

E. Bocchialini, L. Poletti,
B. Ronchini, G. Tagliavini

Economia del sistema finanziario



SECONDA EDIZIONE



Giappichelli

Presentazione

Questo volume è stato progettato avendo come riferimento gli studenti iscritti alla laurea triennale in Economia che sostengono il primo esame universitario in tema di banca e finanza. Esso fornisce un quadro del sistema finanziario e delle sue funzioni per poi approfondire il ruolo dei mercati e degli intermediari finanziari, di cui vengono messi in evidenza i principali profili istituzionali, operativi e gestionali. La vigilanza sul sistema finanziario chiude la trattazione degli argomenti.

I contenuti proposti partono da un livello basico e solo in qualche caso vengono proposti elementi di approfondimento di carattere complesso. Ci siamo anche riproposti di non richiedere al lettore/studente alcun particolare concetto o conoscenza di partenza. Non essendoci dunque prerequisiti alla lettura del volume, questo approccio consente di utilizzare il volume anche nei programmi di educazione finanziaria e per iniziative e percorsi di autoformazione.

L'insegnamento della materia agli studenti del corso di laurea in Economia e Management dell'Università di Parma ha fornito qualche anno fa lo spunto per la stesura del manuale. Partendo dal materiale didattico predisposto originariamente da Beatrice Ronchini, con le integrazioni e gli approfondimenti che nel corso del tempo hanno progressivamente modificato l'ossatura portante del volume, siamo giunti ora a questa ulteriore riedizione, per la quale abbiamo collaborato con entusiasmo e spirito trasversale avendo molta attenzione per le innovazioni che nel tempo si sono rafforzate e seguendo soprattutto le richieste, le indicazioni degli studenti nonché le loro curiosità specifiche.

Il dilemma che accompagna ogni docente è sempre quanto bilanciare nozioni e ragionamento. Nell'ultimo decennio il sistema finanziario è stato oggetto di cambiamenti normativi, strutturali e funzionali che spesso hanno disorientato gli stessi operatori del settore. Le nozioni invecchiano velocemente, ma le chiavi di lettura, il ragionamento, possono guidare gli studenti nella comprensione di questo universo affascinante e in continuo movimento. Il volume nasce dal tentativo di bilanciare questi due profili, coniugando rigore della trattazione e comprensibilità dei contenuti. Siamo consapevoli che il testo di avvio allo studio in una area disciplinare ha un ruolo particolare. Tutti noi autori di questo volume, che seguiamo questi temi come oggetto principale della nostra attività, siamo

tuttora particolarmente legati al testo con cui abbiamo preso avvio nel nostro percorso di studio. Il primo volume di studio serve per strutturare le coordinate concettuali fondamentali in base alle quali si pongono tutti i successivi approfondimenti. Auguriamo di trovare qui gli elementi di curiosità e di schematizzazione espositiva che siano di supporto per l'attività futura. Il tema della banca, della finanza, degli investimenti è di rilevante e progressiva attualità. La buona consapevolezza circa il funzionamento dei meccanismi finanziari è essenziale per prendere consapevolmente e razionalmente le decisioni relative alla dimensione economica della nostra vita; essa è inoltre necessaria per comprendere l'evoluzione della nostra società, che ha caratteri di forte finanziarizzazione.

I vari elementi di "crisi" dell'economia finanziaria, che sono noti anche ai non specialisti come "lo spread", "il livello del debito pubblico", "la volatilità dei mercati finanziari", "la protezione del risparmio", tra i tanti emersi negli ultimi anni, definiscono un fabbisogno di conoscenze specifiche da parte del pubblico e di coloro che in modo particolare si occupano di economia. Questi elementi favoriscono tutti coloro che scrivono di temi finanziari, in quanto contribuiscono alla grande curiosità che indubbiamente esiste su questi argomenti. Essi irrobustiscono anche le esigenze del lettore, che vuole definire precisamente gli elementi di quadro dei fenomeni in atto. Ci siamo prefissati l'obiettivo e ci auguriamo dunque che questo materiale didattico sia adeguato alla curiosità e alle esigenze e che esso sia, allo stesso tempo, semplice ma non troppo semplice.

Parma, settembre 2021

Elisa Bocchialini
Lucia Poletti
Beatrice Ronchini
Giulio Tagliavini

Parte Prima

L'introduzione al sistema finanziario

Capitolo 1

Il sistema finanziario *

Cosa studiamo in questo capitolo?

- ☞ Familiarizziamo col sistema finanziario, esplorandone la natura e il ruolo.
- ☞ Analizziamo le funzioni che il sistema finanziario svolge nell'ambito del sistema economico di cui è parte (prospettiva funzionale).
- ☞ Descriviamo gli elementi costitutivi che compongono il sistema finanziario (prospettiva strutturale).

1.1. Premessa

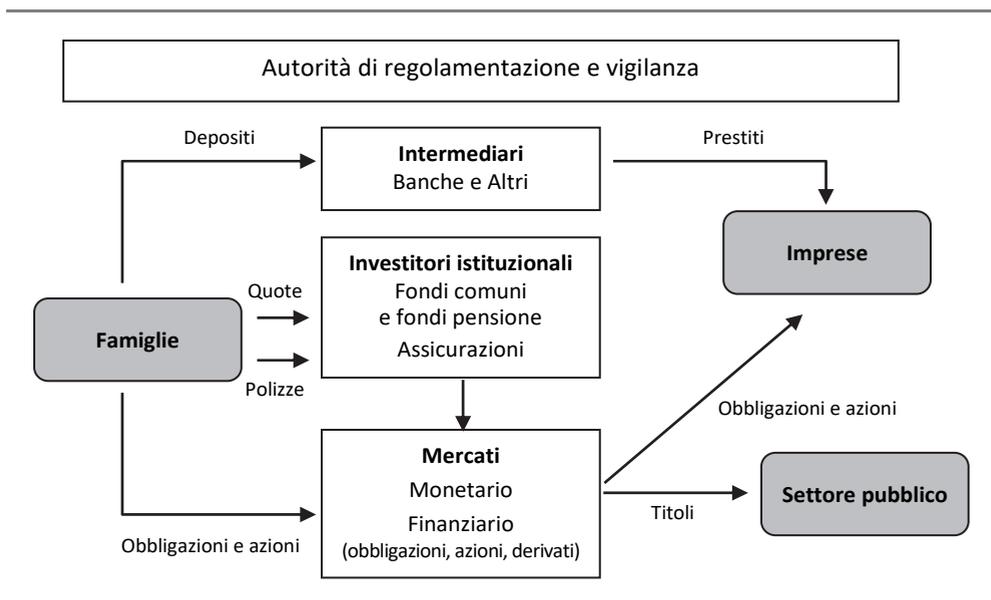
Nell'ambito di un dato Paese, il sistema finanziario rappresenta la fondamentale struttura attraverso la quale si svolge l'attività finanziaria, ossia la produzione e l'offerta di servizi finanziari. In linea generale, esso è un'infrastruttura complessa, un grande circuito deputato a soddisfare i variegati bisogni finanziari degli operatori economici e in cui interagiscono diverse categorie di soggetti. La sua essenza è quella di trasferire risorse finanziarie nello spazio (attraverso il sistema dei pagamenti), nel tempo (attraverso il sistema dei mercati e degli intermediari) e tra diversi stati di natura. Infatti, tramite il sistema finanziario vengono trasferite risorse tra unità economiche diverse, ad esempio dalle famiglie verso le imprese e il settore pubblico; in secondo luogo, esso consente agli agenti economici di rinunciare oggi a una certa somma di denaro per poterne disporre in misura maggiore in futuro; infine, offre al pubblico (famiglie, imprese, pubbliche amministrazioni) il modo di conservare inalterata la propria ricchezza in qualunque contingenza futura attesa o imprevista.

Le caratteristiche del sistema finanziario, mutevoli nel corso del tempo, sono il portato dell'evoluzione storica e il riflesso dell'ambiente istituzionale ed eco-

* Questo capitolo è di Beatrice Ronchini.

nomico che connota il Paese o i Paesi istituzionalmente uniti, come nel caso dell'Unione Europea, di cui esso è parte. Semplificando e astruendo per ora da alcune tendenze evolutive già in atto, il sistema finanziario italiano può essere immaginato come il circuito illustrato in figura 1. Esso è oggi significativamente diverso e ben più articolato rispetto al passato. Come si nota nello schema, un ruolo centrale è occupato dalle molteplici istituzioni finanziarie che animano i circuiti di intermediazione: banche ed altri intermediari finanziari, investitori istituzionali, mercati. In esso si scambiano diverse tipologie di contratti finanziari – depositi, fondi comuni, polizze vita, titoli a breve, prestiti, azioni, obbligazioni, ecc. – e, al vertice del sistema, si collocano le Autorità di regolazione e controllo, le quali hanno essenzialmente il compito di definire il quadro di norme che disciplinano il comparto, esercitare i controlli ed applicare le eventuali sanzioni.

Figura 1. – *La struttura del sistema finanziario*



Fonte: Adattamento da Onado (2016).

Ai due estremi dello schema si trovano invece gli operatori che beneficiano e si avvalgono della funzionalità del sistema finanziario stesso: sono gli utenti finali del sistema. Si tratta degli agenti economici – famiglie, imprese, settore pubblico, settore estero – che in esso trovano soddisfazione alle proprie molteplici esigenze finanziarie, che possono essere esigenze di pagamento, di investimento, di finanziamento e di “sicurezza”. Il loro diverso posizionamento in figura 1 sottende ed evoca la diversità del loro rispettivo bisogno finanziario più

caratteristico. Da un lato, vi sono le cosiddette unità in surplus, storicamente rappresentate in Italia soprattutto dalle famiglie, le quali manifestano tipicamente un bisogno di investimento delle proprie disponibilità liquide. Infatti, esse tendono a disporre di un avanzo di risorse finanziarie, ovvero di un risparmio monetario frutto del consumo solo parziale del proprio reddito, per il quale ricercano occasioni di impiego fruttifero. Come noto, tale bisogno di investimento può essere idealmente soddisfatto tramite la sottoscrizione di varie tipologie di contratti finanziari, tra cui i depositi bancari o i titoli azionari ed obbligazionari. Dal lato opposto dello schema si collocano invece le cosiddette unità in deficit, le quali si caratterizzano per un'esigenza finanziaria speculare rispetto a quella delle unità in avanzo. Esse hanno piani di investimento o di spesa per l'attività corrente che eccedono le proprie disponibilità finanziarie contingenti. Si trovano dunque a doversi indebitare al fine di finanziare i propri programmi di spesa e/o di investimento reali per i quali non dispongono di sufficienti risorse interne. In altre parole, per dare seguito a tali programmi devono accendere prestiti presso le banche o altri intermediari, ovvero collocare passività finanziarie sul mercato sotto forma di azioni, obbligazioni e altri titoli. In Italia le unità istituzionali in deficit sono tipicamente rappresentate dalle imprese e dalla pubblica amministrazione.

Il sistema finanziario può essere analizzato da due distinte prospettive logicamente distinte: una funzionale e una strutturale. Assumendo il primo angolo visuale, l'obiettivo è quello di passare in rassegna quali 'compiti' esso assolve nel quadro del più vasto sistema economico di cui è parte. La prospettiva strutturale mira invece a prendere in esame gli elementi costitutivi essenziali che animano questa struttura complessa che è il sistema finanziario. Nel prosieguo del capitolo procediamo la nostra disamina lungo queste due direttrici.

1.2. Funzioni

Nell'ambito del sistema economico, il sistema finanziario esercita un rilevante impatto economico e sociale in ragione dei compiti essenziali cui esso assolve e che influiscono sul corretto ed efficiente funzionamento dell'economia nel suo complesso. Le sue funzioni principali possono essere sintetizzate come di seguito.

- **Funzione monetaria:** il sistema finanziario mette a disposizione del sistema economico una serie di mezzi di pagamento accettati in modo generalizzato per il regolamento monetario degli scambi. Detto in altri termini, esso produce i generi monetari tramite i quali gli utenti del sistema possono regolare le proprie transazioni. In aggiunta, esso offre anche una serie di servizi di incasso e pa-

gamento, vale a dire una pluralità di strumenti e procedure variamente basati anche su supporti telematici ed elettronici – assegni, carte di pagamento, bonifici e giroconti, strumenti digitali – che attivano il trasferimento nello spazio del potere di acquisto. In tal modo il sistema finanziario soddisfa un fondamentale bisogno finanziario del pubblico: il bisogno di pagamento o di regolamento degli scambi. Le soluzioni di pagamento si sono evolute e progressivamente articolate nel corso del tempo, divenendo sempre più efficienti, sofisticate, comode e, per certi versi, sicure. La piena fiducia del pubblico, non solo nella moneta ma anche nei mezzi di trasferimento della moneta, è un postulato di base per lo sviluppo dei servizi di pagamento; si è infatti tanto più invogliati a utilizzare gli strumenti alternativi al contante quanto più ci si sente sicuri e protetti nel loro uso.

Sotto un profilo strettamente tecnico, il segmento del sistema finanziario espressamente preposto alla produzione e circolazione della moneta si definisce, più precisamente, sistema dei pagamenti. In tale contesto, ha giocato tradizionalmente un ruolo chiave il sistema bancario, composto dalla Banca Centrale e dagli intermediari bancari. Si tratta degli unici soggetti aventi il privilegio di creare moneta emettendo proprie passività normalmente accettate come mezzo di pagamento. Come noto, la Banca Centrale crea la moneta legale, mentre le banche emettono la moneta bancaria, dizione quest'ultima con cui ci si riferisce in modo esclusivo ai depositi in conto corrente o depositi monetari. L'insieme delle banconote emesse dalla prima e dei depositi a vista raccolti dalle seconde determinano l'offerta complessiva di moneta a disposizione del pubblico. Al riguardo, rileva puntualizzare che nelle moderne economie è la moneta di banca il genere monetario nettamente preferito dal pubblico e quello largamente predominante negli scambi, con la conseguenza che le banche sono oggi il maggiore produttore della moneta attualmente in circolazione. L'esercizio della richiamata funzione monetaria ha storicamente reso gli intermediari bancari un *unicum* tra tutte le istituzioni finanziarie operanti nel sistema, posto che la possibilità di emettere passività accettate in modo generalizzato per il regolamento degli scambi ha rappresentato a lungo una loro prerogativa pressoché esclusiva. L'innovazione finanziaria e tecnologica nonché l'evoluzione regolamentare più recente (ci si riferisce, in particolare, alla seconda direttiva europea sui servizi di pagamento n. 2015/2366/UE, c.d. PSD2) stanno tuttavia imprimendo una notevole accelerazione ai processi evolutivi in atto nel sistema dei pagamenti, scalfendo i tradizionali spazi di 'unicità' goduti dalle banche al suo interno. Nel tempo è stata infatti progressivamente allargata la rosa dei servizi di pagamento disponibili sul mercato ed è stato stimolato l'ingresso, in chiave pro-concorrenziale, di nuovi soggetti prestatori di servizi di pagamento, che si affiancano ora agli operatori tradizionali. Allo stesso tempo, l'affermarsi di nuovi scenari tecnologici (si pensi, ad esempio, all'avvento della tecnologia blockchain) sta pure permettendo la diffusione nel mercato delle valute virtuali, ov-

vero di nuovi strumenti di scambio privati caratterizzati da aspetti sia comuni sia distintivi rispetto alla moneta. Ne consegue che il tempo in cui il sistema dei pagamenti vedeva al centro l'istituto di emissione, circondato da una moltitudine di banche e qualche emittente carte di credito sembra definitivamente tramontato a fronte di una realtà economica e sociale ormai profondamente mutata. Di certo, il fenomeno del crescente e rapido ingresso nel comparto di nuovi attori non convenzionali sta sancendo di fatto la fine del monopolio delle banche nel mercato dei pagamenti.

Con l'espressione "nuovi attori non convenzionali" nel mercato dei prodotti monetari non ci si riferisce più tanto alle ormai classiche istituzioni non finanziarie abilitate ad emettere carte di pagamento o ai fondi comuni d'investimento in strumenti di mercato monetario (fondi liquidità). Piuttosto, ci si riferisce al recente trend il forza del quale – grazie a un mix di fattori normativi, tecnologici e congiunturali che includono la diffusione degli smartphone, la crescita dell'e-commerce, lo sviluppo dei pagamenti contactless/QR Code e di tecnologie di sicurezza anche biometriche – alcuni soggetti provenienti da settori diversi da quello finanziario stanno penetrando nel business dei servizi di pagamento, e li trovano un ben preciso posizionamento strategico nella catena del valore divenendo in poco tempo parte integrante o addirittura attori indispensabili dell'ecosistema.

I nuovi entranti godono spesso di un trattamento regolamentare di favore e si valgono di modalità innovative di prestazione dei servizi capaci di erodere parte dei margini delle banche tradizionali. Infatti, la loro operatività astrae e rende dunque sostanzialmente inutile l'intermediazione degli *incumbent* e, persino, delle stesse Banche Centrali.

Tra i nuovi entranti nel business dei pagamenti è possibile citare gli operatori digitali e i provider tecnologici, i quali abbinano all'offerta di *device* mobili l'erogazione di servizi e soluzioni integrate. Vi rientrano, inoltre, le società di telecomunicazioni, le quali spesso agiscono in partnership con attori di altri settori (aziende bancarie incluse) attraverso varie infrastrutture e piattaforme di rete. Sono soprattutto i grandi player provenienti dal mondo tecnologico, dei social media e i grandi "ecosistemi digitali" (Google, Apple, Facebook, Amazon) i soggetti che oggi stanno mettendo in campo le iniziative di penetrazione del mercato dei pagamenti più aggressive. Ad esempio, da alcuni anni Amazon è entrata nel mondo dei pagamenti digitali con Amazon Pay ed offre ai clienti l'opportunità di pagare i venditori convenzionati presenti sulla propria piattaforma direttamente dal proprio account; ha inoltre lanciato una carta di credito a proprio marchio e un sistema di rateizzazione dei pagamenti. Scelte non dissimili hanno compiuto Apple e Samsung con il lancio di propri servizi di pagamento in mobilità (rispettivamente, Apple Pay e Samsung Pay) e di una propria carta di pagamento, creata in partnership con altri soggetti. Facebook, invece, dopo avere reso disponibile un sistema di pagamento via app di messaggistica (WhatsApp Pay) si prepara a rendere finalmente operativo il progetto Diem (ex Libra) che prevede il lancio di una propria criptovaluta di tipo *stablecoin*.

Da quanto precede, si comprende come l'intensificarsi della concorrenza nel settore dei pagamenti, con l'ingresso delle richiamate nuove specie allogene di soggetti, sia un fenomeno destinato a modificare significativamente gli equilibri

preesistenti a discapito dei *players* tradizionali, ma col potenziale virtuoso di accrescere il benessere dei consumatori e l'efficienza. È dunque facilmente prefigurabile uno spostamento progressivo di una parte dei servizi di pagamento verso questi nuovi attori, in un una sorta di moto centrifugo reso possibile dagli stessi sviluppi regolamentari recenti e dalla rivoluzione digitale in atto (Fintech). Secondo alcuni osservatori, addirittura, la tradizionale conformazione dei servizi di pagamento così come siamo abituati a conoscerla e, più in generale, dei servizi bancari e finanziari, potrebbe prospetticamente modificarsi in modo anche radicale proprio alla luce dei richiamati trend in atto.

• **Funzione creditizia:** questa attività svolta dal sistema finanziario, anche nota come funzione allocativa o di intermediazione, si sostanzia nel consentire il **trasferimento di potere di acquisto** all'interno del sistema economico, permettendo in particolare il finanziamento degli investimenti. Questi, come noto, sono il cuore del processo di sviluppo economico. In tal senso, ponendosi come tramite tra soggetti che manifestano esigenze finanziarie contrapposte e speculari, il sistema finanziario stimola l'accumulazione del risparmio e ne consente l'efficiente allocazione. La diversità di "posizione" e di bisogni finanziari tra gli agenti economici è alla base della domanda di intermediazione, la sua stessa ragion d'essere.

Infatti, come sarà più ampiamente spiegato nel capitolo 3, nel sistema economico esistono alcuni agenti che tendono a disporre di un potere d'acquisto che eccede pro tempore le proprie esigenze contingenti di consumo e investimento reale. Il risparmio di cui essi sono conseguentemente portatori rappresenta a ben vedere una risorsa assai preziosa, trattandosi della fondamentale materia prima su cui si innestano i processi di intermediazione e da cui dipende, in ultima istanza, il volume stesso degli investimenti reali finanziabili. È dunque importante che la capacità di questi soggetti di accumulare e investire il proprio risparmio venga adeguatamente promossa e valorizzata all'interno del sistema. Parallelamente, altri agenti economici manifestano, di contro, esigenze opposte collegate al finanziamento delle spese correnti e/o dei progetti di investimento reale, per le quali non dispongono internamente di un volume di risorse sufficienti a sostenerle. Stipulando appositi contratti di indebitamento, questi soggetti in deficit possono allora reperire, proprio all'interno del sistema finanziario, le risorse di cui necessitano senza dovere rinunciare ai propri progetti.

Con la propria attività, il sistema finanziario permette un agevole trasferimento delle risorse finanziarie dai primi soggetti (unità in surplus finanziario) ai secondi (unità in deficit finanziario), mettendo in relazione il risparmio accumulato dagli uni con gli investimenti progettati presso gli altri. Esso favorisce, dunque, la trasformazione del risparmio in investimenti produttivi. Così facendo, è chiaro che ne soddisfa contestualmente i relativi bisogni finanziari, che sono rispettivamente bisogni di investimento del risparmio e bisogni di finanziamento. Ai primi – anche detti datori di fondi, unità in avanzo finanziario o

‘centri di formazione del risparmio’ – offre infatti adeguati stimoli per l’accumulazione del risparmio e interessanti occasioni per il suo impiego fruttifero. Di contro i secondi, che si qualificano come prenditori di fondi o unità in disavanzo finanziario o ‘centri di decisione degli investimenti’, trovano come detto nel sistema finanziario la possibilità e diverse modalità disponibili per indebitarsi; in tal modo reperiscono quelle risorse esterne necessarie per coprire i propri fabbisogni finanziari.

A seconda delle specifiche preferenze degli scambisti finali e della compatibilità delle rispettive schede di preferenza, la canalizzazione del risparmio dalle unità in surplus a quelle in deficit può avvenire in due modi distinti e complementari. La prevalenza di un modello di intermediazione o dell’altro è un aspetto istituzionale importante per tipizzare la **morfologia dei sistemi finanziari**.

I **circuitti diretti** rappresentano un primo possibile macro-modello di intermediazione, che si caratterizza per la netta prevalenza dei mercati finanziari e degli strumenti finanziari diretti quale modalità elettiva di collegamento tra risparmio e investimenti. I sistemi finanziari così connotati, peraltro originariamente tipici soprattutto del contesto anglosassone, si definiscono sistemi *market oriented* e si qualificano per una elevata capitalizzazione di mercato. In essi il finanziamento degli investimenti avviene preferibilmente tramite soluzioni di mercato. Ciò significa che la provvista di fondi da parte delle unità in deficit (imprese o pubblica amministrazione) avviene tipicamente attraverso il mercato dei capitali (mercato obbligazionario o azionario), a fronte del collocamento di strumenti finanziari diretti (bond, azioni) sottoscritti dai datori finali di fondi. Questi ultimi, di conseguenza, ne sopportano in modo diretto e pieno i relativi rischi.

In alternativa, l’intermediazione tra risparmio e investimenti può avvenire attraverso i **circuitti indiretti**, anche detti circuiti intermediati. In questo caso, il collegamento tra datori e prenditori finali di fondi è filtrato dall’intervento di una particolare categoria di intermediari finanziari (intermediari di tipo *asset transformer*), rappresentati esemplificativamente dalle banche. Pertanto, in questo caso i datori di fondi cedono le proprie disponibilità monetarie non più direttamente a un’impresa che ne abbisogna, bensì a un “intermediario finanziario trasformatore”. Quest’ultimo, a sua volta, aggrega e trasforma, nelle valenze tecniche ed economiche, le risorse finanziarie ricevute per adattarle alle preferenze dei prenditori di fondi nell’ambito di un rapporto fiduciario tendenzialmente stringente, spesso di lunga durata, fondato su informazioni prevalentemente indisponibili al pubblico (informazioni che si rivelano assai utili per alimentare le procedure di valutazione del merito di credito). In altre parole, gli intermediari trasformatore raccolgono e impiegano a proprio nome e a proprio rischio le risorse monetarie all’interno del sistema, instaurando relazioni di debito e credito con una vasta platea di interlocutori, nei cui confronti si pongono nella veste di controparti dirette. I sistemi finanziari caratterizzati da elevati volumi di credito bancario e, più in generale, da un’ampia diffusione di strumenti

finanziari indiretti (cioè emessi dagli intermediari trasformatori stessi, quali specificamente depositi e prestiti) vengono definiti sistemi *bank oriented*; per inciso, essi sono storicamente tipici dell'Europa continentale.

A prescindere dal canale di intermediazione utilizzato per lo scambio, è importante che il sistema finanziario non si limiti solo a promuovere la mera massimizzazione del volume delle risorse disponibili, ma riesca anche a canalizzare il risparmio verso le iniziative a più elevata redditività attesa, a parità di rischio. In questo caso, si dice che il sistema finanziario opera secondo criteri di **efficienza allocativa**, nel senso che riesce ad indirizzare le risorse raccolte verso i soggetti/progetti più meritevoli, individuati grazie a griglie valutative realmente efficaci. Operando in modo socialmente ottimale, il sistema finanziario contribuisce massimamente al processo di crescita dell'economia reale, crescita che è del resto strettamente connessa proprio alla natura e al volume degli investimenti finanziati in un certo lasso temporale.

• **Funzione di gestione dei rischi:** il rischio è immanente alla vita delle persone così come all'operatività delle imprese, incluse quella speciale classe di aziende dedite a un'attività di servizio, produzione e distribuzione di contratti finanziari che chiamiamo intermediari finanziari. Complice la varietà e la complessità delle attività e passività finanziarie da questi detenute nel loro bilancio, per gli intermediari finanziari l'esposizione al rischio rappresenta addirittura la condizione tipica e l'essenza stessa del loro *core business*. Ma in realtà anche un privato che sottoscriva ad esempio dei titoli è tendenzialmente esposto a vari rischi. In generale, egli è infatti impossibilitato a quantificare *ex ante* con matematica certezza il risultato finale che trarrà del proprio investimento, complice l'imprevedibile dinamica delle grandezze finanziarie che lo influenzano. Una serie di eventi – tra cui, l'eventuale insolvenza o morosità dell'emittente, il manifestarsi di fenomeni inflativi, l'evolvere dei tassi di interesse, l'oscillazione del prezzo del titolo o del cambio delle valute – potrebbero infatti manifestarsi durante l'orizzonte temporale di investimento e, con diversa intensità, alterare la performance dello strumento in senso positivo o negativo rispetto a quanto inizialmente preventivato. Il rendimento finale effettivamente realizzato potrebbe di conseguenza essere diverso (superiore o inferiore) rispetto a quello atteso; in tal senso si dice che l'investitore è esposto a un "**rischio speculativo**", altresì detto rischio finanziario. Che ne sia consapevole o meno, lo stesso soggetto corre contemporaneamente anche ulteriori rischi di altra natura: ad esempio quello di ammalarsi, di perdere il lavoro o di subire un furto. La letteratura finanziaria definisce questi ultimi eventi come "**rischi puri**" (o anche rischi assicurativi): essi si ricollegano a situazioni future e ipotetiche, in genere difficilmente definibili nella frequenza e nella gravità di manifestazione, dal cui eventuale manifestarsi possono tuttavia scaturire esclusivamente perdite o danni. L'incertezza permea inevitabilmente anche la vita delle imprese, il cui *core bu-*

business risente idealmente di una vasta gamma di eventi aleatori. Giusto per citare qualche esempio, le aziende sono esposte a un rischio di reputazione, i prezzi delle materie prime o dei loro prodotti finiti fluttuano nel tempo, l'evoluzione dei tassi d'interesse tende a incidere sul costo dell'indebitamento aziendale.

Da quanto precede è chiaro che i soggetti che si muovono nel sistema economico-finanziario sottostanno fisiologicamente a molteplici rischi, variabili in funzione dell'attività che svolgono e della turbolenza del contesto ambientale nel quale si muovono. Non può dunque sorprendere che tra i diversi bisogni finanziari che possono essere espressi nell'ambito del sistema finanziario vi sia anche un generico **bisogno di gestione dei rischi**, che possiamo alternativamente anche qualificare come "bisogno di sicurezza". L'esigenza, in questo caso, è chiaramente quella di proteggersi dai summenzionati rischi, speculativi o puri che siano (cfr. appendice 1). Peraltro, è chiaro che ciascun soggetto si caratterizza per una propria attitudine verso il rischio posto che, come anticipato, in alcuni casi (e, specificamente, quando si è esposti a rischi puri) sopportare il rischio vuol dire potere subire perdite, mentre in altri casi essere esposti a rischio (nella fattispecie di rischio speculativo) equivale a preconstituirsì la possibilità di conseguire un profitto, che però è aleatorio e può quindi anche tramutarsi in perdita. Ne consegue che ognuno ha una propria specifica sensibilità, professionalità e disponibilità alla assunzione dei rischi.

In tal senso, il sistema finanziario – con i suoi contratti, mercati e intermediari finanziari – costituisce un importante dispositivo atto a venire incontro alle esigenze più disparate: consente di assumere rischi a chi vuole aumentare la propria esposizione ad essi, permette di trasformare e gestire i rischi a chi intende ridurre o, addirittura, azzerare la propria esposizione. Infatti, il sistema finanziario offre in primo luogo due specifiche soluzioni negoziali che consentono ai soggetti interessati di attivare una strategia di **copertura dai rischi**, ovvero di immunizzare la propria ricchezza da un evento futuro temuto. Nello specifico, le polizze assicurative consentono di gestire i rischi puri: l'esposizione ad essi viene azzerata tramite il loro trasferimento in capo ad un intermediario specializzato (compagnia di assicurazione) a fronte del pagamento del premio della polizza stessa. Gli strumenti derivati sono la seconda tipologia contrattuale atta specificamente alla gestione diretta dei rischi, questa volta di tipo speculativo. Se utilizzati opportunamente e con finalità di copertura, i derivati permettono di annullare gli effetti dell'esposizione ai rischi finanziari.

A prescindere dall'esistenza dei suddetti contratti idonei alla gestione diretta ed esplicita dei rischi, va peraltro chiarito che è comunque connaturato ai mercati e all'attività degli intermediari finanziari la capacità di realizzare rispettivamente un fisiologico processo di redistribuzione e di trasformazione dei rischi stessi. Del resto, qualunque contratto finanziario consente, in linea generale, non solo di trasferire risorse finanziarie tra le parti coinvolte, ma anche di redistribuire i rischi tra di esse. Analogamente, il ricorso agli intermediari fi-

nanziari è un altro modo attraverso il quale può avvenire la mitigazione dei rischi cui gli agenti economici sono esposti. L'effetto di trasformazione dei rischi associato all'intervento di un intermediario può implicare da parte di quest'ultimo la loro assunzione diretta, ma non necessariamente. A prescindere dalla modalità operativa e dalle tecniche gestionali impiegate, ciò che rileva sottolineare è che, rispetto a un singolo agente economico, gli intermediari finanziari hanno una speciale abilità nel contrastare ed affrontare con efficacia il problema dell'incertezza intrinseca agli scambi finanziari. Come spiegheremo specificamente nel capitolo 5 dedicato alle teorie dell'intermediazione finanziaria, essi vantano del resto superiori competenze nei processi di identificazione, misurazione e gestione dei rischi mediante l'implementazione di idonei metodi e strumenti. Questo consente loro di gestire e di trasformare in modo economicamente conveniente le diverse tipologie di rischio collegate agli scambi finanziari, a vantaggio proprio e/o della propria clientela.

Senza entrare in dettagli tecnici, è possibile affermare che in termini aggregati il rischio grava sempre, in ultima battuta, sulle unità in surplus, vale a dire sui datori finali di fondi. Tuttavia, questo avviene con modalità e gradazioni affatto diverse nei *sistemi bank based* rispetto a quelli *market based*. Infatti, al variare della morfologia dei sistemi finanziari tende a mutare la composizione tipica dei portafogli degli agenti economici e, con essa, la composizione del loro portafoglio di rischi e, a livello macro, la distribuzione dei rischi finanziari stessi nel sistema economico. Possiamo al riguardo puntualizzare quanto segue.

Nei **sistemi finanziari orientati agli intermediari**, i depositi e i prestiti bancari tendono a rivestire un'incidenza importante nel quadro delle attività e delle passività finanziarie detenute rispettivamente dai settori in surplus e in deficit. L'intermediazione finanziaria avviene infatti soprattutto per il tramite degli intermediari creditizi (segnatamente le banche), che si assumono e gestiscono in proprio i rischi finanziari non diversificabili che derivano dalla loro attività. Posto che i rischi dell'intermediazione finanziaria gravano direttamente sui bilanci bancari, essi ricadono solo in via mediata sui loro azionisti e creditori: le banche tendono infatti a ridurne l'impatto sul benessere individuale "mediando" tra utili e perdite nel corso del tempo. Questo spiega la ragione per la quale i rendimenti offerti ai propri investitori (i rendimenti sui depositi, nello specifico) risultano decisamente meno volatili di quelli dei titoli negoziati sui mercati finanziari e, allo stesso tempo, sono decisamente più bassi (sempre rispetto agli strumenti finanziari diretti) nei periodi in cui i mercati beneficiano degli andamenti positivi dell'economia. È dunque possibile affermare che, a livello microeconomico, i problemi di liquidità e sicurezza tipici degli investitori vengono 'smussati' proprio grazie all'operatività delle banche. Il rilievo e la delicatezza della funzione svolta, insieme con l'ampiezza dei rischi conseguentemente assunti nei propri bilanci, sottolineano l'importanza di un incisivo impianto regolamentare e di controllo sugli intermediari bancari che ne promuova stabilmente la stabilità. Nei **sistemi orientati ai mercati (dei capitali)** le unità in surplus preferiscono invece detenere in portafoglio soprattutto azioni, *corporate bond*, fondi comuni di investimento mobiliare. Esse sono di conseguenza direttamente esposte ai rischi finanziari collegati alle soluzioni negoziali sottoscritte, in primis al rischio di variazione del loro valore. In tali contesti, l'uso di strumenti derivati e di tecnologie assimilabili rientra tra le metodologie di *risk management* più interessanti e diffuse per il presidio dei rischi speculativi.

• **Funzione di trasmissione degli impulsi di politica monetaria:** il sistema finanziario rappresenta anche il fulcro attorno al quale ruota il meccanismo di trasmissione degli impulsi di politica monetaria al settore reale dell'economia. Per quanto la funzione di trasmissione degli impulsi di politica monetaria svolta dal sistema finanziario possa a tutta prima apparire criptica e lontana dal pubblico, essa riguarda invece piuttosto da vicino i cittadini: infatti, ne influenza significativamente la vita quotidiana e i livelli di benessere. Del resto, le manovre di politica monetaria impattano sui consumi, sugli investimenti delle imprese, sull'occupazione, oltre che sulla crescita dei prezzi. Ma cosa è la politica monetaria e cosa c'entra esattamente col sistema finanziario? Ebbene, la politica monetaria – insieme con la politica dei redditi e di bilancio – è una delle leve di intervento della politica economica, la quale persegue tipicamente una serie di finalità di natura macro-economica. La stabilità dei prezzi, la crescita, l'occupazione sono i suoi tipici obiettivi finali. In particolare, la stabilità dei prezzi è l'obiettivo principe perseguito tipicamente dalla politica monetaria moderna, almeno in Europa. Della sua attuazione si occupano le banche centrali, esemplificativamente la BCE in Europa e la FED negli Stati Uniti d'America. Perseguire la stabilità dei prezzi significa contrastare due fenomeni opposti, ma egualmente indesiderabili sul piano delle implicazioni di politica monetaria ed economia, ovvero l'inflazione e la deflazione. Nel primo caso, l'aumento generalizzato e prolungato dei prezzi rischia di spostare la distribuzione del reddito a favore dei debitori a discapito dei creditori e questo va evitato. Più in dettaglio, l'inflazione riduce il potere d'acquisto della moneta e quindi del valore reale di tutte le grandezze monetarie, abbassa il potere d'acquisto dei salari, ridimensiona il valore dei profitti. Nel caso di deflazione, di contro, i prezzi tendono a calare in modo continuo e generalizzato, ovvero a non crescere abbastanza. In questo caso, ne risentono negativamente soprattutto i prenditori di fondi (debitori privati e/o governativi), i cui debiti diventano infatti progressivamente più gravosi in termini reali. La deflazione può inoltre andare a detrimento dei consumi, ritardare gli investimenti, ha riflessi negativi sull'occupazione. Chiariti i principali effetti nefasti associati tanto ai fenomeni inflativi quanto a quelli deflativi, si comprende la ragione per la quale la politica monetaria europea persegue tipicamente la stabilità dei prezzi. Essa implica un livello obiettivo di inflazione moderato e stabile, che nello specifico è “inferiore ma prossimo al 2%” nel medio termine. Per realizzare l'obiettivo richiamato, le Autorità Monetarie Comunitarie orientano nella misura e nel senso desiderato i tassi di interesse principali o la base monetaria, facendo attenzione a che i tassi di interesse promuovano condizioni equilibrate di domanda e di offerta. Le operazioni di mercato aperto, le operazioni attivabili su iniziativa delle controparti, la riserva obbligatoria sono gli strumenti di politica monetaria convenzionalmente a disposizione dell'Eurosistema per governare l'offerta di moneta e/o determinare i tassi di interesse a breve di riferimento. A prescindere dallo strumento scelto per ottenere i riflessi desiderati sull'economia reale, la variazione della quantità di