

Lezione 10

I mercati finanziari

02/11/2023

Prof. Gian Paolo Stella
Economia degli Intermediari Finanziari

A.A. 2023-2024

Le funzioni dei mercati finanziari

- Il mercato finanziario può essere definito come lo spazio economico in cui domanda e offerta di strumenti e servizi finanziari si incontrano.
- Gli obiettivi dei diversi attori economici che operano nel sistema finanziario possono, infatti, trovare realizzazione nel mercato finanziario.
- Le importanti funzioni che esso svolge nell'ambito del sistema finanziario sono:
 1. **Trasferimento delle risorse finanziarie:** Come già illustrato in precedenza, la teoria dei saldi finanziari individua due categorie principali di operatori economici: unità in situazione di surplus finanziario e unità in situazione di deficit finanziario. Il fattore discriminante di tale distinzione è rappresentato dal differenziale tra risparmio e investimento di ciascuna unità. Nel mercato finanziario entrambe le specie di unità possono soddisfare i propri obiettivi, grazie all'incontro con soggetti in situazione finanziaria opposta alla propria.

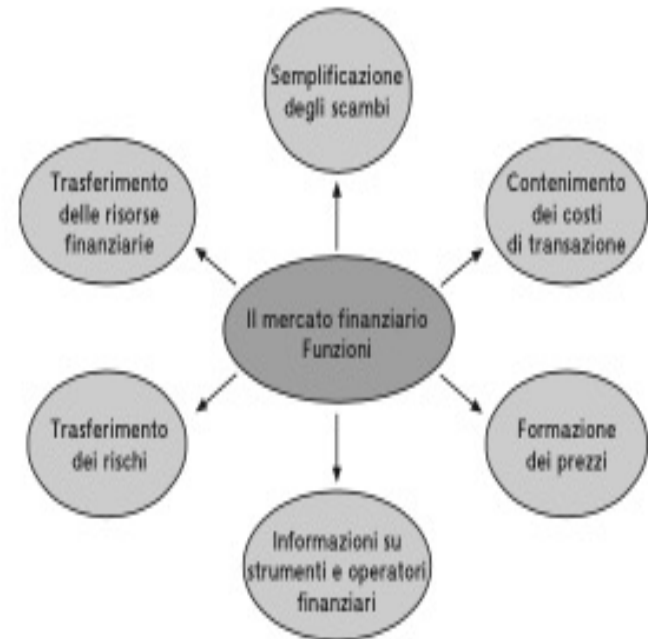
2. **Semplificazione degli scambi.** La ricerca di una controparte nelle operazioni di scambio finanziario può risultare non sempre agevole per le diverse unità economiche. Ciò appare tanto più difficile quanto più le funzioni obiettivo dei soggetti presentano profili di diversificazione e articolazione particolarmente complessi. Il ricorso al mercato finanziario può limitare tale elemento di criticità, grazie alla numerosità delle parti che vi operano.

3. **Contenimento dei costi di transazione.** Nell'ambito della più ampia finalità di semplificazione degli scambi realizzata dal mercato finanziario, si palesa un'altra importante funzione del mercato stesso, ossia la possibilità da esso offerta in termini di riduzione dei costi di transazione. Tale espressione indica l'insieme eterogeneo di aspetti di costo che un'unità economica deve sostenere per realizzare un'operazione di scambio. Si tratta, quindi, di impegni di risorse che il soggetto che intenda costituirsi parte di uno scambio deve sostenere a vario titolo: tipici costi di transazione sono, per esempio, quelli sostenuti per la ricerca di una controparte disposta a realizzare l'operazione di proprio interesse e per la raccolta di informazioni sulla stessa, il tempo impiegato per tale ricerca, le difficoltà in termini di definizione dell'accordo contrattuale sulla base del quale regolare lo scambio. Il ricorso al mercato finanziario può limitare l'incidenza di questi fattori di costo in quanto consente di ridurre il tempo necessario alla ricerca di una controparte.

4. Formazione dei prezzi. Per effettuare un'operazione di scambio finanziario le controparti devono stabilire un apposito corrispettivo economico. L'accordo delle parti su tale aspetto può risultare di difficile definizione, in quanto funzione della disponibilità dei soggetti coinvolti a sostenere determinati livelli di costo. In corrispondenza della decisione di realizzare un'operazione di scambio, infatti, ciascun soggetto economico formulerà proprie aspettative di costo: sarà quindi difficile individuare una controparte con le medesime attese. Il meccanismo dell'incontro della domanda e dell'offerta nel mercato finanziario consente di ovviare a tale difficoltà, in quanto l'incontro delle funzioni stesse si traduce nella formazione di un prezzo di scambio, a cui cioè unità con diversi profili finanziari sono disposte a realizzare le operazioni di volta in volta richieste. I prezzi che risultano così determinati potranno, inoltre, costituire un utile riferimento per transazioni future, contribuendo quindi a un'ulteriore semplificazione degli scambi.

5. Informazione su strumenti e operatori finanziari. La realizzazione di scambi in un contesto di mercato finanziario consente di beneficiare delle informazioni disponibili sul mercato stesso, relativamente agli strumenti negoziati e ai soggetti protagonisti delle operazioni. Il mercato finanziario recita, pertanto, un importante ruolo in termini di produzione e diffusione delle informazioni: ciò ha un impatto positivo sulla trasparenza delle transazioni e aumenta il livello di sicurezza e fiducia con cui gli operatori percepiscono di poter realizzare i propri obiettivi.

5. Trasferimento dei rischi. Il ricorso al mercato finanziario può essere dettato dal desiderio di un soggetto economico di modificare il profilo di rischio relativo alla propria posizione. Tale esigenza può essere soddisfatta effettuando apposite operazioni con controparti che presentino posizioni di rischio e, quindi, intenzioni di tipo speculare alle proprie. La ricerca di protezione dal rischio o di opportunità di assunzione di rischio in ottica di diversificazione delle proprie posizioni o di realizzazione di risultati economici di interesse può realizzarsi nel mercato finanziario, in quanto in esso tali divergenti aspettative possono incontrarsi.



Le funzioni dei mercati finanziari

- Il funzionamento dei mercati finanziari e, quindi, il perseguimento delle finalità si scontra con le difficoltà dovute ad alcuni fattori di imperfezione dei mercati stessi: si tratta di quelle situazioni che le teorie dell'intermediazione finanziaria definiscono “fallimenti di mercato”, ovvero dei noti fenomeni di asimmetria informativa come l'*adverse selection* e il *moral hazard*.
- Le possibili soluzioni individuate dalla dottrina per tali problematiche si riferiscono all'introduzione di soggetti intermediari degli scambi e all'organizzazione e regolamentazione dei mercati finanziari.
- L'obiettivo di attenuare le imperfezioni dei mercati finanziari deve essere definito senza trascurare la natura e le specificità degli strumenti finanziari scambiati: a ciò deve anzi corrispondere una segmentazione del mercato finanziario in relazione agli strumenti oggetto delle negoziazioni.
- Allo scambio di una categoria di strumenti finanziari sarà, pertanto, dedicato uno specifico mercato.

Classificazione dei mercati finanziari

- ***Mercato creditizio:*** nel quale intermediari specializzati (denominati appunto “creditizi”), ricorrendo a operazioni di raccolta ed erogazione di prestiti, riescono a soddisfare, attraverso il proprio bilancio, le divergenti esigenze degli scambisti;
- ***Mercato mobiliare:*** nel quale trovano esecuzione tutte le operazioni aventi per oggetto titoli (valori mobiliari) destinati a circolare tra gli operatori; in tale mercato, dotato di elevata mobilità e trasferibilità, agiscono intermediari il cui compito principale è agevolare l’emissione e la successiva negoziazione di strumenti finanziari, oltre che fornire servizi di consulenza a favore di emittenti e sottoscrittori;
- ***Mercato assicurativo:*** nel quale gli operatori si coprono dai rischi puri trasferendoli mediante la stipula di appositi contratti (le polizze) con operatori specializzati (le compagnie di assicurazione);
- ***Mercato dei servizi di pagamento:*** in cui gli operatori possono regolare i corrispettivi delle transazioni effettuate, avvalendosi di strumenti e procedure dedicati.

- I benefici apportati dal ricorso ai mercati finanziari devono essere valutati in termini di efficienza economicamente intesa. Alle diverse funzioni proprie dei mercati finanziari corrispondono anche definizioni differenti di efficienza: il trasferimento delle risorse finanziarie e dei rischi potrà avvenire o meno in condizioni di efficienza allocativo-funzionale; la formazione dei prezzi e la produzione e diffusione di informazioni su strumenti e operatori finanziari determinerà situazioni di efficienza informativa di diversa intensità; il contenimento dei costi di transazione e la semplificazione degli scambi realizzerà quella che viene definita efficienza tecnico-operativa.
- L'*efficienza allocativo-funzionale* si realizza quando i fabbisogni delle unità che effettuano gli scambi risultano soddisfatti e non si ritiene necessario procedere a un'ulteriore redistribuzione delle risorse finanziarie. In tal caso, il mercato finanziario avrà consentito agli operatori di perseguire in maniera ottimale i propri obiettivi di finanziamento e impiego.

- L'*efficienza informativa* di un mercato finanziario è funzione della capacità del mercato stesso di raccogliere, produrre e diffondere informazioni rilevanti per lo scambio.
- La teoria finanziaria assume i prezzi come informazioni rilevanti e calibra su di essi la definizione stessa di efficienza informativa.
- Eugene Fama, nel 1970, ha individuato tre diversi livelli di intensità di efficienza informativa in relazione alla capacità del sistema dei prezzi di sintetizzare le informazioni.
- Sulla base di tale studio, si distingue tra:
 - *efficienza debole*, in cui i prezzi incorporano soltanto informazioni di tipo storico;
 - *efficienza semiforte*, in cui i prezzi sintetizzano tutte le informazioni di dominio pubblico;
 - *efficienza forte*, in cui i prezzi sono la risultante di tutte le informazioni disponibili, di tipo storico, prospettico, di dominio pubblico e private.
- Esiste, quindi, una relazione diretta tra portata informativa dei prezzi ed efficienza informativa: all'aumentare del valore segnaletico del prezzo corrisponde un livello di efficienza informativa maggiore per il mercato.
- L'ipotesi di efficienza forte rappresenta una condizione ideale cui i mercati dovrebbero tendere ma, di fatto, difficilmente perseguibile negli scambi, caratterizzati, come visto, da una distribuzione asimmetrica delle informazioni di varia natura tra le controparti.

- L'*efficienza tecnico-operativa* esprime la capacità di un mercato finanziario di realizzare la funzione di contenimento dei costi di transazione e, più in generale, di agevolare gli scambi finanziari. Tale forma di efficienza viene generalmente misurata sulla base dei seguenti parametri:
 - *ampiezza*, riferita alla presenza nel mercato finanziario di ordini di acquisto e vendita di importi elevati in corrispondenza dei diversi possibili livelli di prezzo;
 - *spessore*, riferito alla presenza nel mercato finanziario di numerosi ordini sia di acquisto sia di vendita a prezzi tra loro vicini;
 - *immediatezza*, riferita al tempo necessario per realizzare le transazioni;
 - *elasticità*, la capacità del prezzo di riflettere variazioni infinitesime delle quantità domandate e offerte.
- Concetti di efficienza informativa e tecnico-operativa sono strettamente correlati.
- In particolare, informazioni complete e diffuse sono in grado di migliorare il funzionamento del mercato in termini operativi; la condizione di efficienza tecnico-operativa promuove, a sua volta, la formazione di prezzi significativi. Ciò agevola, infine, l'efficiente allocazione delle risorse sul mercato.

Le forme organizzative dei mercati

- L'organizzazione dei mercati finanziari può realizzarsi secondo modalità diverse: la forma organizzativa adottata definisce la cosiddetta “microstruttura” dei mercati finanziari.
- La presenza di intermediari specializzati nell'attività di scambio, di strutture fisiche (mercato fisico) e/o piattaforme telematiche (mercato telematico) dedicate agli scambi e di sistemi di esecuzione delle transazioni sono i principali elementi che definiscono la struttura di un mercato.
- La letteratura in materia finanziaria individua due principali tipologie di mercati, in base al meccanismo di formazione dei prezzi:
 - *Mercati order-driven* sono mercati in cui gli scambi si realizzano attraverso l'interazione degli ordini immessi da tutti gli intermediari aderenti al mercato. I mercati di questo tipo sono anche chiamati “mercati ad asta” in quanto i prezzi si formano dall'incontro delle funzioni di domanda e offerta degli operatori. Nei mercati *order driven* operano particolari intermediari: i *broker*. Si tratta di figure professionali specializzate negli scambi finanziari che agiscono per conto della clientela, senza assumere posizioni in proprio. Il servizio prestato è di tipo consulenziale: il broker ricerca la controparte e le condizioni ideali per realizzare le operazioni richieste dai clienti. I broker non detengono un proprio portafoglio di proprietà, poiché non partecipano alle negoziazioni con mezzi propri ma agiscono solo per conto terzi. Per la loro attività i broker sono remunerati in base a commissioni (*fee*) prestabilite con i clienti.

Le forme organizzative dei mercati

- I *mercati quote-driven* sono mercati in cui un intermediario (*dealer*) espone, su base continuativa o su richiesta, quotazioni a cui è disposto ad acquistare o vendere determinati strumenti finanziari, secondo un meccanismo definito di *market making*. Questi mercati sono anche chiamati “mercati dei dealer”: l’espressione rende chiaro il ruolo degli intermediari nella formazione dei prezzi di mercato. Diversamente dal broker, il dealer opera nel mercato come controparte diretta dello scambio: dispone, infatti, di un portafoglio di proprietà che varia in corrispondenza delle operazioni condotte sul mercato. L’intermediario diffonde due tipi di prezzo: il prezzo *bid* (o “prezzo denaro”) e il prezzo *ask* (o “prezzo lettera”). Il primo rappresenta il prezzo al quale egli è disposto ad acquistare strumenti finanziari; il secondo è il prezzo al quale è disposto a vendere strumenti finanziari. La differenza fra i due prezzi costituisce il cosiddetto *bid-ask spread* (o “spread denaro-lettera”) e rappresenta la remunerazione per il dealer. L’ampiezza di questa differenza tende ad aumentare quando è elevata la volatilità dei prezzi anche in ragione del maggior rischio a carico del dealer.

Il Mercato Monetario

- L'attività degli operatori economici si caratterizza per il fatto di generare flussi di entrate e uscite monetarie il cui ammontare e accadimento, nel brevissimo e breve periodo, spesso non possono essere previsti con certezza.
- Da ciò scaturiscono situazioni in cui le riserve monetarie degli stessi operatori possono discostarsi sensibilmente dai livelli desiderati generando in tal modo fabbisogni o eccedenze di liquidità. Gli aggiustamenti nel livello delle riserve di liquidità, acquisendole in caso di fabbisogno o investendole in caso di eccedenza, comportano frequenti negoziazioni di attività finanziarie a breve termine sul mercato. Queste ultime, per le caratteristiche che le contraddistinguono, consentono di perseguire l'obiettivo dell'equilibrio finanziario nel brevissimo periodo senza rinunciare a quello del rendimento in conto interessi e in conto capitale.
- Il segmento del mercato finanziario ove avviene questo tipo di scambi è detto *mercato monetario*, inteso come contesto delle contrattazioni dovute all'esigenza da parte degli operatori di ottimizzare la gestione dei flussi finanziari, in corrispondenza di un determinato livello delle riserve di liquidità.

Il Mercato Obbligazionario

- Nel *mercato obbligazionario* le transazioni hanno per oggetto titoli di debito emessi da imprese (*corporate bond*), intermediari finanziari ed emittenti sovrani (titoli di Stato); nel contesto italiano si registrano il predominio (per volumi, sistematicità e regolarità delle emissioni) degli emittenti del settore pubblico e un ruolo significativo delle banche quali emittenti e principali intermediari verso il pubblico dei risparmiatori.
- Il mercato è costituito strutturalmente dalla fase di collocamento (*mercato primario*) e dalla fase di successiva negoziazione degli stessi strumenti (*mercato secondario*).
- Una volta emessi, i titoli obbligazionari possono essere negoziati su due mercati distinti: uno “al dettaglio” e uno “all’ingrosso”; a differenziarli sono il taglio minimo delle negoziazioni, gli operatori che vi partecipano e i fabbisogni degli investitori soddisfatti.
- Prima della scadenza gli investitori italiani al dettaglio possono comprare o vendere titoli obbligazionari sul mercato secondario italiano regolamentato *MOT* (*Mercato Obbligazionario Telematico*).

Il Mercato Azionario

- I titoli azionari si connotano per l'estrema facilità di trasferimento. L'insieme delle transazioni aventi per oggetto tali titoli rappresentano il *mercato azionario*. In Italia, il mercato secondario dei titoli azionari è gestito da Borsa Italiana SPA.
- I titoli azionari possono essere scambiati su diversi mercati a seconda delle caratteristiche dei titoli, degli operatori e degli orari di negoziazione. I mercati azionari gestiti da Borsa Italiana SPA sono:
 - MTA;
 - AIM Italia.
- All'interno di *MTA (Mercato Telematico Azionario)* si negoziano azioni, obbligazioni convertibili, diritti di opzione e warrant. L'ammissione a quotazione su MTA è disposta da Borsa Italiana sulla base di requisiti sia formali sia sostanziali. Essi concernono principalmente:
 - la capitalizzazione della società, ovvero il livello minimo di mezzi propri richiesto all'emittente;
 - il flottante, ovvero la quota percentuale delle azioni distribuita tra un numero sufficientemente elevato di soci tale da garantire un numero e un volume di transazioni adeguati;
 - la libera trasferibilità dei titoli stessi tra le controparti per effetto delle negoziazioni.

Il Mercato dei Derivati

- Il primo mercato a trattare derivati fu il CBOT (Chicago Board Of Trade) nel 1848.
- A oggi i derivati vengono negoziati sia in mercati regolamentati sia in mercati non regolamentati (OTC).
- Grazie all'elevato grado di personalizzazione di cui godono i derivati, nel mondo essi sono negoziati prevalentemente nei mercati OTC, dove le esigenze degli operatori possono meglio essere soddisfatte nel disegno di titoli specifici in ogni caratteristica.
- Tuttavia, per i derivati sulle commodity i mercati regolamentati 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.
- I mercati dei derivati regolamentati più importanti sono l'europeo EUREX e il CME (Chicago Mercantile Exchange) Group negli Stati Uniti d'America (fondato nel 2007 dalla fusione di CME e di CBOT; in seguito, nel 2008, è avvenuta la fusione con il New York Mercantile Exchange).
- In Italia, solo nel 1992 è stato creato un mercato dei derivati: il MIF (Mercato Italiano dei Future sui titoli di Stato). Dal 28 novembre 1994 è stato istituito il mercato *IDEM (Italian Derivatives Market)* con l'inizio della negoziazione per via telematica del contratto future sull'indice MIB30 (FIB30).

Il Mercato Valutario

- *Il mercato valutario* (meglio conosciuto con il nome di *Forex*, dalla contrazione della locuzione *foreign exchange market*) è quel luogo dove si scambiano valute contro altre valute; il prezzo al quale una moneta viene scambiata per un'altra è detto *tasso di cambio* (o *rapporto di cambio*).
- La quotazione delle valute può avvenire secondo due diverse modalità:
 - la prima è definita *certo per incerto* e indica la quantità di moneta estera (incerta) in contropartita di una unità (certa) di valuta domestica;
 - la seconda, invece, denominata *incerto per certo* identifica la quantità variabile di moneta domestica (incerta) in cambio di una unità (certa) di moneta estera.
- Nella pratica occorre precisare che l'euro è quotato sempre con il metodo "certo per incerto" (vale a dire che a 1 euro corrisponde un quantitativo variabile di valuta estera), mentre il dollaro statunitense è prezzato sempre secondo il metodo "certo per incerto", fatta eccezione quando questo è quotato contro l'euro, la sterlina e il dollaro australiano.