



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI NAPOLI FEDERICO II

COME ALLA CORTE DI FEDERICO II

5

OVVERO

PARLANDO E RIPARLANDO DI SCIENZA

12^a edizione

26 MARZO 2015 - ORE 20.30
**LA BORSA E LA VITA:
LA FINANZA TRA MEZZO E FINE**
Stefano Paleari

CENTRO CONGRESSI FEDERICO II - VIA PARTENOPE, 36 - NAPOLI

COME ALLA CORTE DI FEDERICO II

OVVERO
PARLANDO E RIPARLANDO DI SCIENZA

LA BORSA E LA VITA: LA FINANZA TRA MEZZO E FINE <i>di Stefano Paleari</i>	5
LO SQUILIBRIO STRUTTURALE DELLA FINANZA IN EUROPA <i>di Marco Pagano</i>	7
LE INSIDIE DELLA DIVERSIFICAZIONE IN TEMPO DI CRISI <i>di Emilia Di Lorenzo</i>	9
L'ABC DELLA FINANZA <i>di Tullio Jappelli</i>	11
LA BORSA E IL PREZZO DELL'ETICA <i>di Massimo Marrelli</i>	13

Gli articoli degli incontri si trovano all'indirizzo
www.comeallacorte.unina.it

“La finanza strumento o padrone dei destini degli uomini”



Stefano Paleari nasce a Milano il 24 gennaio 1965. Si laurea con Lode in Ingegneria Nucleare presso il Politecnico di Milano nel 1990. Nel 1996 diviene Ricercatore in Ingegneria Gestionale presso l'Università degli Studi di Bergamo.

Nel 1998 è Professore Associato in Economia e Organizzazione Aziendale presso il Politecnico di Milano. Dal 2001 Stefano Paleari è Professore Ordinario di Analisi dei Sistemi Finanziari presso la Facoltà di Ingegneria dell'Università degli Studi di Bergamo.

Dall'ottobre 2009 è Rettore dell'Università degli Studi di Bergamo.

Altri incarichi

Dal marzo 2006, è direttore scientifico dell'*ICCSAI_International Center for Competitiveness*

Studies in the Aviation Industry.

Dal gennaio 2009 al dicembre 2011 *external examiner* nel *Master of Science in Air Transport Management* al *Department of Air Transport* della *Cranfield University* (UK).

Dal giugno 2009, *Airneth Academic Fellow and member of the Airneth Scientific Board*, gruppo internazionale degli accademici più rappresentativi nel campo del trasporto aereo.

Dall'aprile 2011 membro della Giunta e Segretario Generale, delle Conferenza dei Rettori delle Università Italiane (CRUI). Nel settembre 2013 viene eletto Presidente della CRUI.

Dall'aprile 2013 è membro del *board* dell'*EUA_European University Association*.

Numerose le pubblicazioni, sia nazionali sia internazionali, nei campi di ricerca della gestione dei trasporti e delle finanze.



LA BORSA E LA VITA: LA FINANZA TRA MEZZO E FINE

Stefano Paleari

Professore di Analisi dei sistemi finanziari
Università degli Studi di Bergamo

Il titolo prende spunto da un libro di Jacques Le Goff *“La borsa e la vita: dall'usuraio al banchiere”* che analizza la pratica e la figura dell'usuraio agli albori del capitalismo, nell'Occidente cristiano del XIII e XIV secolo, aprendo la strada al capitalismo occidentale. L'usura è sempre stato uno dei peccati più gravi per la religione cristiana: “Non potete servire a Dio e a Mammona” (Mt 6, 24). Fin dai primi secoli, i fedeli pregavano affinché i propri morti raggiungessero il Paradiso, o per lo meno non soffrissero troppo all'Inferno. Nel XII secolo venne creato il Purgatorio come luogo di purificazione ed espiazione dei peccati residui, come l'accidia e l'avarizia addebitata agli usurai. Nel XIII secolo, con il IV concilio lateranense, venne introdotta la confessione; i teologi e i canonisti affermarono che, in effetti, l'usuraio compie un lavoro. La tradizione scolastica conobbe cinque giustificazioni all'usura che comprendono il rischio di insolvibilità ed il costo opportunità del capitale. L'idea di giustizia fu profonda nel XIII secolo: è la virtù regale per eccellenza, e va di pari passo con le pratiche delle istituzioni giudiziarie e dei parlamenti, per questa ragione la giustizia diventa il cardine dell'economia, quindi, anche se il “giusto” salario ed il “giusto”

prezzo dipendono dal mercato, l'esigenza di giustizia è fortemente presente.

Questo riferimento ci aiuta a capire come anche le vicende finanziarie del nostro tempo, dalla crisi del 2009 agli attuali interventi della Banca Centrale Europea siano in continuità storica: la finanza che si intreccia con i precetti dei credi e con le trasformazioni economiche e sociali, un intreccio complesso dove non vi è una sovrastruttura che meccanicamente influenza le altre, ma un incontro dialettico tra forze. Molti i dilemmi: la finanza come mezzo o come fine; la finanza strumento o padrone dei destini degli uomini. Oggi la finanza appare nei suoi tecnicismi, eppure vista da vicino è relativamente semplice, governa il tempo e lo spazio su base planetaria, dal micro al macro. La finanza, infatti, svolge un ruolo importante nella promozione del benessere economico e sociale, per il miglioramento del tenore di vita, nella creazione di posti di lavoro e per la realizzazione e il godimento dei diritti umani fondamentali. Essa può contribuire a questi risultati sia direttamente, attraverso le sue attività (ad esempio, mobilitare il risparmio per gli investimenti, assicurare l'erogazione di finanziamenti per l'energia, l'acqua o altre infrastrutture chiave, permettendo che i progetti siano sviluppati e realizzati in modo socialmente responsabile) e indirettamente (ad esempio, attraverso l'investimento sociale, partecipando a iniziative volte a migliorare la *governance* e promuovere i diritti umani).

La finanza, quindi, ha a che vedere con concetti e termini che si immergono nelle vite



delle persone: l'opportunità e il costo dell'opportunità, l'incertezza e il rischio, il desiderio e la psicologia, la matematica e le bolle. Per questo gli aspetti più tecnici convivono con l'antropologia e la psicologia. Tutto questo rende la finanza affascinante e pericolosa, quasi

un thriller. E i giorni nostri, quelli che i fisici chiamerebbero dello "zero Kelvin", non fanno sconti a questa rappresentazione, in cui la materia ha comportamenti strani e che si prestano a studi nuovi che potrebbero aprire le strade a nuove scoperte e nuove idee.





LO SQUILIBRIO STRUTTURALE DELLA FINANZA IN EUROPA

Marco Pagano

Professore di Politica economica
Università degli Studi di Napoli Federico II

Dall'inizio degli anni novanta, il sistema bancario europeo si è espanso rapidamente, molto più del reddito e della ricchezza, e molto più rapidamente di altri sistemi bancari, come quello statunitense e quello giapponese. Nel frattempo, i mercati finanziari europei sono cresciuti poco in rapporto al reddito e alla ricchezza delle famiglie europee. Così la struttura del sistema finanziario europeo è diventata estremamente "banco-centrica" molto più che in altre economie avanzate.

Per capire perché questo crescente squilibrio è preoccupante, va notato che le banche reagiscono fortemente a variazioni dei prezzi dei titoli e degli immobili di loro proprietà o dati a garanzia dei loro prestiti: a causa della loro elevata leva finanziaria, i loro bilanci si espandono in misura più che proporzionale quando i prezzi di titoli e immobili aumentano, e si contraggono in misura più che proporzionale quando questi prezzi scendono. A causa di questo meccanismo di amplificazione, la natura sempre più banco-centrica dell'Europa ha due conseguenze importanti.

In primo luogo, le strutture banco-centriche tendono ad avere maggior rischio sistemico, cioè il rischio di gravi crisi finanziarie

come quelle del 2007-08 e del 2009-11. Quando i prezzi dei titoli e degli immobili aumentano, l'espansione del credito bancario si accompagna a un peggioramento della sua qualità. Il rischio di credito aggiuntivo che le banche assumono in questa fase si materializza quando i prezzi dei titoli scendono; ciò induce una contrazione del credito, che a sua volta può produrre nuove riduzioni dei prezzi dei titoli e degli immobili, e così via, in un processo cumulativo che può condurre a una crisi finanziaria.

In secondo luogo, la crescita economica tende ad essere minore nei paesi con sistemi banco-centrici, particolarmente nel corso delle crisi finanziarie. La creazione eccessiva di credito nella fase espansiva del ciclo si traduce in maggiori finanziamenti di progetti di investimento scadenti e rischiosi, mentre la restrizione del credito nella fase di contrazione del ciclo finisce per impedire anche il finanziamento di progetti promettenti. Quindi, in entrambe le fasi, l'allocatione del credito è inefficiente, il che conduce a una minor crescita economica, e a una maggior variabilità della crescita rispetto a sistemi in cui i mercati hanno un ruolo maggiore nel sistema finanziario.

Perciò dipendere troppo dalle banche ha dei costi elevati per la società. Per ridurre questa eccessiva dipendenza, la politica economica può agire su due fronti. Primo, essa può ridurre il regime di favore regolamentare finora accordato alle banche. Le recenti riforme della regolamentazione, supervisione e ristrutturazione delle banche in Europa sono passi importanti in questa direzione, ma si può fare di più per



contenere la crescita delle grandi banche, a cui è dovuto in buona parte l'aumento dello squilibrio del sistema finanziario europeo. Secondo, si dovrebbe incoraggiare lo sviluppo dei mercati obbligazionari e azionari, e più in generale di forme di intermediazione non bancaria, in linea con l'attuale obiettivo della Commissione Europea di creare un'"unione dei mercati dei

capitali". Passi utili in questa direzione possono includere una migliore integrazione delle piattaforme di contrattazione dei mercati azionari europei; una riduzione dei costi di accesso ai mercati finanziari per le piccole e medie imprese, una maggior standardizzazione delle obbligazioni, nonché misure per aumentare l'ampiezza dei mercati dei titoli cartolarizzati.





LE INSIDIE DELLA DIVERSIFICAZIONE IN TEMPO DI CRISI

Emilia Di Lorenzo

Professoressa di Metodi matematici dell'economia e delle
scienze attuariali e finanziarie
Università degli Studi di Napoli Federico II

Don't put all your eggs in one basket

suona un vecchio adagio dell'economia finanziaria, tuttora sinteticamente pregno di significato. Il suggerimento, da sempre dettato dal senso comune, nel 1952 diviene la linea portante delle strategie di selezione e gestione dei portafogli finanziari, a seguito della pubblicazione dell'articolo "*Portfolio selection*" di Harry Markowitz. La genialità dell'intuizione di Markowitz, che gli vale il Premio Nobel per l'Economia nel 1990, insieme a Merton Miller e William Sharpe, sta nel formalizzare da un punto di vista quantitativo il contenuto di quel suggerimento, ottenendo una metodologia di combinazione di titoli presenti sul mercato, che sia *efficiente* in termini di rischi e rendimenti.

Tali combinazioni (portafogli) si ricavano come soluzione di un problema di programmazione quadratica; in termini semplici, l'approccio metodologico di Markowitz, fondandosi sulla diversificazione dei componenti di un portafoglio, consente di distribuire il rischio su diverse attività, simultaneamente diminuendo la quantità di rischio che ognuna di esse deve sopportare. In questo modo si gestiscono sinergicamente le volatilità delle singole attività.

In sostanza si tratta di individuare quei portafogli che consentono di minimizzare il

rischio e massimizzare il rendimento atteso, giocando sul modo in cui si correlano le variazioni dei rendimenti delle attività che li compongono. Il controllo del rischio funziona in modo eccellente, dunque, quando i titoli in portafoglio presentano una bassa correlazione e, ancora meglio, quando sono correlati negativamente.

Sfortunatamente i mercati subiscono l'impatto di medesimi *risk drivers*, che incrementano la correlazione fra le attività presenti in essi. Tale fenomeno è ovviamente più forte in scenari di crisi, in cui la volatilità dei mercati ha un impatto sistematico non governabile con le procedure di diversificazione e può, anzi, causare perdite considerevoli proprio per effetto della correlazione.

Studi empirici dimostrano che, in congiunture di forte volatilità, non si riesce ad ottenere una significativa differenza in termini di risultati finanziari con la tecnica della diversificazione, se questa si limita alla scelta degli strumenti.

Di fatto la diversificazione deve essere attuata in termini di fattori di rischio, in modo da costruire un'architettura più stabile e resistente alle volatilità dei mercati. In funzione di ciò possono essere più stabilmente controllate le correlazioni delle attività che dipendono da tali fattori.

La diversificazione riacquista così la sua efficacia.

Occorre sottolineare che l'identificazione dei fattori di rischio rilevanti in questo contesto è



delicata, soprattutto in fase di quantificazione di quei *risk drivers* difficilmente misurabili, quali, ad esempio, rischi politici e rischi congiunturali.

Una volta individuati i fattori di rischio, gli strumenti della finanza quantitativa (si pensi ad esempio al *beta* dei titoli) provvedono alla misurazione dell'impatto sulle attività da inserire

in un portafoglio diversificato.

Da ultimo, ma non per importanza, come in ogni contesto decisionale di carattere finanziario, va tenuto conto del peso complessivo dei costi di implementazione della strategia di diversificazione, in relazione all'obiettivo che ci si propone.





L'ABC DELLA FINANZA

Tullio Jappelli

Professore di Economia politica
Università degli Studi di Napoli Federico II

Le persone hanno una conoscenza superficiale dei titoli finanziari in cui investono; spesso ignorano che un portafoglio diversificato è meno rischioso di un investimento in singole azioni; a volte non sanno calcolare un tasso di interesse e confrontare tassi di rendimento, o distinguere tra diversi tipi di mutuo per l'acquisto di abitazioni; di frequente sono ingannati da strumenti di debito poco trasparenti. La scarsa alfabetizzazione finanziaria è particolarmente marcata tra le donne e gli anziani.

Ciò è tanto più preoccupante in quanto l'esposizione delle famiglie ai rischi finanziari è cresciuta in tutti i paesi più industrializzati sia per effetto di politiche che hanno promosso l'investimento in azioni, si pensi alle privatizzazioni, sia perché il collocamento di prodotti finanziari da parte degli intermediari avviene in modo più aggressivo che in passato. La scarsa alfabetizzazione finanziaria non ha effetti simmetrici durante le crisi, perché sono proprio le persone meno sofisticate dal punto di vista finanziario quelle meno capaci di proteggersi dai rischi.

I confronti internazionali denotano anche una forte variabilità nelle competenze finanziarie. I paesi scandinavi, ad esempio, occupano i primi posti della graduatoria, mentre l'Italia occupa posizioni arretrate. Ma perché esistono

differenze molto ampie tra paesi nel grado di alfabetizzazione finanziaria? Le competenze finanziarie dipendono sia dalla quantità e qualità dell'istruzione, sia dall'incentivo ad acquisire informazioni finanziarie. Paesi in cui le competenze linguistiche di base e le conoscenze di matematica e scienze sono elevate tendono ad avere livelli più alti anche di competenze finanziarie. Infatti, i confronti internazionali evidenziano una forte relazione positiva tra alfabetizzazione finanziaria e qualità dell'istruzione. Per esempio, i paesi scandinavi raggiungono punteggi elevati nel test PISA sia in matematica sia in alfabetizzazione finanziaria.

Il livello di cultura finanziaria è legato anche all'incentivo ad acquisire informazioni finanziarie. Questi incentivi dipendono direttamente dall'ammontare di ricchezza disponibile degli individui per gli investimenti finanziari. Le decisioni più importanti di una persona in materia finanziaria sono quelle legate alla pianificazione del risparmio per la vecchiaia. Una misura della loro importanza è data dall'estensione della previdenza integrativa. E infatti le competenze finanziarie sono più elevate in Canada, Norvegia e Nuova Zelanda, dove la previdenza integrativa è molto diffusa tra le famiglie.

Le competenze finanziarie dipendono quindi dall'investimento in istruzione e dalla struttura dei mercati finanziari. Sono fattori che cambiano lentamente nel corso del tempo. Per questo motivo le riforme della previdenza rappresentano anche un'occasione importante per migliorare il grado di alfabetizzazione



finanziaria delle famiglie. L'Italia si trova in fondo alla graduatoria internazionale dell'alfabetizzazione finanziaria perché investe poco in istru-

zione e perché non ha accompagnato le riforme della previdenza degli anni Novanta allo sviluppo della previdenza integrativa.





LA BORSA E IL PREZZO DELL'ETICA

Massimo Marrelli

Professore di Scienza delle finanze
Università degli Studi di Napoli Federico II

Nel sentire comune la Borsa e i suoi operatori sono stati visti, in misura crescente negli ultimi anni, come il luogo e gli agenti tipici dell'assenza di regole e di comportamenti etici o morali; libri e film come *The "Wolf of Wall Street"*, una serie di romanzi ambientati nel mondo della finanza, l'esperienza stessa dell'ultima crisi finanziaria e il diffuso sentimento sulle banche sono indicatori diretti di come sia cresciuto questo sentire comune dei cittadini sul mondo della finanza.

Di pari passo, però, d'altro lato, si è assistito al diffondersi di idee e di forme di comunicazione tese a introdurre principi etici nel mondo finanziario: termini come "*finanza etica*", "*fondi etici*", "*banca etica*" sono diventati abbastanza comuni nella terminologia economica. Il mercato europeo dei fondi etici ha registrato, negli anni 1999-2007, un costante trend di crescita sia nel numero di fondi esistenti (passati da 159 nel 1999 a 537 nel 2008), sia nell'entità del patrimonio gestito (passato da 11.074 milioni di euro nel 1999 a 48.720 milioni di euro nel 2008).

La domanda che sorge spontanea ad un economista è: l'eticità è in questi casi una vera caratteristica dell'agire economico o soltanto un meccanismo di *marketing* teso a vendere meglio il medesimo prodotto? In altri termini, si tratta

di prodotti diversi o di un nuovo *packaging* per lo stesso prodotto?

In rete circolano vignette del tipo:



In un recente studio di due ricercatrici dell'Università di Bari (Intonti e Iannuzzi) si è provato ad analizzare l'effettivo grado di eticità dei fondi etici italiani, attraverso l'attribuzione a ciascun fondo di un rating calcolato sulla base delle caratteristiche di responsabilità sociale in esso riscontrabili e vedere se e come le performance degli stessi siano correlati o meno al grado di "eticità".

Innanzitutto: cosa è un Fondo etico? Secondo ASSOGESTIONI "si qualifica etico un fondo che sulla scorta di una **propria definizione operativa del concetto di eticità**:
i) ha una politica di investimento che vieta l'acquisto di un insieme di titoli e/o privilegia l'acquisto di titoli sulla base di criteri diversi dalla sola massimizzazione del rendimento atteso e/o
ii) si attiene a un processo di investimento secondo principi diversi dalla sola massimizzazione del rendimento atteso (corporate governance del fondo)".
Diversamente dai fondi comuni tradizionali, essi



affiancano all'obiettivo di performance obiettivi di rispetto dei principi e dei valori di responsabilità sociale, perseguiti attraverso una scelta oculata degli emittenti a cui destinare le risorse finanziarie gestite. Nello studio citato sono stati presi in considerazione diciotto Fondi Etici italiani e si è calcolato un indicatore di "eticità" basato su criteri di scelta utilizzati per l'investimento quali Diritti umani, Azioni militari, Pena di morte, Armi e manufatti bellici, Tabacco, Alcolici, OGM, Dignità umana, Salute, ecc., sulla presenza di controlli nel processo di selezione degli investimenti e su altre caratteristiche di eticità.

I risultati mostrano che a livello aggregato, i fondi presentano punteggi compresi tra il 28,26% e il 70,41% di quello massimo con una media pari a 57,58%.

Quando si analizzano le correlazioni tra questi punteggi e le *performance* in termini di costi di gestione, non si osservano differenze significative mentre, in generale, è noto come i fondi etici italiani, specie obbligazionari e bilanciati, siano stati sovraperformanti nel momento più difficile della crisi, rispetto ai fondi tradizionali. Tra luglio 2007 e gennaio 2009 i fondi obbligazionari socialmente responsabili hanno ottenuto un rendimento medio dello 0,87% contro il -2,05% dei fondi tradizionali. Da luglio 2008 a gennaio 2009 i fondi bilanciati tradizionali hanno perso mediamente il 18,71%, mentre i fondi etici della stessa categoria hanno avuto una flessione del 7,98%. (Il Sole 24 Ore).

L'analisi mostra l'assenza di legami significativi tra etica e *pricing*, segno che il pro-

cesso di gestione etica non incide sul prezzo complessivo dello strumento. "Inoltre, lo studio ha messo in evidenza alcuni elementi di scarsa trasparenza non solo nella determinazione degli indicatori di costo attualmente in uso (formulazione distorta del *Turnover Ratio*, lacune nella configurazione del TER), ma anche nella comunicazione agli investitori (assenza di distinzione tra costi di produzione e di distribuzione, se non attraverso poco comunicativi meccanismi di retrocessione, opacità nell'illustrazione degli oneri in prospetto informativo, discordanze nell'indicazione dei dati tra prospetto e rendiconto)".

Come è facilmente intuibile, l'investimento socialmente responsabile si caratterizza per un processo di diversificazione più limitato, dovendo necessariamente rispettare determinati vincoli qualitativi nella selezione dei titoli. Tale circostanza, dal momento che potrebbe avere ripercussioni sulle performance ottenibili, rappresenta quindi un "costo" che il risparmiatore sopporta quando decide di investire in un fondo etico.

Dall'analisi delle due ricercatrici di Bari questo fenomeno non si osserva, mentre la performance in termini di rendimento dei fondi etici risulta superiori a quelle dei fondi tradizionali. (il Sole 24 Ore).

Cosa può suggerire tutto questo?

Se l'investitore è davvero interessato a considerazione etiche nel suo progetto di investimento è bene che apra il "*packaging*" e guardi seriamente al contenuto.



ORGANIZZAZIONE A CURA DEL
CENTRO DI SERVIZIO DI ATENE PER IL COORDINAMENTO DI PROGETTI SPECIALI E L'INNOVAZIONE ORGANIZZATIVA

