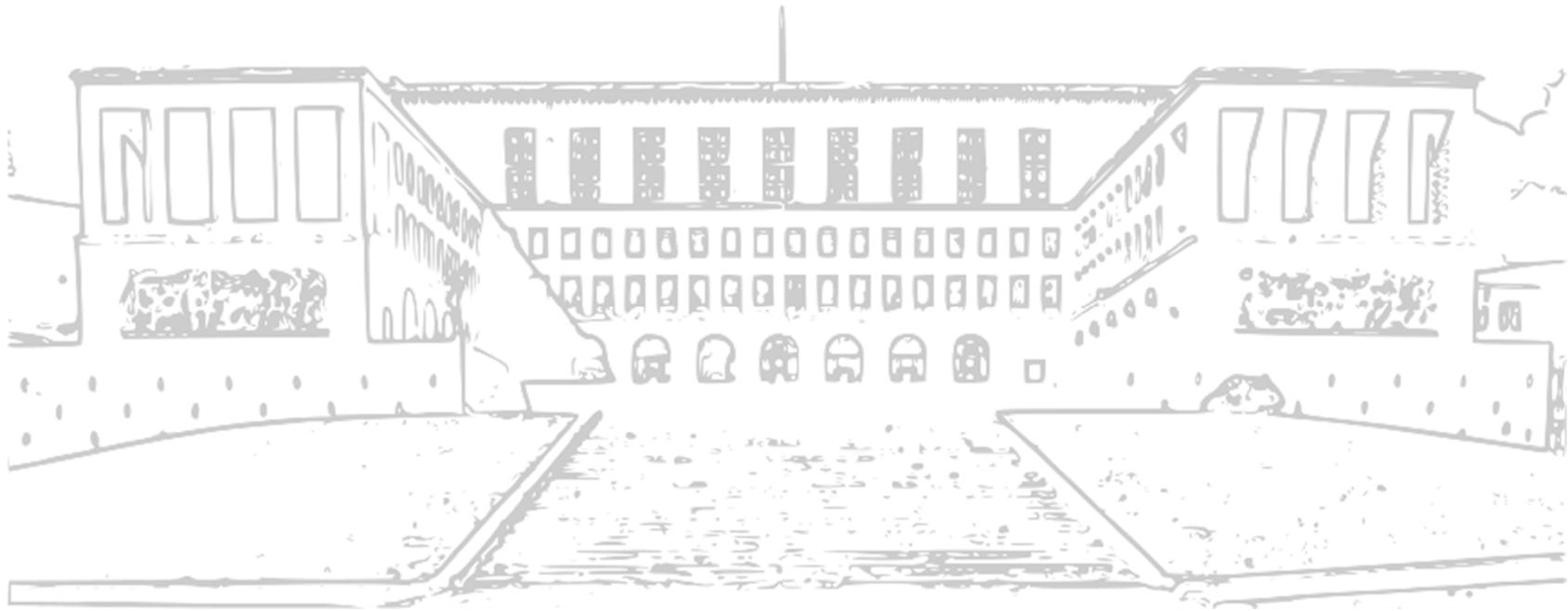


ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI

IL SISTEMA FINANZIARIO

A.A. 2017/2018

Prof. Alberto Dreassi – adreassi@units.it

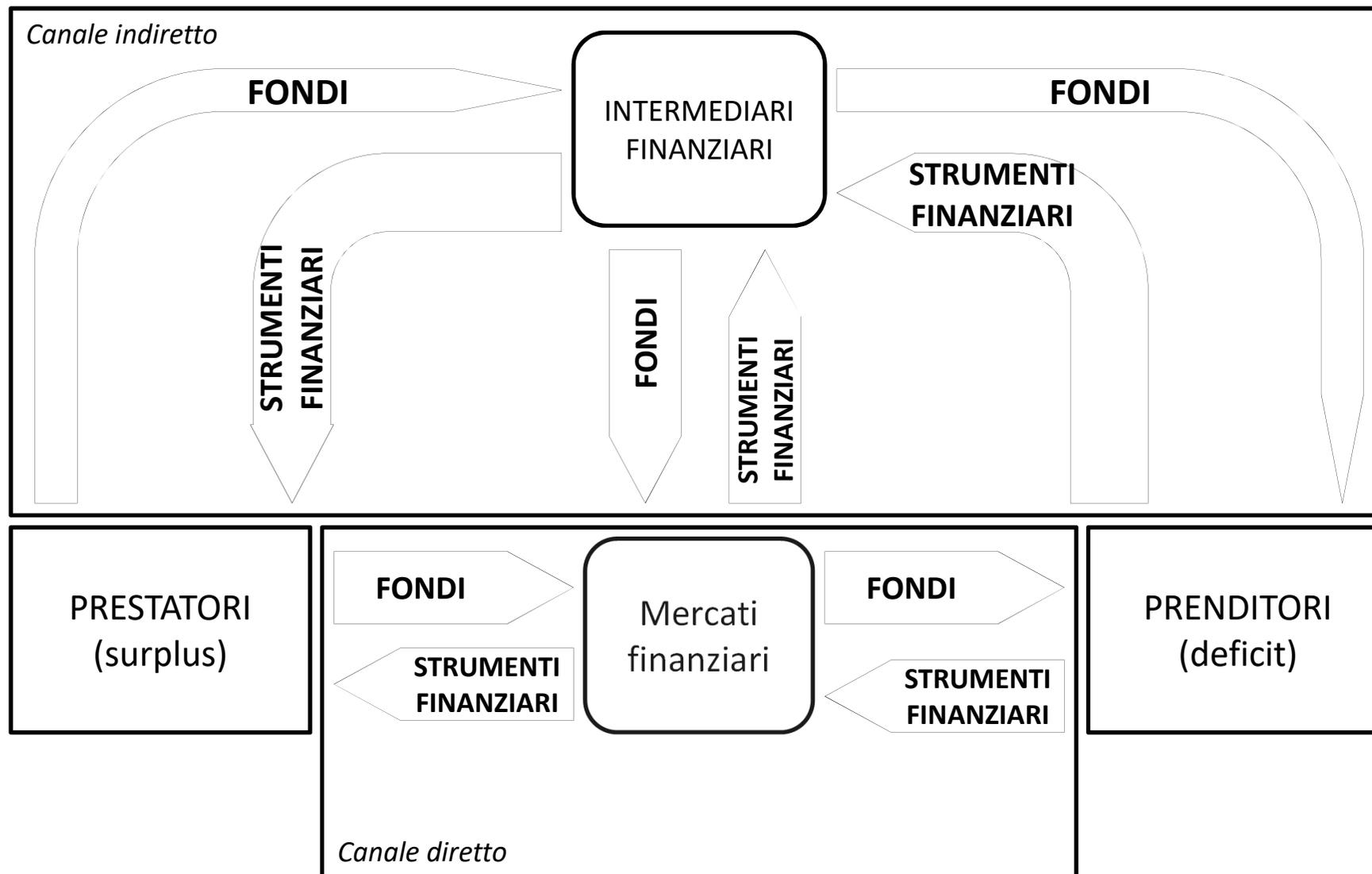


DEAMS
Università di Trieste

ARGOMENTI

- Le funzioni dei mercati finanziari
- Asimmetrie informative
- Struttura dei mercati finanziari
- Classificazione degli intermediari finanziari
- Regolamentazione e vigilanza
- Esempi

FUNZIONI DEI MERCATI FINANZIARI



FUNZIONI DEI MERCATI FINANZIARI

Perché prestatori e prenditori non si incontrano?

- Le opportunità di investimento migliori sono raramente a portata dei risparmiatori
- Prenditori e prestatori non si conoscono e potrebbero non godere di fiducia reciproca
- Privi di assistenza, i fondi verrebbero allocati inefficientemente o per nulla (interessi contrapposti e sfiducia)
- La qualità di risparmiatore e prenditore varia nel tempo
- La valutazione e selezione delle controparti richiede tempo e competenze



FUNZIONI DEI MERCATI FINANZIARI

- Le **azioni non sono lo strumento principale** di finanziamento delle imprese
- Le imprese emettono **più obbligazioni che azioni**
- **Azioni e obbligazioni**, complessivamente, **non rappresentano la principale fonte** di finanziamento (eccetto per alcune grandi imprese)
- La **finanza indiretta prevale** su quella diretta, specialmente quella **bancaria**
- Strumenti, mercati e intermediari finanziari sono pesantemente **regolamentati**
- Il finanziamento a **debito** comporta **garanzie e clausole restrittive**
- I **sistemi finanziari meno sviluppati** comportano una **crescita economica minore**



FUNZIONI DEI MERCATI FINANZIARI

Il canale indiretto è solitamente predominante:

- costi di transazione
(esperienza, tempo, denaro):
vs economie di scala
degli intermediari
- Servizi aggiuntivi a prestatori e
prenditori (economie di
produzione congiunta)
- Partecipazione ai rischi e riduzione dell'incertezza
(trasformazione delle scadenze, costruzione di portafogli)
- Opportunità di diversificazione
- Riduzione delle asimmetrie informative



ASIMMETRIE INFORMATIVE

- Una parte in una transazione non conosce a sufficienza la controparte per compiere decisioni accurate, o i contratti sono incompleti
- Conseguenze (teoria dell'agenzia):
 - Adverse selection (ex-ante): i peggiori prenditori ricercano prestiti più attivamente, li ricevono più spesso, fino a «bloccare» il mercato
 - Moral hazard (ex-post): il prenditore si comporta in modo “indesiderato” riducendo la capacità di rimborso, fino a «bloccare» il mercato
- Soluzioni possibili:
 - Discriminare «buoni» e «cattivi» prestatori:
 - Richiedere **informazioni, garanzie e clausole restrittive**
 - Utilizzare la propria **esperienza e monitorare attivamente**
 - Specializzarsi nella produzione/vendita di informazioni (tuttavia, creando problemi di **free-riding** e potenziali **conflitti di interesse**)
 - Incrementare la **regolamentazione**, anche se è spesso imperfetta



ASIMMETRIE INFORMATIVE

Esempio di *adverse selection*:

- Ipotesi:
 - Un mutuatario può essere buono (B) o pessimo (P)
 - Un B è disposto a pagare al massimo il 5%, un P il 10%
 - Una banca è disposta a concedere al minimo 4% ai B e 8% ai P
- Se le banche possono osservare l'essere B o P, offriranno il tasso adeguato e i mutuatari otterranno i prestiti richiesti, garantendo un profitto ai prestatori
- Se B-P non è osservabile, le banche saranno disposte ad offrire solo prestiti ad un tasso minimo del 6%
- Ma a questo punto i B non saranno disposti ad indebitarsi e le banche avranno solo debitori P, ben contenti di pagare meno
- Ma sapendolo, le banche non offrirebbero più prestiti a queste condizioni: sarebbero in perdita



ASIMMETRIE INFORMATIVE

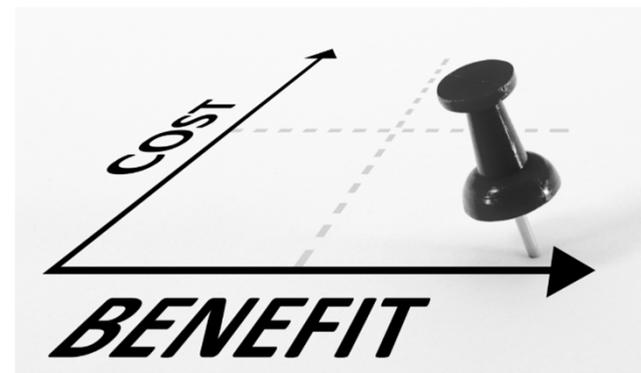
Esempio di *moral hazard*:

- Ipotesi:
 - La vostra abitazione, valore 100.000, è assicurata contro l'incendio
 - La copertura prevede l'indennizzo totale in caso di distruzione
 - Le statistiche dicono che c'è lo 0,01% di probabilità di una distruzione da incendio, pertanto l'assicuratore chiederà 10 di premio
- Se le statistiche sono confermate, ogni 10.000 case assicurate ne brucerà una, ma il suo costo di 100.000 sarà coperto dai premi incassati
- Tuttavia, le statistiche considerano la «normalità», cioè il fatto che se la vostra casa sta bruciando, farete tutto il possibile per evitare o ridurre il danno
- Ma se sapete che l'assicuratore non può controllare e che il rimborso sarà totalitario, potreste non chiamare soccorso
- Pertanto, la presenza dell'assicurazione potrebbe *di per sé* aumentare la frequenza e/o l'intensità degli incendi in modo imprevedibile, al punto da far collassare questo mercato o da richiedere premi molto più elevati



COSTI DI TRANSAZIONE

- **Accedere ai mercati comporta oneri** notevoli, in particolare se i fondi sono pochi
- I volumi limitati non consentono l'accesso a mercati in cui è necessaria una **denominazione elevata** degli strumenti e impediscono la **diversificazione**
- Soluzioni possibili:
 - **Economie di scala:** unire numerosi partecipanti per ridurre l'incidenza dei costi fissi, consentendo la diversificazione
 - **Economie di produzione congiunta:** più servizi possono avvalersi delle medesime informazioni e professionalità
 - **Servizi alla liquidità:** consentono entrata o uscita su/da esposizioni rapide ed economiche
 - **Servizi informativi:** la disponibilità e diffusione di informazioni riducono i costi che i singoli devono sopportare per accedere ai mercati



CONFLITTI DI INTERESSE

- Incentivi divergenti stimolano comportamenti opportunistici (nascondere informazioni, agire a danno degli interessi della controparte, ...)
- Casi più frequenti:
 - **Sottoscrizione e collocamento** di strumenti nelle banche d'affari: tre diversi interessi in gioco (emittente: prezzi elevati; compratore: prezzi bassi; banca: commissioni elevate)
 - **Audit e consulenza**: due interessi in conflitto (profitti dalla consulenza in cambio di minore incisività delle verifiche, gli investitori desiderano verifiche più severe)
 - **Agenzie di rating**: gli emittenti desiderano giudizi positivi (e pagano per ottenerli - *solicited*), i mercati si affidano all'informazione offerta (con meccanismi di *free-riding*), spesso con offerta di servizi aggiuntivi
- Soluzioni:
 - **Regolamentazione e vigilanza** (costose) sulle imprese esposte a potenziali conflitti, **separazione** delle attività in conflitto, sanzioni...
 - A scapito dell'efficienza dei mercati



"Try this—I just bought a hundred shares."

FINALITÀ DELLE ISTITUZIONI FINANZIARIE

Gli intermediari finanziari:

- Creano e vendono informazioni private al di fuori dei mercati, riducendo il *free-riding*
- Offrono “garanzie” assumendo direttamente i rischi
- Dove l’informazione asimmetrica è più forte, i settori bancari sono più importanti (es. PVS, PMI, ...)
- Imprese di grande dimensione e ben conosciute sono più facilmente in grado di raccogliere risorse direttamente (es. **ipotesi del *pecking order***)
- Non privi di problemi aggiuntivi:
 - Nuove forme di conflitti di interesse
 - Fallimenti dei mercati
 - Frodi



STRUTTURA DEI MERCATI FINANZIARI

Criterio: diritti e strumenti

- Debito (obbligazioni, mutui, ...):
 - Il prenditore accetta di pagare al prestatore un ammontare fisso o predeterminato a specifici intervalli temporali fino alla scadenza contrattuale
 - Breve (<1a), medio (1a-5/10a), lungo termine (>5/10a)
- Capitale (azioni ordinarie, di risparmio, ...):
 - Il prestatore ha un diritto agli utili netti futuri (attraverso il pagamento di dividendi) e agli attivi netti di un'azienda (sebbene residuale in caso di liquidazione/fallimento)
 - Comprendono solitamente una gamma di diritti di voto nelle principali decisioni aziendali
 - Volumi inferiori, più diritti economici -> meno diritti di voto

STRUTTURA DEI MERCATI FINANZIARI

Criterio: trasferibilità

- Creditizi:

- Strumenti non (o difficilmente) trasferibili
- Elevato grado di personalizzazione
- Complessità degli strumenti

- Mobiliari:

- Strumenti facilmente trasferibili a terzi
- Elevato grado di standardizzazione
- Uniformità delle condizioni contrattuali

STRUTTURA DEI MERCATI FINANZIARI

Criterio: origine

- Primari:

- Ospitano il collocamento di nuove emissioni di strumenti agli acquirenti iniziali
- I flussi vengono acquisiti direttamente dai prenditori: **liquidità naturale**
- Utilizzo più frequente da parte di investitori istituzionali

- Secondari:

- Ospitano la compravendita di strumenti già emessi
- Vedono la partecipazione di numerosi intermediari (*broker, dealer, banche, assicurazioni, ...*), ma anche del *retail*
- I flussi vengono acquisiti dai possessori precedenti degli strumenti: **liquidità artificiale**
- Il prezzo “di equilibrio”, indirettamente, influenza il mercato primario

STRUTTURA DEI MERCATI FINANZIARI

Criterio: organizzazione

- Mercati di borsa:

- Compratori e venditori si incontrano, anche virtualmente, in un “luogo” centralizzato per condurre affari di tipo standardizzato
- Spesso organizzati in segmenti: MTA, MOT, IDEM, SEDEX, ...
- Solitamente, più liquidi, con minori rischi di controparte, più trasparenti e con prezzi correnti pubblici e molto influenti

- Mercati *Over-the-Counter* (OTC):

- Soggetti (*dealer, ...*) offrono il proprio portafoglio di titoli e sono pronti ad acquistare e vendere a prezzi determinati
- Mancano requisiti di ammissione formale dei titoli, la presenza di *book* di ordini, di controlli, di obblighi informativi
- Sviluppi tecnologici, competizione e standardizzazione riducono le differenze rispetto ai precedenti

STRUTTURA DEI MERCATI FINANZIARI

Criterio: scadenza

- Mercati monetari:
 - Strumenti di debito a breve termine (<1a)
 - Volumi enormi ed elevata liquidità
 - I singoli strumenti hanno tagli molto elevati
 - Consentono la gestione di temporanei eccessi o carenze di fondi
- Mercati dei capitali:
 - Strumenti di debito a più lungo termine o di capitale
 - Elevata volatilità dei prezzi e rischi connessi
 - Gestione di necessità di finanziamento/investimento a più lungo termine

STRUTTURA DEI MERCATI FINANZIARI

La “globalizzazione” offre:

- opportunità di efficienza (competizione per i fondi)
- opportunità di crescita (aumento delle alternative)
- maggiore benessere (uso più produttivo di risorse scarse)

Nonostante le differenze fra Paesi:

- i mercati monetari sono i più grandi
- i circuiti indiretti prevalgono su quelli diretti
- i mercati del debito prevalgono su quelli azionari
- i mercati obbligazionari prevalgono su quelli azionari in alcuni Paesi (es. USA) ma non in altri (es. FRA e ITA)

		ITA	FRA	DE	UK	USA
% sul totale delle attività finanziarie						
Banche	2001	64.2	67.6	75.5	56.4	26.8
	2006	68.1	65.6	72.3	62.1	24.9
	2013	71.3	67.0	66.6	55.6	28.2
Fondi comuni, assic.ni, altri	2001	35.8	32.4	24.5	43.6	73.2
	2006	31.9	34.4	27.7	37.9	75.1
	2013	28.7	33.0	33.4	44.4	71.8
Attività finanziarie su PIL						
Mercati finanziari	2001	2.4	4.1	4.3	6.1	3.7
	2006	3.1	5.3	4.6	9.6	4.2
	2013	3.9	6.0	4.4	12.4	4.7

INTERMEDIARI

Criterio: ruolo

- Intermediari creditizi:
 - Banche: raccolgono con **depositi**, obbligazioni e azioni e offrono finanziamenti a imprese e famiglie, investono nel mercato monetario, obbligazionario, azionario
 - Altri: raccolgono con obbligazioni e azioni e offrono finanziamenti a imprese e famiglie
- Intermediari assicurativi:
 - Vita/danni: raccolgono premi, investono nel mercato monetario, obbligazionario e azionario in ragione della rischiosità dei prodotti e del loro orizzonte temporale
 - Fondi pensione: raccolgono contributi, investono nel mercato monetario, obbligazionario e azionario a seconda delle preferenze degli aderenti e del loro orizzonte temporale
- Intermediari mobiliari:
 - SIM, banche di investimento, SGR, fondi comuni, SICAV: raccolgono con azioni/quote e obbligazioni, investono nel mercato monetario, obbligazionario e azionario

Molti altri intermediari “assistono” parte di questi processi produttivi (*broker, ...*)

REGOLAMENTAZIONE E VIGILANZA

Scopo (diretto/indiretto): protezione della clientela creditrice

Strumenti:

- Requisiti di trasparenza: riduzione delle asimmetrie e dei connessi rischi di *adverse selection*, *moral hazard* e conflitti di interesse (contratti, bilanci, ...)
- Sana e prudente gestione e stabilità dei mercati:
 - Restrizioni alla concorrenza, all'entrata e all'uscita dal mercato
 - Limiti agli investimenti e alle operazioni rischiose
 - Assicurazione dei depositi e interventi di ultima istanza
 - Restrizioni sui prezzi di prodotti e servizi
 - Vigilanza prudenziale: requisiti patrimoniali, *governance* e disciplina di mercato

In Italia il modello prevede una molteplicità di autorità: Banca d'Italia, CONSOB, IVASS, COVIP, AGCM, MEF, ... oltre a quelle europee e internazionali

ESEMPI

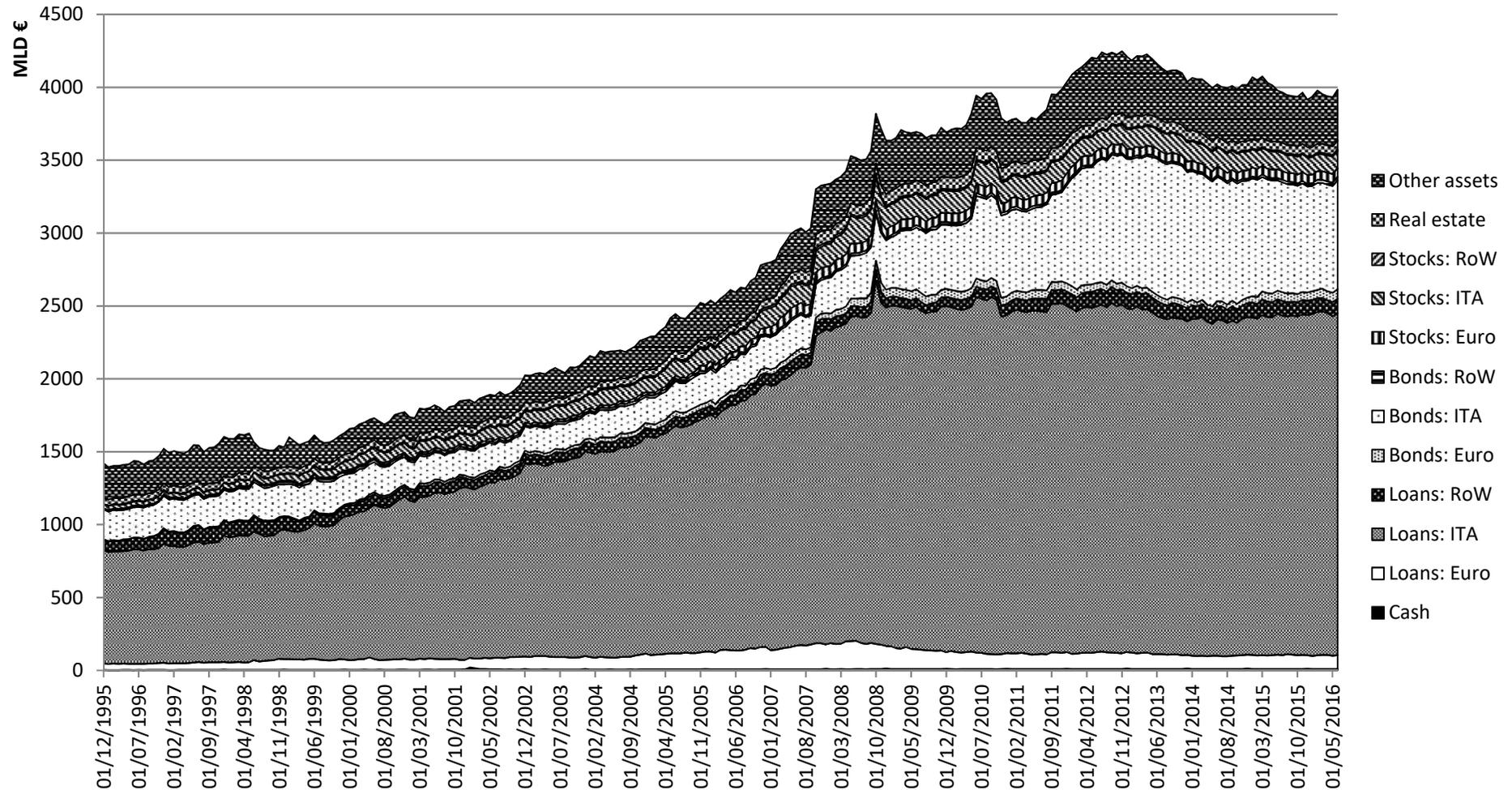
1. Immaginate di aver risparmiato 1.000€ e di volerli investire in una di queste alternative:

- Un compagno di corso ha bisogno di un prestito per un anno ed è disposto a pagare un interesse del 10%
- Una banca offre un deposito in conto corrente allo 0,5% di tasso
- Una PMI offre un'obbligazione di durata triennale con una cedola del 6%

- Qual è la scelta migliore?
- Quale scegliereste?
- Cosa dovete considerare prima di scegliere?

ESEMPI

2. A maggio 2016 il sistema bancario italiano presentava i seguenti attivi:

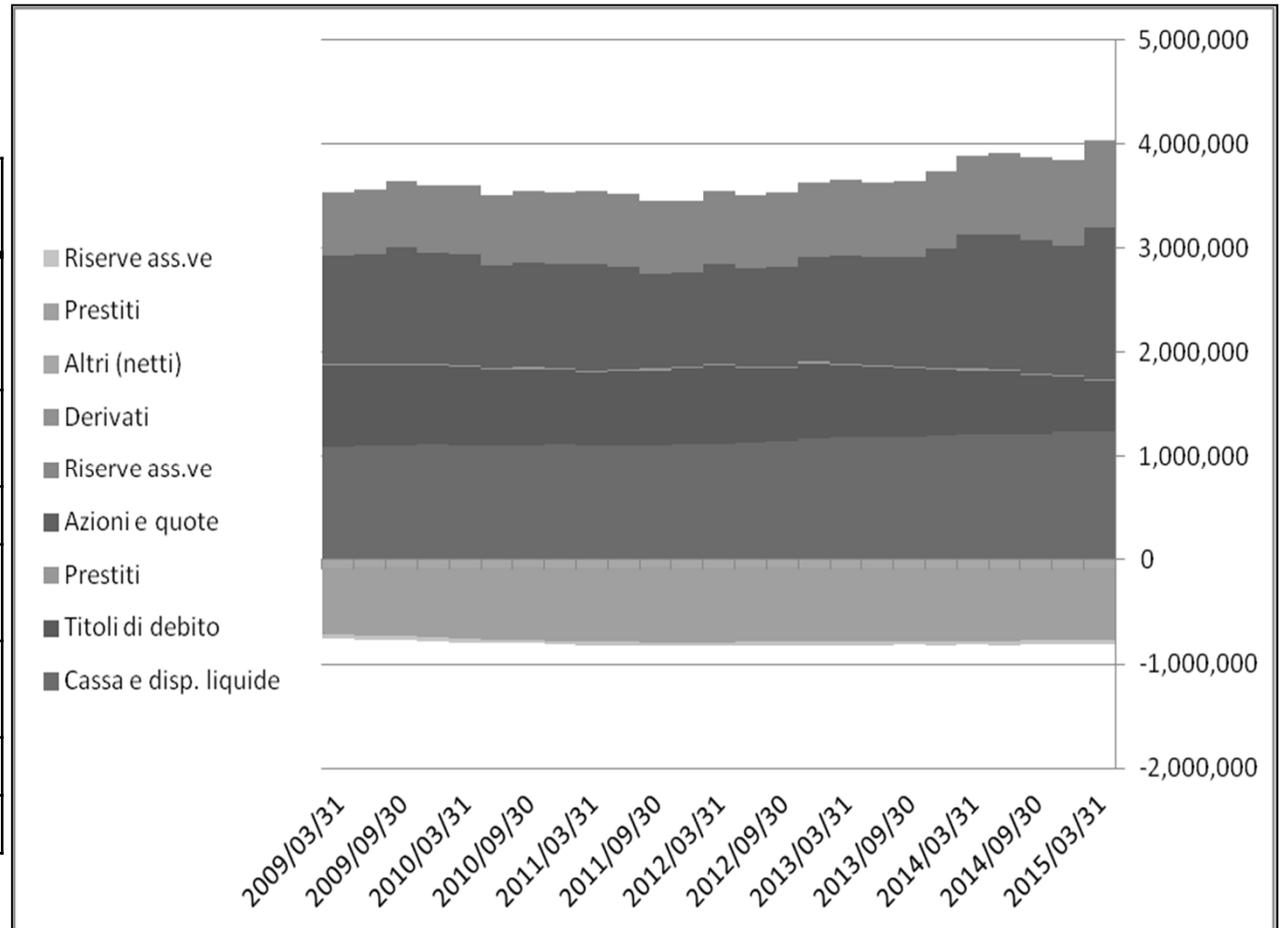


Vi aspettavate queste cifre?

ESEMPI

3. A marzo 2015, le famiglie italiane presentavano la seguente ricchezza (MLD €):

Attività finanziarie		Passività finanziarie	
Cassa e disponibilità liquide	1.243	Prestiti	692
Titoli di debito	482	Riserve ass.ve	37
Prestiti	16	Altri	179
Azioni e quote	1.455		
Riserve ass.ve	828		
Derivati	501		
Altri	95		



Vi aspettavate queste cifre?

ESEMPI

4. A tutto il 2014, le imprese non finanziarie italiane presentavano la seguente posizione (in MLD €):

Attività		Passività	
Denaro liquido e depositi	292	Depositi	33
Titoli a breve termine	0	Titoli a breve termine	5
Titoli a lungo termine	66	Titoli a lungo termine	151
Derivati	5	Derivati	8
Prestiti a breve termine	40	Prestiti a breve termine	371
Prestiti a lungo termine	28	Prestiti a lungo termine	737
Azioni e quote	551	Azioni e quote	1.525
Attività assicurative	18	Passività assicurative	99
Crediti e simili	607	Debiti e simili	545
	1.608		3.473

Vi aspettavate queste cifre?

ESEMPI

5.

Si immagini di possedere una casa del valore di 200.000€, in una zona saltuariamente oggetto di alluvione. Un evento moderato, con tempi di ritorno di 1:50 anni, potrebbe distruggerla completamente. Costruire una protezione attiva (muro) costerebbe 10.000€: in tal caso, solo eventi eccezionali (1:200 anni) possono distruggere l'abitazione.

Quale sarebbe un premio equo per un'assicurazione totale del bene in entrambi i casi?

E se la copertura fosse per il 75% del suo valore?

	Senza muro (p=2%)	Con muro (p=0.5%)
A valore intero	Esposizione: 200,000 Premio: 4,000 Perdita trattenuta: 0	Esposizione: 210,000 Premio: 1,050 Perdita trattenuta: 0
Coassicurazione 75%	Esposizione: 150,000 Premio: 3,000 Perdita trattenuta: 50,000	Esposizione: 157,500 Premio: 787.50 Perdita trattenuta: 52,500

ESEMPI

6. Lo “scandalo del LIBOR”

Il LIBOR (London InterBank Offered Rate) è un insieme di tassi di interesse di riferimento di mercato monetario (1g, 1s, 1m, 2m, 3m, 6m, 1a) nei confronti delle principali valute (GBP, USD, CHF, EUR, JPY): frequentemente utilizzato come base di calcolo degli oneri di un contratto di finanziamento o di derivati collocati a livello globale.

Calcolo: questionario rivolto ad alcune (poche) banche maggiori, che richiede “quale sarebbe un tasso accettabile corrente nel mercato interbancario per finanziarie le operazioni di questa istituzione?”. Ad es. 18 sono i soggetti coinvolti per USD, le risposte vengono troncate in alto e in basso. la media delle restanti è il “*fixing*”.



Ci sono problemi di asimmetria informativa?

[cont.]

ESEMPI

Problemi emersi:

- Possibilità di collusione in presenza di pochi soggetti coinvolti
- Limitata responsabilità: semplice espressione di opinione non vincolante né verificabile
- Il *trading* proprietario e i prestiti possono produrre profitti immediati da variazioni dei tassi
- Bassi livelli dei tassi comportano passività più contenute per le banche
- Elevati effetti-leva sui derivati possono realizzare profitti miliardari anche con variazioni molto contenute dei tassi

- Diverse banche già sanzionate: Barclays 0.4mld\$, UBS 1.5mld\$, DB 2.5mld\$, ...
- Alcuni individui perseguiti penalmente (es. 14 anni ad un solo *trader* di UBS)
- Similmente sul Forex: evidenza di chat fra *trader* che condividono informazioni su volumi e prezzi prima del *fixing*, cartelli intensi nei 60 secondi a cavallo dello stesso
- Per l'EURIBOR la domanda riguarda "un tasso applicabile ad una transazione fra *prime banks*" ...
- Le istituzioni coinvolte sembrano le medesime, con i medesimi risultati (multe, arresti).