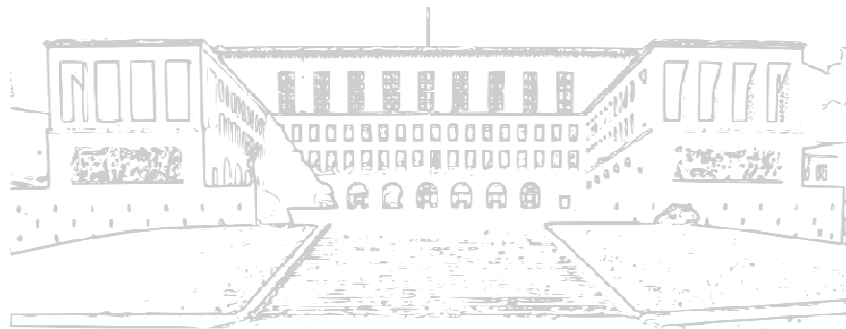


ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI

MERCATO DELLE VALUTE

A.A. 2015/2016
Prof. Alberto Dreassi – adreassi@units.it



ARGOMENTI

- Scopi e caratteristiche e funzioni economiche dei tassi di cambio
- Teorie sui tassi di cambio:
 - lungo termine: PPP
 - breve termine
- Relazioni fra tassi di cambio e di interesse
- La condizione di parità dei tassi

SCOPI E CARATTERISTICHE

- Negoziazione di valute e di depositi denominati in valuta
- La relazione fra prezzi e quantità determina i tassi di cambio fra valute e il costo di acquisto di beni, servizi e attività finanziarie estere
- Tre mercati di negoziazione:
 - a pronti: con scambio immediato (tasso *spot*)
 - a termine (*forward/future*): regolamento a scadenza (tasso *future*)
 - *swap*: scambio diretto fra due valute fra le parti

SCOPI E CARATTERISTICHE

- Apprezzamento (aumento di valore di una valuta) e deprezzamento:
 - Tipicamente le quotazioni sono in unità di valuta domestica per unità di valuta estera, pertanto l'apprezzamento si misura con una *diminuzione* di questo tasso di cambio (ad es., per l'area Euro da 0.75 €//\$ a 0.70 €//\$)
 - A scopi illustrativi, può essere utilizzato l'inverso: unità di valuta estera per unità di valuta nazionale, pertanto l'apprezzamento si presenta in caso di aumento di questo tasso – più facilmente comprensibile (ad es., per l'area Euro, da 1.33\$/€ a 1.43\$/€)

SCOPI E CARATTERISTICHE

- Perché le variazioni dei cambi influenzano l'economia?
 - L'apprezzamento rende merci/servizi nazionali più costosi e quelli esteri più economici a parità di prezzo (viceversa per deprezzamento)
 - L'integrazione economica e finanziaria rende il fenomeno rilevante non solo per gli importatori/esportatori, ma per l'intera economia
 - Tassi di cambio e di interesse sono collegati dai rendimenti degli attivi
- La negoziazione è tipicamente OTC fra *dealer*, nonostante le borse presentino dati sui tassi di mercato e la stampa si riferisca ad un mercato, il *Forex*, che materialmente non esiste
- Raramente gli scambi coinvolgono le valute di per sé, solitamente avvengono su depositi a larga denominazione (mln) in valute estere
- Attualmente è il mercato finanziario più grande, con trilioni di € scambiati ogni giorno senza considerare le transazioni al dettaglio
- Mercato estremamente liquido, profondo e globale

ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI – A.A. 2015/6

5

TEORIE DEI TASSI DI CAMBIO: LUNGO TERMINE

Teoria della parità del potere d'acquisto (PPP)

- Legge del prezzo unico: due Paesi produttori dello stesso bene, in presenza di costi di trasporto e dazi trascurabili, dovrebbero esprimere il medesimo prezzo
- I tassi di cambio fra due valute dovrebbero pertanto riflettere le variazioni nei livelli dei prezzi relativi fra due Paesi
- Se i prezzi aumentano in un Paese, la valuta si deprezza relativamente alle altre
- I tassi di cambio reali di scambio fra beni nazionali ed esteri rappresentano la relativa economicità/onerosità di una valuta, pertanto dovrebbero convergere verso l'unità
- L'ipotesi regge nel lungo termine a causa delle forti ipotesi: perfetta sostituibilità di merci/servizi, perfetta commerciabilità internazionale, assenza di barriere e costi di trasporto

ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI – A.A. 2015/6

6

TEORIE DEI TASSI DI CAMBIO: LUNGO TERMINE

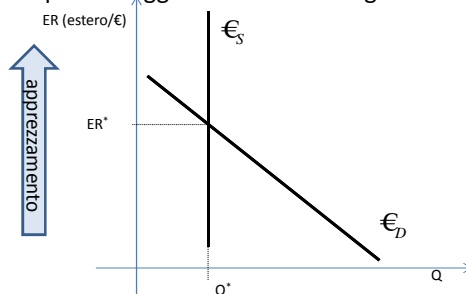
I fattori alla base dei tassi di cambio sono pertanto gli stessi che influenzano la domanda di beni nazionali ed esteri:

- Livelli relativi dei prezzi: l'aumento dell'inflazione domestica deprezza la valuta nazionale
- Barriere doganali: un loro aumento (quote e dazi) apprezza la moneta nazionale
- Preferenze della domanda: maggiore apprezzamento per le merci domestiche aumenta il valore della valuta nazionale
- Produttività: maggiore produttività nelle merci con mercato internazionale ne riduce il prezzo relativo e fa apprezzare la valuta nazionale

TEORIE DEI TASSI DI CAMBIO: BREVE TERMINE

Interazione fra domanda e offerta, applicata agli *stock* di attivi denominati in valuta nazionale ed estera (non ridotto al semplice flusso di import/export), alla base delle variazioni nel breve termine:

- L'offerta di attivi domestici può essere considerata fissa nel breve termine rispetto ai tassi di cambio
- La domanda, invece, si riduce all'apprezzarsi della moneta (a parità di attese rispetto ai tassi di cambio futuri), dato che tassi di cambio correnti più bassi comporta maggiori rendimenti degli attivi nazionali



TEORIE DEI TASSI DI CAMBIO: BREVE TERMINE

Principali leve della domanda:

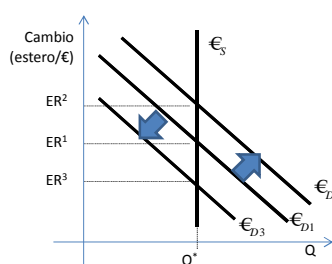
- **Tassi d'interesse:** se gli attivi domestici offrono maggiori rendimenti di quelli esteri, aumenta la domanda e il tasso di cambio si apprezza (e viceversa)
- **Tassi di cambio attesi futuri:** se in aumento (ad es. per attese di riduzione dei livelli dei prezzi futuri, maggiori barriere doganali, riduzione di importazioni o aumento di esportazioni, maggiore produttività) i rendimenti degli attivi domestici aumentano e accrescono la domanda, apprezzando il cambio

TEORIE DEI TASSI DI CAMBIO: BREVE TERMINE

Esempi

Spostamenti a SX:

- – rendimenti naz.
- + rendimenti esteri
- + prezzi domestici
- – barriere doganali
- + importazioni
- – esportazioni
- – produttività



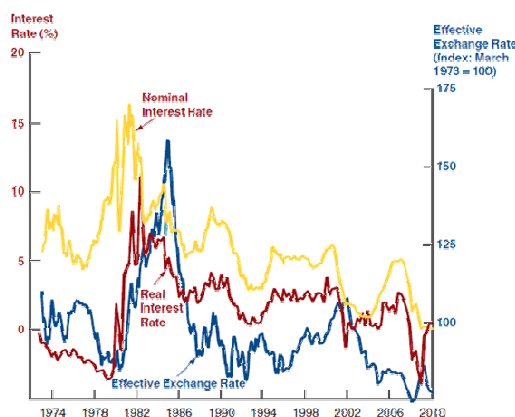
Spostamenti a DX:

- + rendimenti naz.
- – rendimenti esteri
- – prezzi domestici
- + barriere doganali
- – importazioni
- + esportazioni
- + produttività

TASSI DI CAMBIO E DI INTERESSE

- I tassi di interesse cambiano se variano il tasso reale o le attese sull'inflazione, con effetti diversi sul cambio

- Solo se aumentano i tassi reali aumentano i rendimenti e la domanda di attivi domestici, apprezzando il cambio
- Se la causa è l'inflazione attesa, i rendimenti calano (meno beni acquistabili a parità di denaro) così come la domanda di beni domestici, deprezzando il cambio



ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI – A.A. 2015/6

11

LA CONDIZIONE DI PARITÀ DEI TASSI

- Relazione utilizzata frequentemente per valutare tassi di cambio e interesse
- Se gli attivi domestici rendono i^D e quelli esteri i^F (in assenza di variazioni in conto capitale), il confronto fra rendimenti è possibile solo dopo la conversione valutaria
- I rendimenti in termini di valuta estera devono considerare le attese di futura variazione del cambio con la valuta nazionale (dove E è l'usuale tasso estero contro domestico):

$$R^D(F) = i^D + \frac{E_{t+1}^e - E_t}{E_t} \quad \text{appross. di} \quad R^D(F) = i^D \cdot \frac{E_{t+1}^e}{E_t} + \frac{E_{t+1}^e - E_t}{E_t} \quad \text{per} \quad \frac{E_{t+1}^e}{E_t} \approx 1$$

- I rendimenti relativi in termini di valuta estera, cioè le differenza fra rendimenti domestici ed esteri, sono:

$$\text{Rel. } R^D(F) = i^D - i^F + \frac{E_{t+1}^e - E_t}{E_t}$$

- I rendimenti in termini di valuta domestica, assoluti e relativi, sono:

$$R^F(D) = i^F - \frac{E_{t+1}^e - E_t}{E_t} \rightarrow \text{Rel. } R^F(D) = i^D - \left(i^F - \frac{E_{t+1}^e - E_t}{E_t} \right) = i^D - i^F + \frac{E_{t+1}^e - E_t}{E_t} = \text{Rel. } R^D(F)$$

ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI – A.A. 2015/6

12

LA CONDIZIONE DI PARITÀ DEI TASSI

- Se, per la mobilità dei capitali, gli attivi (interni ed esteri) sono perfetti sostituti, aumenti nei rendimenti attesi interni od esteri porta ad un aumento di domanda degli stessi e/o una riduzione negli altri
- A seguito della rigidità di offerta di attivi interni ed esteri, i rendimenti attesi dovrebbero eguagliarsi (in equilibrio: parità dei tassi) o, in altri termini, i tassi di interesse domestici dovrebbero corrispondere a quelli esteri più l'atteso apprezzamento della valuta estera:

$$i^D = i^F - \frac{E_{t+1}^e - E_t}{E_t}$$

- Inoltre, focalizzandoci su E_t , la condizione spiega variazioni della domanda di attivi interni ed esteri:

$$E_t = \frac{E_{t+1}^e}{i^F - i^D + 1}$$



Apprezzamento di valuta domestica ($\Delta^+ E_t$) se:

- attesa di apprezzamento futuro
- aumento dei tassi di interesse domestici
- riduzione dei tassi di interesse esteri

ESEMPI

1. Il 1/02/2013 il tasso di cambio era 1.3644 \$/€. Se il 1/04 l'€ si è deprezzato del 6%, quale era il tasso di cambio? E in termini di €/ \$?
2. Immaginiamo che i tassi di interesse siano del 4% in EU e del 2.5% in USA. Cosa ci si può attendere in termini di variazione di valore della valuta estera (\$)?

$$1. \quad 1.3644 \cdot (1 - 6\%) = 1.2825$$

$$1/1.3644 = 0.7329 \quad 1/1.2825 = 0.7797 \quad (0.7797 - 0.7329)/0.7329 = 6.38\%$$

$$2. \quad i^D = i^F - \frac{E_{t+1}^e - E_t}{E_t} \rightarrow - \frac{E_{t+1}^e - E_t}{E_t} = 4\% - 2.5\% = 1.5\%$$

ESEMPI

3. Cosa è accaduto ad € e \$ durante la crisi (2007-2008)?
Perché l'€ si presenta così "forte" nonostante la crisi del debito sovrano del 2011? E la sua più recente debolezza?



ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI – A.A. 2015/6

15

ESEMPI

Spiegazioni possibili degli effetti durante la crisi:

- Lo sviluppo iniziale appare limitato agli USA: la Fed taglia i tassi ampiamente e rapidamente, la BCE no per timori sull'inflazione dovuta ai prezzi del petrolio: apprezzamento dell'€
- Diviene evidente il contagio da USA ad EU: la BCE taglia i tassi al loro minimo storico: rallentare dell'apprezzamento dell'€
- *Flight to quality*: massicci acquisti di titoli USA, ritenuti più sicuri nonostante i bassi rendimenti, con conseguente apprezzamento del \$

ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI – A.A. 2015/6

16

ESEMPI

Spiegazioni possibili degli effetti durante la crisi del debito sovrano:

- Diversità di poteri e mandati fra Fed e BCE (vedremo), con maggiori difficoltà in EU di influenzare ampiamente i tassi di cambio con vincoli più stringenti alla politica monetaria
- L'EU rimane un'economia forte e più stabile di altre, in termini di import/export, finanze pubbliche, indebitamento privato, livelli dei tassi di interesse e ammontare delle misure straordinarie di liquidità al settore finanziario
- Mantenimento delle politiche di diversificazione degli emergenti in valute diverse dal \$
- Paradosso dell'Unione: maggiori le possibilità di una rottura sulla moneta, maggiore il rafforzamento dell'€

E la debolezza più recente?

- Divergente recupero economico fra aree del mondo (USA in particolare)
- Interventi più recenti della BCE

ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI – A.A. 2015/6

17

ESEMPI

4. I tassi di cambio e le divergenze fra tassi di interesse possono rappresentare un'opportunità di investimento che genera numerose strategie sviluppate da molti operatori. Una delle più frequenti è chiamata *carry-trade*.

Si immagini che i tassi ad 1 anno in JPY siano 0.2%, mentre in EUR siano del 2.5%. Un investitore ha 20.000 € propri e riesce a raccogliere un finanziamento da 80.000 € aggiuntivi (leva 1:5).

Quale risultato da un *carry-trade* molto semplificato se il cambio è stabile a 133.26 ¥/€?
E se il cambio arrivasse a 115 (come nel 2009-2010)?

Pos. lunga: $100,000 \cdot (1 + 2.5\%) = 102,500\text{€}$

Pos. corta: $100,000 \cdot 133.26 \cdot (1 + 0.2\%) = 13,352,652\text{¥} \rightarrow 13,352,652 / 133.26 = 100,200\text{€}$

Risultato: $102,500 - 100,200 = 2,300\text{€} \rightarrow 2,300 / 20,000 = 11.5\% = (2.5\% - 0.2\%) \cdot 5$

Pos. lunga: $100,000 \cdot (1 + 2.5\%) = 102,500\text{€}$

Pos. corta: $100,000 \cdot 133.26 \cdot (1 + 0.2\%) = 13,352,652\text{¥} \rightarrow 13,352,652 / 115 = 116,110\text{€}$

Risultato: $102,500 - 116,110 = -13,610\text{€} \rightarrow -13,610 / 20,000 = -68\%$

ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI – A.A. 2015/6

18