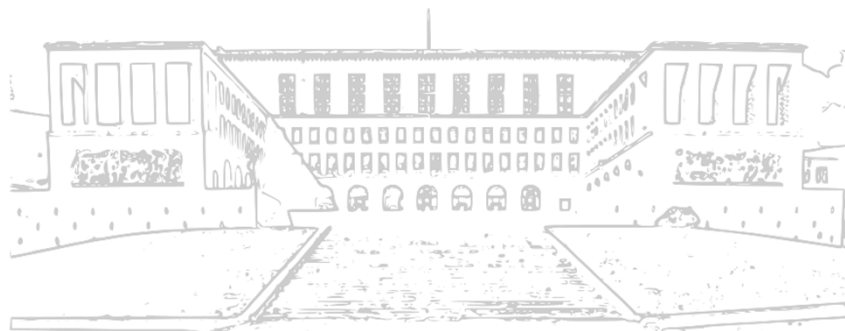


ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI

MERCATI MONETARI

A.A. 2016/2017

Prof. Alberto Dreassi – adreassi@units.it



ARGOMENTI

- Natura e funzioni dei mercati monetari
- Principali intermediari attivi
- Principali strumenti finanziari negoziati

NATURA E FUNZIONI

Scopi:

- Offrire strumenti rapidi e a costi contenuti di raccolta di risorse finanziarie nel breve/brevissimo termine
- Consentire ritorni adeguati e con rischi contenuti per disponibilità di fondi a breve/brevissimo termine, al di sopra del costo-opportunità

Come?

- Negoziazione di strumenti quasi-monetari (non moneta!), spesso OTC
 - Molto liquidi (mercati secondari molto attivi)
 - Breve termine (meno di 1a, spesso meno di 3m)
- Tagli elevati: nominalmente, spesso eccedono i milioni di €/£ (mercato all'ingrosso)
- Bassi rischi di default: principali operatori sono banche centrali e investitori istituzionali, con presenza di strumenti di garanzia/protezione

ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI – A.A. 2016/17

3

NATURA E FUNZIONI

Perché sono importanti?

- I mercati non sono perfettamente efficienti
- I mercati sono limitati dalla regolamentazione (ad esempio, riserve)
- Le banche non sono in grado di coprire necessità di raccolta o impiego a brevissimo termine:
 - Per la presenza dei requisiti di riserva che riducono i rischi di corsa agli sportelli dovuti a carenze di liquidità
 - Per la ridotta competitività del settore finanziario a fronte delle barriere regolamentari, con costi per gli operatori economici in cambio di maggiore stabilità finanziaria
 - Presenza in alcuni mercati di tetti massimi ai tassi di interesse sui depositi
 - Minori restrizioni presenti sui mercati monetari

ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI – A.A. 2016/17

4

INTERMEDIARI

- Deficit o eccessi sono presenti con tempistiche diverse per i medesimi operatori: intervento come prestatori e prenditori a prescindere dal tipo di intermediario
- Principali operatori:
 - Tesoro: l'unico strutturalmente prenditore
 - Banche centrali: strumento di controllo della moneta, principalmente con operazioni che coinvolgono titoli di Stato, finalizzate ad influenzare i tassi
 - Banche: attive sia su titoli di Stato, sia su certificati di deposito (CD), accettazioni, mercato interbancario dei depositi, P/T e per conto della clientela
 - Imprese non finanziarie di maggiori dimensioni
 - Altri operatori del mercato mobiliare e del credito:
 - Società di brokeraggio monetario: *market maker* e *dealer*
 - Imprese finanziarie: raccolta mediante *commercial paper* (CP)
 - Assicurazioni e fondi pensione: in particolare, settore danni
 - Fondi comuni del mercato monetario: offrono l'accesso per il segmento *retail*

ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI – A.A. 2016/17

5

INTERMEDIARI

Alcuni dati, dal sito della BCE, sull'Europa

Chart 47 Outstanding amounts of euro-denominated short-term securities by issuing sector since January 2002

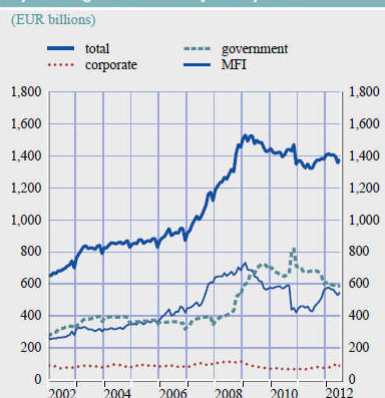


Chart B euro area money market funds' total assets



ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI – A.A. 2016/17

6

INTERMEDIARI

Titoli di Stato a breve termine (T-bills):

- Raccolta a fronte di esigenze di liquidità a breve, ad es. per differenziali fra flussi tributari e salari ai dipendenti pubblici
- Tipicamente senza cedola (ZC) :

$$d_{360} = \frac{VN - P}{VN} \cdot \frac{360}{gg}, d_{365} = \frac{VN - P}{NVN} \cdot \frac{365}{gg} \quad \text{con rendimento: } i = \frac{VN - P}{P} \cdot \frac{365}{gg} > d$$
- Assunzione di assenza di rischio di default (in presenza di sovranità monetaria), più corretta una sua limitata entità
- Basso rischio inflazione a fronte di una durata limitata
- Basso rischio di liquidità a fronte di un mercato molto profondo (svariati ordini di acquisto e vendita) e con limitati costi di transazione
- Collocamento mediante aste (competitive e non)
- Dematerializzazione e innovazioni tecnologiche
- Bassi tassi di interesse, raramente tassi reali negativi

ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI – A.A. 2016/17

7

ASTE

Aste competitive:

- Annuncio di scadenza, ammontare e caratteristiche
- Ordini degli operatori sulla base di P e Q, ordinati per prezzo (decrescente) o rendimento atteso (crescente)
- Accettazione delle offerte migliori fino a capienza dell'emissione
- Ogni offerta è prezzata in base all'ultimo ordine accettato

Aste non competitive:

- Gli acquirenti annunciano solo l'ammontare
- Le offerte sono accettate integralmente e prezzate sulla base di un'asta competitiva associata: certezza dell'accettazione

Regole di funzionamento sono presenti per evitare abusi di mercato

Sofisticazioni diverse (nella procedura) sono presenti (ad es. in Italia)

ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI – A.A. 2016/17

8

ASTE

Aste dei titoli di Stato a breve (BOT)

- Max 3 offerte da ogni operatore, ciascuna per importi maggiori di 1.5 milioni €
- Limiti:
 - Massimo prezzo accettabile: esclude rendimenti troppo bassi per gli investitori
 - Prezzo di esclusione: esclude costi troppo elevati per l'emittente
- Consideriamo 3 operatori (1,2,3), ciascuno con 3 offerte, per un'emissione di BOT a 1° da 200 milioni €:

Op.	Q	P	Op.	Q	P	r	Q_cum
1	40	98,48	3	40	98,52	1,50%	40
1	40	98,43	1	40	98,48	1,54%	80
1	30	98,2	3	30	98,46	1,56%	110
2	20	98,45	2	20	98,45	1,57%	130
2	50	98,44	2	50	98,44	1,58%	180
2	10	98,42	1	40	98,43	1,60%	220
3	40	98,52	2	10	98,42	1,61%	230
3	30	98,46	3	40	98,4	1,63%	270
3	40	98,4	1	30	98,2	1,83%	300
		300					

- Calcolo del PMA: prezzo medio ponderato della seconda metà dell'offerta (o della domanda, se $D < O$), -0,25%

$$AVP = \frac{(10 \cdot 98,46 + 20 \cdot 98,45 + 50 \cdot 98,44 + 20 \cdot 98,43)}{100} = 98,442$$

$$r_{PMA} = \frac{100}{98,442} - 1 - 0,25\% = 1,3327\%$$

$$PMA = \frac{100}{1 + 1,3327\%} = 98,685$$

ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI – A.A. 2016/17

9

ASTE

- Se $P > PMA$, l'offerta è esclusa dal calcolo del prezzo di esclusione e dal prezzo medio ma viene soddisfatta al prezzo minimo fra il PMA e il massimo prezzo accettato meno 10 bps
- Calcolo del prezzo di esclusione: prezzo medio ponderato della 1^ metà dell'offerta o della domanda, +1%

$$AVP = \frac{(40 \cdot 98,52 + 40 \cdot 98,48 + 20 \cdot 98,46)}{100} = 98,492$$

$$r_{PMA} = \frac{100}{98,492} - 1 + 1\% = 2,53\%$$

$$PMA = \frac{100}{1 + 2,53\%} = 97,531$$

- Se $P < EP$, l'offerta è esclusa dal calcolo del prezzo medio
- Calcolo del prezzo medio di offerta: prezzo medio ponderato delle offerte rimanenti fino a capienza dell'emissione

$$AVP = \frac{(40 \cdot 98,52 + 40 \cdot 98,48 + 30 \cdot 98,46 + 20 \cdot 98,45 + 50 \cdot 98,44 + 20 \cdot 98,43)}{100} = 98,467$$

$$r = \frac{100}{98,467} - 1 = 1,5569\%$$

ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI – A.A. 2016/17

10

PRODOTTI E TITOLI

Mercato interbancario dei depositi (es. e-MID):

- A brevissimo termine (1gg, tipicamente) e fra banche
- Ampi volumi: solo il mercato europeo ON conta 20 mld € giornalieri
- Privi di garanzie
- Consente di rispettare in modo flessibile i requisiti di riserva presso la BC
- Consente di impiegare temporaneamente eccessi di liquidità o deficit a costi/ricavi competitivi
- Scadenze tipiche: ON (t, t+1), TN (t+1, t+2), SN (t+2, t+3), a vista (t, n) e *broken date* (k, n)
- I tassi di questo mercato (es. EONIA) sono estremamente rilevanti e influenzano gli altri tassi
- Le BC influenzano l'andamento dei tassi operando sulle riserve o con operazioni di mercato aperto

PRODOTTI E TITOLI

P/T:

- Simile a quanto utilizzato nell'interbancario, ma con partecipanti anche non bancari
- Breve termine, ma maggiore del mercato interbancario
- Il prestito è garantito dal riferimento a titoli negoziati su mercati molto liquidi (tipicamente di Stato)
- Il prestatore acquista a pronti i titoli dal prestatore e si impegna alla rivendita a termine a prezzo prestabilito
- Consente la gestione efficiente della liquidità oppure obiettivi di rendimento da variazione dei tassi
- BC attive anche in questo mercato per il controllo della liquidità del sistema
- Basso rischio di default ma non trascurabile

PRODOTTI E TITOLI

CD:

- Titoli emessi da banche attestanti l'avvenuto deposito di una somma, con scadenza e tasso di remunerazione (fisso o variabile)
- Sono strumenti a scadenza, non a vista
- Possono essere al portatore per favorirne la negoziabilità
- I tassi seguono quelli del mercato dei titoli di Stato, più un premio
- Scadenze tipiche fra 1 e 4m, concentrati sulle più brevi
- Denominazioni spesso superiori a 1 milione €/€/\$

PRODOTTI E SERVIZI

Commercial paper:

- Promesse di pagamento non garantite emesse da alcune imprese
- Scadenza entro 270 giorni, tipicamente molto più breve (20/45 gg)
- Solo le imprese più grandi e più sicure ottengono emissioni sufficientemente liquide
- Solitamente senza cedola
- Frequentemente collocati direttamente presso il prestatore, ovvero tramite *dealer*
- Mercati secondari limitatamente liquidi e profondi
- I *dealer* possono offrire il servizio di riacquisto (tipicamente costoso)
- Possono essere garantiti indirettamente da una linea di credito bancaria
- Varietà di mercati. Ad es. ABCP: garanzia offerta dal collegamento ad un'attività specifica (mutui), la cui qualità dipende strettamente dal portafoglio (come visto nel caso *subprime*)

PRODOTTI E SERVIZI

Accettazioni bancarie:

- Ordine di pagamento di uno specifico ammontare al portatore dello strumento a determinata scadenza
- Frequenti nel commercio internazionale, con ordini distanti temporalmente dalla ricezione e dal pagamento
- Consente di ridurre i costi di asimmetria informativa fra venditore e compratore
- Controllo documentale e assistenza da parte di un intermediario bancario, eventualmente con concessione della linea di credito: DvP
- Consente di ridurre i rischi di cambio, se la denominazione avviene in moneta domestica

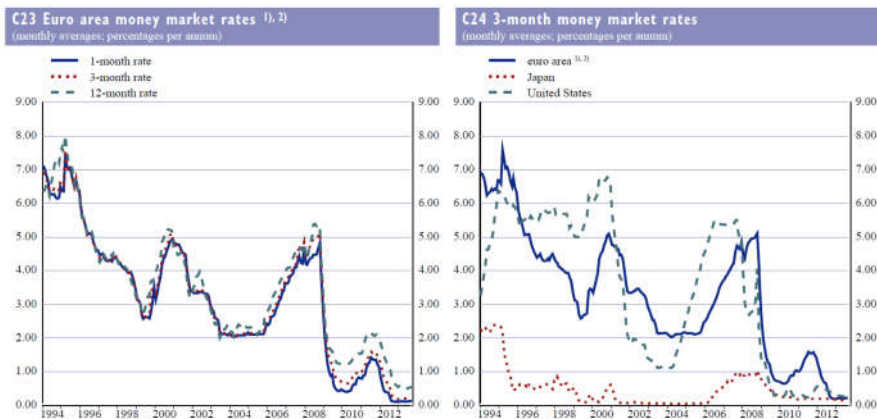
PRODOTTI E TITOLI

Eurodollari:

- Depositi in dollari fuori dagli USA
- Rendimenti superiori a quelli domestici per i minori vincoli regolamentari
- Ruolo primario del mercato londinese, in grado di offrire un'alternativa al mercato interbancario domestico USA e di sviluppare tassi di interesse specifici e largamente utilizzati come il LIBOR (London Interbank Offer Rate) e il LIBID (London Interbank Bid Rate)
- Mercato ampio e molto competitivo (spread < 0,125%)
- Scadenze e altre caratteristiche ricalcano il mercato interbancario
- Possibilità di CD in Eurodollari e altre Eurovalute (ma tali mercati sono meno sviluppati)

ESEMPI

1. Si considerino i seguenti dati BCE sui tassi del mercato interbancario. Commenti?



ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI – A.A. 2016/17

17

ESEMPI

2. I seguenti dati presentano i risultati di recenti aste di titoli di Stato italiani a 1 anno. Commenti?

	01/13	02/13	03/13	04/13	05/13	06/13	07/13	08/13	09/13
Offerta (mln €)	8,500	8,500	7,750	8,000	7,000	7,000	7,000	7,500	8,500
Rendimento medio	0.864%	1.094%	1.280%	0.922%	0.703%	0.962%	1.078%	1.053%	1.340%
Rendimento min.	0.843%	1.070%	1.265%	0.909%	0.669%	0.949%	1.060%	1.042%	1.328%
Rendimento max.	0.874%	1.113%	1.291%	0.930%	0.740%	0.974%	1.091%	1.063%	1.350%
Copertura	1.79	1.38	1.50	1.64	1.16	1.49	1.56	1.49	1.36
Rendimento di esclusione	1.859%	2.087%	2.274%	1.917%	1.693%	1.957%	2.071%	2.049%	2.335%

ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI – A.A. 2016/17

18

ESEMPI



ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI – A.A. 2016/17

19

ESEMPI

3. Si considerino i seguenti dati BCE sui mercati monetari europei (2012), basati su questionari raccolti da banche selezionate. Commenti?

Chart 2 Maturity breakdown for average daily turnover in unsecured lending (index: cash lending volume in 2002 = 100)

Legend for Chart 2:
 O/N (dark blue)
 T/N to 1 month (orange)
 1 month to 3 months (light blue)
 3 months to 1 year (hatched)
 more than 1 year (dotted)

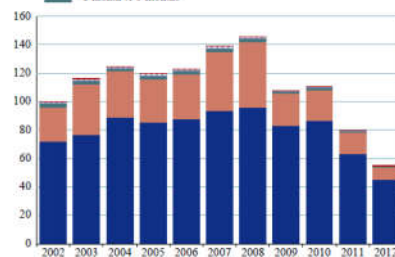
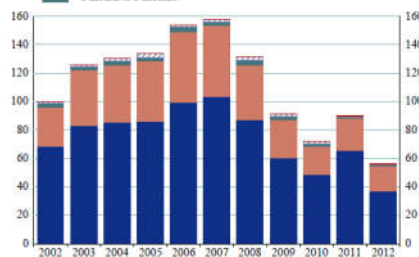


Chart 3 Maturity breakdown for average daily turnover in unsecured borrowing (index: cash borrowing volume in 2002 = 100)

Legend for Chart 3:
 O/N (dark blue)
 T/N to 1 month (orange)
 1 month to 3 months (light blue)
 3 months to 1 year (hatched)
 more than 1 year (dotted)



ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI – A.A. 2016/17

20

ESEMPI

Chart 8 Is the unsecured segment in your opinion efficient?
(percentages of total)

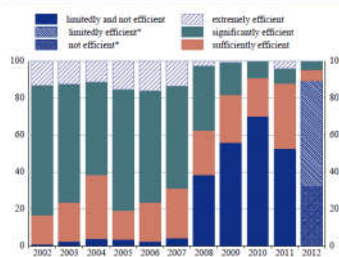


Chart 9 Has the market liquidity in the unsecured market changed with respect to last year? (percentages of total)

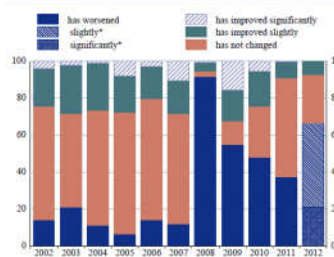


Chart 22 Is the secured segment in your opinion efficient?
(percentages of total)

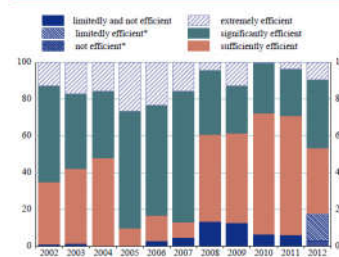
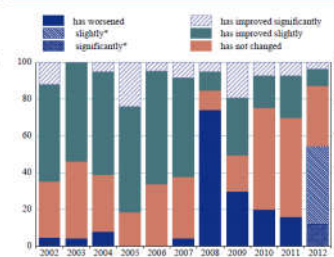


Chart 23 Has the market liquidity in the secured market changed with respect to last year? (percentages of total)



Sempre BCE e
questionari
bancari.

Confronto nella
percezione
dell'efficienza
nei mercati con
o senza garanzie