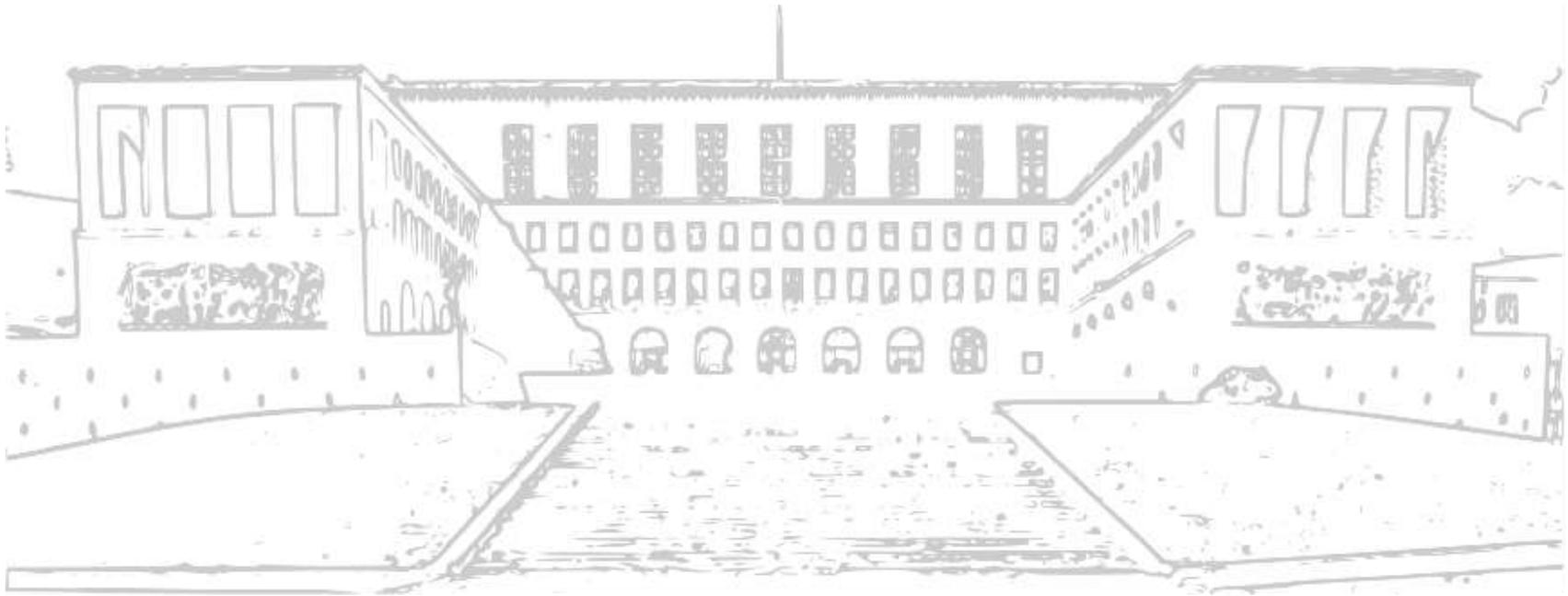


IL SISTEMA FINANZIARIO

A.A. 2021/2022

Prof. Alberto Dreassi – adreassi@units.it

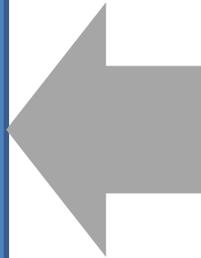
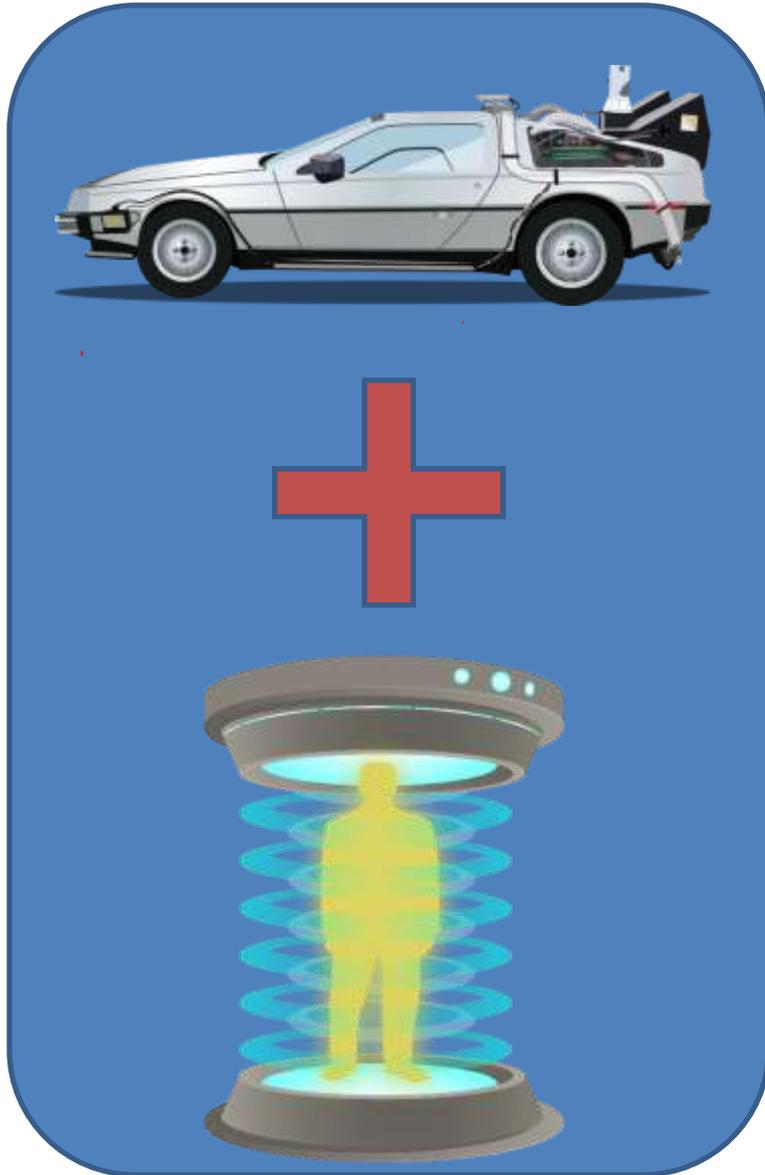


ARGOMENTI



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

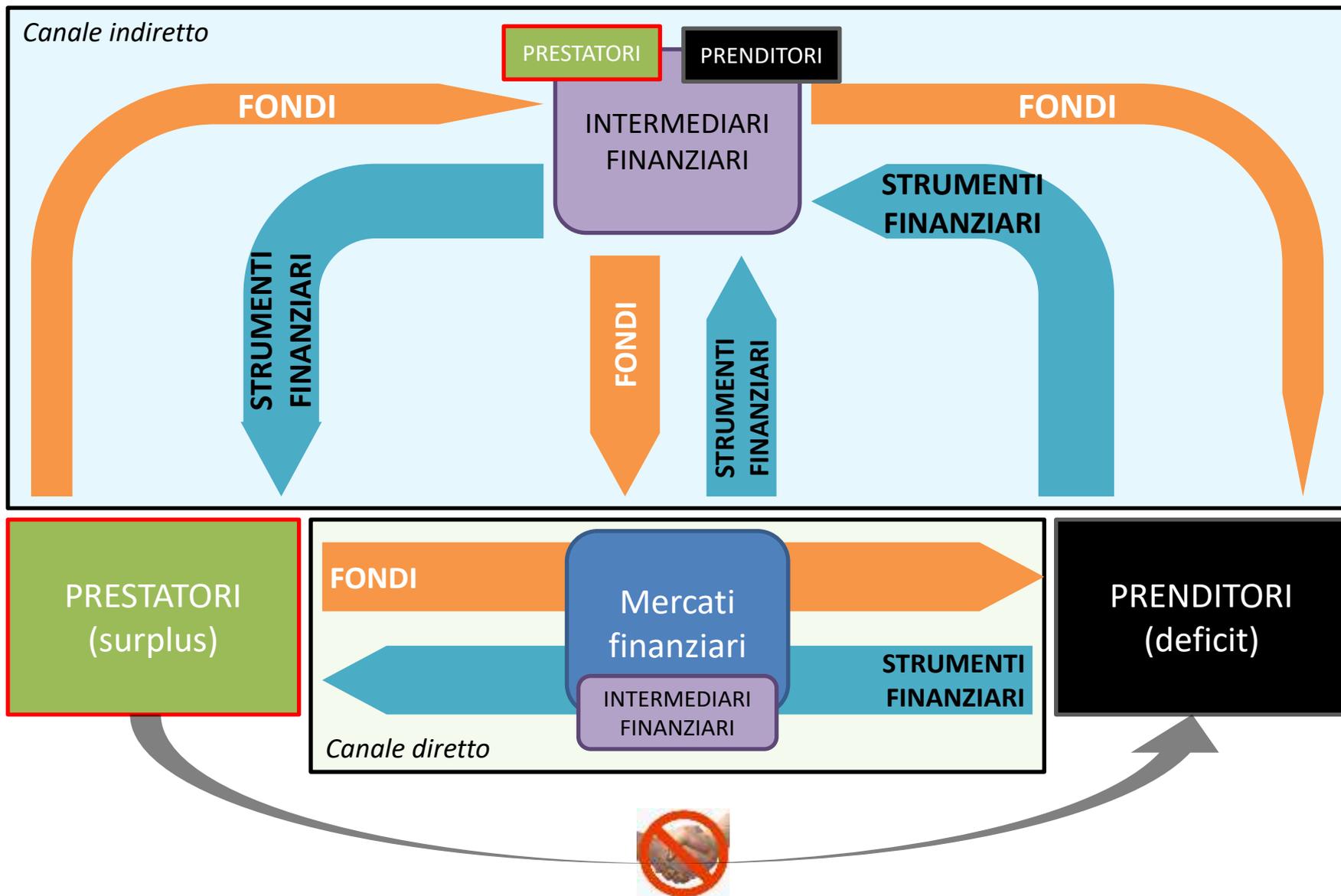
MERCATI FINANZIARI



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





Sistema finanziario - insieme organizzato di:

- **Mercati finanziari:** incontro fra domanda e offerta
- **Intermediari finanziari:** imprese che producono/negozano strumenti e offrono servizi connessi
- **Strumenti/servizi finanziari:** contratti con oggetto prestazioni/diritti di natura finanziaria

Funzioni:

- **Regolare gli scambi** (sistema dei pagamenti)
- **Accumulare il risparmio e finanziare gli investimenti** (trasferimento surplus)
- **Gestire i rischi** (assicurazione e derivati)
- **Prezzamento degli strumenti**
- **Liquidità**

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 cattivo (C)
 - Un B è disposto a pagare al massimo il 5%, un C il 10%
 - Una banca è disposta a concedere al minimo 4% ai B e 8% ai C
- Se le banche possono osservare l'essere B o C, 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 C (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

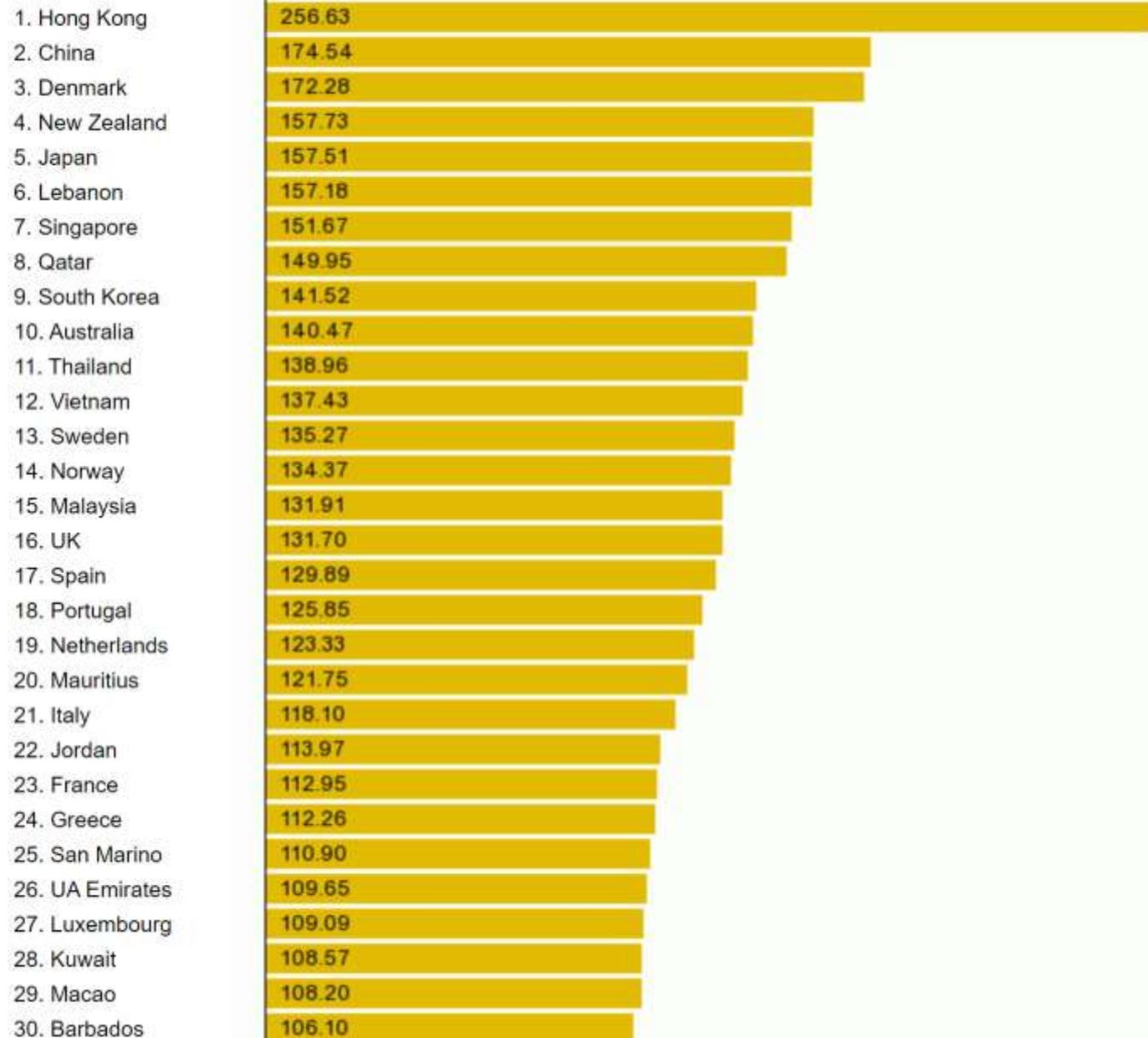
- Intermediari mobiliari:



- 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

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



STRUTTURA DEI MERCATI FINANZIARI

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

1. Hong Kong	1339.64
2. Saudi Arabia	303.52
3. South Africa	300.58
4. Switzerland	260.92
5. Singapore	187.41
6. Japan	121.83
7. Malaysia	110.77
8. Australia	106.52
9. Thailand	104.72
10. Jamaica	95.80
11. Qatar	91.02
12. India	75.98
13. Norway	73.28
14. Philippines	73.06
15. Chile	72.19
16. Bahrain	69.69
17. Seychelles	66.72
18. Barbados	65.23
19. Brazil	64.54
20. Luxembourg	62.21
21. Mauritius	61.33
22. Israel	60.15
23. China	59.63
24. UA Emirates	58.70
25. Spain	57.22
26. Vietnam	57.20
27. Morocco	54.65
28. Germany	54.34
29. New Zealand	52.13
30. Jordan	47.27

REGOLAMENTAZIONE E VIGILANZA

Finalità:

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



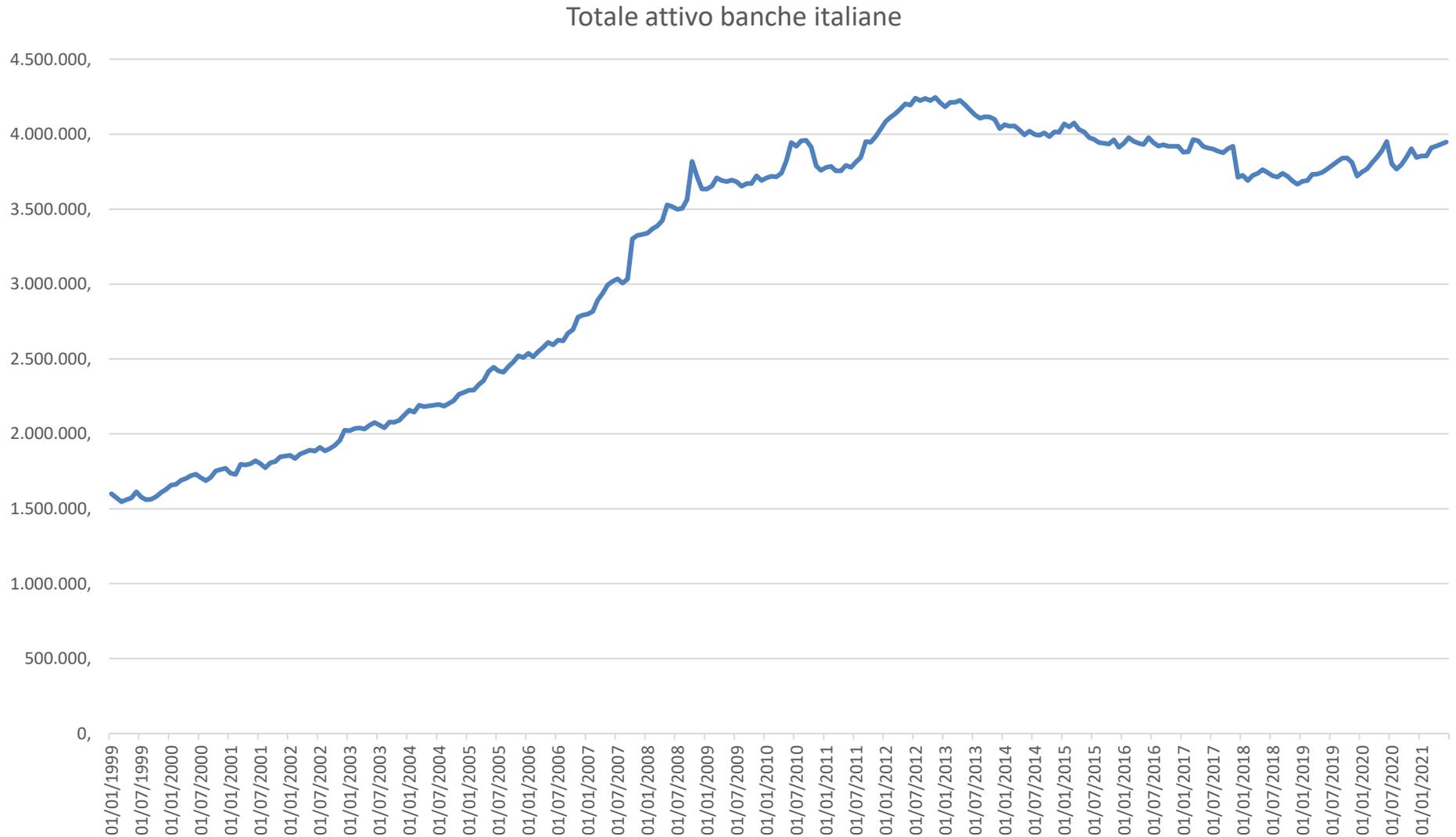
Strumenti:

- 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

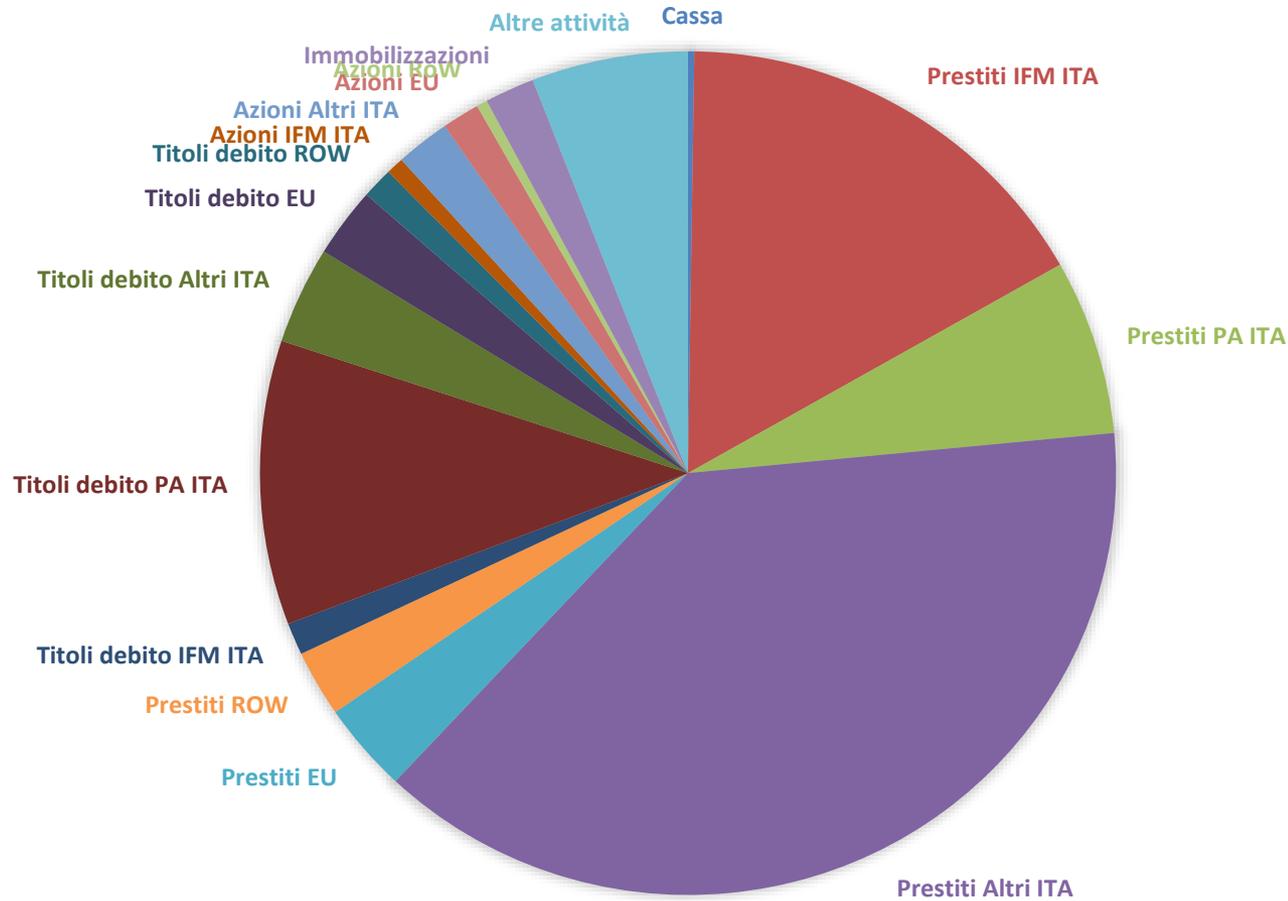
1. Attivo delle banche italiane



ESEMPI

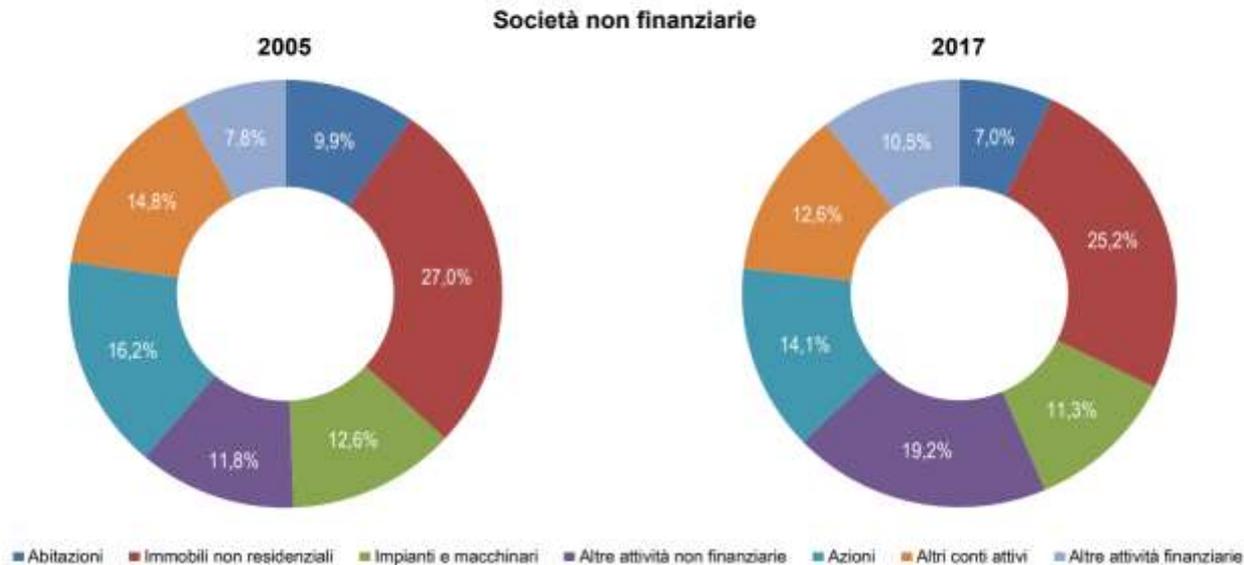
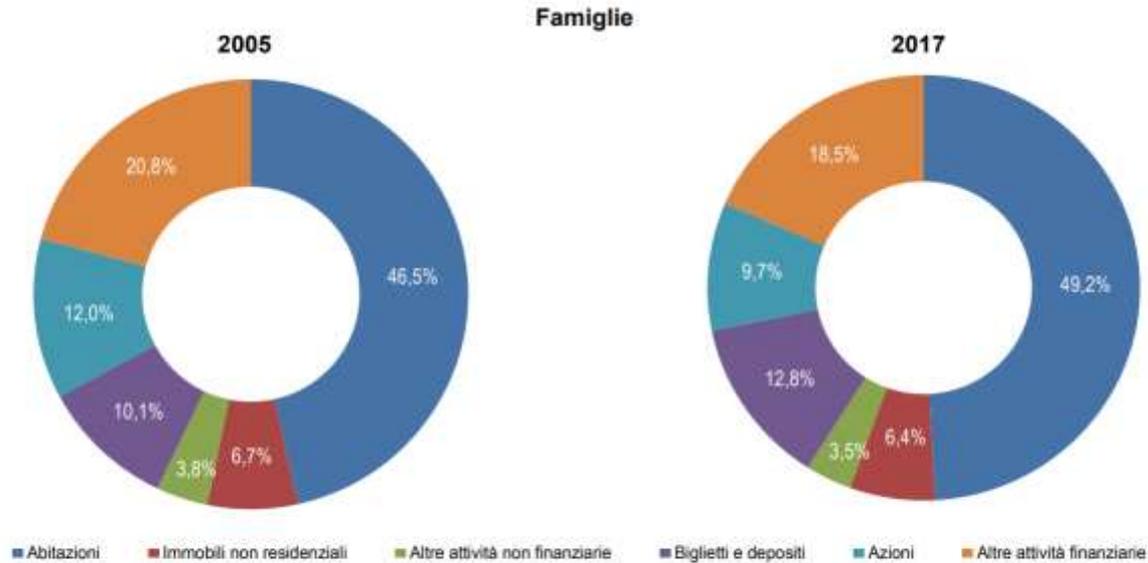
2. Attivo delle banche italiane

COMPOSIZIONE ATTIVO (MAR21)



ESEMPI

3. Attività di famiglie e imprese non finanziarie



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

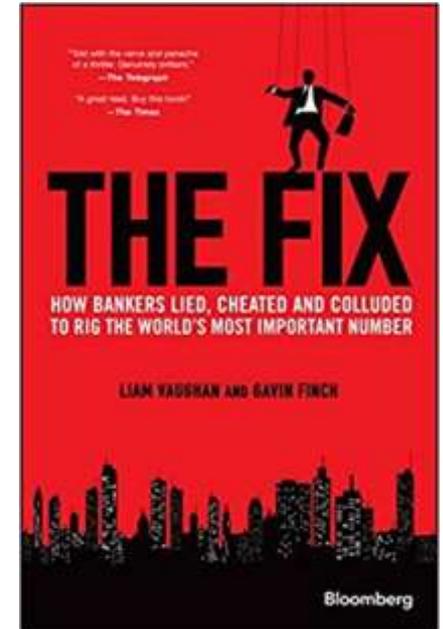
ESEMPI

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 (pochi) 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 degli intermediari finanziari coinvolti



DOMANDE!

