

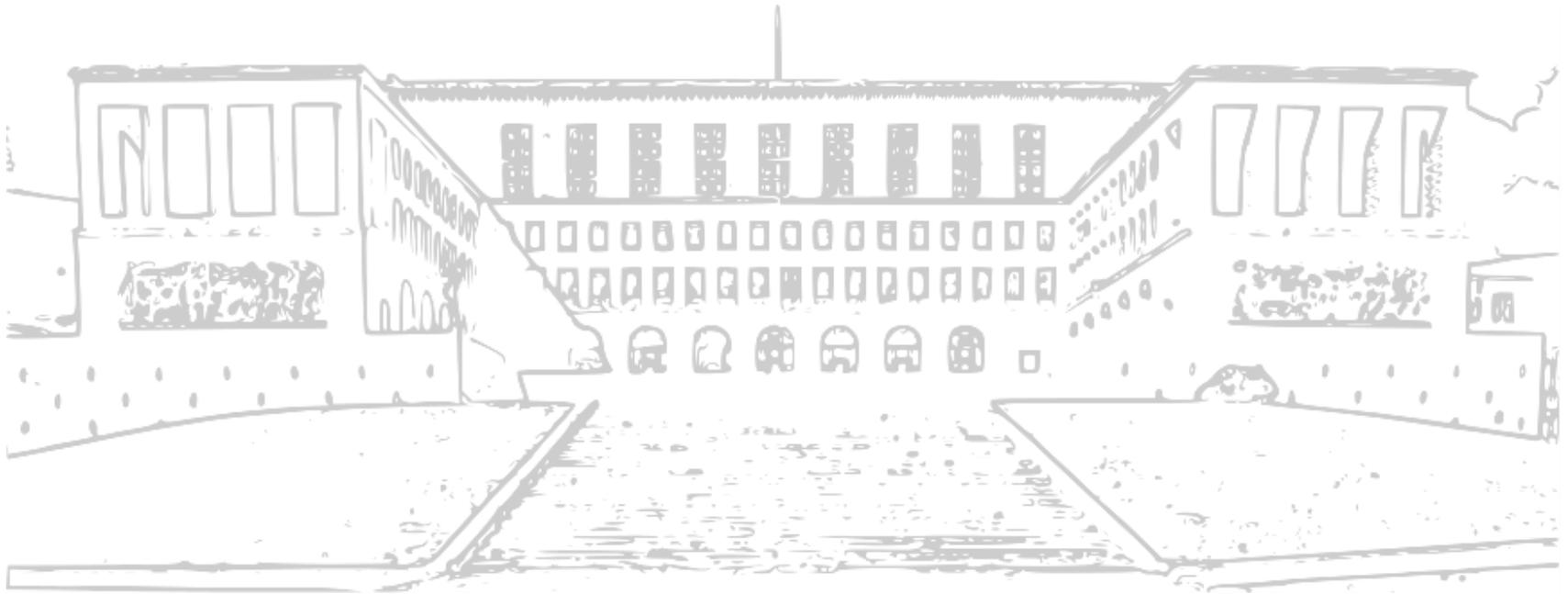
# ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI

---

## IL SISTEMA FINANZIARIO

A.A. 2020/2021

Prof. Alberto Dreassi – [adreassi@units.it](mailto:adreassi@units.it)

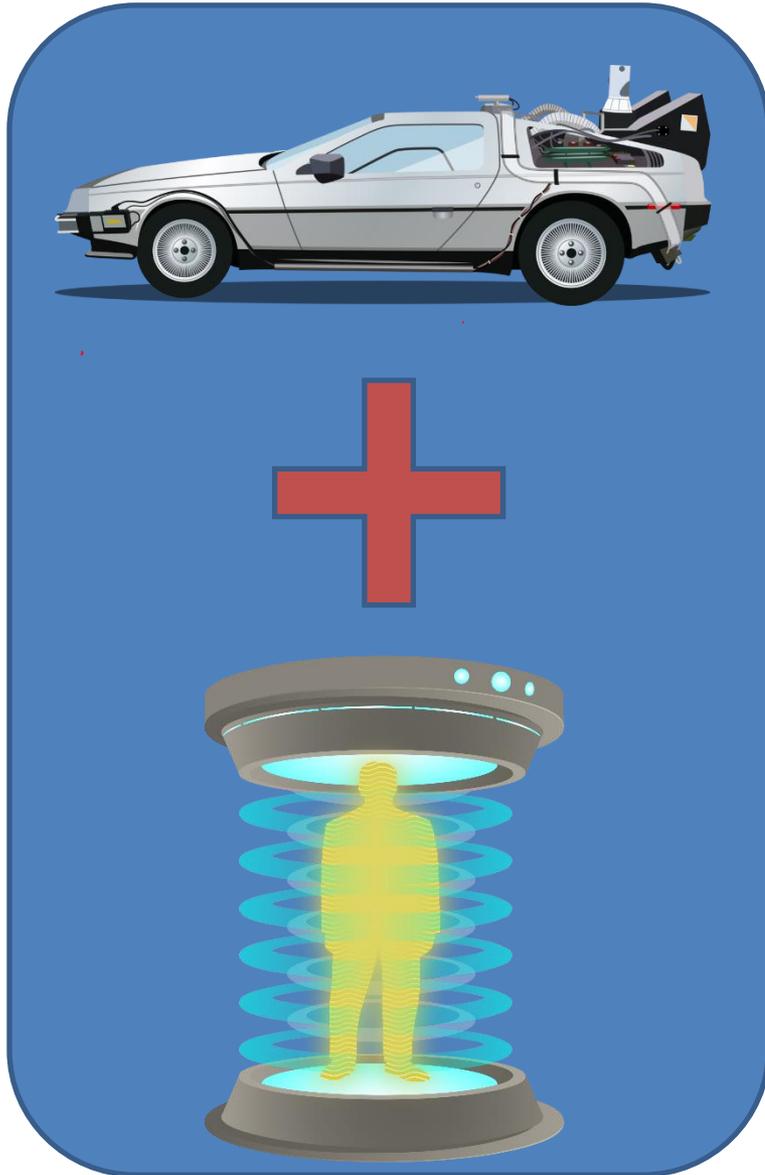


# ARGOMENTI



- Le funzioni dei mercati finanziari
- Struttura dei mercati finanziari e ruolo degli intermediari
- Asimmetrie informative
- Classificazioni di mercati e intermediari
- Regolamentazione e vigilanza
- Esempi

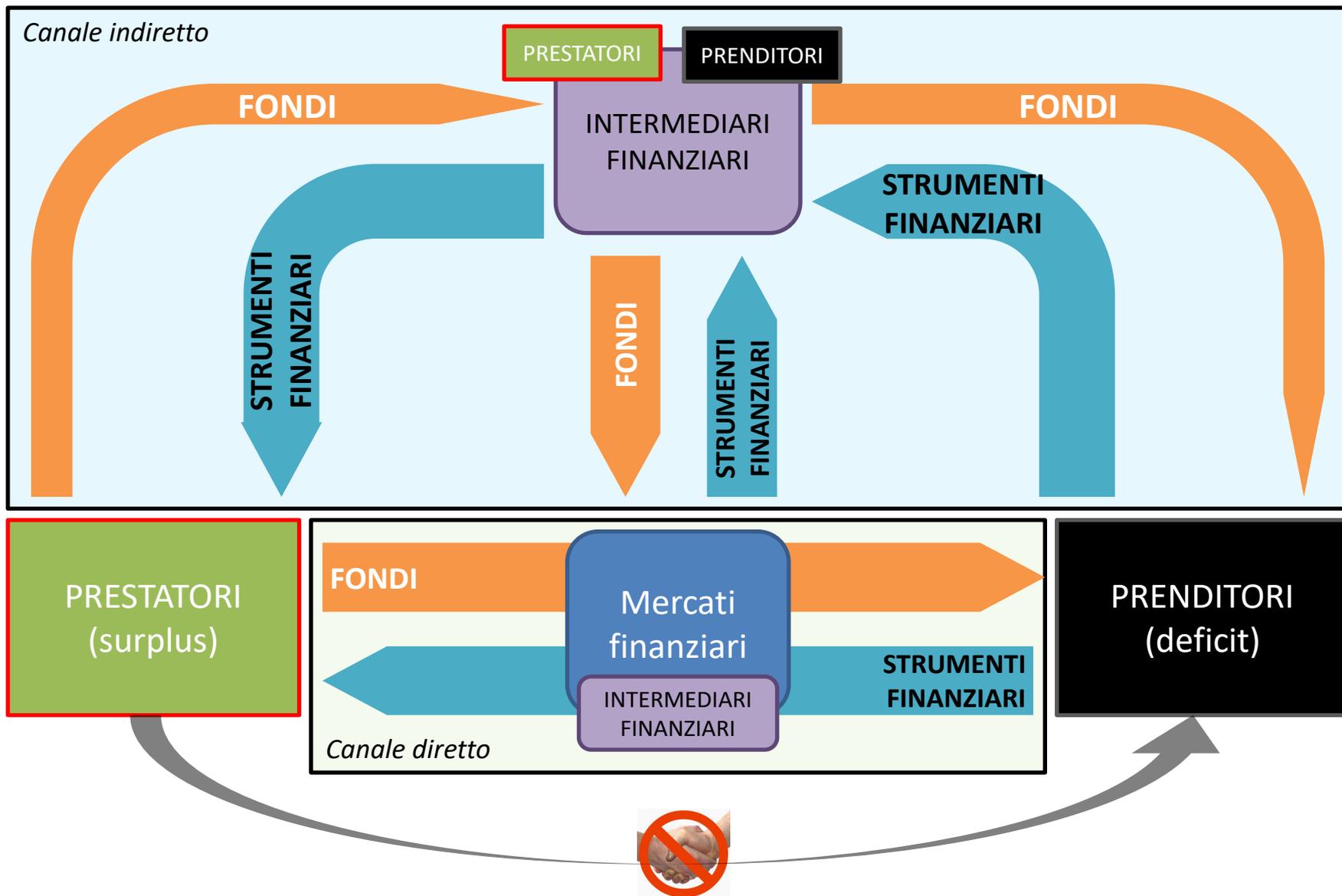
# MERCATI FINANZIARI



Incontro difficile fra prestatori e prenditori senza “assistenza”:

- Accesso problematico alle informazioni
- Conoscenze, competenze, fiducia, preferenze, ...
- Essere prenditori o prestatori varia nel tempo

# STRUTTURA DEI MERCATI FINANZIARI



# PERCHÉ...?

- Le imprese emettono **più obbligazioni che azioni**
- **Azioni e obbligazioni**, insieme, **non rappresentano la principale fonte** di finanziamento (eccetto in alcune grandi imprese)
- La **finanza indiretta** (soprattutto **bancaria**) **prevale** su quella diretta
- Strumenti, mercati e intermediari finanziari sono intensamente **regolamentati**
- Esistono **forme molto diverse** di azioni, di obbligazioni e di altri strumenti
- Il finanziamento a **debito** comporta **garanzie** e **clausole restrittive**
- **Sistemi finanziari poco sviluppati** si associano a una crescita economica minore



# FUNZIONI DEI MERCATI FINANZIARI

Vantaggi del canale indiretto:

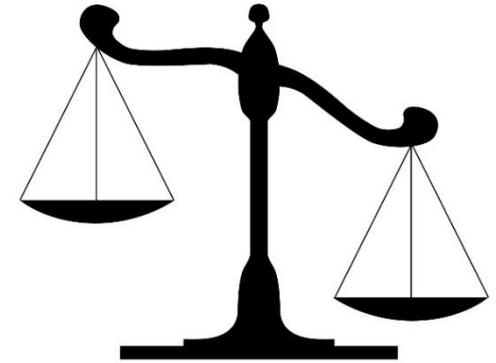
- **costi di transazione**  
(esperienza, tempo, denaro):  
vs **economie di scala**  
degli intermediari
- **servizi aggiuntivi** a prestatori e  
prenditori (**economie di  
produzione congiunta**)
- partecipazione ai rischi e  
**riduzione dell'incertezza**
- opportunità di **diversificazione**
- riduzione delle **asimmetrie  
informative**



# ASIMMETRIE INFORMATIVE

In ogni transazione, una parte dispone di vantaggi informativi sull'altra

- Adverse selection (ex-ante): i peggiori prenditori ricercano controparti più attivamente, se non sono identificabili il mercato può «bloccarsi»
- 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»:
  - 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 imperfetta e costosa

# 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 tutti otterranno i prestiti richiesti, garantendo un profitto ed equilibrio al mercato
- Altrimenti:
  - le banche saranno disposte ad offrire prestiti ad un tasso medio del 6%
  - i B usciranno dal mercato e le banche avranno solo P (che pagano meno)
  - sapendolo, le banche non offrirebbero più prestiti a queste condizioni per non essere in perdita



# ASIMMETRIE INFORMATIVE

## Esempio di *moral hazard*:

- Ipotesi:
  - La vostra casa vale 100.000
  - Assicurata contro l'incendio: indennizzo totale in caso di distruzione
  - C'è lo 0,01% di probabilità di incendi, pertanto l'assicuratore chiederà almeno  $0,01\% \times 100.000 = 10$  di premio
  
- Ogni 10.000 case ne brucerà 1, e il suo costo sarà coperto dai premi ( $10.000 \times 10 = 100.000$ )
- Le statistiche coprono soggetti assicurati o meno (che farebbero di tutto per evitare l'incendio o ridurre il danno)
- Senza controlli...
- ... l'assicurazione potrebbe *di per sé* aumentare gli incendi, facendo aumentare i premi o «bloccando» il mercato



# COSTI DI TRANSAZIONE

- **Accedere ai mercati comporta oneri**, in particolare se i fondi sono limitati
- Alcuni mercati offrono strumenti con **denominazione elevata**
- Con volumi contenuti è preclusa la **diversificazione**
  
- Soluzioni possibili:
  - **Economie di scala**: tendenza degli intermediari a crescere di dimensioni
  - **Economie di produzione congiunta**: tendenza ad offrire una gamma molto articolata di prodotti/servizi
  - **Servizi alla liquidità**: frequente offerta di modalità di aumento della liquidità delle posizioni della clientela
  - **Servizi informativi**: gli intermediari raccolgono e diffondono volumi elevati di informazioni presso il pubblico e/o la clientela



# CONFLITTI DI INTERESSE

Incentivi divergenti stimolano comportamenti opportunistici (omettere informazioni, agire a danno della controparte, ...)

Casi più frequenti:

- **Sottoscrizione e collocamento** di strumenti finanziari
- **Audit e consulenza**
- **Agenzie di rating**

• Soluzioni:

- **Regolamentazione e vigilanza** (costi? efficienza/efficacia?) sulle imprese esposte a potenziali conflitti
- **Separazione** delle attività in conflitto
- **Sanzioni**
- **Trasparenza**: esplicitazione delle eventualità in cui è presente un conflitto



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

# STRUTTURA DEI MERCATI FINANZIARI

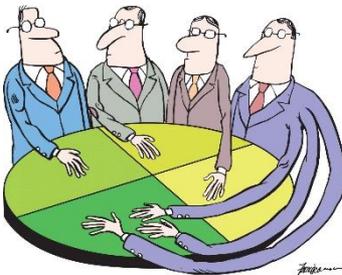
Criterio: **diritti e strumenti**

- 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, ...):



- Diritto agli utili netti futuri (dividendi) e agli attivi netti di un'azienda (residuale)
- Comprendono diritti di voto nelle decisioni aziendali
- Volumi inferiori, svariate tipologie
- 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 **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:



- Compravendita di strumenti già emessi
- Partecipazione di numerosi intermediari (*broker, dealer, banche, assicurazioni, ...*), ma anche del *retail*
- Flussi acquisiti dai possessori precedenti degli strumenti: **liquidità artificiale**
- Il prezzo “di equilibrio” influenza il mercato primario

# STRUTTURA DEI MERCATI FINANZIARI

## Criterio: organizzazione

- Mercati di borsa:



- Compratori e venditori si incontrano, anche virtualmente, in modo centralizzato per condurre affari standardizzati
- 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 (ma potrebbero comunque esserci)
- 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:



- Debito a più lungo termine o capitale
- Elevata volatilità dei prezzi e rischi connessi
- Gestione di necessità di finanziamento e investimento

# 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
- Fondi pensione: raccolgono contributi, investono nel mercato monetario, obbligazionario e azionario

- 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 (*broker, ...*)

# STRUTTURA DEI MERCATI FINANZIARI

La “globalizzazione” offre:

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



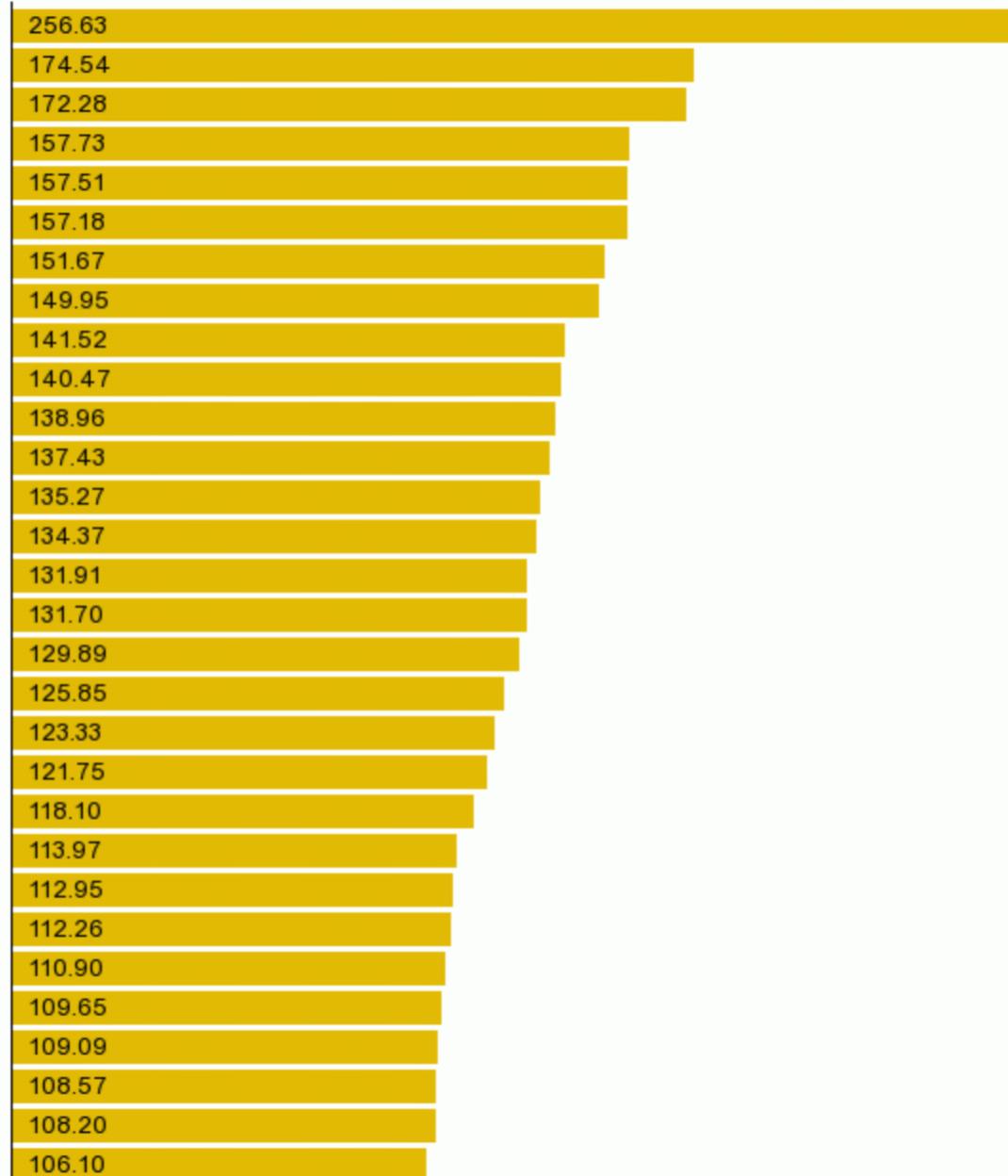
Profonde differenze fra Paesi (storia, cultura, grado di sviluppo, ...), ma:

- mercati monetari > mercati dei capitali
- circuiti indiretti > diretti
- debito > azioni
- obbligazionari > azionari (USA, ...)  
obbligazionari < azionari (FRA, ITA, ...)

# STRUTTURA DEI MERCATI FINANZIARI

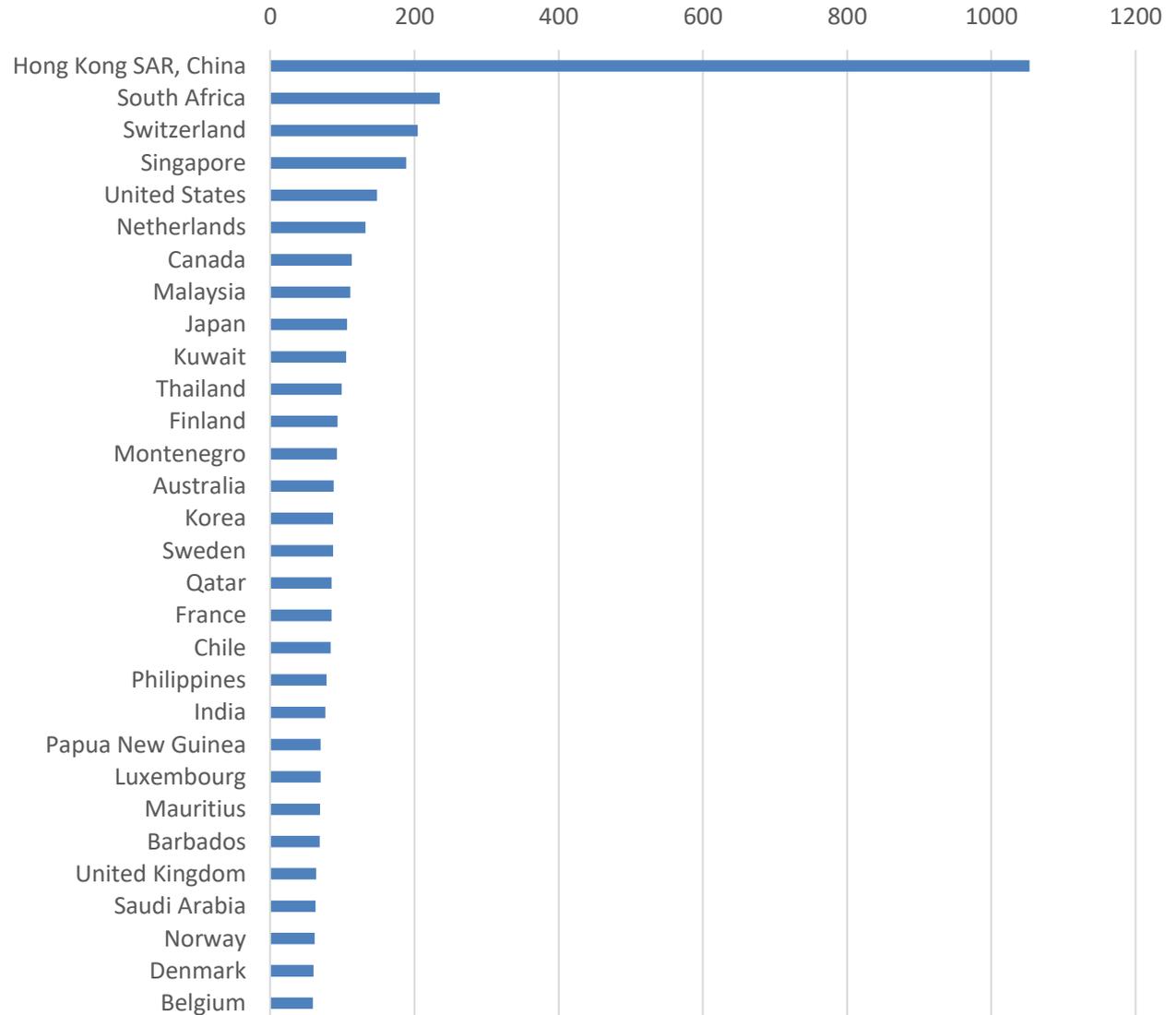
Primi 30 Paesi per rapporto attivo delle banche / PIL (2017)

1. Hong Kong	256.63
2. China	174.54
3. Denmark	172.28
4. New Zealand	157.73
5. Japan	157.51
6. Lebanon	157.18
7. Singapore	151.67
8. Qatar	149.95
9. South Korea	141.52
10. Australia	140.47
11. Thailand	138.96
12. Vietnam	137.43
13. Sweden	135.27
14. Norway	134.37
15. Malaysia	131.91
16. UK	131.70
17. Spain	129.89
18. Portugal	125.85
19. Netherlands	123.33
20. Mauritius	121.75
21. Italy	118.10
22. Jordan	113.97
23. France	112.95
24. Greece	112.26
25. San Marino	110.90
26. UA Emirates	109.65
27. Luxembourg	109.09
28. Kuwait	108.57
29. Macao	108.20
30. Barbados	106.10



# STRUTTURA DEI MERCATI FINANZIARI

Primi 30 Paesi per  
rapporto  
capitalizzazione di  
Borsa / PIL (2019)



# REGOLAMENTAZIONE E VIGILANZA

Finalità:

- protezione della clientela (inclusa concorrenza)
- stabilità dei mercati



Strumenti:

- Requisiti di trasparenza: riduzione delle asimmetrie (contratti, bilanci, ...)
- Stabilità e controlli strutturali:
  - 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 di capitale, di *governance* e disciplina di mercato

In Italia molteplici autorità: Banca d'Italia, CONSOB, IVASS, COVIP, AGCM, MEF, ... oltre a quelle europee e internazionali

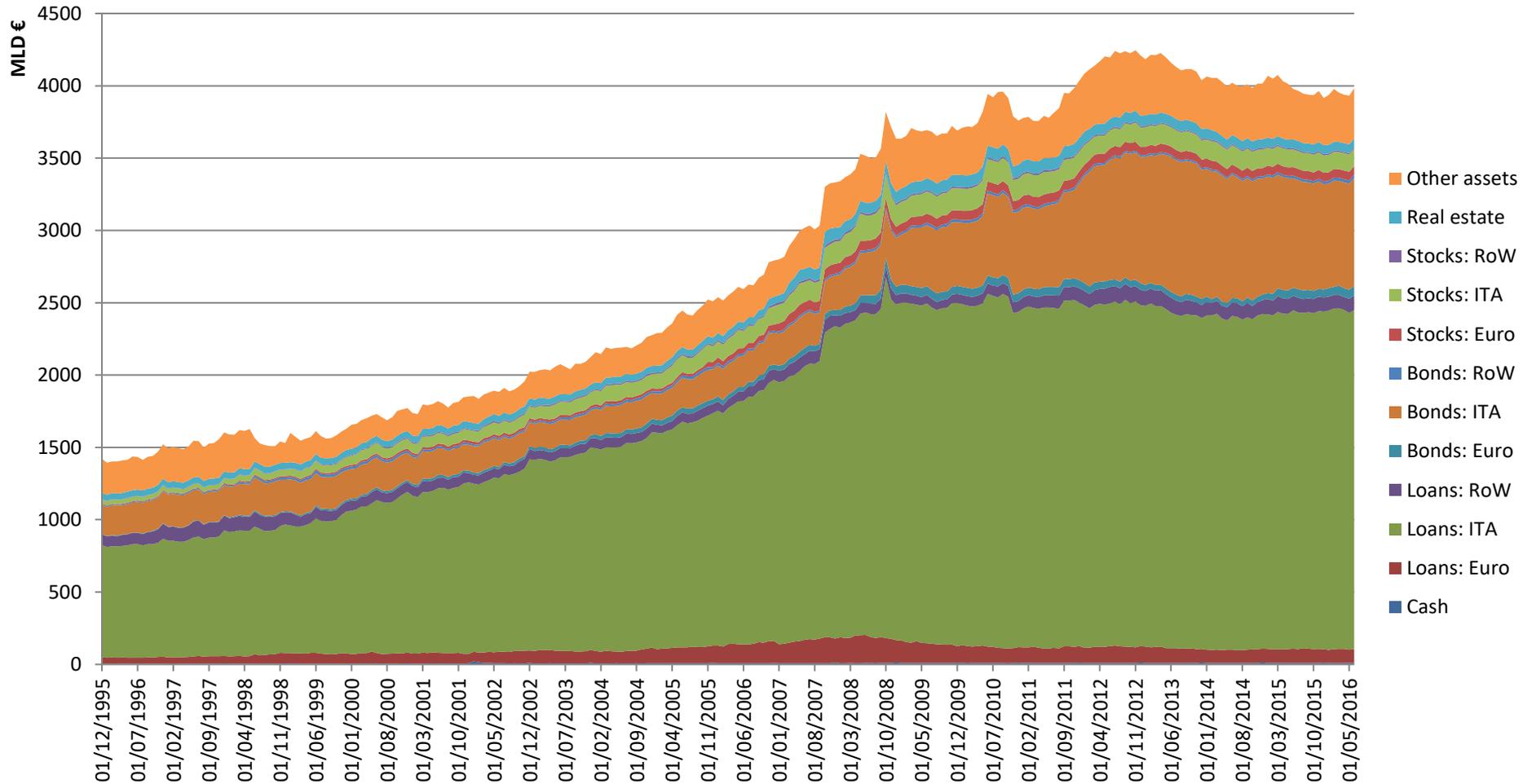
# ESEMPI

1. Avete risparmiato 1.000€ e volete investirli, avendo solo 3 alternative:
    - Un compagno di corso desidera un prestito per un anno ed è disposto a pagare un interesse annuo del 10%
    - Una banca offre un deposito in conto corrente allo 0,2% di tasso trimestrale
    - Una PMI offre un'obbligazione triennale senza cedola al prezzo di 89
- Quale scegliereste?
  - Perché è la scelta «migliore»?
  - Cosa dovete considerare prima di scegliere?



# ESEMPI

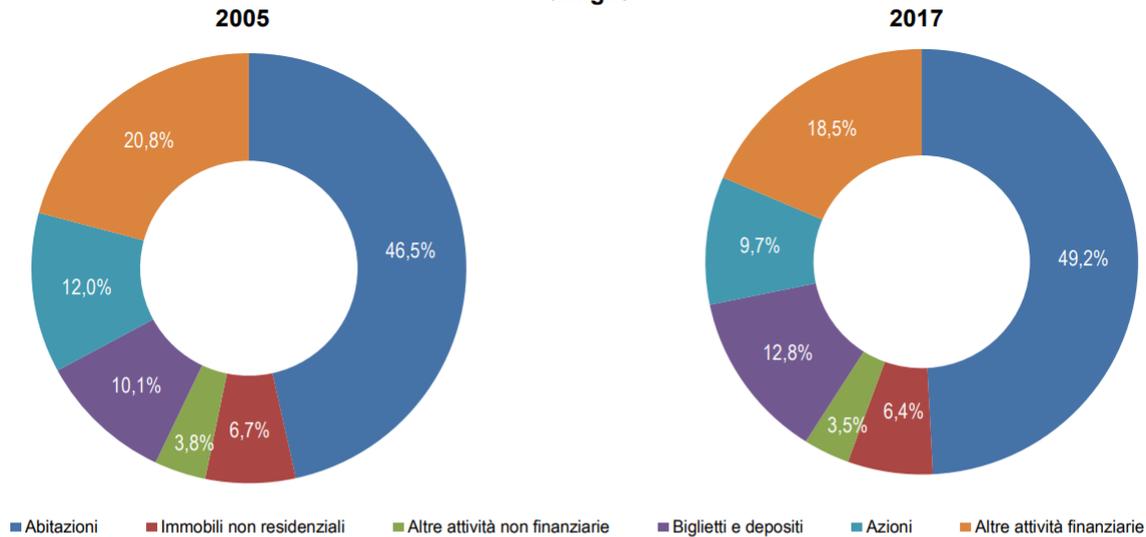
2. A maggio 2016 il sistema bancario italiano presentava i seguenti attivi:



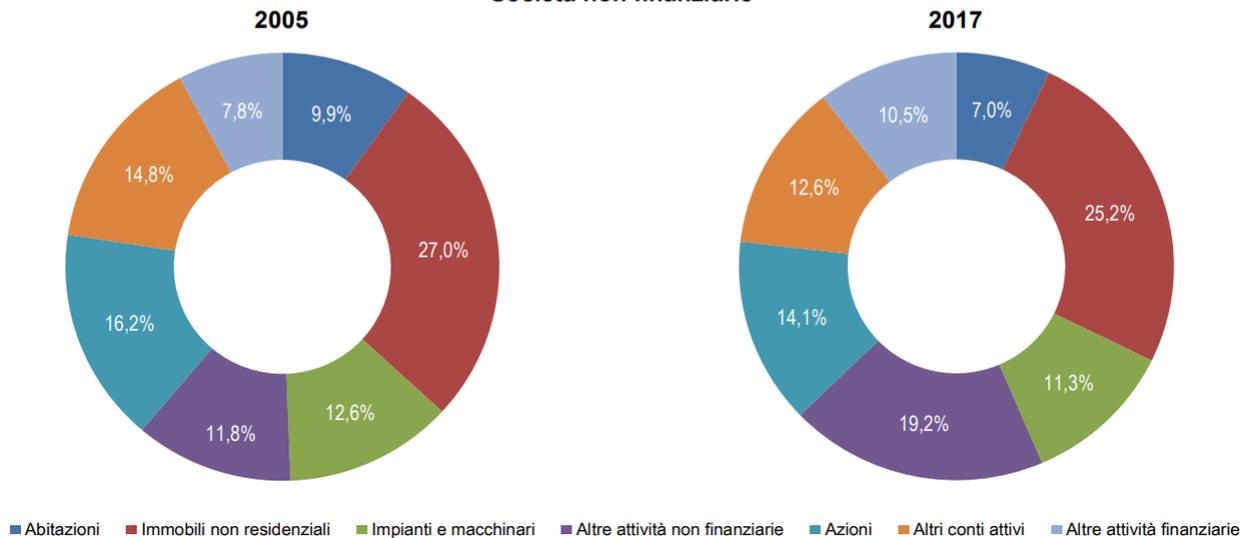
Vi aspettavate queste cifre?

## 3. Attività di famiglie e imprese non finanziarie

Famiglie



Società non finanziarie



# ESEMPI

## 4. Passività delle imprese non-finanziarie (mln €)

	2013	2014	2015	2016	2017
Biglietti e depositi	32.102	32.558	34.979	41.777	45.066
Titoli	141.477	156.202	149.416	146.014	167.238
Prestiti	1.163.667	1.141.122	1.112.034	1.100.205	1.065.553
Azioni	1.570.598	1.616.525	1.697.224	1.761.046	1.904.081
Derivati	9.776	13.220	14.292	12.997	9.350
Quote di fondi comuni	-	-	-	-	-
Riserve assicurative e garanzie standard	93.450	89.354	90.172	91.808	93.765
Altri conti passivi	580.553	567.839	558.259	535.973	604.930
<b>Totale passività finanziarie (c)</b>	<b>3.591.623</b>	<b>3.616.820</b>	<b>3.656.375</b>	<b>3.689.821</b>	<b>3.889.983</b>

# ESEMPI

## 5. Lo “scandalo del LIBOR” e le asimmetrie informative

LIBOR (London InterBank Offered Rate): insieme di tassi di riferimento (da 1gg a 1a) per le principali valute (GBP, USD, CHF, EUR, JPY, ...): base di calcolo per prestiti e derivati negoziati in tutto il mondo (800 trn\$)

Calcolo: questionario rivolto ad alcune banche maggiori (“quale sarebbe un tasso accettabile corrente nel mercato interbancario per finanziarie le operazioni di questa istituzione?”).

Es.: 18 soggetti per USD, risposte troncate in alto e in basso, la media è il “*fixing*”.



Sorry to be a pain  
but just to remind  
you the importance  
of a low fixing for  
us today

Morning  
skipper . . . will  
be submitting  
an obscenely  
high 1m again  
today

its just amazing how  
libor fixing can make you  
that much money

# ESEMPI

## Problemi emersi:

- Possibilità di collusione e limitata responsabilità: opinioni non verificabili/vincolanti
- Possibili guadagni immediati da variazioni di tassi su *trading* e prestiti, soprattutto sfruttando effetti leva sui derivati

## Conseguenze:

- Sanzioni per mld\$ a molte banche
- Risvolti penali per alcuni individui
- Simili evidenze sul mercato dei cambi: cartelli intensi nei 60 secondi a cavallo del *fixing*
- Simili preoccupazioni per l'EURIBOR: riforma parziale (opinione documentata e «oggettiva») e alternative (€STR)
- Ricorrenza dei nomi degli intermediari finanziari coinvolti

