

ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI

IL SISTEMA FINANZIARIO

Il sistema finanziario è una **infrastruttura complessa** chiamata ad allocare risorse finanziarie e rischi tra gli operatori di un sistema economico al fine ultimo di **soddisfare** le loro preferenze di consumo (o di investimento).

L'obiettivo è quello di allocare risorse finanziarie ovvero denaro o potere d'acquisto ma anche rischi: finanza e concetto di rischio sono strettamente interconnessi.

Ha una funzione specifica, quella di allocare:

- Risorse finanziarie: sostanzialmente parliamo di denaro. Non vengono create ma **distribuite e spostate**;
- Rischi: parliamo di rischi di *insolvenza* (non sono in grado di assolvere un impegno a pagare qualcosa; se ho ricevuto un mutuo potrei trovarmi nelle condizioni di non poterlo ripagare), rischi di *perdita*. Il SF alloca i rischi tramite, ad esempio l'*assicurazione* che va a coprire tutti i rischi: un rischio che ricadeva su di me, viene traslato su qualcun altro. Soltanto in alcuni casi nascono all'interno del sistema economico.

Un sistema finanziario si compone di:

- **CONTRATTI FINANZIARI** (*detti anche attività/passività finanziarie o strumenti finanziari*) → esempio bancomat, mutuo, ecc.
- **ISTITUZIONI FINANZIARIE** (*chi opera all'interno del sistema finanziario?*)
 1. Intermediari finanziari → imprese la cui attività è specializzata nella produzione di contratti finanziari (es: istituto moneta elettronica, impresa di assicurazione, ecc.)
 2. Mercati finanziari → in economia è un concetto teorico/astratto mentre in questo caso è più ampio es: mercato del credito bancario (luogo teorico) oppure società mercato (identificano un luogo specifico o una modalità specifica di scambio come ad esempio la borsa).
I mercati sono regolati con delle regole specifiche: chi, come, dove e quando. In inglese esistono due termini per indicare il mercato: market o exchange (luogo fisico).
- **REGOLE E AUTORITA' DI REGOLAMENTAZIONE E SUPERVISIONE** → garantiscono il buon funzionamento del sistema finanziario. La regolamentazione rimanda a delle regole finanziarie mentre la supervisione rimanda al concetto di verifica del rispetto delle regole.

Le principali funzioni del sistema finanziario

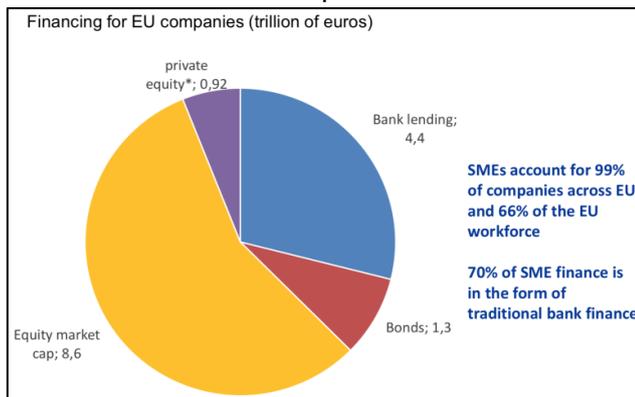
Il sistema finanziario soddisfa i bisogni finanziari dei diversi operatori economici, che originano dalla necessità di trasferire potere di acquisto:

- **Nello spazio**: ossia tra diversi soggetti economici → es. bonifico.
- **Nel tempo**: ci si priva oggi di potere d'acquisto per poterne disporre in futuro → es. anticipare o posticipare un consumo rispetto al pagamento.
- **Tra diversi stati di natura**: l'obiettivo è di mantenere inalterata la propria ricchezza in qualsiasi circostanza prevista (stato di natura).

Gli stati di natura sono delle condizioni in cui ci si può trovare nel futuro ed è imprevedibile (stato caratterizzato da determinate circostanze). Questo determina che il potere d'acquisto/reddito possano subire delle modifiche imprevedute che dipendono dai diversi stati di natura.

Perché studiare economia degli intermediari finanziari?

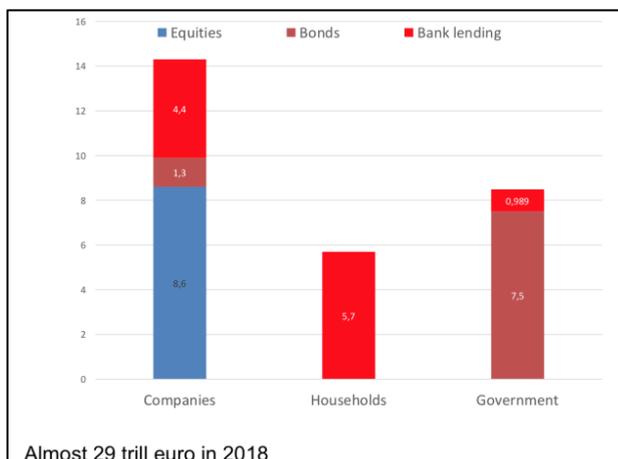
- Un funzionamento efficace del SF è un elemento chiave per una crescita economica elevata;
- Malfunzionamento del SF (fino alla sua crisi) si riflette sull'economie reale;
- Ciò che avviene nel SF ha un effetto diretto su:
 - Benessere personale
 - Comportamento delle imprese e consumatori
 - Sigli andamenti ciclici dell'economia
 - Decisioni di politica economica e monetaria
 - Decisioni politiche



MOTORE DI CRESCITA: per le imprese

L'entità dei flussi finanziari assunti dalle imprese e le diverse fonti di finanziamento.

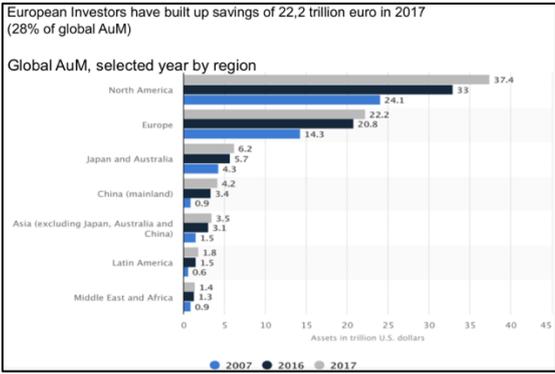
Le parti più consistenti sono rappresentate dal credito bancario (soprattutto per le piccole imprese).



MOTORE DI CRESCITA: per i governi e le famiglie

In assenza del sistema finanziario lo Stato, da un lato non avrebbe accumulato il debito pubblico nel tempo, ma dall'altro non avrebbe costruito le infrastrutture che sono state costruite grazie ad esso.

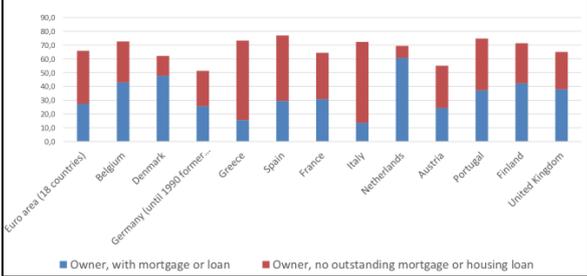
AIUTA L'INVESTIMENTO DEL RISPARMIO



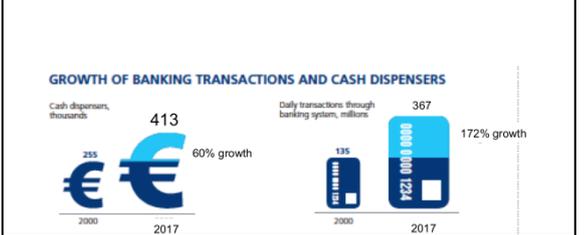
OFFRE FLESSIBILITA' NELLA VITA QUOTIDIANA

Safeguarding savings
EU citizens hold over €7,000 bn in current and savings accounts with banks, equivalent to over €20,000 for every EU citizen. (as of Nov 2018)

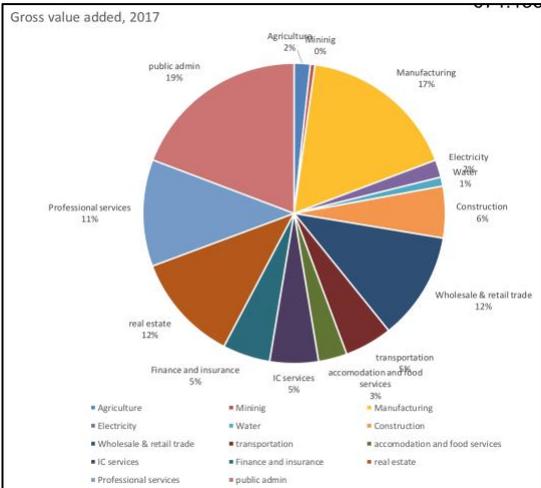
Providing finance for homes
Banks and other financial firms use deposits to fund loans to their personal and business customers. Personal loans through mortgages and other forms of credit are worth nearly €5,7 trillion (Nov 2018), supporting over 40% of home owners across the EU who have a mortgage.

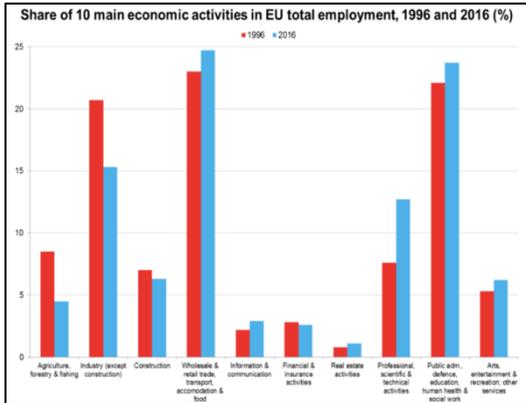


Improving access to financial services
• (as of 2017) Banks in the EU operate over 140,000 branches and 413,000 ATMs for customers to access and manage their money. The total number of ATMs in the EU has increased by 60% since 2000, giving savers greater access to their money.
• European consumers and companies undertook 134 billion transactions through the European banking system through the year 2017.



SIGNIFICATIVO CONTRIBUTO ALLA CREAZIONE DI VALORE





LEZIONE 2 - LA FUNZIONE DI TRASFERIMENTO DELLE RISORSE. CIRCUITO DIRETTO E CIRCUITO INTERMEDIARIO

La funzione di trasferimento (allocazione) di fondi

- L'esigenza di trasferimento di fondi origina dall'esistenza di una dissociazione tra risparmio e investimento.
- Il sistema finanziario consente di svolgere in modo efficiente l'allocazione delle risorse finanziarie e di sostenere lo sviluppo dell'intera
 - **Le unità in surplus** sono coloro che hanno un **saldo positivo (avanzo finanziario)**: c'è un surplus finanziario che è eccedente rispetto alle spese per gli investimenti in attività reali. Per le famiglie, tra gli investimenti in attività reali abbiamo: la *casa* (nella maggioranza dei casi una famiglia che deve acquistare una casa ha una situazione di saldo finanziario negativo), la *macchina*, ecc. Il risparmio per una famiglia tendenzialmente il risparmio sarà maggiore degli investimenti in attività reali (che si fanno raramente, non sono ricorrenti). Le unità in surplus trovano un **impiego redditizio** per le risorse disponibili.
 - **Le unità in deficit** sono coloro che hanno un saldo negativo (disavanzo finanziario): tendenzialmente in questa posizione sono le imprese. Per un'impresa il risparmio coincide in buona misura con l'utile. Per la sua stessa natura, l'impresa effettua investimenti molto ricorrenti: tutto quello che sono beni strumenti riguardano investimenti reali per l'impresa. Le unità in deficit trovano risorse finanziarie per i loro investimenti.



IL SALDO FINANZIARIO

$S - I_{ar} = \text{"saldo finanziario"}$

Il saldo finanziario (o risparmio finanziario) è la ricchezza finanziarie che residua dal reddito prodotto e non consumato (risparmio in senso economico) dopo aver effettuato gli investimenti in attività reali

Saldo finanziario in **positivo** → Unità in **surplus** (il suo risparmio "S" eccede la spesa per investimenti in attività reali "I").

Saldo finanziario in **negativo** → Unità in **deficit** (il suo risparmio "S" è inferiore alla spesa per investimenti in attività reali "I").

Il calcolo del saldo finanziario – Esempio 1

Durante l'anno 2030 la famiglia Bianchi presenta i seguenti flussi di cassa in entrata e in uscita espressi in euro:

Stipendio	18.500
Imposte	1.250
Dividendi su azioni	200
Consumi annui	4.500

Ha l'opportunità di acquistare un box auto al prezzo di 17.000

Qual è la natura dei flussi?

Determiniamo il saldo finanziario della famiglia Rossi alla fine dell'anno 2030

Entrate/Uscite	Ammontare	Natura
Stipendio	18.500	(Y)
Imposte	1.250	(C)
Acquisto box auto	17.000	(I)
Dividendi su azioni	200	(Y)
Consumi annui	4.500	(C)

Y = reddito;

C = spesa per consumi;

I = investimento reale;

Il calcolo del saldo finanziario – Esempio 1

$Y = 18.500 + 200 = 18.700$

$C = 1.250 + 4.500 = 5.750$

$S = Y - C = 18.700 - 5.750 = 12.950$

$I = 17.000$

→ Saldo finanziario negativo = $12.950 - 17.000 = -4.050$

Come può essere compensato questo saldo finanziario?

Il calcolo del saldo finanziario – Esempio 1

Ipotizziamo che la famiglia abbia la seguente situazione patrimoniale

ATTIVO		PASSIVO	
ATTIVITA' REALI	20.000	PATRIMONIO (RICCHEZZA)	22.000
AZIONI	2.000		
TOT	22.000	TOT.	22.000

Si può:

- Vendere le azioni (-ΔAF), flusso di +2.000
- Indebitarsi per il rimanente (+ΔPF), flusso di +2.050

La situazione patrimoniale dopo l'acquisto del box

In t_1 la situazione patrimoniale si modifica in seguito alle variazioni intervenute negli impieghi (attività) e nelle fonti di risorse finanziarie (passività/patrimonio) :

ATTIVO		PASSIVO	
ATTIVITA' REALI	(20.000+17.000) 37.000	PATRIMONIO	(22.000+12.950) 34.950
AZIONI	0	PASSIVITA'	2.050
TOT	37.000	TOT.	37.000

$TA_1 = TA_0 + \Delta AF + \Delta AR$ e $TP_1 = TP_0 + \Delta PF + \Delta PAT$

Tramite la variazione di AF e PF si generano flussi finanziari ed è così possibile modificare la propria situazione patrimoniale

Il saldo finanziario e AF e PF

La disponibilità di AF e PF consente di assorbire/coprire saldi finanziari positivi/negativi
Vediamo come:

Abbiamo visto che $TA_0 + \Delta AF + \Delta AR = TP_0 + \Delta PF + \Delta PAT$

E per il vincolo di bilancio ($TA_0 = TP_0$) sappiamo anche che $\Delta AF + \Delta AR = \Delta PF + \Delta PAT$

Dato che $\Delta AR = I_{AR}$ (investimenti in attività reali) e $\Delta Pat = S$ (flusso di risparmio), possiamo riscrivere $\Delta AF + I_{AR} = \Delta PF + S$ da cui

$\Delta AF - \Delta PF = S - I_{ar} \rightarrow \text{"saldo finanziario"}$

Il calcolo del saldo finanziario – Esempio 2

S
Situazione patrimoniale della famiglia Rossi

ATTIVITÀ'		PASSIVITÀ	
Attività reali	120.000	Passività finanziarie	62.500
Attività finanziarie	42.500	Patrimonio netto	100.000

Il calcolo del saldo finanziario – Esempio 2

Partendo dalla situazione patrimoniale sopra illustrata, la famiglia Rossi si attende i seguenti flussi di cassa in entrata e in uscita

Stipendio	50.000
Consumi	12.000
Imposte	1.500
Acquisto monolocale	40.000
Dividendi su azioni	6.400
Interessi passivi su mutuo	2.900
Acquisto Titoli di Stato	12.000
Vendita titoli azionari	8.500

Il calcolo del saldo finanziario – Esempio 2

Domanda:

- A quanto ammonteranno le passività finanziarie a fine anno, sapendo che la famiglia Rossi ha deciso di destinare interamente l'eventuale surplus finanziario realizzato per la estinzione delle medesime?

Il calcolo del saldo finanziario – Esempio 2

Entrata/Uscita	Ammontare	Natura
Stipendio	50.000	(Y)
Consumi	12.000	(C)
Imposte	1.500	(C)
Interessi passivi su mutuo	2.900	(C)
Dividendi su azioni	6.400	(Y)
Acquisto monolocale	40.000	(I)
Acquisto Titoli di Stato	12.000	(Δ+AF)
Vendita titoli azionari	8.500	(Δ-AF)

Il calcolo del saldo finanziario – Esempio 2

- $Y = 50.000 + 6.400 = 56.400$
- $C = 12.000 + 1.500 + 2.900 = 16.400$
- $S = Y - C = 56.400 - 16.400 = 40.000$
- $I = 40.000$
- $SF = S - I = 40.000 - 40.000 = 0$
- $\Delta AF = 12.000 - 8.500 = 3.500$
- $\Delta PF = ?$

Il calcolo del saldo finanziario – Esempio 2

Poiché il saldo finanziario risulta nullo, la famiglia Rossi non potrà ridurre le proprie passività finanziarie. Al contrario, la famiglia dovrebbe incrementare le proprie passività finanziarie di un ammontare pari all'incremento delle attività finanziarie nette acquisite nel corso dell'esercizio ($\Delta AF = 3.500$).

ATTIVITÀ'		PASSIVITÀ'	
Attività reali	160.000	Passività finanziarie	66.000
Attività finanziarie	46.000	Patrimonio netto	140.000

LA FUNZIONE OBIETTIVO DELL'INVESTITORE E DEL PRENDITORE DI FONDI

Investitore = Unità in surplus

- Rendimento
- Rischio
 - Di controparte (insolvenza)
 - Di interesse
 - Di prezzo
 - Di liquidità
 - Di cambio
 - Ecc.

Prenditore = Unità in deficit

- Costo

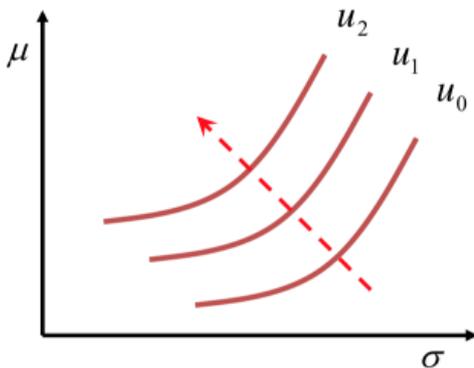
- Rischio
 - Di interesse
 - Di prezzo
 - Di instabilità delle fonti di finanziamento
 - Di cambio

Le combinazioni di rendimento-rischio sono rappresentate da curve di indifferenza. Ciascun investitore/prenditore ha la sua!

RISCHIO E RENDIMENTO

Le **curve di indifferenza** rappresentano, per diversi soggetti, il rapporto tra rendimento e rischio: all'aumentare del

rischio l'investitore richiede un rendimento maggiore. Ciascun soggetto può avere un grado di avversione diverso, quindi la posizione e l'inclinazione della curva possono essere diverse tra loro. Ogni investitore è caratterizzato da una propria curva di indifferenza, in quanto possiede *diverso grado di propensione al rischio*, a seconda dell'età, della ricchezza finanziaria e reale, del livello di reddito attuale e potenziale, dello stato di salute, della composizione familiare, ecc.



Si noti che le curve di indifferenza sono inclinate **positivamente**: il rischio è un "male", quindi un maggior rischio deve essere compensato da un maggior rendimento.

Lo spread esprime il rischio nei titoli di stato.

Il rating è una misura della rischiosità del titolo (AAA, AA, A, BBB, ecc.)

Tra i due aspetti esiste una relazione inversa o *trade off*: il debitore ha la possibilità di beneficiare di forme di finanziamento che gli offrono una **protezione elevata** dai rischi, dovendo sostenere, un costo maggiore. Gli utilizzatori di fondi emettono strumenti finanziari per finanziare **saldo negativo** fra spese per investimenti e risorse generate all'interno. In un mondo senza IF, avverrebbe un trasferimento diretto di fondi dagli utilizzatori di fondi ai fornitori di fondi. In un'economia senza IF, il livello di fondi scambiato fra fornitori e utilizzatori sui mercati finanziari sarebbe, con ogni probabilità, piuttosto basso. Una volta prestato il denaro in cambio di strumenti finanziari, i fornitori di fondi devono continuamente monitorare l'utilizzo che è fatto dei loro fondi: devono accertarsi che l'utilizzatore di fondi non li sottragga completamente o non li sprechi in progetti con rendimenti **bassi** o **negativi**, poiché per il fornitore di fondi questo implicherebbe una minore probabilità di essere rimborsato e/o di ottenere un rendimento positivo dall'investimento. Questa **attività di controllo** spesso risulta *molto costosa* per i fornitori di fondi, in quanto la **raccolta delle informazioni** richiede tempo, costi e fatica, che possono essere sproporzionati rispetto al valore medio dei loro investimenti. La scelta fra le diverse opportunità di investimento per un fornitore di fondi è talmente vasta che anche gli esperti di analisi finanziaria difficilmente trovano il tempo per monitorare l'uso che è fatto dei fondi raccolti con tutti gli strumenti nei quali hanno investito. Per questo motivo, i **fornitori di fondi** con ogni probabilità preferiranno **delegare il controllo** dell'attività degli utilizzatori di fondi ad altri.

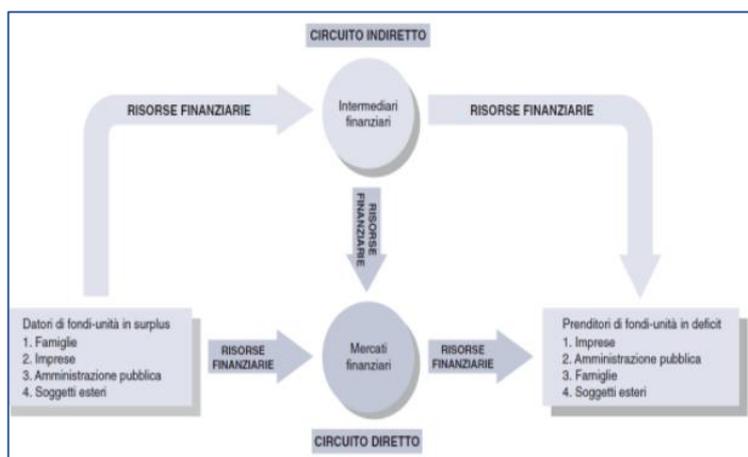
Un'altra spiegazione sta nelle diverse preferenze in merito alla *scadenza delle attività e delle passività finanziarie*, ovvero nella **natura** relativamente a lungo termine di molti titoli emessi dagli utilizzatori di fondi e nella correlativa preferenza degli investitori per scadenze brevi. Nella scelta tra **mantenere infruttiferi** i flussi di cassa o **investirli** in titoli a lungo termine, i fornitori di fondi potrebbero scegliere di mantenere a disposizione i flussi di cassa per motivi di **liquidità**, soprattutto se essi progettano di utilizzare i loro risparmi per finanziare le spese di consumo nel futuro prossimo. Inoltre, sebbene nella realtà i mercati finanziari forniscano alcuni servizi di liquidità, consentendo ai fornitori di fondi di scambiare i titoli fra loro stessi, essi devono far fronte al **rischio di prezzo** connesso alla vendita dei titoli (rischio che il prezzo di vendita di un'attività sia inferiore a quello di acquisto). A questo si aggiunge il fatto che la negoziazione dei titoli sul mercato secondario implica anche diversi *costi di transazione*.

I CIRCUITI FINANZIARI DI COLLEGAMENTO

Modalità organizzative di trasferimento delle risorse finanziarie

- Scambio diretto (assistito) → es. mercato azionario
- Scambio indiretto o intermediato → banche/private equity
- Scambio diretto autonomo → informale o crowdfunding (friends & family)

I circuiti di intermediazione



Da un lato il prenditore e dall'altro investitore (datore di fondi)

Il circuito diretto e i bilanci degli operatori

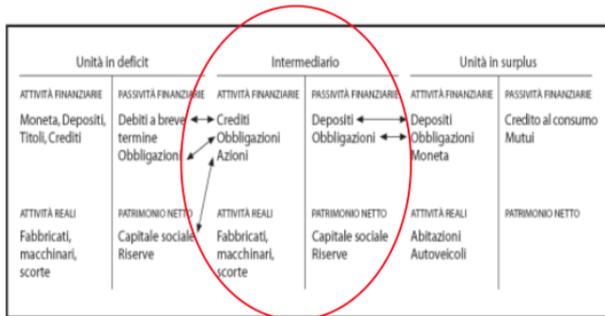
Unità in deficit		Unità in surplus	
ATTIVITÀ FINANZIARIE	PASSIVITÀ FINANZIARIE	ATTIVITÀ FINANZIARIE	PASSIVITÀ FINANZIARIE
Moneta, Depositi, Titoli, Crediti	Debiti a breve Obbligazioni	Obbligazioni Azioni Moneta Titoli di stato	Credito al consumo Mutui
ATTIVITÀ REALI	PATRIMONIO NETTO	ATTIVITÀ REALI	PATRIMONIO NETTO
Fabbricati, macchinari, scorte	Capitale sociale Riserve	Abitazioni	

Le azioni e obbligazioni non possono essere personalizzate (standardizzato, rigido).

Questo perché sono emesse dal mercato.

Perché si chiama diretto attraverso i mercati? Perché il luogo dove viene l'incontro tra investitori e chi emette titoli o obbligazioni sono i mercati finanziari.

Il circuito indiretto: l'interposizione del bilancio dell'intermediario



Svolgono una posizione di intermediazione tra il prenditore e l'investitore. E si interpone con il proprio bilancio, ciò significa che l'investitore trasferisce i fondi all'intermediario e non direttamente ai prenditori e così invece che avere un singolo contratto avremmo due contratti.

In termini di rischio, il peso di esso è spostato sul intermediario perché dovrà comunque risarcire le obbligazioni verso l'investitore anche se il prenditore è insolvente.

Quale circuito di intermediazione?

- Circuito diretto: → riservato solamente a imprese (grandi e medie) e stati
 - Strumenti standardizzati o "di mercato", progettati dai prenditori di fondi.
 - Prevalenza di intermediari mobiliari
 - Implicazioni su Governance imprese (public company)
- Circuito intermediato:
 - Strumenti bilaterali o "tailor made", progettati dagli intermediari (differenziati a seconda della rischiosità, durata, valore, ecc.).
 - Prevalenza intermediari bancari/private equity.
 - Governance "non di mercato"

LEZIONE 3 – MERCATI E INTERMEDIARI FINANZIARI

Mercati a ricerca e negoziazione diretta

- Ricerca autonoma della controparte
- Contatto diretto tra le parti
- Elevata personalizzazione dei contratti stipulati
- Scarsa trasferibilità dei contratti

Sono il luogo "ideale" di incontro tra domanda e offerta di contratti finanziari

+

Mercati "Over the Counter" OTC

Mercati organizzati (o mercati aperti)

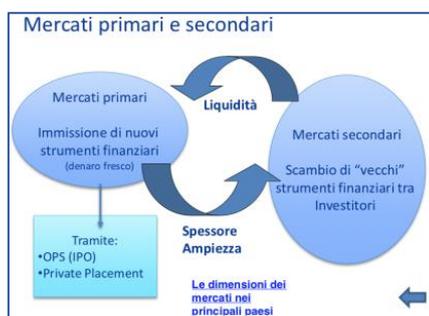
- La creazione e gli scambi di contratti avviene sulla base di regole predefinite
- Gli scambi avvengono tramite appositi supporti tecnico-fisici
- Per essere scambiati i contratti devono essere quotati

Sono vere e proprie "istituzioni" finanziarie

La tassonomia dei mercati finanziari

- Per funzione:
 - Mercati primari → quel mercato in cui viene raccolto denaro fresco, in cui vengono creati i collocati (sottoscritti) tra un'unità in surplus e deficit. (Offerte pubbliche di sottoscrizione - OPS). sono titoli nuovi che vengono collocati sul mercato **per la prima volta**; denaro fresco che arriva all'impresa. È il momento in cui si ha **effettivamente** il trasferimento tra l'unità in surplus e quella in deficit.

- Mercati secondari → quegli strumenti che sono collati nel mercato primario possono essere ceduti ad un altro investitori, quindi strumenti già emessi passano di mano da un investitore ad un altro investitore. Questi mercati **generano liquidità** per i mercati primari. Ha una funzione strumentale importantissima: consente agli investitori di **modificare le proprie scelte di investimento**; è una caratteristica quella della **liquidità** apprezzata dall'investitore.
- Per tipologia degli strumenti scambiati:
 - **Obbligazioni** → contratti di debito; nel mercato obbligazionario le transazioni hanno per oggetto **titoli di debito** emessi dalle imprese (*corporate bond*), intermediari finanziari ed emittenti sovrani (*titoli di stato*). Nel contesto italiano si registrano il predominio degli emittenti del settore pubblico e un ruolo significativo delle banche. Il mercato è costituito strutturalmente dalla **fase di collocamento** (mercato primario) e dalla **fase di successiva negoziazione** degli stessi strumenti (mercato secondario).
 - **Azionari** → contratto azionario; ti do e divento compartecipe di questa iniziativa economica; i titoli azionari si connotano per l'estrema facilità di trasferimento. L'insieme delle transazioni aventi per oggetto tali titoli rappresentano il mercato azionario.
 - **Valutari** (a pronti e a termine) → vengono scambiati valute; i flussi di cassa che provengono dalla vendita di titoli (o altre attività) denominati in valuta estera espongono società e investitori nazionali a un rischio derivante dal valore al quale essi possono essere convertiti in valuta nazionale.
 - **Derivati** → consentono un *trasferimento del rischio*; ad oggi i derivati vengono negoziati sia in mercati regolamentati, sia in mercati non regolamentati (OTC). Per i derivati sulle *commodity* i mercati regola- mentati rappresentano ancora il punto di riferimento, in particolar modo in considerazione dell'alto contenuto informativo che possono vantare i prezzi dei derivati che in essi si formano.



IPO → offerte pubbliche di sottoscrizione ovvero le modalità attraverso cui un'impresa offre/quota il suo capitale e quindi mette in vendita le azioni in cui ha suddiviso il capitale sociale (aumento capitale sociale reale o gratuito).

Nei mercati primari un'impresa/PA apre il proprio capitale sociale (quotazione sul mercato azionario o emissione di obbligazione) ad una pluralità di soggetti che sono caratterizzati dal fatto che lo strumento è standard ed uguale per tutti (es: azioni).

I mercati secondari hanno una maggiore visibilità in quanto vengono scambiati titoli già presenti in natura.

La funzione dei mercati primari è quella di trasferire liquidità dai soggetti in surplus a quelli in deficit, quella dei mercati secondari è di convertire liquidità a coloro che hanno sottoscritto gli strumenti nei mercati primari.

LIQUIDITA' → capacità di uno strumento finanziario di tornare in forma monetaria (riserva di