

Lezione 1

Programma e Modalità

Esame

Il sistema reale e il

sistema finanziario

20/09/2023

Prof. Gian Paolo Stella
Economia degli Intermediari Finanziari

A.A. 2023-2024

Programma Corso Economia degli intermediari finanziari

Obiettivi formativi

- L'Insegnamento si propone di fornire una solida conoscenza delle diverse componenti del sistema finanziario: strumenti, intermediari, mercati e regole. Si esaminano la natura e le caratteristiche dei principali strumenti finanziari, incluse le modalità di negoziazione nei relativi mercati. Per ciascuna categoria di intermediario finanziario (creditizio e mobiliare), si analizzano organizzazione, modelli di comportamento e condizioni di equilibrio della gestione. Si considerano, infine, il ruolo della regolamentazione e della vigilanza, con attenzione anche alle cause e alle conseguenze delle crisi finanziarie.

Prerequisiti

- L'Insegnamento prevede le seguenti propedeuticità obbligatorie: Economia aziendale.

Ricevimento

- Dopo le lezioni e/o concordare tramite mail all'indirizzo, gianpaolo.stella@uniparthenope.it

Testi utili ai fini della preparazione

- *NPP2017*: Nadotti L., Porzio C., Previati D. (2021), *Economia degli intermediari finanziari*, terza edizione, McGraw-Hill Education, Milano (capp. 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10,11,12)

Valutazione della preparazione

- Esame orale (per frequentanti e non frequentanti) e una prova scritte (per frequentanti). La prova scritta si terrà a fine corso.
- L'esame orale e scritto sono diretti ad accertare il grado di conoscenza del programma d'esame, le capacità di analisi e di giudizio critico nonché la capacità di utilizzo del linguaggio tecnico.

Argomenti trattati

- L'Insegnamento si propone, in primo luogo, di fornire una visione d'insieme del ruolo e delle principali funzioni del sistema finanziario. La parte centrale dell'Insegnamento è dedicata a un'analisi delle caratteristiche tecniche e dei profili economici e di gestione degli strumenti e dei mercati finanziari. L'Insegnamento presenta, infine, gli obiettivi, nonché l'organizzazione e i modelli di comportamento degli intermediari finanziari, considerando anche il ruolo della regolamentazione e delle Autorità di vigilanza.
- Il sistema reale, il sistema finanziario e l'intermediazione
- Le teorie dell'intermediazione finanziaria
- Gli strumenti finanziari
- I mercati finanziari
- L'intermediazione creditizia
- L'intermediazione mobiliare
- I sistemi di pagamento
- I rischi tipici dell'intermediazione finanziaria
- La regolamentazione e la vigilanza nel sistema finanziario
- La politica monetaria

A cosa serve la finanza?

- Il denaro, se da un lato è il mezzo che ha trasformato l'economia reale da economia di baratto a economia monetaria, con evidenti benefici, dall'altro ha da sempre un rapporto molto difficile con altri valori su cui si basa la convivenza umana.
- La finanza e il suo mondo, come il denaro, dovrebbero essere sempre un mezzo per soddisfare e migliorare il bene comune, e non assurgere a un fine in sé e a strumento di dominio di pochi su tanti.
- I profili etici della finanza, spesso ritornano nel corso della storia a essere invocati come centrali.
- Speculatori, di cui alcuni ritratti a tinte

forti, del tutto rispondenti a fatti e persone realmente esistiti hanno sottratto capitali a più o meno ingenui investitori e alle stesse banche, sia di alcuni banchieri che hanno beneficiato di lauti stipendi e bonus pur non avendo prodotto risultati positivi per gli azionisti e per altri portatori di interesse (stakeholder).

- In questo quadro negativo possono essere inserite anche le Autorità di vigilanza di alcuni Paesi che non hanno fatto il loro dovere di fronte all'emergere dell'ultima Grande Crisi Finanziari

Il sistema reale e il sistema finanziario

- Il *sistema economico* è un insieme di soggetti, strumenti, attività e regole strettamente interrelati tra loro per la produzione, lo scambio e il consumo di beni e servizi nel tempo e nello spazio.
- Le principali categorie nelle quali tutti i soggetti vengono classificati sono: le famiglie, *le imprese, il Governo e la Pubblica Amministrazione*.
- All'interno del sistema economico, dunque, da un lato si scambiano beni, servizi e forza lavoro, dando luogo al ***circuito (o mercato o sistema) reale***;
- Dall'altro, in contropartita, si trasferisce la moneta o, in sua sostituzione, altri mezzi di pagamento o strumenti finanziari (titoli rappresentativi di crediti e debiti), la cui complessiva gestione dà luogo al ***circuito finanziario***.
- ***Circuito reale e circuito finanziario*** sono legati da un rapporto di interdipendenza in quanto generati (al di fuori del baratto) da qualunque tipologia di scambio che sempre prevede, da un lato, il trasferimento del bene o la produzione del servizio (aspetto reale) e, dall'altro, la corresponsione del relativo prezzo (aspetto finanziario); ne deriva che i rispettivi movimenti si influenzano reciprocamente e soltanto il loro contemporaneo equilibrio consente di raggiungere, in un dato istante, quello complessivo.

Il sistema reale e il sistema finanziario

- La **struttura finanziaria** dell'economia individua l'insieme dei circuiti diretti (mercati) e indiretti (intermediazione finanziaria) attraverso i quali avviene il trasferimento delle risorse connesse al sistema dei pagamenti e al finanziamento degli investimenti, in funzione delle preferenze e del comportamento degli agenti economici (famiglie, imprese, settore pubblico).
- Il **sistema finanziario**, ossia la “sovrastuttura finanziaria dell'economia” costituisce l'ambito attraverso il quale si svolge l'attività di intermediazione, cioè la produzione e l'offerta di mezzi di pagamento e di servizi e strumenti finanziari.
- Il processo di trasferimento delle risorse è necessario in quanto nel sistema economico si registra la contemporanea presenza di:
 - **Soggetti in avanzo finanziario (surplus);**
 - **Soggetti in disavanzo finanziario (deficit),**
- Il sistema finanziario – attraverso il comportamento e le decisioni di tutte le sue componenti – influenza, in termini sia quantitativi (valore assoluto) sia qualitativi (composizione e sue modifiche nel corso del tempo):
 - le **Decisioni di distribuzione del reddito** fra consumo e risparmio, ossia il volume dell'accumulazione;
 - le **Decisioni di investimento** delle unità con saldo finanziario positivo (in avanzo);
 - le **Decisioni di finanziamento** delle unità con saldo finanziario negativo (in disavanzo).

Il sistema reale e il sistema finanziario

Per realizzare in modo efficiente il trasferimento di risorse, il sistema finanziario deve:

- Consentire ai datori di fondi lo smobilizzo degli strumenti finanziari acquistati anche prima della loro naturale scadenza, attraverso la predisposizione degli opportuni meccanismi di liquidità, negoziabilità e standardizzazione degli strumenti, nonché attraverso l'esistenza di mercati organizzati ove realizzare gli scambi;
- Svolgere un'attività di diversificazione e riduzione (trasformazione) del rischio a vantaggio dei datori di fondi (diversificazione per emittenti e tipologia degli strumenti finanziari, ossia *risk sharing*), rendendo le loro preferenze (per rischio e scadenza) compatibili con quelle dei prenditori di fondi (emittenti);
- Elaborare e diffondere con continuità informazioni la cui disponibilità consenta una corretta gestione del rischio in termini sia di selezione *ex ante* sia di monitoraggio *ex post* degli investimenti, amplifichi la funzione segnaletica ("segnali di convenienza") dei prezzi degli strumenti quotati e permetta, attraverso la messa a punto di contratti standard su strumenti finanziari, di ampliare la gamma di rapporti.

Politica Monetaria vs Politica Economica

- Willem F. Duisenberg, primo presidente della BCE (Banca Centrale Europea), ha scritto:
- La politica monetaria deve concentrarsi sul medio periodo e la sua azione deve essere valutata con riferimento a tale orizzonte temporale. Inoltre, la politica monetaria deve essere sostenuta da sane politiche di bilancio, da politiche strutturali orientate a garantire l'efficiente funzionamento dei mercati e da un comportamento responsabile di coloro che partecipano alle trattative salariali (Banca Centrale Europea, 2000).
- Partendo da quest'affermazione, si possono svolgere alcune considerazioni circa le relazioni reciproche tra politica monetaria e politica economica:
- Assicurare equilibrio e coordinamento tra “politica monetaria”, “politica di bilancio” e “politica dei redditi” che, insieme, costituiscono il corpo principale della moderna politica economica;
- Occorre che la politica economica agisca in un quadro strutturale – inteso e definito, per esempio, in termini di grado di concorrenza nel mercato dei beni, dei servizi e del lavoro, ruolo dello Stato e proprietà pubblica delle imprese – che rappresenti un fattore propedeutico al conseguimento dei risultati sperati;
- E' indispensabile adottare un orizzonte temporale di medio termine sia nell'impostare le azioni di politica economica sia nel valutarne i risultati.

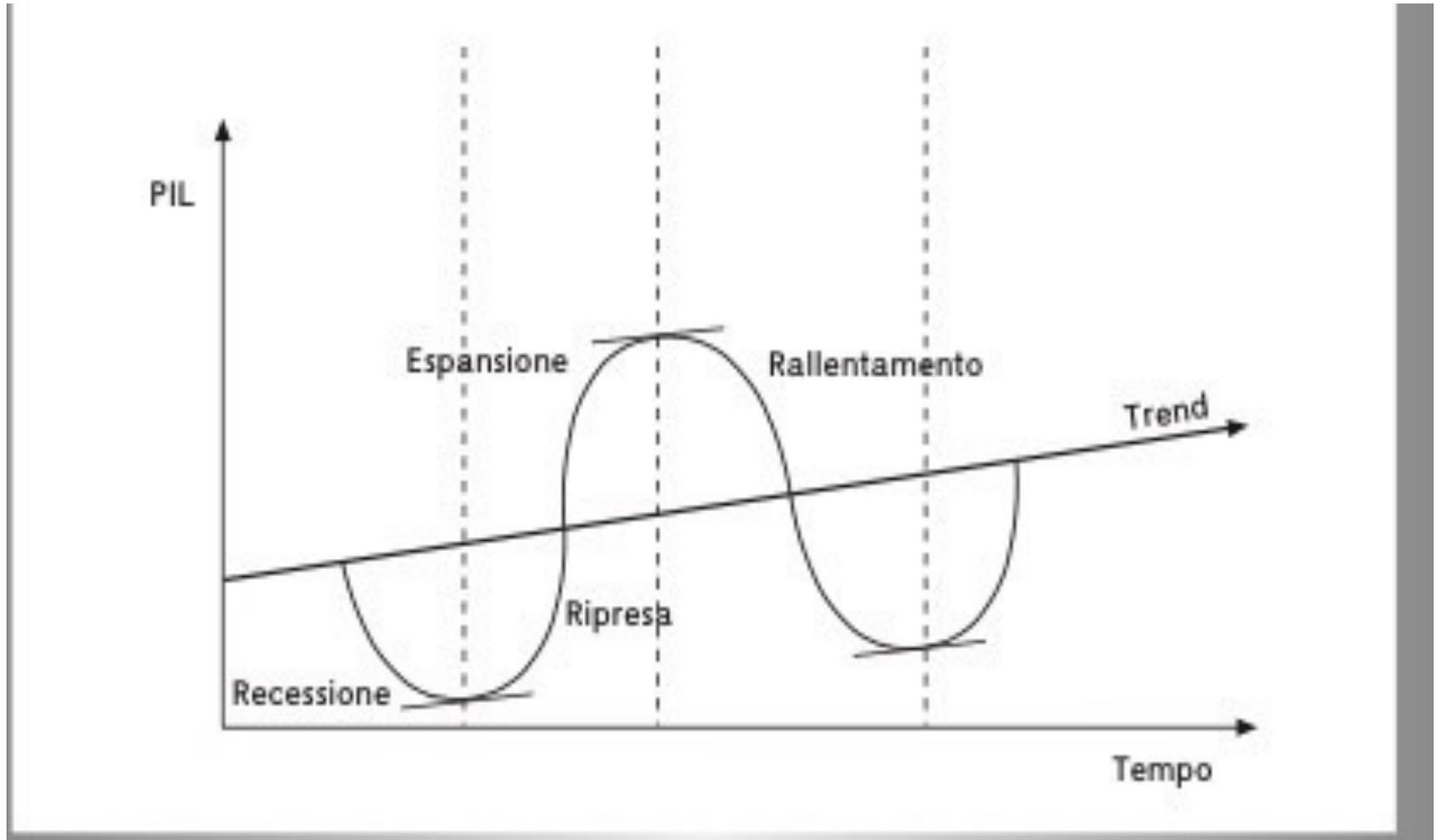
I cicli economici

- In particolare profilo di analisi dell'evoluzione strutturale e congiunturale del circuito reale (ma in parte anche del circuito finanziario) riguarda l'interpretazione dei *cicli economici*, i quali costituiscono una caratteristica ineliminabile dei sistemi economici e trovano il loro fondamento logico nella dinamicità di questi ultimi.
- I cicli economici rappresentano fluttuazioni che caratterizzano l'intero sistema; pertanto, ciascuno di essi si articola in fasi generali di espansione seguite da fasi di recessione e contrazione ugualmente diffuse e, poi, da riprese che confluiscono nella fase di espansione del ciclo successivo.
- Poiché si tratta di una sequenza di mutamenti ricorrente ma non periodica, i cicli economici principali hanno durata variabile – da poco più di un anno a dieci/dodici anni – e sono a loro volta divisibili in fasi più brevi di eguale carattere e con ampiezza che si approssima alla loro media.

I cicli economici

- L'andamento del ciclo incide in misura non omogenea su comparti e settori produttivi i quali, reagendo, per le loro caratteristiche, in tempi e modi diversi al trend generale dell'economia, sono definiti *ciclici*, *anticiclici*, *prociclici*.
- All'interno di un ciclo è possibile individuare:
 - Una tendenza di fondo (*trend*) che coglie l'andamento di lungo periodo. Generalmente, nelle economie avanzate e negli ultimi secoli, il trend registra una costante crescita, sia pure con inclinazioni via via decrescenti in ragione evidente del progressivo sviluppo; difficilmente esso ha un orientamento rettilineo, assumendo più spesso un andamento sinusoidale con frequenti inversioni per effetto dell'intersecarsi di cicli brevi più positivi o più negativi rispetto al trend stesso;
 - Una componente *ciclica* ("congiuntura") caratterizzata da frequenti oscillazioni dovute al susseguirsi di periodi di crescita e di flessione il cui andamento è influenzato dal trend; per tale ragione la congiuntura può, anche nelle fasi di flessione, presentare valori assoluti in aumento (ma cedenti in termini di variazioni), mentre in un trend piatto o lievemente crescente i valori assoluti possono anche diminuire;
- Una componente *stagionale* che si sovrappone a quella ciclica e che deriva dall'applicazione sistematica di strumenti di misurazione non corretti per l'influenza di fattori esogeni (la stagionalità, appunto); basti pensare al diverso numero di giorni lavorativi in ciascun mese dell'anno, all'impatto di festività o periodi di chiusura stagionale o alla diversa pressione della domanda di un bene o un servizio nelle diverse stagioni;
- Una componente *accidentale* che individua movimenti imprevedibili, non ciclici e puramente occasionali che influenzano fattori stagionali, ciclici e di trend; tali movimenti sono sempre più frequenti con un impatto difficilmente prevedibile.

I cicli economici



I cicli economici

- *Recessione*, tecnicamente individuata quando vi sono almeno due trimestri consecutivi di crescita negativa (graficamente parte dal punto di flesso che intercetta il trend di fondo e prosegue fino al minimo del ciclo);
- *Ripresa*, breve fase (tipicamente, pochi mesi) durante la quale l'economia, dopo un rallentamento o una recessione, fa registrare un'inversione del segno anche se con risultati ancora negativi (graficamente parte dal minimo del ciclo e risale fino a toccare il trend di fondo, flesso in salita);
- *Espansione*, fase di crescita inizialmente senza surriscaldamento e successivamente caratterizzata da forte accelerazione (boom) e saturazione della capacità produttiva (graficamente la dinamica ascendente parte dal punto di flesso cioè quando intercetta il trend di fondo per poi proseguire fino al massimo del ciclo);
- *Rallentamento*, fase durante la quale la crescita della produzione decelera (graficamente parte dal massimo del ciclo precedente e prosegue fino a che la curva incrocia il trend di fondo o comunque un punto di flesso).

I saldi finanziari settoriali

- Il sistema finanziario ha due importanti obiettivi:
- (1) favorire gli scambi generando moneta e garantendo le transazioni (sistema dei pagamenti);
- (2) contribuire al trasferimento delle risorse finanziarie tra gli operatori economici (trasferimento dei saldi finanziari) rendendolo più efficiente, più sicuro e meno costoso
- Per comprendere la struttura e il funzionamento dei mercati finanziari è necessario focalizzare l'attenzione sull'oggetto dello scambio (i saldi finanziari) e sugli attori degli scambi (i settori istituzionali).
- In particolare, le famiglie, da un lato, forniscono all'economia i fattori produttivi lavoro e capitale, dall'altro ricevono in contropartita salari, rendite e profitti (il reddito) che in parte utilizzano per acquistare beni e servizi dalle imprese (il consumo), in parte accumulano (il risparmio); le imprese, a loro volta, da un lato producono e vendono beni di consumo e servizi, dall'altro effettuano investimenti.

I saldi finanziari settoriali

- Questo processo è reso più complesso dalla presenza dello Stato e dalla possibilità di effettuare scambi con controparti di altri Paesi, anche se ciò non muta la natura del doppio circuito (reale e finanziario), posto che sul reddito prodotto vanno pagate le imposte indirette e su quello goduto le imposte personali; le corrispondenti entrate dello Stato si trasformano, a loro volta, in produzione di servizi pubblici che comportano esborsi per salari e acquisizione di beni e servizi.
- Schematizzando, il circuito reale di un'economia chiusa determina la seguente uguaglianza:
 - $PIL = Y = C + I = C + S$
- Ossia, dal lato della *domanda aggregata* (Y), il reddito prodotto può essere utilizzato per alimentare i consumi di beni e servizi (C) oppure per accumulare risparmio (S)
- Mentre l'*offerta aggregata* (PIL) può essere destinata sempre a consumi (C) oppure a investimenti in attività reali (I). In equilibrio (domanda = offerta), si dovrà necessariamente avere:
 - $I=S$

I saldi finanziari settoriali

- Nel circuito finanziario, invece, i datori dei servizi produttivi (capitale e lavoro) ricevono stipendi e rendite finanziarie (interessi e dividendi) che trasferiscono alle imprese sotto forma di prezzi pagati per l'acquisto di beni e servizi e utilizzano il loro risparmio sotto forma di credito e partecipazione al capitale d'impresa (per comodità di analisi, si supponga minima o pari a zero la quantità di moneta direttamente trattenuta).
- Analizzando, in ottica tipicamente contabile, sia i flussi generati da una singola unità economica (si supponga la famiglia in un determinato intervallo di tempo), sia gli stock accumulati a fine periodo, si evidenzia che:
- I *flussi* (registrati nel conto economico) includono in entrata sia i ricavi da lavoro sia gli interessi e i dividendi ottenuti in funzione

dell'impiego del risparmio nell'attività dell'impresa, mentre i costi comprendono quelli sostenuti per l'acquisto di beni di consumo e servizi necessari a soddisfare i propri bisogni; la differenza tra ricavi percepiti e costi sostenuti rappresenta il risparmio;

- *Gli stock* (riportati nello stato patrimoniale) comprendono:
 - a livello di fonti, il patrimonio, dato dall'insieme del risparmio cumulato nel
 - tempo e l'indebitamento eventualmente acceso;
 - a livello di impieghi, gli investimenti in attività reali (per esempio, abitazione) e gli investimenti in attività finanziarie (per esempio, depositi bancari, titoli ecc.).

I saldi finanziari settoriali

- In questo schema, l'acquisizione di beni di investimento durevoli rappresenta un impiego in attività reali, mentre l'acquisto di strumenti (contratti) rappresentativi di credito (titoli obbligazionari o depositi bancari) o di proprietà (quote di capitale sotto forma di azioni, fondi ecc.) rappresenta un impiego in attività finanziarie.
- Conseguentemente, l'investimento in attività reali e finanziarie è reso possibile (coperto) grazie al patrimonio detenuto e all'indebitamento effettuato:
- $AR(\text{attività reali}) + AF(\text{attività finanziarie}) = P(\text{patrimonio}) + PF(\text{passività finanziarie})$
- In termini di flussi, gli investimenti aggiuntivi in attività reali (I) e la variazione delle attività finanziarie (DAF) devono essere coperti dal risparmio aggiuntivo (S) e dalla variazione dell'indebitamento aggiuntivo (DPF):
- $I + DAF = S + DPF$
- $S - I = DAF - DPF = SF$ (saldo finanziario)
Se a livello di sistema economico nel suo complesso e in situazione di equilibrio vale sempre la condizione $S = I$, ciò non necessariamente si verifica per le singole unità economiche

Funzioni, struttura, componenti del settore finanziario

Le funzioni che assolve il sistema finanziario sono:

- la *funzione monetaria*, legata alla creazione e circolazione dei mezzi di pagamento nonché alla gestione del sistema dei pagamenti;
- la *funzione creditizia e di mobilitazione del risparmio*, legata al trasferimento delle risorse tra operatori economici, ovvero dalle unità in surplus (detentori di fondi) alle unità in deficit (prenditori di fondi), dai portatori di capitale (azionisti) ai soggetti capaci di realizzare progetti imprenditoriali (management), dai soggetti non

interessati al controllo delle imprese ai soggetti che, invece, sono interessati a detenerlo;

- la *funzione di trasmissione della politica monetaria*, poiché il sistema finanziario è il veicolo attraverso il quale si perseguono gli obiettivi della politica monetaria, che è parte della politica economica

Funzioni, struttura, componenti del settore finanziario

Gli elementi costitutivi del sistema finanziario sono:

- gli *strumenti*, l'insieme dei contratti aventi per oggetto diritti e prestazioni di natura finanziaria la cui varietà aumenta poichè le esigenze degli operatori mutano con il mutare delle condizioni ambientali;
- i *mercati*, l'insieme degli scambi finanziari il cui corretto funzionamento presuppone strutture, organi di gestione, operatori, regole di comportamento, istituzioni di controllo;
- gli *intermediari*, le istituzioni specializzate nella produzione e negoziazione di

strumenti finanziari e nell'offerta di servizi, che attuano una trasformazione delle caratteristiche degli strumenti in termini di scadenza, determinazione del tasso, valuta, taglio unitario, grado di rischio (la cui intensità determina il loro livello di differenziazione);

- l'*ordinamento*, l'insieme delle norme che, disciplinando strumenti, mercati e intermediari, deve assicurare lo svolgimento delle funzioni assegnate al sistema finanziario in modo efficace ed efficiente.

Funzioni, struttura, componenti del settore finanziario

- I mercati finanziari – detti anche, collettivamente, *mercato dei capitali* – costituiscono l'insieme delle operazioni di creazione e di scambio dei contratti nei quali la presenza di strutture organizzative e di operatori specializzati agevola l'incontro tra domanda e offerta, ordini di acquisto e di vendita.
- La più importante e utilizzata classificazione distingue tra:
 - *Mercato creditizio*, nel quale intermediari specializzati, ricorrendo a operazioni di raccolta ed erogazione di prestiti, riescono a soddisfare, attraverso il proprio bilancio, le divergenti esigenze degli scambisti;
 - *Mercato mobiliare*, nel quale trovano esecuzione tutte le operazioni aventi per oggetto titoli destinati a circolare tra gli operatori;
 - *Mercato assicurativo*, nel quale gli operatori si coprono dai rischi puri mediante la stipula di polizze con le compagnie di assicurazione;
 - *Mercato dei servizi di pagamento*.

- Il sistema finanziario non è statico e opera con modalità diverse nel tempo e nello spazio. Secondo l'analisi di Rybczynski (1997), il sistema finanziario, nella sua evoluzione storica, si è configurato con tre diverse strutture:
- ***L'orientamento alle banche (sistema bancocentrico);***
- Nei *sistemi orientati alle banche*, le imprese finanziano i loro investimenti e le loro necessità a breve, oltre che con il capitale proprio e con il credito commerciale, facendo ampio e prevalente ricorso al credito bancario.

- Il sistema finanziario non è statico e opera con modalità diverse nel tempo e nello spazio. Secondo l'analisi di Rybczynski (1997), il sistema finanziario, nella sua evoluzione storica, si è configurato con tre diverse strutture:
- ***L'orientamento al mercato (sistema mercatocentrico);***
- Nei *sistemi orientati al mercato*, invece, le imprese finanziano i mezzi propri e il debito esterno ricorrendo al mercato dei capitali con emissione di titoli rispettivamente azionari e obbligazionari: la struttura del passivo registra, quindi, un aumento del capitale proprio detenuto da soggetti diversi dai soci fondatori e un forte peso delle

obbligazioni, mentre il finanziamento bancario ha un'incidenza, se non marginale, comunque inferiore a quelle del finanziamento esterno. Le banche assicurano la concessione del credito a breve e rappresentano l'unico o il principale riferimento esterno solo per le imprese che non hanno la dimensione per raccogliere fondi direttamente sul mercato. In questo contesto, il mercato tende a sottrarre alle banche ampie quote di risparmio nazionale e un ruolo crescente è assunto da investitori istituzionali, compagnie di assicurazione e fondi pensionistici e di investimento.

- Il sistema finanziario non è statico e opera con modalità diverse nel tempo e nello spazio. Secondo l'analisi di Rybczynski (1997), il sistema finanziario, nella sua evoluzione storica, si è configurato con tre diverse strutture:
 - 1) il ricorso, per finanziare le proprie attività, alla cessione di crediti anziché all'aumento dei debiti (*securitization*);
 - 2) La presenza di soggetti (fondi) specializzati nell'investimento in attività e imprese particolarmente rischiose, in fase di avvio (*start-up e venture capital*) o in crisi
- ***L'orientamento alla securitization.***
- Nei *sistemi orientati alla securitization*, rispetto all'orientamento al mercato, si riscontrano due grandi differenze:
 - 1) il ricorso, per finanziare le proprie attività, alla cessione di crediti anziché all'aumento dei debiti (*securitization*);
 - 2) La presenza di soggetti (fondi) specializzati nell'investimento in attività e imprese particolarmente rischiose, in fase di avvio (*start-up e venture capital*) o in crisi