mercato dei cambi riserve ufficiali eRU al tasso di cambio e che esprime il prezzo di una moneta estera in termini di euro (nel caso del dollaro: $e = \text{euro}/\text{\$}$).
- Le RU sono costituite da AF in valuta estera (dollari, yen, sterline, ecc.), AF presso il Fondo Monetario Internazionale (diritti ordinari e speciali di prelievo), oro.
- Nella matrice FF il valore delle RU è espresso in valuta estera (solitamente in dollari, che sono la moneta internazionale di riferimento prevalentemente utilizzata). Per questo motivo sono moltiplicate per il tasso di cambio e per riportare i valori in euro, compatibili con tutti gli altri valori espressi nella matrice FF (compresi quelli nei bilanci dell'estero, che sono già espressi in euro).

Le banche

Le banche sono l'intermediario più tradizionale e diffuso nell'ambito degli IF. Le loro funzioni tradizionali sono rimaste sostanzialmente inalterate e riguardano:

- 1 La **funzione monetaria**. Il sistema dei pagamenti si avvale principalmente del circuito bancario e si esplica tramite l'utilizzo del deposito in conto corrente che assume il ruolo di mezzo di pagamento.
- 2 La **funzione creditizia**. Mediante la trasformazione dei rapporti tra creditori e debitori da bilaterali a multilaterali, con conseguente possibilità di risolvere problemi di informazione, di divisibilità dei finanziamenti, di diversificazione dei rischi.
- 3 La **funzione finanziaria**. Le banche operano sul mercato dei titoli negoziabili, in prevalenza titoli monetari e titoli a reddito garantito, con vari scopi (es. diversificazione dell'attivo).
- 4 La **funzione di servizio**. Servizi di pagamento periodici (bollette, ecc.), ma anche i servizi di intermediazione finanziaria per conto della clientela.

Le banche

- La negoziazione e gestione dei titoli in conto terzi viene valutata come raccolta indiretta per distinguerla dalla raccolta diretta (depositi, obbligazioni bancarie).
- Il valore complessivo della raccolta indiretta non viene registrato in bilancio. Quindi non appare nella matrice FF nella colonna intestata alle banche.
- Influisce però sul margine di intermediazione, per la voce redditi da servizi, che includono le commissioni incassate dalle banche su tutte le funzioni di servizio svolte per conto della clientela.

Le banche

- Le banche finanziano la loro attività di intermediazione raccogliendo principalmente depositi dall'Economia e dall'Estero.
- Nel bilancio delle banche i depositi sono registrati al passivo come saldo DN_B , perché comprendono anche i depositi attivi che le banche italiane fanno all'estero (operazioni interbancarie internazionali effettuate sia sui mercati monetari europei sia su quelli del Resto del mondo).
- Trovano una contropartita nelle voci depositi DN_{UME} e DN_{RM} dei bilanci dell'Estero.
- Oltre all'interbancario, le banche possono far ricorso a finanziamenti marginali FM_B a brevissimo termine da parte della Banca d'Italia.

Bilancio delle banche

- Un'altra fonte importante di raccolta diretta da parte delle banche è l'emissione di obbligazioni, in genere a breve-medio termine.
- Poiché le banche non solo emettono titoli, ma li acquistano sia da altre banche sia dalla PA, nella matrice FF queste voci sono riportate come saldi.
- TMN_B rappresenta il saldo tra titoli monetari acquistati e titoli emessi dalle banche, lo stesso vale per $TRGN_B$, che registra il saldo tra obbligazioni in portafoglio e obbligazioni emesse dalle banche.
- Analogo discorso vale per il mercato azionario: il bilancio registra il saldo AzN_B tra azioni in portafoglio, in attivo, e azioni a patrimonio, nel passivo.

Bilancio delle banche

- L'attivo del bilancio delle banche comprende la base monetaria BM_B , che include la riserva obbligatoria oltre alle riserve libere e ai depositi *overnight* presso la Banca d'Italia.
- Il nucleo tradizionale dell'attività bancaria è costituito dai prestiti Pr_B all'Economia e all'Estero, che trovano una controparte nelle passività dei bilanci di questi operatori.
- Infine chiudono l'attivo delle banche i titoli monetari, le obbligazioni e le azioni.

Fondi comuni di investimento

- I fondi comuni di investimento italiani (**FC**) sono stati introdotti relativamente tardi nel nostro sistema finanziario, soltanto nel 1983.
- Si sono sviluppati con grande rapidità soprattutto per quanto riguarda i **FC aperti**, che sono Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio che si avvalgono di una **SGR** (società di gestione del risparmio) per gestire le quote di investimento finanziario sottoscritte dai risparmiatori.
- Vi sono due importanti distinzioni da fare. La prima tra **fondo** e **banca**. La seconda tra **FC aperti** e **FC chiusi**.

La distinzione tra banca e fondo.

- La principale differenza che distingue una banca da un **FC** risiede nella gestione del rischio.
- Mentre il risparmio depositato in banca viene garantito nel suo valore nominale, il risparmio investito in quote di **FC** non viene garantito.
- La banca gestisce in proprio l'intermediazione assumendosene direttamente i rischi.
- Il **FC** gestisce l'intermediazione per conto dei risparmiatori, ai quali viene offerta la competenza degli analisti della SGR del **FC**, dietro compenso che è solitamente una commissione in percentuale della quota investita.

Distinzione tra FC aperti e chiusi

- La denominazione di **FC** aperto si riferisce al fatto che il risparmiatore può in qualunque momento decidere di chiedere il rimborso della propria quota.
- A differenza di quanto avviene per il deposito bancario, il valore restituito è quello che si determina al momento del rimborso.
- Questo significa che il **FC** aperto deve necessariamente operare nei mercati dei titoli negoziabili su mercati organizzati, dove c'è possibilità di acquisto di titoli quando le quote aumentano e di vendita quando vengono rimborsate.
- Il vantaggio offerto al risparmiatore è quello di acquisire anche con un basso numero di quote la partecipazione all'intero portafoglio del **FC**, che offre possibilità di diversificazione maggiori rispetto agli investimenti finanziari dei singoli operatori.

Bilancio dei FC

- Nella matrice FF vengono considerati soltanto i **FC** aperti.
- Le loro passività sono rappresentate da quote.
- È importante ai fini della definizione di moneta distinguere tra quote monetarie QM_{FC} e quote non monetarie QnM_{FC} .
- Nel primo caso, i **FC** monetari investono soltanto in titoli monetari TM_{FC} , che si ricorda sono titoli italiani ed esteri che hanno scadenza non superiore ai due anni.
- Nel secondo caso, i **FC** non monetari investono sui mercati italiani ed esteri delle obbligazioni TRG_{FC} e delle azioni Az_{FC} . Per questo si distinguono tre principali categorie di **FC**: azionari, obbligazionari, misti.

Bilancio dei FC

- Le poste attive dei **FC** riguardanti il **TM**, i **TRG**, le **Az** comprendono senza distinzione le due componenti di titoli nazionali e internazionali.
- Questi ultimi sono registrati come corrispondenti passività nei due bilanci dell'Estero, a seconda che siano titoli emessi in altri paesi dell'UME o del Resto del mondo.
- Come si è più volte ripetuto, queste passività non compaiono esplicitamente perché le voci sono indicate al netto come saldo tra flussi attivi e passivi.
- Lo stesso vale per le quote dei FC che possono essere acquistate sia da residenti che da non residenti, come risulta dalle voci a saldo delle quote monetarie e non monetarie riportate nelle due bilance dei pagamenti intestate all'Estero.