



Il mercato dei cambi



DEFINIZIONE

Il mercato dei cambi e' costituito dall'insieme delle negoziazioni che hanno per oggetto la compravendita di una valuta contro un'altra Valuta. Gli **strumenti** che consentono tali negoziazioni e che dunque sono scambiati nel mercato dei cambi sono:

- Contratti di acquisto/vendita Spot
- Contratti acquisto/vendita Forward
- Opzioni su valute
- Futures su valute
- Forex Swap
- Cross currency swap



GLI OPERATORI

- Banche commerciali
 - per conto proprio (dealers ed eventualmente market makers)
 - per conto terzi (brokers)
- Banche di investimento
- Investitori istituzionali (portfolio managers)
- Imprese import-export (circa 20% delle transazioni)
- Banche centrali

Jacopo Mattei 3



CARATTERISTICHE

- Aspetti strutturali
 - Mercato OTC (non regolamentato)
 - Negoziazioni in larga parte per via telematica
 - Concentrato su alcune piazze finanziarie (Londra + NY = 50%)
 - Concentrato per valute (USD ed Euro)
- Aspetti organizzativi
 - Broker-dealer market; le grandi banche sono market makers
 - Transazioni non standardizzate
 - Le quotazioni sui sistemi telematici indicative
 - Mancanza di informazione su prezzi e transazioni
 - Mercato poco trasparente ⇒ vantaggio per grandi dealer

Jacopo Mattei 4



IL TASSO DI CAMBIO

- La quotazione esprime sempre il numero delle unità' di valuta quotata corrispondente ad una unità' di **valuta base** ovvero
 - **Quotazione : N. unità' di valuta quotata/1 unità' valuta base**

- Secondo la convenzione **Certo per incerto** (che ad esempio vige per l'area euro) la valuta base corrisponde sempre a quella domestica; ad esempio una banca italiana quoterà'
 - USD/EUR = 1,26, cioè 1,26 dollari US corrispondono ad 1 euro

- Viceversa secondo la convenzione **Incerto per certo** (che ad esempio vige per il dollaro statunitense e lo yen) la valuta base corrisponde sempre a quella estera; ad esempio una banca giapponese quoterà' :
 - Yen/EUR = 99, cioè 99 yen corrispondono ad 1 euro

Jacopo Mattei

5



LE QUOTAZIONI DEL TASSO DI CAMBIO

Per ciascuna valuta vengono quotati due prezzi:

- Il prezzo denaro (bid) e il prezzo lettera (ask)

Entrambe fanno riferimento alla VALUTA BASE e precisamente:

- il BID è il prezzo al quale chi quota è disposto ad acquistare la valuta base
- l'ASK è il prezzo cui chi quota è disposto a vendere la valuta base
- La differenza, sempre positiva, tra ask e bid e' detta spread e rappresenta la remunerazione per il market maker

Jacopo Mattei

6



L'ANDAMENTO DEI CAMBI

- **Apprezzamento/Deprezzamento** esprimono le variazioni dei prezzi di mercato delle valute in un periodo di tempo (Sempre calcolati rispetto alla valuta base)

$$\text{Apprez (o Deprez.)} = (\text{FWD} - \text{SPOT}) / \text{SPOT}$$
 - La valuta base è apprezzata o a PREMIO se $\text{FWD} > \text{SPOT}$
 - La valuta base è deprezzata o a sconto se $\text{FWD} < \text{SPOT}$

es. $\$/\text{EURO}_{\text{spot}}=1,20$; $\$/\text{EURO}_{\text{fwd}}=1,22$
 $A/D = (1,22-1,20)/1,20 = +1,67\%$
- Viceversa, i concetti di **Rivalutazione/Svalutazione** si riferiscono a variazioni delle parità in caso di accordi di cambio fisso

Jacopo Mattei **7**



L'ANDAMENTO DEI CAMBI E LA COMPETITIVITA'

- Quando la valuta di un paese si apprezza, ossia quando aumenta di valore rispetto alle altre valute:
 - i beni domestici esportati all'estero diventano più costosi
 - i beni esteri importati da quella nazione diventano meno costosi
- viceversa se si deprezza

	Merci europee all'estero	Merci estere all'interno
Euro si apprezza	+ costose	- costose
Euro si deprezza	- costose	+ costose

Jacopo Mattei **8**



LE DETERMINANTI DEI TASSI DI CAMBIO

- I tassi di cambio sono estremamente variabili
- Quali fattori giustificano il loro aumento e la loro diminuzione?
- Non esiste un modello univoco in grado di spiegare tali variazioni
- Alcune teorie si adattano meglio a spiegare i movimenti di lungo termine, altre a quelli di breve
- Tra le più utilizzate:
 - Nel lungo periodo: parità dei poteri di acquisto
 - Nel breve periodo: parità dei tassi di interesse

Jacopo Mattei 9



LA PARITA' DEI POTERI D'ACQUISTO (PPP)

- **Assoluta** (Legge del prezzo unico)
 - se due paesi producono un identico bene, il suo prezzo dovrebbe essere lo stesso nel mondo intero
 - Ad esempio se una biro fabbricata in Italia costa 2 Euro e la stessa biro prodotta in Svizzera costa 3 FS il tasso di cambio FS/Euro dovrebbe essere pari a $3\text{FS}/2\text{Euro}=1,5\text{ SF/Euro}$
 - Alternativamente sarebbero possibili arbitraggi.
- **Relativa**
 - se il livello di prezzi in un paese aumenta rispetto a un altro, la sua valuta dovrebbe deprezzarsi e la valuta dell'altro paese dovrebbe apprezzarsi.

Le **ipotesi sottostanti** sono molto forti (da cui i limitati riscontri empirici). Tra queste in particolare:

- Assenza costi di transazione
- Beni "tradable"
- Assenza tasse

Jacopo Mattei 10



LA PARITA' DEI TASSI DI INTERESSE (CIP/UIP)

Questa teoria adotta come riferimento il mercato delle attività finanziarie:

- L'approccio pone l'accento sui flussi finanziari rispetto a quelli derivanti da esportazioni e importazioni (i primi dovrebbero essere più rilevanti, almeno nel breve termine...)
- Il tasso di cambio può essere interpretato come il prezzo dei depositi domestici (espressi in valuta nazionale) in termini di depositi esteri (denominati in valuta estera);
- Data la perfetta mobilità dei capitali, i depositi bancari in valuta estera e nazionale aventi rischio e liquidità simili dovrebbero essere perfetti sostituti, ossia ugualmente desiderabili;
- In equilibrio, deve valere che il rendimento dei depositi in euro è uguale a quello dei depositi in valuta estera, tenendo conto della variazione del tasso di cambio per il periodo considerato.

Jacopo Mattei

11



LA PARITA' DEI TASSI DI INTERESSE (CIP/UIP) (...segue)

- Questa condizione può essere riscritta come:

$$i^D = i^F - [(S_{t+1}^e - S_t) / S_{t+1}^e]$$

- L'equazione è denominata **parità dei tassi di interesse**
 - indica che il tasso d'interesse nazionale è uguale a quello estero meno l'apprezzamento atteso della valuta nazionale.

Jacopo Mattei

12



I RENDIMENTI PREVISTI SULLE VALUTE

- Il **Rendimento previsto** è il principale fattore della domanda di attività in valute diverse: quindi spiega il cambio a breve

1. Consideriamo il caso di un **residente italiano** (valuta Euro)

- **Se investe in \$**, il rendimento R^F sarà dato da: tasso sui \$ (i^F) + l'apprezz/deprezz. del cambio: $(S_{t+1} - S_t) / S_t$
- Se la frazione > 0 , va presa con segno (-); indica un apprezz. dell'Euro
- Quindi $\longrightarrow R^F$ (in Euro) = $i^F - (S_{t+1} - S_t) / S_t$
- Con $i^F = 5\%$ e apprezzamento dell'Euro di 2% , R^F sarà pari a 3%
- Se il nostro residente investisse in Euro, R^D sarebbe = i^D
- **Quale sarebbe la scelta?**
- Dipende dal **Rendimento previsto relativo**, cioè $R^D - R^F$

$$R^D \text{ relativo} = i^D - i^F + (S_{t+1} - S_t) / S_t \quad [1]$$

Jacopo Mattei

13



I RENDIMENTI PREVISTI SULLE VALUTE

(...segue)

2. Consideriamo il caso di un **non residente** - americano (valuta \$)

- Qual è il **Rendimento previsto (R^D)** dei depositi in Euro (calcolato in \$)?
- Con $i^D = 3\%$ e l'apprezz. atteso dell'Euro = 2% , $R^D = 5\%$
- R^D per il non residente è pari a $i^D + (S_{t+1} - S_t) / S_t$
- R^F per il non residente non è altro che il rendimento in termini di \$ dell'investimento in valuta estera (il \$) e cioè i^F
- Quale dovrebbe essere la scelta di investimento del non residente americano?
- Dipenderà ancora dal **Rendimento previsto relativo**, cioè $[R^D - R^F]$
- $R^D \text{ relativo} = i^D - i^F + (S_{t+1} - S_t) / S_t$
- Si noti che **R^D relativo** è lo stesso calcolato dal Residente: è indifferente che venga calcolato da una posizione di partenza in \$ o in Euro
- Come influisce sull'andamento del cambio?

Jacopo Mattei

14



I RENDIMENTI PREVISTI SULLE VALUTE E IL CAMBIO

- **R^D relativo** è una condizione di convenienza che vale in generale: residenti e non residenti
- Nel caso in cui **R^D relativo > 0**, vi è convenienza a detenere Euro e vendere \$ (Vale naturalmente il contrario se **R^D relativo < 0**)
- Data la mobilità dei capitali, il livello relativo dei tassi di interesse deve essere coerente con le aspettative di cambio
 - Ad esempio, se $i^D < i^F$, la valuta nazionale dovrebbe apprezzarsi
- Quando **R^D relativo = 0**, cioè $i^D = i^F - (E_{t+1} - E_t) / E_t$ siamo nella condizione di **Parità dei tassi di interesse**
 - ...cioè i rendimenti previsti sulle diverse valute sono allineati
- Questa è la condizione di equilibrio del mercato dei cambi: non vi è ragione per spostarsi da una valuta all'altra

Jacopo Mattei

15



I FATTORI CHE INFLUENZANO IL TASSO DI CAMBIO

Fattore	Variazione nel fattore	Risposta del tasso di cambio S_t (notazione CxI)
Tasso d'interesse nazionale, i^D	↑	↓
Tasso d'interesse estero, i^F	↑	↑
Livello domestico dei prezzi *	↑	↓
Barriere commerciali *	↑	↑
Importazioni	↑	↓
Esportazioni	↑	↑
Produttività *	↑	↑

Jacopo Mattei

16