

Il sistema finanziario

SOMMARIO: 1. Introduzione 2. La struttura del sistema finanziario 3. Le funzioni del sistema finanziario 3.1 La funzione monetaria 3.2. La funzione creditizia 3.3. La funzione assicurativa 3.4 Altre funzioni 4. Sistemi finanziari orientati alla banca e al mercato. 5. Informazione e finanza. Riferimenti bibliografici.

1. Introduzione

Sistema = lat. SYSTEMA dal gr. SYSTEMA composto della particella SYN *con, insieme* - STEMA attinente all'inusitato STENAI [pres. ISTEMI] *stare, collocare* (v. *Stare*). Aggregato di parti di cui ciascuna può esistere isolatamente, ma che dipendono le une dalle altre secondo leggi e regole fisse e tendono a un medesimo fine; Aggregato di proposizione su cui si fonda una dottrina; e anche Dottrina le cui parti sono fra loro collegati e seguonsi in mutua dipendenza; Complesso di parti similmente organizzate e sparse per tutto il corpo quale il sistema linfatico, nervoso, vascolare ecc.¹; Finanza = prov.

Finanza; fr. Finance dal b. lat. FINANTIA, CHE DAL SIGNIFICATO DI DEFINIZIONE AMICHEVOLE DI UNA CONTROVERSIA (DA * FINARE per FINIRE terminare, concludere, ovvero da FINIS fine, conclusione, Id'onde pure nacque l'aggett. FINALIS finale) passò a significare prestazio-

¹ <http://www.etimo.it/?term=sistema>

ne pecuniaria, denaro contante (che è nel fr. Finance), per il quale si definiscono in generale gli affari. [In prov. E a fr. FIN significò *fine, liquidazione, composizione*]. Oggi vale Denaro, le Rendite dello Stato: l'Amministrazione di esso; Risorsa pecuniaria, Stato di fortuna di una persona.²

Fondendo le due parole, definiamo il sistema finanziario come l'insieme organico di istituzioni, mercati e regole che riguardano la circolazione della moneta e del credito nell'economia.

Lo studio dei sistemi finanziari si svolge su due piani: il piano descrittivo e il piano teorico. Sul piano descrittivo l'analisi si concentra sullo studio delle istituzioni, dei mercati e delle regole in vigore nelle principali economie mondiali e a livello internazionale e sull'esame della loro evoluzione nel tempo in risposta ai mutamenti di natura giuridica, economica e politica che coinvolgano le singole nazioni. Sul piano teorico, prevale l'identificazione di problemi specifici (es. crisi finanziaria, effetti della concorrenza nel settore bancario, accesso costoso ai mercati finanziari, asimmetria informativa nel settore dei servizi finanziari *retail*) e la loro rappresentazione attraverso l'impiego di modelli (es. Allen e Gale 2000).

2. La struttura del sistema finanziario

Hicks (1967) propone uno schema efficace per rappresentare la struttura del sistema finanziario.

Vi è un modello del sistema finanziario, semplificato ma ancora utile, che lo rappresenta come una gerarchia di finanziari, che possono essere disposti in cerchi concentrici. Ciascun cerchio dà a prestito al cerchio esterno e prende a prestito dal cerchio interno; al centro di tutti i cerchi sta la banca centrale. L'industria può raccogliere fondi a punti diversi dei cerchi, ma affinché i suoi bisogni siano interamente soddisfatti ciascuno dei cerchi deve dare il suo contributo. In equilibrio, ciascuno dei finanziari, ovunque sia

² <http://www.etimo.it/?term=finanza>

posto, deve avere un profitto e ciascuno ha i suoi problemi di liquidità. Non raccoglierà fondi dal cerchio interno e non presterà al cerchio esterno a meno che non ne tragga un vantaggio netto e per ciò deve prestare ad un saggio maggiore di quello che paga per quanto prende a prestito.³

Il cuore del sistema è occupato dalla banca centrale. La banca centrale è un'istituzione fondamentale che svolge molte funzioni: banca dello Stato, banca delle banche, titolare della politica monetaria, custode di riserve valutarie, responsabile della supervisione e regolamentazione del sistema bancario.

In qualità di titolare della sovranità monetaria (DEFINISCI) la banca centrale è l'unica istituzione autorizzata per legge a creare fisicamente la moneta legale e a immetterla nel sistema economico.

Tecnicamente l'immissione di moneta legale nel sistema economico avviene attraverso tre canali, definiti canali di creazione della base monetaria: finanziamento del disavanzo del bilancio pubblico (attraverso la concessione di scoperti sul conto di Tesoreria o acquistando titoli di Stato all'emissione), acquisto di valuta estera in cambio di valuta nazionale (es. in presenza di un avanzo di parte corrente nella bilancia dei pagamenti e cambi fissi), rifinanziamento a titolo definitivo (sconto di titoli) o transitorio (rifinanziamento pronti contro termine) del sistema bancario. Il canale di creazione più importante è quest'ultimo. Nell'ambito della politica monetaria, la banca centrale stabilisce la quantità di riserve liquide da immettere nel sistema economico e il tasso d'interesse a cui quelle riserve sono prestate. Il prestito può avvenire secondo il meccanismo del pronti contro termine o a titolo definitivo.

Il secondo anello del sistema finanziario è occupato dal mercato monetario, all'interno del quale si scambiano attività finanziarie a brevissimo e breve termine, generalmente molto liquide (facilmente scambiabili e affini alla moneta).

³ Tratto da J. Hicks (1963) (Ed. IT.) p. 50

Il mercato monetario si articola in una serie di sotto-mercati, collegati tra loro. Il più importante di questi è il mercato interbancario, all'interno del quale le banche scambiano fra di loro riserve liquide per periodi di tempo spesso brevissimi (es. overnight, prestito della durata di due giorni lavorativi) a tassi d'interesse liberamente contrattati (es. EURIBOR, EONIA, LIBOR).⁴ Accanto al mercato interbancario ci sono il mercato dei riporti,⁵ il mercato dei pronti-contro-termine, il mercato delle accettazioni bancario. In condizioni normali, i tassi d'interesse del mercato monetario sono legati ai tassi di politica monetaria per motivi di contiguità tra il rifinanziamento delle banche da parte della banca centrale e le operazioni che si svolgono all'interno del mercato monetario stesso.

Il terzo anello del sistema finanziario è occupato dalle banche commerciali che prendono a prestito moneta legale dalla banca centrale o da altre banche sul mercato monetario per prestarle al resto dell'economia (o ad altre banche) creando in tal modo la moneta.

L'essenza dell'attività di una banca commerciale con-

4 Euribor® (Euro Interbank Offered Rate) is the rate at which euro interbank term deposits are being offered by one prime bank to another within the EMU zone. Eonia® (Euro Overnight Index Average) is an effective overnight rate computed as a weighted average of all overnight unsecured lending transactions in the interbank market, initiated within the euro area by the contributing panel banks. Fonte <http://www.euribor.org/> LIBOR stands for London Interbank Offered Rate. It's the rate of interest at which banks offer to lend money to one another in the wholesale money markets in London. It is a standard financial index used in U.S. capital markets and can be found in the Wall Street Journal. In general, its changes have been smaller than changes in the prime rate. How it's used: It's an index that is used to set the cost of various variable-rate loans. Lenders use such an index, which varies, to adjust interest rates as economic conditions change. They then add a certain number of percentage points called a margin, which doesn't vary, to the index to establish the interest rate you must pay. When this index goes up, interest rates on any loans tied to it also go up. Although it is increasingly used for consumer loans, it has traditionally been a reference figure for corporate financial transactions. Fonte <http://www.bankrate.com/rates/interest-rates/1-year-libor.aspx>

16 Il riporto è un contratto mediante il quale una parte, detta riportato, trasferisce in proprietà all'altra, detta riportatore, titoli di credito di una data specie ad un determinato prezzo e il riportatore assume l'obbligo di trasferire nuovamente al riportato in proprietà, alla scadenza convenuta, altrettanti titoli della stessa specie, contro rimborso del prezzo, che può essere aumentato o diminuito nella misura convenuta (artt. 1548 sgg. c.c.). [...].

siste nel raccogliere depositi dal pubblico e nell'impiegarli nel prestito e nell'acquisto di titoli. A questa attività se ne associano altre (gestione patrimoniale, consulenza, concessione di garanzie, lettere di credito, impegni fuori bilancio). La differenza fra l'elevata liquidità dei depositi e la bassa liquidità dei prestiti è la fonte principale di rischio nell'ambito dell'attività bancaria, sia del rischio di liquidità⁶ che del rischio di insolvenza.⁷

All'interno dell'anello bancario si formano due categorie principali di tassi d'interesse: i tassi sui depositi e i tassi sui prestiti. La differenza tra i secondi e i primi prende il nome di margine d'interesse per le banche e rappresenta una delle componenti principali nella formazione del reddito delle banche.

Il quarto anello del sistema è occupato dai mercati finanziari in senso proprio all'interno dei quali si scambiano attività a medio e lungo termine e attività denominate in valuta estera. Esistono cinque categorie principali di mercati finanziari: il mercato obbligazionario, il mercato azionario, il mercato dei prodotti finanziari derivati, il mercato valutario, il mercato delle materie prime standardizzate (in inglese *commodities*). Nel mercato obbligazionario si scambiano titoli obbligazionari (titoli di debito). Nel mercato azionario si scambiano titoli di proprietà nel capitale delle imprese. Nel mercato dei prodotti finanziari derivati si scambiano contratti che permettono di assicurarsi contro il rischio di variazioni avverse dei prezzi delle attività finanziarie e reali o di scommettere sul loro andamento. Nel mercato valutario si scambiano valute estere contro valuta nazionale. Nel mercato delle *commodities* infine si scambiano beni agricoli, metalli e prodotti minerali (petroli) a pronti e a termine. All'interno del mercato finanziario si formano i tasso

⁶ Il rischio di liquidità è l'eventualità che una banca non sia nelle condizioni di far fronte agli impegni di pagamento per cassa o per consegna previsti o imprevisi, pregiudicando l'operatività quotidiana o la situazione finanziaria della banca stessa.

⁷ Insolvenza è una situazione in cui il valore dell'attivo risulta strutturalmente e irrimediabilmente inferiore al valore del passivo.

obbligazionari a breve, medio e lungo termine, le quotazioni di borsa, i tassi *forward* e *future*, i tassi di cambio e il prezzo delle materie prime.

L'ultimo anello del sistema finanziario è occupato dagli intermediari finanziari non bancari: banche d'investimento, fondi d'investimento, fondi pensione, compagnie di assicurazione, broker, dealer, altri intermediari finanziari, le cui passività a differenza di quelle emesse dalle banche (i depositi) non hanno caratteristiche monetarie. Intorno al sistema finanziario si dispongono quindi i mercati dei beni e dei servizi, il mercato del lavoro e quello dei capitali.

I sistemi finanziari dei singoli paesi sono legati fra loro all'interno di un sistema più ampio e complesso: il sistema finanziario internazionale. Per comprenderne la struttura il lettore pensi a un arcipelago fatto di molte isole (gli stati nazionali) alcune grandi, altre di dimensioni intermedie, altre più piccole. Tra le isole esiste un sistema di collegamenti assicurato da tante compagnie diverse (mercato valutario e finanziario internazionale e operatori presenti al suo interno). In condizioni normali il sistema di collegamenti funziona regolarmente ma possono scoppiare tempeste improvvise (le crisi finanziarie internazionali) che paralizzano i collegamenti, almeno temporaneamente. All'interno dell'arcipelago esistono anche isole piccolissime, quasi sempre lontane (fisicamente e giuridicamente) dalle isole più grandi e piattaforme mobili, simili a quelle per l'estrazione del petrolio. Le isole piccolissime sono i centri finanziari OFF-Shore e dei paradisi fiscali. Luoghi insignificanti in termini geografici e politici ma essenziali all'interno del sistema finanziario internazionale come luogo di deposito del denaro al riparo dagli occhi delle autorità fiscali e giudiziarie nazionali. Le piattaforme mobili sono i mercati finanziari extra-territoriali fisicamente localizzati nei centri (es. mercato dell'Eurodollaro).

3. Le funzioni del sistema finanziario

Le istituzioni che costituiscono il sistema finanziario svolgono tre funzioni principali: la funzione monetaria, la funzione creditizia, la funzione assicurativa. Si realizzano altresì all'interno del sistema finanziario l'allocazione dei diritti di proprietà sul capitale delle imprese e la circolazione di informazioni economicamente sensibili.

3.1 La funzione monetaria

L'economia è basata sulla circolazione della moneta e sul suo impiego come mezzo di scambio, unità di conto, mezzo di pagamento e riserva di valore. La moneta, secondo una celebre definizione coniata dall'economista statunitense Francis Walker e ripresa, fra i tanti, da John Hicks nei *Saggi critici di teoria monetaria* (1967, p. 1), «la moneta è ciò che la moneta fa» (definizione funzionale della moneta). Roy Harrod (1969, p. x.) osserva che la «moneta è un fenomeno sociale, mentre secondo Tibor Scitovsky (1969, p. 1) «La moneta è un concetto difficile da definire, in parte perché non svolge una ma tre funzioni, a ognuna delle quali corrisponde una specificità diversa (*moneyness*) ». Secondo un'altra definizione la moneta è

Quella peculiarissima merce che rappresenta tutte le altre merci e che può scambiarsi con ognuna di esse, ma che può anche conservarsi indefinitamente e senza costo, senza perdere cioè la sua capacità di scambiarsi con ogni altra merce in un periodo successivo. La moneta è potere d'acquisto, o meglio, è una potenzialità d'acquisto che può rimanere indefinitamente nello stato di potenzialità. Essa è la merce che può essere indefinitamente accantonata e tenuta fuori dalla circolazione perché[...] non ha nessun costo di mantenimento (Amato e Fantacci 2009, p. 57)

La prima funzione specifica della moneta è quella di unità di conto. Si tratta di una funzione essenziale sia per quantificare crediti e debiti, sia per monitorare l'andamento dei costi e dei ricavi d'impresa (la contabilità), sia per facilitare lo scambio di beni e servizi rendendoli direttamente commensurabili attraverso il confronto fra i prezzi. Alla funzione di unità di conto è associata la funzione di mezzo di pagamento.⁸ E' la legge (o una convenzione sociale di forza equivalente) ad assegnare alla moneta il potere di cancellare i debiti attraverso il trasferimento di una somma opportuna dal debitore al creditore.

La seconda funzione della moneta è quella di intermediario degli scambi. Come intermediario degli scambi la moneta è un bene come gli altri con la caratteristica in più di essere accettato da chiunque venda beni e servizi nella consapevolezza che quella stessa moneta potrà essere utilizzata in un secondo per acquistare altri beni e altri servizi senza alcun rischio di non essere accettata. La disponibilità di moneta come intermediario degli scambi permette agli agenti economici di superare i problemi (es. doppia coincidenza dei bisogni) associati al baratto (scambio merce contro merce) e i costi di transazione corrispondenti (in particolare costi di ricerca della controparte).

Intono a quale sia la funzione originale (primaria) della moneta si è volto nel tempo un acceso dibattito tra metallisti e cartalisti. Per i metallisti la moneta nasce merce e acquisisce la funzione specifica di intermediario degli scambi attraverso l'interazione fra gli agenti economici all'interno dei vari mercati. Diventa moneta quel bene particolare che tutti imparano ad accettare in cambio dei beni di cui dispongono perché sanno che tutti gli altri si comporteranno nello stesso modo. Secondo la visione metallista la moneta è figlia del mercato e la sua funzione primaria è quella

⁸ Il termine pagamento viene dal verbo pagare dal lat. PACARE, *acquietare*, e da PAX, *pace quiete*, perché il pagamento acquieta, appaga, soddisfa il creditore. Nella stessa relazione di idee si chiama "Quietanza" l'atto col quale taluno dichiara di essere stato totalmente soddisfatto.

di intermediario degli scambi. Per i cartalisti la moneta nasce come unità di misura dei debiti e come mezzo di pagamento unilaterale per liberarsi di essi. E' lo Stato a determinare il rapporto di equivalenza fra debiti e moneta (valore della moneta) ed eventualmente a modificare unilateralmente questo rapporto. Il valore della moneta dipende esclusivamente dalla capacità dello Stato di governare la moneta stessa senza alcun riferimento a merci o beni fisici sottostanti. Secondo la visione cartalista la moneta è figlia dello Stato e la sua funzione primaria è quella di unità di conto e mezzo di pagamento (v. Ingham 2004).

La terza funzione della moneta, riserva di valore, esiste come conseguenza delle altre due. Solo una moneta in cui le funzioni di misura dei valori/mezzo di pagamento e la funzione di intermediario degli scambi siano definitivamente e istituzionalmente compattate è, al contempo, necessariamente e primariamente riserva di valore. Come rilevano ancora Amato e Fantacci (2009)

Una moneta - unità di conto non ha bisogno di essere fisicamente conosciuta o emessa, può esistere come pura scrittura contabile. Ugualmente una moneta intermediario degli scambi non deve necessariamente coincidere con la moneta - unità di conto, lo Stato può disporre altrimenti. La terza funzione, quella di riserva di valore, non è richiesta con la stessa coerenza delle altre due.

Mentre come unità di conto e intermediario degli scambi è un *unicum*, nell'adempire alla funzione di riserva di valore la moneta è in competizione con le attività finanziarie (titoli obbligazionari a breve, medio e lungo termine, titoli azionari etc.) e reali (oro, gioielli, opere d'arte, beni immobili) e si distingue da esse sulla base del requisito della liquidità.

L'aggettivo liquido deriva dal latino LIQUIDUS da LIQUEO *fluisco, scorro*, accanto all'antico *lixa acqua* che è legato alla radice LI-, LIC- da una più antica RI-, RIK *effondere, versare, bagnare* [...] che taluno reputa affine alla radice RIC- *lasciare andare, sciogliere*.⁹

⁹ <http://www.etimo.it/?term=liquido>

Il termine liquidità indica la maggiore o minore attitudine di un bene (attività finanziaria o reale) a essere accettato in uno scambio.

La moneta contante è liquida per eccellenza in quanto, per legge o consuetudine, tutti sono disposti a accettarla in una situazione di scambio. Il deposito bancario in conto corrente è liquido quanto la moneta contante, salvo i casi in cui non vengano accettati gli strumenti tipici utilizzati per mobilitarlo (assegno, carta bancomat, carta di credito, giro conto, bonifico etc.). Il deposito a risparmio è meno liquido del deposito in conto corrente, a causa del preavviso obbligatorio che il depositante deve dare alla banca prima di attingere alle proprie risorse. I titoli di credito negoziabili sono più o meno liquidi a seconda del proprio livello di standardizzazione, del merito di credito di chi li ha emessi, dell'ammontare in circolazione, dell'esistenza o meno di un luogo deputato al suo scambio. I titoli di credito non negoziabili, i titoli di proprietà e i beni reali perdono gradualmente il connotato della liquidità. A ognuna di queste forme alternative d'impiego della ricchezza è associato un rendimento implicito o esplicito che si configura come premio per la rinuncia alla liquidità e compensazione dei rischi associati a questa rinuncia.

Nel sistema finanziario la funzione monetaria è assolta dal sistema dei pagamenti che secondo la definizione che ne dà la Banca d'Italia¹⁰

E' costituito dall'insieme di tutti gli strumenti con i quali possono essere acquistati beni e servizi nell'economia, nonché dalle attività e dagli intermediari che consentono l'effettivo trasferimento di tali strumenti da un operatore ad un altro. [Il sistema dei pagamenti] rappresenta una infrastruttura molto complessa del sistema finanziario. I consumatori, ma anche le imprese e l'amministrazione pubblica, possono pagare l'acquisto di un bene o di un servizio con la "moneta"; si usano due tipi di moneta: le banconote e le monete metalliche, oppure i fondi accantonati presso le banche commerciali, attraverso l'uso degli strumenti di pagamento da

¹⁰ http://www.bancaditalia.it/servizi_pubbl/conoscere/sispag

queste emessi. Gli strumenti di pagamento più utilizzati sono gli assegni, i bonifici e, in misura crescente, le carte di pagamento. Il compito del sistema dei pagamenti è permettere il passaggio della moneta da un operatore economico all'altro, al fine di consentire lo scambio di beni e servizi. Il pagamento con le monete metalliche e le banconote comporta solo la loro consegna fisica contro il bene e il servizio acquistato. Il pagamento effettuato con l'utilizzo degli strumenti di pagamento bancari implica invece, a cascata, una serie complessa di operazioni che coinvolge, nella maggior parte dei casi, più banche commerciali, più operatori specializzati, la stessa banca centrale. Ad esempio, il semplice acquisto di un bene presso un esercizio commerciale effettuato con un assegno bancario comporta varie operazioni: l'accettazione dell'assegno da parte dell'esercente; il deposito dell'assegno presso la banca dell'esercente; la comunicazione da parte di questa ultima alla banca del debitore della negoziazione dell'assegno e del relativo importo; l'addebito dell'importo sul conto dell'acquirente e l'accredito dell'importo sul conto del commerciante; il trasferimento, inoltre, di fondi dello stesso ammontare dal deposito della banca dell'acquirente a quello della banca del creditore da parte della banca centrale, presso cui sono accesi i conti di deposito delle banche commerciali. Questa banale operazione, che ogni banca replica per tutti i numerosi pagamenti che le vengono quotidianamente richiesti dalla clientela, implica necessariamente una serie di comunicazioni e verifiche tramite l'impiego di procedure tecniche e di soggetti in grado di consentire la trasmissione e il trattamento delle informazioni di pagamento. Sono inoltre necessari meccanismi in grado di regolare e, per i pagamenti di piccolo importo, compensare i fondi che le banche devono reciprocamente scambiarsi a seguito delle operazioni di pagamento effettuate dalla clientela di ognuno di loro. [...] Il sistema dei pagamenti è composto perciò dalla banca centrale e dalle banche commerciali, dai soggetti cioè che emettono la moneta utilizzabile negli scambi; dagli stessi strumenti di pagamento, cartacei ovvero elettronici; dagli operatori che gestiscono reti e procedure tecniche per la trasmissione e la gestione delle informazioni di pagamento e per il regolamento dei pagamenti interbancari; dal quadro normativo che disciplina i diritti e i doveri delle parti coinvolte nelle operazioni di pagamento.

Nel sistema economico esistono dunque due tipi di moneta la moneta legale (creata dalla banca centrale e di

seguito definita base monetaria H) e la moneta bancaria (i depositi D) creata dal sistema bancario prestando alle famiglie e alle imprese la base monetaria presa a prestito dalla banca centrale o aprendo linee di credito indipendenti garantite dal capitale della banca.

Moneta legale e moneta bancaria sono accomunate da un elemento fiduciario. Nel caso del circolante la fiducia riguarda il mantenimento del potere d'acquisto della moneta stessa nel tempo che spetta al governo e alla banca centrale garantire attraverso una gestione accorta della moneta legale. Nel caso dei depositi c'è un secondo livello di fiducia relativo all'effettivo riconoscimento del debito da parte della banca e alla certezza della conversione dei depositi in moneta cartacea a richiesta.

La base monetaria comprende la moneta legale circolante nell'economia e le riserve di moneta legale che le banche tengono depositate presso la banca centrale.

Indicando con H lo stock di base monetaria, con C l'ammontare di circolante (banconote e monete) in possesso di famiglie e imprese, con R l'ammontare di riserve liquide depositate dalle banche presso la banca centrale distinta in riserva obbligatoria e libera.¹¹

¹¹ Come ricorda la Banca d'Italia, la riserva obbligatoria nell'area dell'euro è disciplinata dall'art. 19 dello Statuto del SEBC, dal regolamento CE 23.11.1998, n. 2531, dal regolamento CE 1.12.1998, n. 2818, e dal regolamento CE 12.9.2003, n. 1745. Il regolamento della BCE ha stabilito che l'aggregato soggetto agli obblighi di riserva comprende le seguenti passività delle banche denominate in qualsiasi valuta: depositi, titoli di debito, strumenti di raccolta a breve termine. Sono escluse le passività nei confronti della BCE e delle banche centrali dei paesi che hanno adottato l'euro nonché delle altre banche soggette alla riserva obbligatoria dell'Eurosistema. Si applica una aliquota pari a zero alle passività con scadenza superiore a 2 anni e ai pronti contro termine, al 2 per cento alle rimanenti; viene riconosciuta una esenzione di 100.000 euro dalla riserva dovuta. L'Eurosistema ha adottato il meccanismo della mobilitazione della riserva obbligatoria, che prevede un rispetto dell'obbligo in media. Fino al 23 gennaio 2004 il periodo di mantenimento della riserva obbligatoria aveva inizio il 24 di ciascun mese e termine il 23 del mese successivo. Dal 24 gennaio 2004 il periodo di mantenimento inizia nel giorno di regolamento dell'operazione di rifinanziamento principale immediatamente successiva alla riunione del Consiglio direttivo in cui si valuta l'orientamento della politica monetaria e termina nel giorno precedente la data del regolamento della corrispondente operazione nel mese successivo. Per le istituzioni soggette agli obblighi di segnalazione, i dati di bilancio di fine mese vengono utilizzati ai fini della determinazione dell'aggregato soggetto a riserva per il periodo di manteni-

Per ipotesi sia C che R sono direttamente proporzionali ai depositi bancari. Il parametro c misura il rapporto fra circolante e depositi presso le famiglie ed è funzione delle abitudini di pagamento, della frequenza con la quale si percepiscono i redditi, della fiducia nel sistema bancario. Il parametro h misura il rapporto fra riserve bancarie e depositi ed è funzione delle regole in materia di riserva obbligatoria (v. nota precedente) e del grado di fiducia delle banche nei confronti della clientela e delle possibilità d'un impiego fruttuoso dei fondi liquidi nel mercato finanziario. In termini analitici abbiamo

$$(1) \quad H_t = C_t + R_t = cD_t + hD_t; \quad 0 < c, h < 1;$$

Mentre indicando con M l'offerta complessiva di moneta (circolante più depositi bancari) abbiamo

$$(2) \quad M_t = C_t + D_t = (1+c)D_t$$

Da cui

$$(3) \quad M_t = \frac{(1+c)}{(c+h)} H_t$$

L'Equazione (3) esprime la quantità di moneta M corrente in funzione della base monetaria H e di un termine $(1+c)/(c+h)$ detto moltiplicatore monetario. La parola moltiplicatore riflette l'idea che ogni unità monetaria immessa dalla banca centrale nel sistema economico, per esempio, attraverso il rifinanziamento bancario, viene prestata dalla banche ai propri clienti che utilizzano il denaro preso a prestito per effettuare pagamenti che si trasformano in nuovi depositi, in nuove riserve in nuovi prestiti etc.

mento che ha inizio nel secondo mese successivo a tale data. Le banche possono movimentare l'intero ammontare del deposito. La misura della remunerazione della riserva obbligatoria è pari al tasso medio delle operazioni di rifinanziamento principali effettuate dall'Eurosistema durante il periodo di mantenimento.

In questo modo si innesca un meccanismo - moltiplicativo descritto fra i molti da Schneider (1972). Per chiarire il concetto di moltiplicatore ipotizziamo che $c = 0$. Se la banca centrale crea un deposito originario pari a ΔH nel sistema bancario le banche ne trattengono una quota pari a $h\Delta H$ prestando la parte rimanente $(1-h)\Delta H$. Questi prestiti, se il sistema bancario è chiuso agli scambi con il resto del mondo, tornano ad affluire al sistema bancario sotto forma di nuovi depositi una volta che chi ha ricevuto il prestito originario effettui dei pagamenti. Le banche trattengono una quota pari a h dei nuovi depositi $(1-h)\Delta H$ e prestano il resto $(1-h)^2\Delta H$. Se il processo prosegue immutato l'ammontare complessivo di depositi generato dall'incremento iniziale di base monetaria ΔH è

$$(4) \quad \Delta M = \Delta D = \Delta H + (1-h)\Delta H + (1-h)^2\Delta H + \dots = \frac{1}{1-(1-h)}\Delta H = \frac{1}{h}\Delta H$$

La base monetaria va interamente nelle riserve

$$(5) \quad \Delta R = h\Delta D = h\frac{1}{h}\Delta H = \Delta H$$

Mentre i prestiti totali aumentano in misura pari a

$$(6) \quad \Delta PR = (1-h)\Delta D = (1-h)\frac{1}{h}\Delta H$$

Come chiarisce Goodhart (1987), nessuna delle grandezze che compaiono nella 3 è controllabile da parte della banca centrale soprattutto in un contesto come quello attuale caratterizzato da un livello elevato di liberalizzazione e internazionalizzazione dell'attività bancaria, da collegamenti strettissimi tra mercati monetari nazionali e internazionali e da confini sempre più labili tra attività bancaria e non bancaria.¹²

⁶ Sull'evoluzione delle banche centrali e dei sistemi finanziari cfr. fra i molti contributi possibili Goodhart (1989), Allen (???) Giannini (2004).

3.2 La funzione creditizia

La seconda funzione svolta dalle istituzioni che compongono il sistema finanziario è la funzione creditizia. Si tratta di una funzione essenziale per ogni tipo di attività economica sia che si tratti di produzione (l'impresa sostiene costi in relazione all'acquisizione degli input prima di ottenere i ricavi dalla vendita dei beni e dunque ha bisogno di credito per operare a meno di non attingere esclusivamente a mezzi propri) sia che si tratti di scambio (acquisto a rate, acquisto a credito dilazione di pagamenti, legami fra produttori, commercianti al dettaglio all'ingrosso e consumatori finali).

Tutte le operazioni di credito hanno una struttura simile. All'inizio, A (il creditore) cede a B (il debitore) un ammontare di risorse C (prestazione) in cambio dell'impegno da parte di B (titolo di credito) a restituire ad A, dopo un periodo di tempo prestabilito, un contro ammontare di risorse D (contro-prestazione). Tra l'inizio e la fine dell'operazione di credito B può impegnarsi a pagare ad A (o a chi abbia acquistato da A il titolo di credito nell'ipotesi che si tratti di un titolo negoziabile) pagamenti intermedi D' , D'' , D''' .

I titoli di credito possono essere negoziabili all'interno del mercato finanziario o non negoziabili. Titoli di credito inizialmente non negoziabili possono diventarlo attraverso operazioni di cartolarizzazione.¹³

Perché l'operazione di credito si realizzi dobbiamo ipotizzare che A possieda risorse in eccesso rispetto alle proprie esigenze correnti (es. un risparmiatore, un'impresa con un'eccedenza temporanea di cassa) o fac-

¹³ La cartolarizzazione è una tecnica finanziaria che prevede la cessione *pro soluto* di attività patrimoniali capaci di generare flussi di cassa, quali ad esempio crediti o immobili, ad una società appositamente costituita (detta "società veicolo") a fronte della corresponsione di un prezzo di cessione. La società veicolo finanzia tale pagamento tramite l'emissione di titoli che verranno rimborsati esclusivamente con i ricavi ottenuti dalla gestione delle attività cedute. L'emissione dei titoli è definita "senza ricorso" in quanto il cedente (nel caso specifico lo Stato) non ne garantisce in alcun modo il rimborso nel caso i flussi di cassa generati dalle attività cedute non siano sufficienti. Fonte della definizione <http://www.dt.tesoro.it/it/cartolarizzazioni/>

cia del prestito la propria attività tipica (es. una banca commerciale). B ha bisogno di risorse per soddisfare le proprie esigenze correnti (es. una famiglia che ha bisogno di un mutuo per comprare un appartamento, un'impresa che ha bisogno di credito per finanziare un progetto d'investimento, un operatore di Borsa che ha bisogno di un prestito per acquistare di titoli).

Generalmente la transazione creditizia prevede uno scambio iniziale di denaro e la restituzione in una o più soluzioni di un ammontare di denaro maggiore comprensivo della somma inizialmente versata e di una maggiorazione sotto forma di interesse.¹⁴ Se l'operazione giunge a buon fine, passato il periodo di tempo previsto dal contratto di credito, B restituisce ad A quanto pattuito liberandosi della propria obbligazione. Se l'operazione non giunge a buon fine, e B non è in grado di far fronte ai propri impegni A subisce una perdita e B le conseguenze di legge associate alla condizione di debitore insolvente.

Se il tempo che passa tra l'inizio e la fine dell'operazione è inferiore a un anno parliamo di credito a breve termine; se superiore a tale durata parliamo di credito a medio e lungo termine. Il fatto che tra l'inizio e la fine di un'operazione di credito passi del tempo comporta un rischio specifico (il rischio di credito) associato alla possibilità che accada qualcosa di imprevisto per cui B non sia in grado di far fronte ai propri impegni. Il rischio di credito coinvolge entrambe le parti. A questo proposito, J.M. Keynes ci ricorda che

Sul volume dell'investimento influiscono [inoltre] due tipi di rischio. (...) Il primo è il rischio dell'imprenditore o debitore e sorge da dubbi nella mente di questo, riguardo alla probabilità di conseguire effettivamente il rendimento prospettico che egli spera di ottenere. Se un imprenditore arrischia denaro proprio, questo è il solo rischio che conta. Ma dove esiste un sistema di dare e prendere denaro a prestito, (...) acquista rilievo il rischio del cre-

¹⁴ Si noti che il credito può esistere anche senza la moneta. Nella sua forma più essenziale concedere credito significa offrire una dilazione di pagamento.

ditore. Questo può essere dovuto ad azzardo morale, ossia alla inadempienza volontaria o ad altri mezzi, forse legali, per sottrarsi all'adempimento dell'obbligazione; oppure all'eventualità che il margine di garanzia si riveli insufficiente, ossia all'inadempienza involontaria delle aspettative. Potrebbe aggiungersi una terza fonte di rischio, ossia una possibile variazione avversa del valore dell'unità monetaria.¹⁵

Il creditore cerca di cautelarsi contro il rischio di credito valutando il merito di credito di B (la probabilità della sua insolvenza), chiedendo un interesse maggiore in caso di maggior rischio e garanzie aggiuntive. Il debitore, se è onesto, cerca di cautelarsi da tale rischio assumendo i comportamenti più idonei a metterlo in condizione di far fronte ai propri impegni. Al di là delle strategie messe in campo dall'uno e dall'altro per cautelarsi contro il rischio di credito esiste l'imponderabile incertezza.

Dal punto di vista etimologico la parola credito deriva dal latino CREDITUM da CREDERE *fidare, affidare*: propriamente *ciò che è affidato*, quello che ci è dovuto da altri [...] Vale anche Fiducia che uno ispira di essere onesto e solvibile e più genericamente Reputazione, Autorità, Pregio.¹⁶

3.3 La funzione assicurativa

All'interno del terzo circuito del sistema finanziario si realizzano tutte le transazioni volte ad assicurare contro rischi. Un primo modo di realizzare la funzione assicurativa si realizza attraverso l'impiego di prodotti finanziari derivati (contratti future, forward, swap, opzioni e altri). I prodotti finanziari derivati servono a assicurare contro fluttuazioni di prezzo impreviste e indesiderate (rischio di mercato).¹⁷

¹⁵ Tratto da J. M. Keynes *La Teoria generale*, p. 330 (Ed. It.)

¹⁶ <http://www.etimo.it/?term=credito>

¹⁷ Per esempio, un importatore di automobili che voglia assicurarsi contro il rischio di un apprezzamento del tasso di cambio della valuta di cui ha bisogno per acquistare le automo-

Accanto ai rischi di mercato e di prezzo vi sono rischi patrimoniali e personali (rischi morte, infortunio) contro i quali è possibile assicurarsi pagando periodicamente premi assicurativi / contributi previdenziali a compagnie di assicurazione e fondi pensione.

3.4 Altre funzioni

Accanto alla funzione monetaria, creditizia e assicurativa, le istituzioni presenti all'interno del sistema finanziario garantiscono l'allocazione e la riallocazione dei diritti di proprietà nel capitale delle imprese. Si tratta di una funzione essenziale strettamente legate ai problemi di gestione e governo delle imprese (corporate governance).

Una funzione ulteriore svolta all'interno del sistema finanziario riguarda la circolazione delle informazioni sensibili sul valore dei titoli di credito e di proprietà scambiati all'interno del sistema stesso. Le società di rating forniscono l'esempio tipico di un intermediario finanziario coinvolto nella produzione e nella circolazione delle informazioni nell'economia. Si tratta, nel caso specifico di informazioni relative al merito di credito dell'emittente, sintetizzate da un giudizio che può essere modificato con effetti positivi o negativi sul rendimento effettivo dei titoli emessi dall'emittente in questione.

In relazione alla questione dell'informazione e alla possibilità che questa si distribuisca in maniera asimmetrica all'interno del sistema finanziario è importante ricordare che Financial markets trade financial instruments i.e. contracts where the parties involved e-

bili, compra oggi valuta a termine (a tre mesi per esempio) a un cambio prestabilito. Se di lì a tre mesi il tasso di cambio si è effettivamente apprezzato, magari più del previsto, l'importatore avrà fatto la scelta giusta. Se l'apprezzamento non si verifica non avrà comunque corso il rischio. Un produttore di petrolio che voglia assicurarsi contro il rischio di una caduta improvvisa nel prezzo del greggio, potrà acquistare oggi l'opzione a vendere petrolio a termine (di lì a tre mesi per esempio) a un prezzo prestabilito nel caso in cui il prezzo futuro sia inferiore a un certa soglia. Se di lì a tre mesi ciò si verifica il produttore di petrolio eserciterà l'opzione, altrimenti la lascerà cadere.

xchange payments against financial products. Financial products are credence goods i.e. heterogeneous goods whose quality may not be established even after the outcome is observed (equity, financial advice). When choosing a credence good, price is not the only information that matters (as is the case with search goods and to a lesser extent with experience goods). Trust among the parties involved (personal information), information about the likely quality of the goods (goods information) and about possible states of the world affecting the contract outcome (external information) also matters. All this information may be unevenly distributed i.e. asymmetric. With asymmetric information some of the agents either do not realise their condition, and can therefore be swindled, or realise it and become extra-careful. In both cases sub-optimality. Three different types of asymmetric information: adverse selection (ex ante asymmetric information), moral hazard (interim asymmetric information), Costly state verification (ex post asymmetric information). Problems posed by asymmetric information may be solved, the solution, however, is costly and the purpose of regulation is to minimize this cost.

4. Sistemi finanziari orientati alla banca e al mercato

Per molto tempo è prevalsa la prassi di classificare i sistemi finanziari distinguendo tra sistemi finanziari orientati alla banca e sistemi finanziari orientati al mercato. La distinzione si deve a Rybczynsky che la introduce per descrivere i diversi modi in cui viene finanziato l'investimento industriale.

Nelle economie a basso reddito, arretrate o in via di sviluppo, il risparmio è scarso e concentrato in poche mani e il trasferimento alle imprese è di fatto inesistente. Autofinanziamento o prestiti personali (da amici, parenti, cambia valute e oggi banche impegnate nel microcredito) sono le uniche alternative per finanziare i progetti d'investimento. Con il progredire del livello di sviluppo, compaiono gli intermediari finanziari,

che raccolgono i risparmi e li convogliano alle imprese. Gli intermediari per eccellenza sono le banche la cui attività principale consiste nel raccogliere depositi, più o meno liquidi a seconda che si tratti di depositi in conto corrente o depositi a risparmio, per trasferirli alle imprese sotto forma di prestiti a breve termine. Le imprese utilizzano questi prestiti per finanziare le spese correnti e i costi di produzione (pagamenti di salari, stipendi, fornitori complessivamente definito capitale circolante). Il finanziamento a lungo termine degli investimenti (capitale fisso) è garantito attraverso l'autofinanziamento (profitti reinvestiti nell'impresa) e il conferimento di mezzi propri da parte degli azionisti.

Il terzo stadio di sviluppo prevede la comparsa dei mercati dei capitali e degli intermediari di mercato (broker, dealer, banche d'investimento). I mercati dei capitali facilitano il trasferimento a lungo termine delle risorse dai risparmiatori alle imprese attraverso l'impiego di titoli negoziabili di proprietà (azioni) e di debito (obbligazioni). L'attività delle banche si estende dagli ambiti tradizionali a un maggior coinvolgimento diretto nel finanziamento degli investimenti industriali attraverso l'erogazione di prestiti a lungo termine e/o l'acquisizione di partecipazioni dirette e permanenti nel capitale delle imprese.

L'ultimo stadio di sviluppo prevede la comparsa di nuovi mercati dei capitali (i mercati dei prodotti finanziari derivati) che hanno il compito di favorire il trasferimento dei rischi finanziari (d'interesse e di cambio in primo luogo). Oltre a questo, aumenta l'importanza dei mercati come fonte di provvista di fondi (diversa dal risparmio delle famiglie) per le banche e gli altri intermediari finanziari (mercati interbancari, emissione di obbligazioni bancarie etc.).

L'orientamento del sistema finanziario dipende inoltre dal grado di coinvolgimento dello Stato nel finanziamento degli investimenti industriali. Nei paesi anglosassoni tale coinvolgimento appare meno evidente che nei paesi dell'Europa continentale e ciò si riflette, a parità di livello di sviluppo economico, in un preva-

re dei mercati in un caso e degli intermediari nell'altro. Rybczynsky identifica un orientamento "alla banca" nei sistemi finanziari dei paesi dell'Europa Continentale e in Giappone, un orientamento "al mercato" nel sistema finanziario inglese, e un "orientamento forte al mercato" (stadio di sviluppo più avanzato) nel sistema finanziario statunitense.

La distinzione tra sistemi finanziari orientati alla banca e al mercato è stata ripresa di recente ed estesa da Allen e Gale (2000), dall'ambito ristretto del finanziamento degli investimenti industriali a un ambito più generale che investe i temi dell'efficienza, della competitività e della stabilità. Nell'ambito di questa visione estesa, le caratteristiche principali dei sistemi finanziari orientati al mercato sono:

1. concorrenza elevata tra gli intermediari finanziari, soprattutto nel settore delle banche commerciali.
2. Netta distinzione tra banche commerciali, specializzate nella raccolta di depositi e nell'erogazione prestiti a breve termine, e banche d'investimento, specializzate nella raccolta a lungo termine e nell'acquisizione diretta / intermediazione di partecipazioni azionarie e prestiti obbligazionari.
3. allocazione efficiente delle risorse ottenuta attraverso la rivalutazione continua delle attività finanziarie sul mercato dei capitali.
4. Maggiore esposizione al rischio di instabilità finanziaria provocato da improvvisi mutamenti nell'opinione e nelle valutazioni di mercato.
5. capacità di aggregare informazioni disperse e di promuovere lo sviluppo di innovazioni vantaggiose in campo industriale e finanziario
6. meccanismi di controllo esterno sulla gestione delle imprese attraverso la possibilità di scalate ostili in un contesto di proprietà contendibile

I sistemi finanziari orientati alla banca sono invece caratterizzati da:

1. limiti alla concorrenza tra gli intermediari e maggior enfasi sulla loro capacità di svolgere una funzione assicurativa nei confronti delle esigenze di liquidità della clientela.
2. Prevalenza del modello di banca universale, capace di svolgere contemporaneamente funzioni di banca commerciale e banca d'investimento
3. enfasi sulla stabilità nell'allocazione delle risorse in certi casi a scapito dell'efficienza.
4. minore esposizione al rischio di instabilità finanziaria provocato da improvvisi mutamenti nell'opinione e nelle valutazioni di mercato.
5. economie di scala nella raccolta e nel montioraggio di informazioni standardizzate no free riding. Minore propensione all'innovazione.
6. meccanismi di controllo interno sulla gestione delle imprese attraverso la possibilità di scalate ostili in un contesto di proprietà contendibile

La classificazione proposta da Rybczynsky e ripresa da Allen e Gale riflette una visione evolutiva che si può ritenere valida, entro certi limiti, per le singole realtà nazionali ma che non si applica al sistema finanziario internazionale dove, fin dai primi stadi di sviluppo, è prevalso l'uso di titoli negoziabili e la logica di mercato.

In generale, come osserva De Cecco (2004), i mercati finanziari non intermediati sono un fenomeno assai raro a livello sia nazionale che internazionale. Una visione rozza del mondo contrappone mercati e intermediari. Molto più realistico è pensare a intermediari che possono essere collegati l'uno all'altro direttamente o che invece comunicano tramite mercati sui quali si presentano sia come rappresentanti di operatori finali che come operatori per conto proprio.

Generalizzando questo giudizio è possibile sostenere che la distinzione, a lungo valida, tra sistemi finanziari orientati alla banca e al mercato è da ritenersi ad oggi superata entro ampi limiti. Il progressivo abbattimento delle restrizione ai movimenti internaziona-

li di capitale, un processo generale di privatizzazione, liberalizzazione e deregolamentazione dell'attività finanziaria all'interno di tutti i paesi sviluppati, una lunga fase di concentrazione e internazionalizzazione all'interno dei vari sistemi bancari, il progresso tecnologico in campo informatico hanno contribuito a promuovere la convergenza dei sistemi finanziari nazionali dei paesi sviluppati verso un modello ibrido fatto di grandi mercati e grandi intermediari attivi al loro interno.

Inoltre, come osservano Pozsar e altri (2010) The rapid growth of the market-based financial system since the mid-1980s changed the nature of financial intermediation in the United States profoundly. Within the market-based financial system, "shadow banks" are particularly important institutions. Shadow banks are financial intermediaries that conduct maturity, credit, and liquidity transformation without access to central bank liquidity or public sector credit guarantees. Examples of shadow banks include finance companies, asset-backed commercial paper (ABCP) conduits, limited-purpose finance companies, structured investment vehicles, credit hedge funds, money market mutual funds, securities lenders, and government-sponsored enterprises. Shadow banks are interconnected along a vertically integrated, long intermediation chain, which intermediates credit through a wide range of securitization and secured funding techniques such as ABCP, asset-backed securities, collateralized debt obligations, and repo. This intermediation chain binds shadow banks into a network, which is the shadow banking system. The shadow banking system rivals the traditional banking system in the intermediation of credit to households and businesses. Over the past decade, the shadow banking system provided sources of inexpensive funding for credit by converting opaque, risky, long-term assets into money-like and seemingly riskless short-term liabilities. Maturity and credit transformation in the shadow banking system thus contributed significantly to asset bubbles in residential and commercial real estate markets prior to the financial crisis.

4. la matrice di flussi reali e finanziari

La matrice dei flussi di fondi reali e finanziari descrive i legami economici e finanziari fra i diversi settori dell'economia nell'ottica della contabilità nazionale. Le colonne della matrice identificano cinque settori dell'economia: settore privato (Famiglie e imprese), settore pubblico (Pubblica amministrazione), settore delle aziende di credito (banche commerciali che raccolgono depositi e effettuano prestiti), autorità monetarie (banca centrale), settore estero. Le righe della matrice identificano ciò che viene scambiato all'interno dell'economia: beni e servizi, base monetaria nazionale, depositi bancari denominati in valuta nazionale, prestiti bancari, titoli denominati in valuta nazionale, valuta estera, titoli denominati in valuta estera. L'ultima colonna e l'ultima riga riportano i totali delle somme algebriche corrispondenti.

Tabella 1. La Matrice dei flussi reali e finanziari

	Privato	Pubblico	Aziende di credito	Banca Centrale	Estero	Totali
Beni e servizi	$I - S^{PR}$	SBP			CC	0
Base monetaria nazionale	ΔBM_{PR}		ΔBM_{BA}	$-\Delta BM^{BC}$		0
Depositi bancari nazionali	ΔDB_{PR}		$-\Delta DB^{BA}$		ΔDB_{ES}	0
Impieghi bancari	$-\Delta PR^{PR}$		ΔPR_{BA}			0
Titoli nazionali	ΔTN_{PR}	$-\Delta TN^{PA}$	ΔTN_{BA}	ΔTN_{BC}	ΔTN_{ES}	0
Moneta estera	ΔVE_{PR}		ΔVE_{BA}	ΔVE_{BC}	$-\Delta VE^{ES}$	0
Titoli esteri	ΔTE_{PR}		ΔTE_{BA}	ΔTE_{BC}	$-\Delta TE^{ES}$	
Totali	0	0	0	0	0	

Gli zero in colonna riflettono il vincolo di bilancio di ciascun settore ovvero l'uguaglianza fra risorse e impieghi. Gli zero in riga riflettono la condizione di equilibrio fra domanda e offerta nei mercati corrispondenti.

Per capire il senso della seconda riga è necessario partire da due relazioni. La prima relazione consiste nell'uguaglianza fra domanda e offerta aggregata di beni e servizi

$$1) Y = C + I + G + X - M$$

Dove Y è il Prodotto Interno Lordo (valore complessivo dei beni e servizi finali prodotti all'interno di un paese nel corso dell'unità di tempo), C sono i consumi privati delle Famiglie, I gli investimenti delle imprese (accumulazione di nuovi beni capitale, variazione delle scorte e costruzione di nuovi immobili), G è la spesa pubblica per l'acquisto di beni e servizi, X le esportazioni di beni e servizi, M le importazioni di beni e servizi. Il termine a destra del segno di uguaglianza nell'espressione 1 è la domanda aggregata di beni e servizi (al netto delle importazioni). Sommando PIL e importazioni si ottengono le Risorse dell'economia. Sommando consumi, investimenti, spesa pubblica per l'acquisto di beni e servizi e esportazioni si ottengono gli impieghi. La seconda relazione consiste nella somma dei saldi che compongono la bilancia dei pagamenti¹⁸

¹⁸ Secondo la definizione che ne dà la Banca d'Italia, la bilancia dei pagamenti è uno schema contabile che registra le transazioni economiche intervenute in un dato periodo tra i residenti e i non residenti in un'economia. Per residente in un'economia si intende ogni persona fisica o giuridica il cui centro di interessi economici risieda, su base non temporanea, in quella economia. Le transazioni economiche si sostanziano nel passaggio di proprietà di risorse sia reali (beni, servizi, redditi) sia finanziarie: in quest'ultimo caso, esse originano una variazione delle attività o delle passività finanziarie dei residenti verso l'estero. La bilancia dei pagamenti è fondata sul principio della partita doppia: ogni transazione dà origine a due registrazioni di eguale importo ma di segno contrario. Quando un residente esporta all'estero beni e servizi, o quando la transazione determina un aumento delle passività o una riduzione delle attività verso l'estero dei residenti, si ha una registrazione con segno positi-

$$\begin{aligned}
2) \quad & X - M + YNE + TNE + IPO + IDE + AMK + EO = 0 \\
& X - M + YNE + TNE = CC \\
& IPO + IDE + AMK = CF \\
& CC = - CF = \Delta PNE
\end{aligned}$$

Dove YNE sono i redditi netti dall'estero (redditi da lavoro e da capitale guadagnati dagli italiani all'estero meno redditi da lavoro e da capitale guadagnati dagli stranieri in Italia), TNE i trasferimenti netti dall'estero (trasferimenti in conto corrente e in conto capitale dal resto del mondo verso l'Italia meno trasferimenti in conto corrente e in conto capitale dall'Italia verso il resto del mondo), IPO sono gli investimenti finanziari di portafoglio (a breve termine mossi da logica finanziaria) fra l'Italia e il resto del mondo, IDE gli investimenti diretti all'estero (a lungo termine mossi da logica industriale) fra l'Italia e il resto del mondo, AMK altro movimenti di capitale (fra cui la variazione delle riserve valutarie ufficiali), EO gli errori ed omissioni (correzione contabile che serve a far tornare il saldo della BOP tenuto secondo il criterio della partita doppia).

La somma di esportazioni al netto delle importazioni, redditi netti dall'estero e trasferimenti netti dall'estero prende il nome di saldo del conto corrente della bilancia dei pagamenti. La somma di investimenti di portafoglio, investimenti diretti all'estero e altri movimenti di capitale prende il nome di saldo del conto finanziario della bilancia dei pagamenti.

Il saldo del conto corrente coincide con la variazione della posizione netta sull'estero PNE dell'Italia nei confronti del resto del mondo definita come differenza fra il totale delle attività finanziarie detenute all'estero da soggetti residenti in Italia e il totale delle passività finanziarie di residenti italiani nei confronti del resto del mondo. Aggiungendo YNE a destra e a sinistra dell'espressione 1 otteniamo

vo (crediti); nei casi opposti si ha una registrazione con segno negativo (debiti). La somma algebrica delle registrazioni risulta quindi, per definizione, sempre uguale a zero.

$$3) \text{ RNL} = Y + \text{YNE} = C + I + G + \text{CC}$$

Che esprime l'uguaglianza fra il reddito nazionale lordo (RNL) e la somma di consumi, investimenti, spesa pubblica e saldo del conto corrente della bilancia dei pagamenti.

Infine aggiungendo a destra e a sinistra del segno di uguaglianza la spesa pubblica per trasferimenti TR (es. pensioni, assegni di disoccupazione, contributi alla produzione, pagamento di interessi sul debito pubblico) e sottraendo le imposte dirette e indirette e le altre tasse otteniamo

$$4) \text{ YDI} = \text{RNL} + \text{TR} - \text{TAX} = C + I + G + \text{TR} - \text{TAX} + \text{CC}$$

$$\text{SBP} = (G + \text{TR} - \text{TAX})$$

Che esprime l'uguaglianza fra il reddito disponibile YDI (pari al reddito nazionale lordo più trasferimenti meno tasse) e la somma di consumi, investimenti, saldo del conto corrente della bilancia dei pagamenti e saldo del bilancio pubblico SBP (uscite meno entrate)

Infine sottraendo i consumi da entrambi i membri dell'espressione 4) e ricordando che il risparmio del settore privato S coincide con la differenza fra reddito disponibile e consumi otteniamo

$$5) \text{ YDI} - C = S = I + \text{SBP} + \text{CC}$$

E portando tutto al secondo membro si ottiene

$$6) (I - S^{\text{PR}}) + \text{SBP} + \text{CC} = 0$$

La terza riga riguarda la variazione della base monetaria (moneta legale immessa nel sistema dalla banca centrale - $\Delta \text{BM}^{\text{BC}}$ e detenuta o dal settore privato sotto forma di circolante $\Delta \text{BM}_{\text{PR}}$ o dalle banche come riserva obbligatoria o riserva libera $\Delta \text{BM}_{\text{BA}}$).

$$7) \Delta \text{BM}^{\text{BC}} = \Delta \text{BM}_{\text{PR}} + \Delta \text{BM}_{\text{BA}}$$

La quarta riga riguarda la variazione dei depositi bancari che sono passività per le banche che li raccolgono ΔDB^{BA} e attività per chi li detiene il settore privato ΔDB_{PR} o il settore estero ΔDB_{ES} .

$$8) \Delta DB^{BA} = \Delta DB_{PR} + \Delta DB_{ES}$$

Se il termine ΔDB^{BA} assume valori negativi significa che il settore privato e/o il settore estero stanno ritirando depositi dalle banche nazionali per rivolgersi ad altri impieghi.

La quinta riga riguarda la variazione dei prestiti bancari che sono attività per le banche che li concedono ΔPB_{BA} e passività per il settore privato che li sottoscrive ΔPB^{PR} . Per semplicità ipotizziamo che le banche non concedano prestiti né alla Pubblica amministrazione né al settore estero.

$$9) \Delta PR^{PR} = \Delta PR_{BA}$$

Se il termine ΔPR^{BA} assume valori negativi significa che le banche stanno riducendo i prestiti alla propria clientela rispetto al passato.

La sesta riga riguarda i titoli denominati in valuta nazionale emessi dal settore pubblico per finanziarie l'eccesso di spese sulle entrate fiscali e acquistate da tutti gli altri

$$10) \Delta TN^{PA} = \Delta TN_{PR} + \Delta TN_{BA} + \Delta TN_{BC} + \Delta TN_{ES}$$

Si noti che i titoli emessi dalle imprese del settore privato e acquistati dal settore privato stesso non compaiono nella matrice mentre possono comparire nella componente ΔTN_{ES} . Il senso della sesta riga è che solo la PA è fonte netta di titoli denominati in valuta nazionale mentre il settore privato è acquirente netto di titoli denominati in valuta nazionale come il settore estero. Se il termine ΔTN^{PA} assume valori negativi significa che le entrate della PA superano le uscite e che questo surplus può essere utilizzato per ritirare una parte dei propri titoli dal mercato finanziario.

La settima riga si riferisce alla variazione di riserve di valuta estera proveniente dal settore estero e assorbita dal settore privato, dalle banche e dalla banca centrale (riserve ufficiali)

$$11) \Delta VE^{ES} = \Delta VE_{PR} + \Delta VE_{BA} + \Delta VE_{BC}$$

Se il termine ΔVE^{ES} assume valori negativi significa che i pagamenti che il paese deve effettuare nei confronti dell'estero superano i pagamenti in valuta che riceve dall'estero. I privati le banche o la banca centrale per potere effettuare questi pagamenti devono attingere alle proprie riserve valutarie che si riducono di conseguenza.

L'ottava riga, infine si riferisce ai titoli denominati in valuta estera. Per essi valgono le stesse considerazioni appena svolte per le riserve valutarie.

$$12) \Delta TE^{ES} = \Delta TE_{PR} + \Delta TE_{BA} + \Delta TE_{BC}$$

Ragionando in colonna è immediato verificare l'applicazione del concetto del vincolo di bilancio.

Le risorse sulle quali può contare il settore privato sono date dalla somma di risparmi S e prestiti da parte del settore bancario ΔPR^{PR} all'interno di ciascun periodo. Tali risorse possono essere impiegate o per finanziare la spesa per investimenti I o in impieghi finanziari interni (circolante ΔBM_{PR} , depositi presso il sistema bancario ΔDB_{PR} o titoli denominati in valuta nazionale ΔTN_{PR}) o in attività denominate in valuta estera (valuta ΔVE_{PR} o titoli ΔTE_{PR})¹⁹

$$13) S^{PR} + \Delta PR^{PR} = I + \Delta BM_{PR} + \Delta DB_{PR} + \Delta TN_{PR} + \Delta VE_{PR} + \Delta TE_{PR}$$

La terza colonna esprime il vincolo di bilancio della Pubblica Amministrazione in assenza della possibilità di stampare moneta per coprire eventuali deficit

¹⁹ Si ricordi che alcune delle voci di questa come di tutte le altre espressioni possono essere uguali a zero.

$$14) \text{ SBP} = G + \text{TR} - \text{TAX} = \Delta \text{TN}^{\text{PA}}$$

La quarta colonna esprime il vincolo di bilancio delle banche che raccolgono risorse attraverso i depositi e l'emissione di titoli (compresi nella componente $\Delta \text{TN}_{\text{BA}}$ con il segno meno) e impiegano tali risorse sotto forma di riserve liquide $\Delta \text{BM}_{\text{BA}}$, prestiti $\Delta \text{PR}_{\text{BA}}$, titoli pubblici e privati $\Delta \text{TN}_{\text{BA}}$, valuta estera $\Delta \text{VE}_{\text{BA}}$, e titoli esteri $\Delta \text{TE}_{\text{BA}}$.

$$15) \Delta \text{DB}^{\text{BA}} = \Delta \text{BM}_{\text{BA}} + \Delta \text{PB}_{\text{BA}} + \Delta \text{TN}_{\text{BA}} + \Delta \text{VE}_{\text{BA}} + \Delta \text{TE}_{\text{BA}}$$

La quinta colonna riguarda la banca centrale che emette base monetaria o acquistando titoli dalle banche (nel quadro delle operazioni di rifinanziamento ordinario e straordinario del sistema bancario, operazioni di mercato aperto e sconto titoli) o in contropartita di afflussi di valuta e titoli esteri.

$$16) \Delta \text{BM}^{\text{BC}} = \Delta \text{TN}_{\text{BC}} + \Delta \text{VE}_{\text{BC}} + \Delta \text{TE}_{\text{BC}}$$

Infine l'ultima colonna non è altro che la bilancia dei pagamenti scritta in maniera diversa con

$$17) \text{ IPO} + \text{IDE} + \text{AMK} = \text{CF} = \Delta \text{DB}_{\text{ES}} + \Delta \text{TN}_{\text{ES}} - \Delta \text{VE}^{\text{ES}} - \Delta \text{TE}^{\text{ES}}$$

Riferimenti bibliografici

Allen, F., Gale, D., (2000) *Comparing Financial Systems*; MIT Press.

De Cecco, M., (2004) «Sulla Convergenza dei Sistemi Finanziari» in N. Bellanca, M. Dardi e T. Raffaelli (a cura di) *Economia senza gabbie. Studi in onore di Giacomo Becattini*, il Mulino, Bologna.

Rybczynsky, T.M., (1984) «Industrial Finance System in Europe, U.S. and Japan» in *Journal of Economic Behav-*

iour and Organization, 5, pp. 275-286.

Keynes, J.M. (1936) *The General Theory of Employment, Interest and Money*, McMillan, Londra. Edizione italiana *La Teoria Generale dell'Occupazione, dell'Interesse e della Moneta* (2005), UTET, Torino.