

# Introduzione\*

Debito pubblico, consenso politico ed equilibrio economico-finanziario

**Michele Bagella - Mario Baldassarri - Luigi Paganetto**

Università «Tor Vergata»,  
Roma

Università «La Sapienza»,  
Roma

Università «Tor Vergata»,  
Roma

*1. - L'informazione imperfetta e la gestione del rischio sono le due questioni maggiormente analizzate nei contributi presentati in questo volume. Da tempo la ricerca ha focalizzato la sua attenzione su di esse, tant'è che la gran parte dei contributi teorici più recenti, nonché le analisi empiriche considerano le asimmetrie informative all'origine del manifestarsi del rischio di investimento.*

*In tale prospettiva l'innovazione nel settore finanziario e bancario può essere inquadrata, da una parte, come la risposta degli operatori massimizzanti al problema della gestione del rischio finanziario (introduzione di strumenti di finanza derivata), dall'altra, come un processo che pone nuove sfide ai policymakers in termini di nuove regole di funzionamento dei mercati e di controllo dei medesimi, orientate alla realizzazione di una maggiore efficienza informativa.*

*Nel corso degli ultimi anni i cambiamenti previsti nel sistema dei pagamenti da un lato e la globalizzazione dei mercati dall'altro hanno aumentato l'instabilità dei sistemi finanziari. In aggiunta a ciò, vi è il timore diffuso che il crescente grado di interdipendenza tra i sistemi finanziari dei diversi paesi possa generare possibili «effetti contagio» e trasmettere con grande facilità gli squilibri da un paese ad un altro.*

---

\* Questo Fascicolo **monografico** contiene una selezione di saggi presentati alla V Conferenza, *L'innovazione finanziaria come risposta all'informazione imperfetta della gestione del rischio*, Università «Tor Vergata» CEIS, Roma, 28-30 nov. 1996.

*Quanto al primo punto relativo alle nuove regole le riforme più attese hanno riguardato e riguardano la gestione delle riserve delle banche, i meccanismi di assicurazione dei depositi e di diversificazione del portafoglio bancario, assieme all'implementazione della tecnologia di monitoraggio dei progetti nonché la normativa in materia di società-mercato alla quale è stata dedicata la Tavola Rotonda conclusiva.*

*Sul secondo punto, un importante fronte di analisi esamina l'introduzione degli strumenti di finanza derivata e gli effetti che ne sono conseguiti in termini di volatilità delle attività finanziarie sottostanti e di esposizione al rischio del singolo intermediario finanziario che impiega una quota rilevante del suo portafoglio in strumenti di questo tipo.*

*I risultati della ricerca più recente sembrano supportare maggiormente questa seconda ipotesi dimostrando che non si sono verificati significativi incrementi di volatilità in seguito all'introduzione dei derivati su diverse attività e su diversi mercati. Al contrario sono sempre più numerosi i riscontri empirici a favore della cosiddetta uninformed migration hypothesis secondo la quale l'introduzione di derivati sull'indice sposta noise traders dalla contrattazione su singoli titoli alla contrattazione sui derivati riducendo la persistenza degli shocks e la volatilità sui primi. Il problema del rischio introdotto dai «derivati» sembra dunque essere maggiormente quello della trasparenza, dell'informazione e del monitoraggio in tempo reale delle operazioni che possono generare improvvise variazioni nell'esposizione al rischio di istituzioni finanziarie.*

*2. - La seconda prospettiva analizzata in questo volume considera il processo di innovazione in corso nel sistema bancario come la risposta ottimale degli agenti privati e delle autorità regolamentari al problema dell'informazione imperfetta e delle asimmetrie informative.*

*Il tradizionale approccio dell'economia dell'informazione prende le mosse della critica al teorema di Modigliani-Miller sulla neutralità della struttura finanziaria e sull'equivalenza delle fonti interne e delle fonti esterne di finanziamento.*

*Tale paradigma non può essere riconciliato con alcuni fatti sti-*

lizzati della realtà economica quali: **(i)** rendimenti azionari anormali che si determinano **all'annuncio** delle strategie di finanziamento delle imprese sul mercato (emissioni di azioni, di obbligazioni o di convertibili); **(ii)** variazioni impreviste del valore di mercato **dell'impresa** in seguito a cambiamenti nelle politiche di distribuzione dei dividendi; **(iii)** differenziali di costo per l'impresa tra fonti di finanziamento interne ed esterne e razionamento del credito bancario.

Recenti analisi teoriche dimostrano dunque come il differenziale di costo tra fonti di finanziamento esterno (bancario, azionario e di **venture capital**) e fonti di finanziamento interno e il fenomeno del razionamento del credito sono generati dalla distribuzione non omogenea dell'informazione tra finanziatori ed investitori.

I modelli che analizzano il problema dal lato del finanziamento bancario mostrano come il razionamento del credito sia il risultato di una relazione nonlineare tra costo del credito e profitti delle banche per via dei fenomeni di selezione avversa e rischio morale. I modelli che esaminano la questione dal lato del finanziamento in **venture capital** mostrano che, quando le quote sui diritti di proprietà tra investitore e finanziatore in **venture capital** sono contratte **ex ante**, l'**asimmetria** tra poteri contrattuali e contributo relativo all'investimento genera una divisione inefficiente dei diritti di proprietà, un **aggravio** di costo del finanziamento per l'investitore ed un livello d'investimento socialmente inefficiente.

I modelli che analizzano il problema dal lato del finanziamento sul mercato azionario mostrano che, quando i **manager** hanno un vantaggio informativo, un aumento di capitale tramite emissione azionaria può essere considerato un segnale negativo da parte dei sottoscrittori dell'aumento, spiegando in tal modo il fenomeno della diminuzione del valore di mercato dell'impresa al momento dell'annuncio dell'emissione.

Il superamento di tali **asimmetrie** viene considerato cruciale per il funzionamento efficiente dei sistemi finanziari che sono visti come un elemento propulsivo fondamentale per l'economia reale. È opportuno però considerare anche la rilevanza di alcuni controesempi quando tale efficienza si combina con altri tipi di distorsione comunque persistenti **nell'economia**.

L'ipotesi è che guadagni di **efficienza** ottenuti attraverso l'im-

*plementazione del funzionamento dei mercati finanziari possano essere controbilanciati da distorsioni indotte su altre parti del sistema economico. Se le imprese sono quotate, esse possono sfruttare la loro posizione sul mercato finanziario per mantenere ed aumentare il loro potere oligopolistico sul mercato degli input. Tali imprese potrebbero ottenere rendite dai fornitori ed utilizzare le stesse come sussidi che migliorano la loro performance sul mercato azionario. In tale modo esse eserciterebbero una pressione al rialzo sui prezzi dei loro titoli. Si configurerebbe in tal modo un tipico problema di second best in cui miglioramenti di efficienza del mercato azionario, in presenza di ostacoli amministrativi e fiscali alla quotazione delle piccole e medie imprese (v. in Italia il problema dei costi della trasparenza, di coordinamento e del rischio di perdita di controllo per le piccole imprese familiari), tenderebbero ad aumentare il potere di mercato delle società quotate rispetto a quelle non quotate.*

*Sono questi soltanto alcuni degli esempi di distorsioni e di inefficienze che possono essere generati dal problema dell'informazione e della gestione del rischio.*

*Tali problemi possono essere risolti dalle banche, dai finanziatori azionari e dai finanziatori in venture capital soltanto aumentando il loro rischio di esposizione oppure intervenendo alla radice sul problema dell'informazione. Una maggiore efficienza informativa potrebbe dunque spostare il trade-off tra «insufficiente volume di finanziamenti-rischio degli intermediari finanziari» con effetti positivi sia sulla gestione del rischio da parte degli intermediari sia sulla crescita complessiva dell'economia reale. È questa a nostro avviso la direzione principale verso cui tenderanno gli sforzi di ricerca nei prossimi anni nel settore dell'economia bancaria e finanziaria ed è questa la direzione alla quale si ispirano i contributi presentati in questo volume.*

**3.** - *La selezione dei lavori presentati ed inseriti in questo fascicolo è divisa in tre sezioni. La prima dal titolo Informazione imperfetta, mercati finanziari e intermediazione: un'analisi teorica ed empirica raccoglie analisi teoriche empiriche sul comportamento delle istituzioni bancarie e sul rapporto tra banche e imprese in un contesto di informazione asimmetrica. La seconda dal titolo Gestione*

del rischio nel sistema bancario e finanziario suggerisce nuovi approcci per la valutazione del rischio nei suoi diversi aspetti: rischio di esposizione ad oscillazioni dei rendimenti e dei prezzi delle attività per portafogli contenenti strumenti di finanza derivata, rischio di insolvenza dei prestiti concessi dalle banche alle imprese, rischio valutario per le imprese le cui attività e passività finanziarie presenti ed attese sono parzialmente denominate in valuta estera. La terza parte dal titolo Moneta, finanza e macroeconomia, esamina problemi di vario tipo quali la misurazione dell'efficienza del settore bancario, la reazione dei mercati finanziari a news politiche ed economiche e il rapporto tra finanza e settore reale in modelli di crescita.