

MERCATI E ISTITUZIONI FINANZIARIE

I MERCATI FINANZIARI

Mercato del debito

I mercati finanziari sono quei luoghi in cui avvengono i trasferimenti di fondi da chi ha disponibilità finanziarie in eccesso (operatori in surplus) a chi ha bisogno di fondi (operatori in deficit).

Un titolo rappresenta un diritto sui redditi futuri dell'emittente o sulle sue attività, una obbligazione è un titolo di debito che contiene la promessa di pagamenti periodici per un determinato lasso di tempo. Il luogo in cui vengono scambiate le obbligazioni è il mercato obbligazionario o del debito, dove si stabiliscono le caratteristiche dei flussi e il tasso di interesse, cioè il costo del denaro. I tassi di interesse hanno effetto non solo sulla volontà dei consumatori di spendere o risparmiare, ma anche sulle decisioni di investimento aziendali.

Mercato azionario

Un'azione ordinaria è uno strumento finanziario che rappresenta una quota di proprietà di una società: un diritto sui suoi redditi e sul suo patrimonio. Il luogo in cui vengono scambiate le azioni è il mercato azionario.

Le notevoli fluttuazioni del prezzo delle azioni influiscono sulle fortune delle persone e quindi sulla loro disponibilità a spendere. Il mercato azionario gioca un ruolo importante anche nel processo decisionale degli investimenti aziendali, perché il prezzo delle azioni incide sulla quantità di fondi che può essere raccolta collocando titoli di nuova emissione presso gli investitori.

Mercato valutario

I fondi da trasferire da una nazione ad un'altra devono essere convertiti dalla valuta del paese d'origine a quella del paese di destinazione. Questa conversione avviene sul mercato valutario in cui si determina il tasso di cambio. Una variazione del tasso di cambio ha effetto sui consumi perché influisce sul costo delle merci importate.

ISTITUZIONI FINANZIARIE

Il sistema finanziario è complesso comprende molti tipi di istituzioni di natura privata che devono sottostare a una regolamentazione pubblica. A volte il sistema si inceppa e genera delle crisi finanziarie ovvero gravi sconvolgimenti nei mercati finanziari caratterizzati da brusche flessioni dei prezzi delle attività e fallimenti di molte imprese finanziarie.

L'istituzione più importante di ogni sistema finanziario è la banca centrale, l'organismo di natura pubblica responsabile delle decisioni e della politica monetaria. La politica monetaria riguarda la gestione dei tassi d'interesse e della moneta, cui spesso ci si riferisce con l'espressione offerta di moneta.

I principali intermediari finanziari sono le banche (banche, casse di risparmio, cooperative di credito) che sono autorizzate alla raccolta del risparmio e all'erogazione del credito.

SISTEMA FINANZIARIO

FUNZIONE DEI MERCATI FINANZIARI

I mercati finanziari svolgono la funzione economica essenziale di trasferire le risorse finanziarie dalle famiglie, aziende, governi che hanno eccedenze verso quelli che ne presentano una carenza. I mercati finanziari sono fondamentali per realizzare un'efficiente allocazione del capitale.

Nel circuito diretto le unità in deficit prendono a prestito i fondi direttamente dai risparmiatori nei mercati finanziari mediante l'emissione di titoli, i quali sono attività per chi li sottoscrive, ma passività per chi li emette.

MERCATI FINANZIARI

Mercato dei titoli di debito e mercato dei titoli azionari

Un'azienda può raccogliere fondi sul mercato in due modi. Il primo tramite l'emissione di un titolo di debito come un'obbligazione che prevede un accordo contrattuale in forza del quale il prenditore di fondi s'impegna a corrispondere al detentore dello strumento importi fissi a intervalli regolari fino alla scadenza. Il secondo tramite l'emissione di azione che sono diritti su una quota dell'utile netto e su una quota delle attività dell'impresa emittente. Spesso le azioni ordinarie corrispondono pagamenti periodici (dividendi) ai loro detentori.

Mercati creditizi e mercati mobiliari

I titoli di debito possono essere di due specie, a seconda che siano o meno trasferibili. Un'obbligazione al contrario di un mutuo è trasferibile. I mercati in cui si negoziano strumenti non trasferibili sono detti mercati creditizi, mentre quelli in cui si negoziano strumenti trasferibili sono chiamati mercati mobiliari.

Mercati primari e mercati secondari

Un mercato primario è un mercato finanziario in cui l'impresa o amministrazione pubblica che prende a prestito le risorse finanziarie emette nuovi titoli, obbligazioni o azioni. Un mercato secondario è un mercato finanziario in cui possono essere rivenduti o acquistati titoli già in circolazione.

Nei mercati primari le imprese sono aiutate da un'istituzione finanziaria (banca d'investimento) che contribuisce al collocamento iniziale dei titoli sul mercato e al loro underwriting.

Nei mercati secondari gli intermediari finanziari operano come agenti degli investitori e hanno l'obiettivo di agevolare l'incontro tra compratori e venditori di titoli: i dealer facilitano l'incontro tra venditori e compratori acquistando i titoli dai primi e vendendoli ai secondi, i broker non effettuano alcuna compravendita, ma mettono in contatto potenziali acquirenti e venditori.

Quando si acquistano titoli sul mercato secondario, chi li vende riceve in cambio denaro, ma la società che li ha emessi non ottiene nuove risorse finanziarie.

Mercati regolamentari e mercati over-the-counter

I mercati secondari possono essere organizzati in due modi: riconosciute e regolamentate come le borse valori o OTC (over-the-counter).

Le borse valori sono riconosciute espressamente dall'ordinamento e sono oggetto di autorizzazione ad operare e di regolamentazioni in merito ai requisiti minimi delle società che li gestisce e alle regole organizzative e di funzionamento.

Nel mercato OTC gli operatori hanno una sorta di magazzino di titoli che sono pronti ad acquistare o vendere a chiunque accetti i loro prezzi.

Mercato monetario e mercato dei capitali

Nel mercato monetario sono negoziati titoli di debito a breve termine, mentre nel mercato dei capitali sono scambiati titoli a scadenza più lunga e titoli di capitale.

Mercato obbligazionario internazionale

Gli strumenti tradizionale nel mercato internazionale delle obbligazioni sono noti come obbligazioni estere, vendute all'estero e denominate in valuta di quel paese.

Un'innovazione nel mercato delle obbligazioni internazionali è l'euroobbligazione (eurobond), denominata in valuta estera diversa da quella del paese di emissione.

Una variante delle euroobbligazioni sono le eurovalute ossia denaro che viene depositato in banche fuori dal paese d'origine. L'eurovaluta più importante è l'eurodollaro: dollari USA depositati in banche estere fuori degli Stati Uniti.

FUNZIONE DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI

Circuito indiretto

Il processo di finanziamento indiretto che si avvale dell'intervento degli intermediari finanziari, chiamato intermediazione finanziaria, è il percorso primario per le risorse finanziarie che si muovono dai datori ai prenditori di fondi. Questo avviene per ovviare alcuni problemi e creare vantaggi.

Costi di transazione

I costi di transazione, ossia il tempo e il denaro spesi per effettuare un'operazione finanziaria, rappresentano uno dei principali problemi per chi ha eccedenze di fondi da prestare. Gli intermediari possono abbassare significativamente i costi di transazione traendo vantaggio dalle economie di scala e di apprendimento.

Ridistribuzione del rischio

La redistribuzione del rischio è un processo tramite il quale gli intermediari finanziari vendono strumenti con profili di rischio coerenti con le preferenze della clientela e usano poi le risorse ottenute per acquistare altre attività che possono presentare una rischiosità più alta.

Gli intermediari promuovono questa trasformazione diversificando i propri investimenti in una combinazione (portafoglio) di attività.

Asimmetria informativa

La selezione avversa è un tipico problema di asimmetria informativa prima della transazione di finanziamento. La selezione avversa è quel problema originato dal fatto che i renditori di fondi che hanno maggior probabilità di insolvenza sono gli stessi che si attivano di più per richiedere un finanziamento e che per questo hanno maggiori probabilità di ottenerlo.

L'azzardo morale è il problema generato dall'asimmetria informativa dopo la conclusione della transazione. Nei mercati finanziari è il rischio che il prenditore di fondi possa compiere azioni che accrescono la sua probabilità di insolvenza e che pertanto non sarebbero gradite al datore.

INTERMEDIARI FINANZIARI

Intermediari creditizi

Le *banche* sono intermediari finanziari che raccolgono fondi principalmente attraverso l'emissione di depositi in conto corrente, depositi a risparmio e li impiegano per concedere finanziamenti alle imprese.

Altri intermediari finanziari svolgono funzioni simili a quelle delle banche, ma anziché finanziarsi attraverso i depositi si finanziano tramite emissione di azione e obbligazioni.

Intermediari assicurativi

Le *imprese di assicurazione vita* assicurano le persone offrendo prestazioni monetarie in un'unica soluzione al verificarsi di eventi che riguardano la vita umana. I fondi sono ottenuti grazie ai premi pagati dagli assicurati.

Le *imprese di assicurazione danni* assicurano i titolari di polizze contro eventi che possono colpire le persone, le cose o il patrimonio. I fondi sono ottenuti grazie ai premi pagati dagli assicurati.

I *fondi pensione*, detto terzo pilastro (dopo INPS e TFR) sono il veicolo mediante il quale si realizza un piano pensionistico.

INTERMEDIARI MONETARI

SIM (società di intermediazione mobiliare) e banche d'investimento

Questi intermediari finanziari svolgono attività che hanno per oggetto valori mobiliari: gestiscono i portafogli di valori mobiliari su base individuale.

SGR (società di gestione del risparmio)

Si tratta di intermediari che raccolgono le risorse dei singoli risparmiatori o di imprese per investire in portafogli diversificati attraverso la costituzione, la promozione e la gestione di fondi comuni d'investimento o di SICAV (società di investimento a capitale variabile).

REGOLAMENTAZIONE DEL SISTEMA FINANZIARIO

Informazioni a disposizione degli investitori

L'asimmetria informativa che caratterizza i mercati finanziari implica che gli investitori siano esposti a problemi di selezione avversa e azzardo morale che possono costituire un serio ostacolo al buon funzionamento dei mercati stessi.

L'intervento pubblico tramite opportune forme di regolamentazione e vigilanza può ridurre i problemi e aumentare l'efficienza, accrescendo la qualità di informazioni per gli investitori.

Le autorità italiane di vigilanza sono:

- Banca d'Italia: vigila sulle banche e sugli intermediari finanziari
- CONSOB: tutela il risparmio negli aspetti di trasparenza e correttezza
- ISVAP: vigila sulle imprese di assicurazione ai fini della sana e prudente gestione e della tutela della stabilità
- CONVIP: verifica la corretta e trasparente amministrazione e gestione dei fondi pensione
- AGCM: vigila sulla concorrenza

Stabilità degli intermediari finanziari

I prestatori di fondi non sempre sono in grado di valutare se l'intermediario a cui hanno affidato le loro risorse sia in grado di mantenere i propri impegni, qualora avessero dubbi sulla solidità e sulla stabilità del complessivo sistema finanziario potrebbero decidere di ritirare i propri fondi sia dalle istituzioni sia da quelle che non lo sono.

Il risultato, il panico finanziario, può generare ingenti perdite e danneggiare seriamente l'economia. Per evitare questa eventualità, la regolamentazione del sistema finanziario prevede varie tipologie di interventi, fra cui spiccano:

- Restrizioni all'entrata: esistono regole molto rigide che stabiliscono a chi è permesso diventare intermediario finanziario
- Informazione: gli intermediari sono soggetti a stringenti obblighi di informazione
- Controllo e contenimento dei rischi
- Assicurazione sui depositi: il Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi è un organismo il cui scopo è garantire i depositi delle banche consorziate
- Limiti alla concorrenza
- Restrizioni sui tassi d'interesse

Regolamentazione del sistema finanziario negli altri paesi

Negli altri paesi la regolamentazione è simile a quella italiana vista la spiccata internazionalità dei sistemi finanziari.

Esistono comunque alcune differenze tra le regolamentazioni dei singoli paesi, ad esempio in alcuni Stati i poteri di controllo su diverse tipologie di intermediari sono accentrati in un'unica autorità di vigilanza oppure le attività che possono essere svolte da certe categorie possono differire da un sistema ad un altro oppure la modalità di esercizio della vigilanza possono assumere connotazioni diverse prevedendo un intervento più o meno discrezionale delle autorità nell'attività degli intermediari.

MERCATI MONETARI

DEFINIZIONE DEI MERCATI MONETARI

L'espressione mercato monetario viene utilizzata perché i titoli che vi sono trattati sono a breve termine e altamente liquidi, vicini al concetto di denaro.

Le caratteristiche principali di questi titoli sono:

- Importi unitari molto alti (1 milione di euro) → mercato all'ingrosso
- Rischio di insolvenza molto ridotto
- Scadenza al massimo a 1 anno dalla data di emissione

I titoli del mercato monetario vengono scambiati da trader via telefono e hanno un attivo mercato secondario.

Il mercato monetario in un mondo completamente non regolamentato non dovrebbe neanche esistere, ma siccome il settore bancario è soggetto a regolamentazioni e costi maggiori rispetto ai mercati monetari, nelle situazioni in cui l'asimmetria informativa non è particolarmente rilevate, i mercati monetari offrono un vantaggio in termini di costo nel fornire fondi a breve termine per i prenditori.

SCOPO DEI MERCATI MONETARI

Un mercato degli strumenti monetari ben sviluppato è ideale per un'impresa o un intermediario che voglia allocare la liquidità temporanea in eccesso. Analogamente i mercati monetari possono rappresentare una fonte di fondi a basso costo per le imprese, i governi e gli intermediari che hanno un fabbisogno di liquidità di breve termine.

Un'eccedenza di disponibilità liquide rappresenta un costo per un investitore, in quanto non frutta interessi: i mercati monetari forniscono gli strumenti idonei per investire la liquidità in eccesso e ridurre il costo opportunità. Gli investitori finanziari spesso impiegano ("parcheggiano") i fondi nel mercato azionario per essere pronti ad approfittare rapidamente delle opportunità di investimento che si dovessero prospettare.

I PARTECIPANTI AL MERCATO MONETARIO

I principali attori del mercato monetario sono:

- *Tesoro dello Stato*: il Ministero dell'Economia e delle Finanze (Dipartimento del Tesoro) spesso emette titoli a breve (BOT) per finanziare la gestione a breve termine.
- *Banca Centrale*: la BC acquista e vende titoli del Tesoro (operazioni di mercato aperto) come strumento per controllare l'offerta di moneta.
- *Banche*: acquistano titoli del Tesoro, vendono certificati di deposito ed effettuano prestiti a breve termine; offrono agli investitori privati conti di deposito titoli, che permettono ai soggetti di investire direttamente in titoli del mercato monetario.
- *Società di intermediazione mobiliare*: sono attive nel mercato mobiliare come dealer o come market maker.
- *Compagnie di assicurazione*: mantengono riserve di liquidità in titoli a breve per fare fronte a esigenze impreviste.
- *Fondi comuni di investimento monetari*: consentono ai piccoli risparmiatori di partecipare al mercato monetario aggregando i loro fondi per investirli in titoli del mercato monetario di grande importo.
- *Imprese*: acquistano e vendono vari titoli a breve come normale attività di gestione delle liquidità.
- *Soggetti privati*: acquistano quote di fondi comuni di investimento che investono in strumenti del mercato monetario o direttamente negli stessi strumenti attraverso un conto deposito titoli.

TITOLI DI STATO A BREVE

BOT (Buoni Ordinari del Tesoro)

Per finanziare il debito pubblico (10% del totale) il Tesoro italiano emette titoli a breve chiamati BOT. Per la negoziazione sul mercato secondario si distingue tra mercati al dettaglio o all'ingrosso: rispettivamente il MOT e l'MTS.

I BOT non staccano cedola ma sono emessi a sconto sul valore nominale: il rendimento dell'investitore proviene dalla differenza tra il valore al rimborso e quello di emissione e tiene conto della durata residua.

T-Bill

I buoni del tesoro statunitensi (Treasury bill o T-bill) sono i titoli liquidi a breve termine emessi dal Tesoro degli Stati Uniti, con scadenze 28, 91, 182 giorni. La Federal Reserve ha predisposto un'opzione d'acquisto diretto, che i privati possono utilizzare per comprare buoni del Tesoro via Internet. Il meccanismo di sconto è uguale a quello dei BOT italiani.

Rischio dei titoli di Stato a breve termine

I BOT sono caratterizzati da un rischio di insolvenza virtualmente nullo nel caso il governo che li emette abbia un rating elevato. Il mercato dei BOT è inoltre caratterizzato da liquidità e spessore: un mercato è liquido quando i titoli possono essere acquistati e venduti rapidamente e con bassi costi di transazione, un mercato è profondo se c'è la presenza di molti ordini di acquisto e vendita prezzi prossimi tra loro.

Aste dei titoli di Stato a breve termine

Per quanto riguarda i BOT in Italia, il procedimento di collocamento formale per le nuove emissioni prevede un'asta competitiva. Chi vuole acquistare i BOT deve prenotare entro il giorno precedente l'asta la quantità desiderata presso un intermediario autorizzato. L'importo di ciascuna richiesta non può essere inferiore a 1,5 milioni di euro ed essa deve riportare l'ammontare di capitale nominale che si intende sottoscrivere e il relativo prezzo.

Rendimento dei BOT

In Capitalizzazione Semplice:

$$i = \left(\frac{VN}{P} - 1 \right) \times \frac{360}{n}$$

In Capitalizzazione Composta:

$$i = \left(\frac{VN}{P} \right)^{\frac{360}{n}} - 1$$

MERCATO DEI DEPOSITI INTERBANCARI

I depositi interbancari sono fondi a breve termine trasferiti (prestati o presi a prestito) tra intermediari finanziari. La loro finalità è quella di consentire alle banche di gestire i quotidiani scompensi di liquidità che caratterizzano la loro attività. Con il credit crunch e la mancanza di fiducia tra le banche questo meccanismo di prestiti interbancari a brevissimo termine (spesso overnight) si è bloccato.

Mercato elettronico dei depositi interbancari

Il mercato elettronico dei depositi interbancari, chiamato e-MID, ha consentito di aumentare l'efficienza e la liquidità del mercato interbancario, estendendo le negoziazioni anche al dollaro e alla sterlina. Nell'e-MID una banca può monitorare i migliori tassi offerti al mercato in tempo reale attraverso la piattaforma elettronica e può effettuare l'operazione di trading in modo molto rapido. Il sistema e-MID

consente alla banca, una volta individuato il tasso d'interesse più conveniente, di poter concludere immediatamente il contratto attraverso la propria postazione.

Mercato interbancario negli stati uniti

I federal fund sono fondi a breve termine, generalmente 1 giorno, prestati e presi a prestito tra banche. Il nome origina dal fatto che questi fondi sono tenuti presso la Federal Reserve.

La Fed ha fissato un livello minimo di riserva obbligatoria che tutte le banche devono mantenere. Per soddisfare questo vincolo, le banche devono conservare una certa percentuale dei loro depositi presso la Federal Reserve. La finalità principale dei fed fund è consentire alle banche una immediata provvista di riserve nel caso si trovassero scoperte.

I fed fund sono generalmente investiti overnight e in forme non garantite. Le banche tengono sotto controllo giornalmente la loro posizione di riserve liquide e prestano o si indebitano in fed fund a seconda che presentino saldi in surplus o in deficit.

Il tasso d'interesse dei fed fund è determinato dalla domanda e dall'offerta e la Federal Reserve non può controllarlo direttamente, ma può influenzarlo attraverso la regolazione del livello delle riserve disponibili per le banche.

PCT (PRONTI CONTRO TERMINE)

Nelle operazioni di pronti contro termine si stipulano contemporaneamente due contratti di compravendita di segno opposto aventi per oggetto una stessa quantità e tipologia di titoli: un operatore si impegna a vendere (venditore a pronti) una determinata quantità di titoli a un altro operatore (acquirente a pronti) con la promessa di riacquistarli a un prezzo e a una data futura prestabiliti.

Esistono anche contratti opposti, i "reverse repo".

Utilizzo dei PCT

Una banca può vendere titoli di Stato a un'altra con la promessa di riacquistarli il giorno seguente.

Operativamente si tratta di un prestito equivalente ai depositi interbancari, ma con la garanzia (collateral) rappresentata dai titoli oggetto del contratto.

Il trasferimento dei titoli sottostanti l'operazione di pronti contro termine può avvenire secondo diverse forme tecniche. Le più diffuse sono:

- *Delivery vs payment*: consegna dei titoli contro contante (i titoli vengono materialmente trasferiti)
- *Tri-party repo*: utilizzo di un terzo depositario
- *Hold in custody*: non trasferimento del possesso (il venditore a pronti esercita la funzione di depositario per conto della controparte)

CERTIFICATI DI DEPOSITO

Un certificato di deposito (CD) è un titolo nominativo o a portatore emesso da una banca, che documenta un deposito e specifica il tasso d'interesse e la data di scadenza. A differenza dei depositi a vista i CD sono titoli con scadenza e possono essere acquistati e venduti fino alla scadenza.

COMMERCIAL PAPER NEGLI US

Le commercial paper sono effetti non garantiti, emessi dalle imprese, con scadenza massima a 270 giorni. Poiché questi titoli non sono garantiti, solo le società più grandi e più solvibili le emettono (si basano sulla credibilità).

Le società finanziarie utilizzano ampiamente le commercial paper per finanziare i prestiti che concedono ai loro clienti. Alcuni dei maggiori emittenti di commercial paper scelgono di distribuire i loro titoli mediante collocamento diretto, cioè senza l'intervento degli intermediari finanziari vendendo all'investitore finale.

Un tipo speciale di commercial paper, noto come ABCP (Asset-Backed Commercial Paper), ha la caratteristica di essere garantita da alcuni pacchetti di attività sottostanti.

ACCETTAZIONI BANCARIE

Un'accettazione bancaria è una cambiale tratta con la quale il traente ordina alla banca di pagare per suo conto al venditore una determinata somma a una scadenza futura.

Le accettazioni bancarie vengono usate per finanziare le merci che devono essere trasferite dal venditore al compratore, soprattutto quando il primo non conosce la solvibilità della sua controparte.

Dal momento che le accettazioni bancarie sono al portatore, possono essere scambiate sul mercato secondario fino alla scadenza.

EURODOLLARI

Molti contratti in tutto il mondo prevedono il pagamento in dollari USA, in considerazione della stabilità di questa valuta, e per questo numerose società e governi scelgono di tenere riserve in dollari.

Alcune grandi banche di Londra detengono depositi denominati in dollari presso di loro e questi vennero chiamati eurodollari. Le banche di tutto il mondo acquistano e vendono fondi overnight nel mercato interbancario di Londra. Il tasso pagato per l'acquisto è il LIBID (London Interbank BID), mentre i fondi vengono offerti per la vendita al LIBOR (London InterBank Offered Rate). Poiché ci sono molte banche che partecipano a questo mercato, esso è estremamente competitivo: lo scarto tra LIBID e LIBOR eccede raramente i 125 punti base.

CONFRONTO TRA I TITOLI DEL MERCATO MONETARIO

La caratteristica più rilevante dei titoli del mercato monetario è che tutti i *tassi di interesse* sui vari strumenti tendono ad assumere un andamento molto simile. Questo accade perché tutti hanno un rischio relativamente basso e scadenze a breve o brevissimo termine.

Un'altra caratteristica importante dei titoli del mercato monetario è la loro *liquidità*, cioè la rapidità, la facilità e l'economicità della loro conversione in moneta. La liquidità dei titoli è determinata dalla *profondità del mercato* secondario in cui possono essere venduti, infatti la presenza di molti ordini di acquisto e vendita a prezzi prossimi a quelli negoziati dà stabilità alle quotazioni e rende improbabile il formarsi di un gap tra domanda e offerta. La profondità e la liquidità del mercato monetario non sono critiche.

MERCATO OBBLIGAZIONARIO

SCOPO DEL MERCATO DEI CAPITALI

Il mercato dei capitali viene utilizzato per gli investimenti a lungo termine e il motivo per cui gli individui scelgono di prendere a prestito a lungo termine è ridurre il rischio che i tassi di interesse aumentino prima che possano estinguere il loro debito.

PARTECIPANTI AL MERCATO DEI CAPITALI

Gli emittenti principali dei titoli dei capitali sono gli Stati sovrani, gli enti territoriali, le società che emettono obbligazioni e azioni.

I maggiori acquirenti di titoli sul mercato dei capitali sono le famiglie, che spesso depositano i propri risparmi presso istituzioni finanziarie.

SCAMBI NEL MERCATO DEI CAPITALI

Gli scambi nel mercato dei capitali avvengono nel mercato primario o nel mercato secondario. Quando le aziende procedono al collocamento iniziale dei titoli e in occasione della quotazione, l'emissione è chiamata IPO (Initial Public Offering). Collocamenti successivi di nuove obbligazioni da parte di una società quotata sono semplicemente transazioni di mercato primario (seasoned offering). All'interno del mercato dei capitali esistono mercati secondari ben sviluppati e i tipi di scambio che avvengono sono svolti o in mercati regolamentari o in quelli over-the-counter. Il mercato obbligazionario secondario in Italia è gestito da Borsa Italiana ed è denominato MOT (Mercato Obbligazionario Telematico), il quale si divide in DomesticMOT e EuroMOT. Per il mercato con scambi all'ingrosso c'è il cosiddetto MTS (Mercato Telematico dei titoli di Stato).

TIPI DI OBBLIGAZIONI

Le obbligazioni sono titoli che rappresentano un debito dell'emittente nei confronti dell'investitore: impegnano l'emittente a corrispondere un importo specifico a una determinata data, generalmente con pagamenti di interessi periodici, definiti dal tasso cedolare. Le obbligazioni a lungo termine del mercato dei capitali includono titoli di Stato, le obbligazioni degli enti pubblici territoriali e le obbligazioni societarie (corporate bond).

TITOLI DI STATO

Per finanziare il debito pubblico italiano il Dipartimento del Tesoro del Ministero dell'Economia emette diversi tipi di obbligazioni. La differenza principale tra le diverse categorie di titoli risiede da un lato nella scadenza e dall'altro nella struttura cedolare, sia in termini di presenza di cedole sia per forma di indicizzazione.

Le obbligazioni di Stato sono generalmente esenti da rischio di insolvenza perché all'occorrenza il governo può sempre coniare banconote per pagare i debiti. Questo non significa che siano totalmente privi di rischio.

CTZ (Certificati del Tesoro Zero-coupon)

Durata: 24 mesi

Tipo di asta: marginale

Cedole: no

Collocamento: con sconto

Rimborso: valore nominale

Aliquota: 12,5% sullo scarto d'emissione

CCT (Certificati di Credito del Tesoro)

Durata: 7 anni

Tipo di asta: marginale

Cedole: semestrali posticipate, indicizzate al rendimento dei BOT a 6 mesi più uno spread

Collocamento: sotto o alla pari

Rimborso: valore nominale più ultima cedola

Aliquota: 12,5% su cedole e scarto d'emissione

BTP (Buoni del Tesoro Pluriennali)

Durata: 3, 5, 10, 15, 30 anni

Tipo di asta: marginale

Cedole: cedola semestrale fissa

Collocamento: sotto, sopra o alla pari

Rimborso: valore nominale più ultima cedola

Aliquota: 12,5% su cedole e scarto d'emissione

BTP€i (Buoni del Tesoro Pluriennali inflation linked)

Durata: 3, 5, 10, 15, 30 anni

Tipo di asta: marginale

Cedole: cedola semestrale corretta secondo l'inflazione europea

Collocamento: sotto, sopra o alla pari

Rimborso: valore nominale più ultima cedola corretti secondo l'inflazione europea

Aliquota: 12,5% su cedole e scarto d'emissione

BTP ITALIA (Buoni del Tesoro Pluriennali indicizzati all'inflazione italiana)

Durata: 3, 5, 10, 15, 30 anni

Tipo di asta: marginale

Cedole: cedola semestrale corretta secondo l'inflazione italiana

Collocamento: sotto, sopra o alla pari

Rimborso: valore nominale più ultima cedola corretti secondo l'inflazione italiana

Aliquota: 12,5% su cedole e scarto d'emissione

Tasso di interesse dei Titoli di Stato

I titoli di Stato hanno tassi di interesse relativamente bassi, in quanto presentano un bassissimo rischio di insolvenza. Gli investitori inoltre si aspettano che i tassi di inflazione estremamente alti o estremamente bassi ritornino a livelli normali, per cui generalmente i tassi a lungo termine non risentono delle oscillazioni dell'inflazione quanto quelli a breve termine.

I titoli indicizzati all'inflazione hanno un tasso di interesse che non varia nel corso della vita contrattuale, ma l'ammontare del capital e su cui si calcolano gli interessi varia in funzione dell'indice dei prezzi al consumo. Alla scadenza inoltre il titolo è rimborsato per un ammontare che sarà il più alto tra il valore nominale all'emissione e il valore corretto per l'inflazione. Il profilo di rischio per questo tipo di titoli è molto basso.

Coupon stripping

L'operazione di coupon stripping consiste nel dividere le componenti cedolari dal valore di rimborso di un titolo con cedole. La componente di rimborso alla scadenza si chiama mantello, mentre ogni singola cedola che forma un titolo a sconto a sé stante viene detta STRIPS (Separate Trading of Registered Interest and Principal Security). È prevista anche l'operazione inversa, cioè ricongiungere il mantello con le singole componenti cedolari.

Successivamente allo stripping ogni componente ha un proprio codice identificativo e può essere conservata o scambiata separatamente.

I vantaggi del coupon stripping sono:

- Rendimenti certi
- Flessibilità in termini di miglioramento delle possibili scadenze
- Semplicità per gli investitori che non devono gestire flussi intermedi

Gli svantaggi sono:

- Aumento del rischio
- Liquidità minore

MECCANISMI DI COLLOCAMENTO DEI TITOLI DI STATO E DELLE OBBLIGAZIONI

I meccanismi di collocamento degli strumenti finanziari sono diversi per caratteristiche.

Nel caso di *private placement* la stessa azienda contatta i potenziali investitori e insieme a loro vengono stabilite le condizioni e le caratteristiche dei titoli.

Nel *collocamento a fermo* l'emittente comunica al mercato le condizioni in termini sia di volume che di prezzo. Il rischio è quello di aver valutato male l'appetibilità dell'obbligazione: se la domanda è alta avrebbe potuto collocare ad un prezzo più elevato, se la domanda è rischia di non collocare tutti i titoli.

Nel *collocamento a rubinetto* l'emittente fissa solo il prezzo ma non la quantità.

Il *collocamento ad asta marginale* (usato per BTP, CCT e CTZ) prevede la fissazione del volume ma non del prezzo d'emissione che viene scaturito dal processo di interazione tra domanda e offerta. Nell'asta marginale durante la fase di richiesta gli investitori fanno pervenire le loro proposte, le quali sono ordinate in modo da privilegiare le offerte a prezzi più alti, dando priorità a quelli che sono disposti ad ottenere rendimenti inferiori. Il prezzo di aggiudicazione è unico per tutti i partecipanti ed è pari al prezzo dell'ultima offerta soddisfatta, quindi il più basso.

Il *collocamento ad asta competitiva* (usato per i BOT) prevede la fissazione del volume ma non del prezzo d'emissione che viene scaturito dal processo di interazione tra domanda e offerta. Nell'asta competitiva durante la fase di richiesta gli investitori fanno pervenire le loro proposte, le quali sono ordinate in modo da privilegiare le offerte a prezzi più alti, dando priorità a quelli che sono disposti a ottenere rendimenti inferiori. Il prezzo di aggiudicazione sarà uguale al prezzo offerto e quindi è diverso per ogni investitore. Al termine dell'asta viene calcolato il PMP (Prezzo Medio Ponderato), ponderando i diversi prezzi per le quantità aggiudicate. Gli intermediari partecipanti all'asta dovranno applicare questo prezzo ai clienti che avessero fatto richiesta di acquisto di quei titoli.

OBBLIGAZIONI DEGLI ENTI PUBBLICI TERRITORIALI

Le obbligazioni degli enti pubblici territoriali si distinguono in BOC (Buoni Ordinari Comunali), BOP (Buoni Ordinari Provinciali) e BOR (Buoni Ordinari Regionali). Le caratteristiche di questi titoli sono definite per legge:

- Devono avere una durata di almeno 5 anni
- Devono essere collocati alla pari
- Gli interessi possono essere fissi o variabili
- Il loro rendimento effettivo al lordo d'imposta non può essere superiore al rendimento lordo dei titoli di Stato di pari durata emessi nel mese precedente maggiorato di un punto percentuale

A tenere basso il rischio associato ai prestiti obbligazionari degli enti territoriali contribuisce anche l'assenza di legame con la redditività dell'investimento che finanziano: la loro remunerazione non è legata ai risultati di tali investimenti, come accade negli US con i revenue bond.

OBBLIGAZIONI SOCIETARIE

Quando si parla di obbligazioni societarie si fa riferimento ai titoli emessi da imprese private e pubbliche operanti nei vari settori di appartenenza. Se una società ha bisogno di capitali a lungo termine, può indebitarsi ed emettere obbligazioni: il contratto obbligazionario stabilisce diritti, facoltà e garanzie del titolo.

Le società che possono emettere obbligazioni sono le società per azioni e le società a responsabilità limitata con molti vincoli stringenti. Per le banche e le società con azioni quotate non è previsto alcun limite dimensionale nell'emissione di obbligazioni, mentre per le altre società il valore delle obbligazioni in circolazione non può superare il doppio dei mezzi propri.

Il tasso d'interesse dell'obbligazione dipende dalle sue caratteristiche che vengono descritte in seguito.

Clausole restrittive e garanzie accessorie (Covenant)

Le clausole restrittive (restrictive covenant) rappresentano un patto accessorio a un contratto di finanziamento con cui il debitore si impegna esplicitamente a tenere comportamenti correlati alla garanzia della restituzione della somma erogata.

I covenant possono essere positivi, cioè la società si impegna a fare qualcosa (garantire determinati quozienti di bilancio); negativi, cioè impediscono alla società di compiere certe operazioni (divieto di disinvestire in alcuni settori); finanziari, cioè vincolano la società a rispettare determinati parametri finanziari (no asset disposal).

Diritto di rimborso anticipato (Callable)

Molte obbligazioni societarie includono una clausola detta diritto di rimborso anticipato (call provision), che autorizza l'emittente a costringere il possessore delle obbligazioni callable ad accettarne il rimborso.

I motivi per cui le società emettono obbligazioni callable sono:

- Se i tassi di mercato diminuiscono il prezzo dell'azione aumenta, se i tassi scendono a sufficienza il prezzo supererà quello di chiamata e la società richiamerà l'obbligazione
- La possibilità di ammortare le obbligazioni emesse, cioè rimborsarne una parte ogni anno secondo un piano di ammortamento
- La possibilità di rimborsare le obbligazioni che includono clausole restrittive che impediscono all'azienda di perseguire l'interesse degli azionisti

Obbligazioni convertibili

Alcune obbligazioni possono essere convertite in azioni ordinarie: la maggior parte delle obbligazioni convertibili prevede che ciascuna di esse possa essere convertita a discrezione del possessore del titolo in un certo numero di azioni. Il tasso di conversione sarà tale che il prezzo delle azioni dovrà aumentare in modo notevole prima che la conversione diventi conveniente.

La conversione può essere diretta o indiretta: nel primo caso le obbligazioni vengono convertite in azioni della società emittente, nel secondo caso vengono convertite in azioni di una società terza.

Il vantaggio per l'investitore di questo tipo di obbligazione è che il rischio è inferiore rispetto a quello dell'azione di "compendio", perché le obbligazioni convertibili hanno una struttura ibrida che funge da cuscinetto (fornito dalla parte obbligazionaria) nel caso in cui si verifichi un forte ribasso dell'azione sottostante. Allo stesso tempo, questi titoli permettono di sfruttare il mercato al rialzo sul titolo azionario di compendio, in particolare se questo si pone al di sopra del prezzo di conversione.

Obbligazioni cum warrant

Nello schema contrattuale delle obbligazioni cum warrant l'investitore sottoscrive due strumenti: l'obbligazione tradizionale e contestualmente un warrant.

A differenza delle obbligazioni convertibili, non si ha una conversione del titolo obbligazionario in azionario, ma l'obbligazionista ha l'opportunità di effettuare un investimento aggiuntivo, divenendo anche azionista, a condizioni prefissate.

La possibilità di separare il warrant dall'obbligazione principale rende di fatto possibile che sul mercato secondario siano scambiati contemporaneamente l'obbligazione cum warrant, il warrant da solo e l'obbligazione ex warrant.

Obbligazioni garantite

Le obbligazioni garantite, comunemente chiamate covered bond, hanno un'affidabilità rafforzata da una garanzia, come per esempio le obbligazioni ipotecarie.

Obbligazioni non garantite

I titoli di questo tipo sono obbligazioni a lungo termine supportate soltanto dalla solvibilità generale dell'emittente.

Un esempio di obbligazioni non garantite sono le obbligazioni subordinate che hanno priorità di rimborso ancora più bassa rispetto alle altre.

Le obbligazioni a tasso variabile sono nate a seguito dell'elevata variabilità dei tassi d'interesse durante gli anni 80 e 90 del secolo scorso. Il tasso d'interesse su questi titoli è legato a un altro tasso di mercato e viene rettificato periodicamente.

Obbligazioni spazzatura (junk bond)

Le agenzie di rating analizzano e giudicano la possibilità di insolvenza dell'emittente. Le obbligazioni che hanno un rating pari o superiore al Baa di Moody's o al BBB di Standard and Poor's sono definite investment-grade. Quelle valutate sotto tale livello sono considerate speculative e vengono chiamate obbligazioni spazzatura.

Nel 1977 Micheal Milken, della società di investimenti Drexel Burnham Lambert, riconobbe che esisteva un certo numero di investitori che sarebbero stati disposti ad assumersi un rischio maggiore se fossero stati compensati con rendimenti elevati. Il problema era la scarsa liquidità dei junk bond. La sua società acconsentì ad assumere il ruolo di market maker per le obbligazioni spazzatura. Un secondo problema era l'alta probabilità di insolvenza delle società emittenti sui loro titoli, ma Milken si comportò come una banca commerciale riducendo i rischi di insolvenza.

GARANZIE FINANZIARIE DELLE OBBLIGAZIONI

Gli emittenti di titoli finanziari più deboli acquistano spesso garanzie finanziarie per ridurre il rischio delle loro obbligazioni. Una garanzia finanziaria assicura che il prestatore sarà ripagato sia del capitale sia dell'interesse in caso di insolvenza dell'emittente. In questo caso gli investitori in obbligazioni non devono più preoccuparsi della salute della società emittente, quanto invece interessarsi alla solidità dell'assicuratore. La valutazione del credito dell'assicuratore si sostituisce a quella del credito dell'emittente.

Nel 1995 JP Morgan introdusse un nuovo strumento per garantire le obbligazioni, chiamato CDS (Credit Default Swap). Questi strumenti forniscono una garanzia contro le insolvenze sul rimborso del capitale e sui pagamenti degli interessi di un titolo di debito. In questo modo è possibile speculare sulla possibilità di insolvenza dei titoli.

INVESTIRE IN OBBLIGAZIONI

La prima cosa da tenere in conto è il fatto che se l'azienda incorre in difficoltà a onorare i suoi impegni, i possessori di obbligazioni vengono rimborsati prima degli azionisti per cui molti investitori preferiscono il mercato obbligazionario a quello azionario (molto più volatile).

Molti investitori inoltre considerano le obbligazioni un investimento a rischio molto basso, in quanto i flussi sono relativamente sicuri.

Un'altra considerazione da fare è che se i tassi di interesse aumentano o diminuiscono, il valore delle obbligazioni cambia in senso opposto. Il rischio di tasso di interesse può essere quantificato ricorrendo al concetto di duration.

TERMINOLOGIA PER LE OBBLIGAZIONI

Tasso di interesse cedolare: tasso di interesse annuo stabilito per l'obbligazione, che solitamente rimane fisso per tutta la durata della sua vita.

Rendimento corrente: pagamento dell'interesse di cedola diviso per il prezzo di mercato corrente dell'obbligazione.

Tasso di mercato: tasso di interesse effettivo sul mercato per titoli caratterizzati da rischio e scadenza analoghi. Il tasso di mercato viene utilizzato per valutare le obbligazioni.

Rendimento a scadenza: rendimento che un investitore percepirà nel caso l'obbligazione venga acquistata al prezzo corrente di mercato e mantenuta fino alla scadenza.

CALCOLI SUL RENDIMENTO DELLE OBBLIGAZIONI

TRES (Tasso di Rendimento Effettivo a Scadenza)

Nel caso di titoli obbligazionari con cedola il tasso di rendimento effettivo a scadenza si basa su due ipotesi importanti:

- Il mantenimento del titolo fino a scadenza e il suo rimborso al valore nominale

- Il reinvestimento dei flussi intermedi a un tasso che è costante e pari al TRES
- Il TRES è quindi quel tasso che eguaglia tutti i flussi futuri attualizzati al prezzo del titolo quotato in quel momento:

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{FC_t}{(1 + TRES)^t} + \frac{VN}{(1 + TRES)^n}$$

Osservazioni:

- TRES > tasso cedolare → P < VN
- TRES < tasso cedolare → P > VN
- TRES = tasso cedolare → P = VN

In caso di obbligazione a rendita perpetua o consol, che garantisce sempre pagamenti di cedola fissi, ma non un rimborso si ha:

$$P = \frac{C}{i_c}$$

Dove i_c prende il nome di tasso di rendimento immediato.

TREN (Tasso di Rendimento Nominale)

Il TREN di un titolo a reddito fisso con cedola è calcolato rapportando il valore della cedola a quello nominale del titolo:

$$TREN = \frac{\text{cedola}}{\text{valore nominale}} \times 100$$

Questo tasso non tiene conto:

- Dell'entità del capitale investito
- Della frequenza con cui vengono pagate le cedole
- Della vita residua del titolo

TRI (Tasso di Rendimento Immediato)

Il TRI espresso come tasso annuo equivalente, è ottenuto nel modo seguente:

$$TRI = \left[\left(1 + \frac{\text{cedola}}{\text{corso secco}} \right)^n - 1 \right] \times 100$$

Dove n è il numero di cedole che il titolo offre in un anno.

I limiti di questo tasso sono:

- Considera solo la componente di reddito in conto interessi, rappresentata dalla cedola
- Non considera la vita residua del titolo
- Utilizza a denominatore il corso secco anziché il prezzo del titolo effettivamente pagato per l'acquisto del titolo

Caratteristiche generali

Sia il TREN che il TRI rapportano la cedola a un prezzo, il primo al quello di rimborso, il secondo al corso secco del titolo. Le loro caratteristiche comuni possono essere ricapitolate:

- Entrambi approssimano bene il rendimento alla scadenza quando la scadenza è lunga e il prezzo dell'obbligazione è vicino al valore di parità

- Entrambi diventano meno precisi quando il prezzo è superiore o inferiore al valore di parità dell'obbligazione e la sua scadenza è ravvicinata

CORSO SECCO E CORSO TEL QUEL

Corso secco

Il corso secco è il prezzo dell'obbligazione alla sua emissione o appena staccata la cedola e si calcola attualizzando i flussi futuri generati dalla stessa:

$$\text{Corso secco} = \sum_{t=1}^n \frac{FC_t}{(1+r)^t} + \frac{VN}{(1+r)^n}$$

Corso tel quel

Se la valutazione viene fatta a cavallo tra la maturazione di due cedole, l'equazione terrà conto del rateo d'interesse:

$$\text{Corso tel quel} = \text{corso secco} - C \times \frac{x}{365}$$

TASSI DI INTERESSE

RENDIMENTO A SCADENZA

Prestito con un unico flusso di cassa

Per i prestiti che prevedono un unico pagamento a scadenza il tasso di interesse è uguale al rendimento alla scadenza:

$$VA = \sum_{t=1}^n \frac{FC_t}{(1+i)^t}$$

Prestito a rata costante

Per i prestiti con pagamenti di flussi di cassa uguali ogni anno per tutta la durata del prestito:

$$M = \sum_{t=1}^n \frac{R}{(1+i)^t}$$

Per le rendite posticipate di n rate si ha:

$$a_{n|i} = R \frac{1 - (1+i)^{-n}}{i}$$

Obbligazione con cedola

Il TRES come già visto è il tasso che eguaglia i flussi di cassa futuri al prezzo di mercato:

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{FC_t}{(1+TRES)^t} + \frac{VN}{(1+TRES)^n}$$

Zero coupon bond

Lo Zero coupon bond è un titolo senza cedole il cui rendimento è determinato dalla differenza tra il prezzo di emissione e il valore di rimborso:

$$i = \frac{VN - P}{P}$$

o più in generale:

$$i = \left(\frac{VN}{P}\right)^{\frac{360}{x}} - 1$$

DIFFERENZA TRA TASSI DI INTERESSE REALI E NOMINALI

Il tasso di interesse reale è quello che tiene conto delle variazioni previste nel livello dei prezzi (inflazione) in modo da riflettere più esattamente l'effetto costo di un prestito.

Il tasso di interesse reale si ricava approssimativamente:

$$r = i - \pi^e$$

Quando il tasso di interesse reale è basso o negativo, vi sono notevoli incentivi nel prendere in prestito e pochi per prestare.

DIFFERENZA TRA TASSI DI INTERESSE E RENDIMENTO

Un valido indicatore del rendimento tiene in debito conto il profilo finanziario e considera l'entità dei diversi flussi finanziari e il momento in cui questi flussi si manifestano. In particolare possiamo bipartire questi elementi in:

- Flussi relativi alla componente per interessi
- Flussi relativi alla componenti per capitale

Della prima categoria fanno parte le cedole e i proventi che derivano dall'investimento delle cedole che maturano via via sul titolo; la seconda categoria, si compone del prezzo di rimborso e di quello che si ottiene smobilizzando il titolo prima della scadenza

Per questo il rendimento di un titolo può differire dal suo tasso di interesse.

Il rendimento di una obbligazione posseduta dal tempo t al tempo $t+1$ può essere espresso come:

$$R = \frac{C + P_{t+1} - P_t}{P_t}$$

Che si può riscrivere come:

$$R = \frac{C}{P_t} + \frac{P_{t+1} - P_t}{P_t}$$

Il primo termine è il rendimento corrente i_c , mentre il secondo è il guadagno in conto capitale (capital gain) g , e quindi possiamo riscriverla come:

$$R = i_c + g$$

Partendo da questa formula si possono fare alcune osservazioni:

- L'unica obbligazione per la quale il rendimento è uguale a quello a scadenza iniziale è quello per la quale la vita residua coincide con l'holding period
- Un aumento dei tassi di interesse è associato a una diminuzione del prezzo dell'obbligazione, con conseguente perdita in conto capitale sulle obbligazioni smobilizzate prima della scadenza
- Quanto più è distante la scadenza di una obbligazione tanto maggiore è la variazione di prezzo associata a una modifica del tasso di interesse
- Anche se un'obbligazione ha un tasso di interesse cedolare molto appetibile, il suo rendimento può risultare negativo se i tassi di interesse di mercato sono in rialzo

RISCHIO DI TASSO DI INTERESSE E DI REINVESTIMENTO

Rischio di tasso di interesse

I prezzi e i rendimenti delle obbligazioni a lungo termine sono più volatili di quelli delle obbligazioni a più breve termine perché rispondono in modo più diretto al cambiamento dei tassi di interesse.

Il rischio di tasso di interesse è appunto il rischio legato alla variazione dei prezzi delle attività in portafoglio in risposta a variazioni nei tassi di interesse di mercato.

Nel caso di titoli senza cedola, se la vita residua è uguale all'holding period gli investitori non presentano alcun rischio legato al tasso di interesse.

I titoli a breve con cedola, caratterizzati da un holding period più lungo della vita residua dell'obbligazione, presentano un rischio di reinvestimento.

Rischio di reinvestimento

Il rischio di reinvestimento si verifica perché il ricavato dell'obbligazione a breve scadenza deve essere reinvestito a un tasso di interesse futuro che è incerto, quando l'holding period è più lungo della vita residua dell'obbligazione.

L'investitore trae beneficio da un aumento dei tassi di interessi, perché reinveste a un tasso più alto; al contrario è danneggiato da una diminuzione dei tassi.

MERCATO AZIONARIO

INVESTIRE IN AZIONI

Un'azione è un titolo rappresentativo della partecipazione al capitale di una società.

Gli investitori possono ottenere un rendimento in due modi: o perché il prezzo delle azioni aumenta nel tempo, o perché la società paga i dividendi, ma gli azionisti hanno una priorità inferiore rispetto agli obbligazionisti. Infatti quello degli azionisti è una posizione di residual claimant: cioè l'azionista ha diritto a ottenere tutte le attività e tutti i redditi che rimangono dopo che ogni altro portatore di interessi è stato soddisfatto.

Di contro gli azionisti hanno diritto di voto per la nomina del Consiglio di Amministrazione e per le questioni, come la modifica dello statuto sociale o l'emissione di nuove azioni.

Tipologie di azioni

L'azione ordinaria (common stock) rappresenta una quota di proprietà nella società emittente. Gli azionisti ordinari hanno diritto di voto, ricevono dividendi e si aspettano che il valore delle azioni salga.

Ci possono essere diverse classi di azioni ordinarie (A, B, ...) e la differenza di solito sta nei diritti di voto o nella distribuzione dei dividendi.

L'azione privilegiata (preferred stock) si differenzia da quella ordinaria per diversi aspetti. L'azione privilegiata riceve un dividendo tendenzialmente fisso e quindi assomiglia a una obbligazione. Poiché i dividendi sono relativamente fissi, anche il prezzo dell'azione è abbastanza stabile.

Gli azionisti privilegiati non votano, ma hanno diritti prioritari rispetto alle azioni ordinarie.

Un esempio sono le azioni di risparmio, favorite dal punto di vista patrimoniale sia in termini di dividendi, ma prive di voto.

MERCATO AZIONARIO

Mercati azionari regolamentati

In Italia il mercato di Borsa è regolamentato secondo le norme comunitarie e nazionali e fa capo a Borsa Italiana. Il termine regolamentato fa riferimento alla presenza di alcuni requisiti:

- Meccanismi di fissazione dei prezzi
- Forme di regolazione degli scambi
- Le regole di trasparenza e di tutela degli investitori
- L'approvazione da parte della autorità di vigilanza (CONSOB) del regolamento deliberato dalla società di gestione

Le principali borse mondiali si uniscono e si concentrano per conquistare nuove quote di mercato: un esempio è l'acquisizione di Borsa Italiana da parte di London Stock Exchange.

La Borsa Italiana si articola in diversi mercati tra i quali MTA (Mercato Telematico Azionario), MIV (Mercato telematico degli Investment Vehicles) e AIM Italia (Alternative Investment Market). MTA è di gran lunga il più importante e si articola in diversi segmenti con relativi indici (FTSE MIB, FTSE STAR...).

Processo di negoziazione

Sul mercato MTA le negoziazioni avvengono attraverso un circuito telematico a cui possono accedere solo gli intermediari autorizzati.

Per quanto riguarda il sistema di contrattazione e la formazione del prezzo, MTA utilizza un sistema "misto", in cui cioè operano sia il meccanismo dell'asta a chiamata (fase iniziale e finale della giornata), sia il criterio della negoziazione continua (nell'arco della giornata).

Visto che i prezzi sono diversi per ogni scambio concluso vi è la necessità di determinare un prezzo espressivo dell'andamento generale della giornata: viene calcolato il prezzo ufficiale, che è una media ponderata dei prezzi con le quantità scambiate.

Al fine di offrire un'immagine sintetica della tendenza conclusiva della giornata di scambi, al termine della seduta viene calcolato il prezzo di riferimento, che è il prezzo medio ponderato dell'ultimo 10% di scambi che ha avuto luogo durante la seduta.

Mercati OTC

Questa forma di mercato manca di quei requisiti che si sono riconosciuti ai mercati regolamentati, ma ciò non significa che non siano soggetti ad alcuna regolamentazione: hanno regole più leggere e una struttura più flessibile.

Le negoziazioni sono eseguite attraverso circuiti telematici (NASDAQ) in cui i dealer si creano un magazzino da cui attingono quando gli investitori decidono di acquistare e rimpinguandolo quando gli investitori vogliono vendere.

Confronto tra mercati regolamentati e OTC

Nei mercati regolamentati, come NYSE, è spesso previsto il ruolo del trader che si specializza in determinati titoli (specialist) e ha il compito di facilitare gli scambi relativi ai titoli su cui opera. Lo specialist può rappresentare vari broker con ordini di acquisto o vendita e quota bid e ask.

Diversamente i mercati OTC si basano sui market maker. In questo caso non si opera attraverso un sistema di asta, ma attraverso una rete elettronica sulla quale vengono esposte le quotazioni bid-ask dei market maker. Normalmente ci sono più market maker per ogni titolo e ognuno espone le sue quotazioni. Il compenso del market maker è rappresentato dalla differenza tra il prezzo ask (o lettera, al quale vendono) e il prezzo bid (o denaro, al quale comprano).

ECN (Electronic Communications Network)

Una ECN è una rete elettronica che riunisce uno o più intermediari finanziari e operatori, consentendo loro di trattare senza ulteriori intermediari.

Le ECN sono caratterizzate da alcuni vantaggi che ne hanno permesso lo sviluppo:

- Trasparenza: gli ordini inevasi sono disponibili per la revisione da parte dei trader

- Costi ridotti: grazie all'assenza di un intermediario
- Esecuzione più rapida: interamente automatizzate
- Negoziazioni after-hours: negoziazioni dopo l'ora di chiusura delle borse

L'unico inconveniente è che funzionano bene solo per le azioni sulle quali si concentra un grosso volume di scambi.

MTF (Multilateral Trading Facility) e systematic internalizer

Gli MTF sono circuiti di negoziazione private che organizzano gli scambi sulla base di alcuni principi: la concentrazione degli interessi di negoziazione di una pluralità di soggetti, la trattazione di titoli già quotati e l'applicazione di regole non discrezionali.

Gli MTF, come l'AIM Italia (rivolto alle società piccole), creano le condizioni per accrescere la concorrenza tra le infrastrutture di mercato e per ampliare le opzioni di intermediari e investitori circa la scelta del sistema in cui dare esecuzione agli ordini.

In certi casi a sostituirsi alle borse sono gli stessi intermediari attraverso i systematic internalizer. Questi si pongono come controparte diretta agli investitori con il loro portafoglio titoli.

INDICI DI MERCATO AZIONARIO

Un indice è il valore di un gruppo di titoli negoziati in un determinato mercato.

L'indice azionario più antico e famoso a livello internazionale il DJIA, che è basato sulle performance delle azioni di 30 grandi società industriali quotate sul NYSE.

Nel mercato azionario italiano il FTSE MIB è calcolato relativamente a 40 titoli azionari (Blue chips) quotati in borsa e selezionati sulla base di tre criteri: l'appartenenza settoriale, il grado di liquidità e il livello di capitalizzazione del flottante.

LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI MERCATO

Il prezzo delle azioni, come quello di altre attività, è fissato dal compratore che è disposto a pagare di più e che può trarre il miglior vantaggio dall'attività in vendita. Un ruolo fondamentale in questa determinazione del prezzo è dato dalle informazioni: maggiori informazioni possono aumentare il valore di una attività, riducendo il rischio associato al suo acquisto.

Nel caso delle azioni a determinare il prezzo sono i partecipanti al mercato, facendo offerte l'uno contro gli altri. Quando si rendono disponibili nuove informazioni su un'azienda, le aspettative variano e con loro anche i prezzi. Poiché i partecipanti al mercato continuano a ricevere nuove informazioni è ragionevole che anche i prezzi dell'azione cambino costantemente.

CALCOLARE IL PREZZO DELLE AZIONI ORDINARIE

Modello di valutazione uniperiodale

Quando si dispone di fondi supplementari da investire per un anno e poi bisogna cedere l'investimento. I flussi generati sono un dividendo e il prezzo di vendita finale, mentre il fattore di sconto da utilizzare è il rendimento richiesto sugli investimenti in capitale di rischio:

$$P_0 = \frac{Div_1}{(1 + k_e)} + \frac{P_1}{(1 + k_e)}$$

Modello di valutazione generalizzato

Il modello uniperiodale può essere esteso per un numero qualsiasi di periodi:

$$P_0 = \frac{Div_1}{(1 + k_e)} + \frac{Div_2}{(1 + k_e)^2} + \dots + \frac{Div_n}{(1 + k_e)^n} + \frac{P_1}{(1 + k_e)^n}$$

Modello di Gordon

Il modello multiperiodale richiede di calcolare il valore attuale di un numero infinito di dividendi: per semplificare le cose sono stati sviluppati altri modelli come il modello di Gordon, che presuppone la crescita costante dei dividendi al tasso g :

$$P_0 = \frac{Div_0 \times (1+g)^1}{(1+k_e)} + \frac{Div_0 \times (1+g)^2}{(1+k_e)^2} + \dots + \frac{Div_0 \times (1+g)^\infty}{(1+k_e)^\infty}$$

Semplificando algebricamente si ottiene:

$$P_0 = \frac{Div_0 \times (1+g)}{(k_e - g)}$$

Cioè:

$$P_0 = \frac{Div_1}{(k_e - g)}$$

Questo modello si basa sulle seguenti ipotesi:

- I dividendi continuano a crescere a un tasso costante sempre
- Il tasso di crescita sia inferiore al rendimento richiesto sul capitale di rischio

Modello di valutazione del PE (Price/Earnings)

Il metodo migliore per la valutazione delle azioni è il modello basato sui dividendi, tuttavia non è sempre facile applicare questo metodo.

Uno degli approcci più diffusi è quello basato sul multiplo prezzo/utili. Il multiplo PE è una misura per osservare quanto il mercato è disposto a pagare un'unità degli utili di una azienda. Un PE elevato ha due interpretazioni:

- Se è superiore alla media può significare che il mercato si aspetta un futuro incremento degli utili
- Può indicare che il mercato ritiene che gli utili della società siano caratterizzati da un basso fattore di rischio

Il multiplo PE può essere utilizzato per stimare il valore dell'azione dell'azienda: algebricamente il prodotto del multiplo per gli utili attesi corrisponde al prezzo delle azioni:

$$P_0 = \frac{P}{E} \times E$$

In particolare si suppone che le società di uno stesso settore nel lungo termine abbiano multipli PE simili. Il valore di un'azione può quindi essere determinato moltiplicando il multiplo PE medio di settore per gli utili previsti per l'azione.

ERRORI DI VALUTAZIONE

Problemi nella stima del tasso di crescita

Il modello a crescita costante richiede che l'analista valuti il tasso costante di crescita a cui l'azienda sarà soggetta. Potreste determinare lo sviluppo futuro calcolando il tasso di crescita storico dei dividendi, delle vendite e dei profitti netti. Non è detto però che ciò che è avvenuto in passato valga per il futuro.

Il prezzo dell'azione di una azienda con un rendimento richiesto del 15%, un dividendo di 2 può variare molto a seconda del tasso di crescita stabilito. La valutazione della crescita al 13% anziché al 12% dà luogo a una differenza di prezzo di ben 38,33 euro.

Problemi di stima del costo del capitale di rischio

Il modello di valutazione dei dividendi richiede all'analista di stimare il rendimento richiesto dagli azionisti. Chiaramente il prezzo dell'azione varia significativamente a seconda del rendimento richiesto dagli azionisti.

Problemi di stima dei dividendi futuri

Un ulteriore problema da affrontare è stabilire quanta parte degli utili sarà pagata come dividendi. Molti fattori possono influenzare questo dato: le future opportunità di crescita dell'azienda, la sua struttura finanziaria e la sua struttura proprietaria.

Di rado gli analisti possono essere certi delle loro proiezioni.

CONSOB

La CONSOB (COMmissione Nazionale per le SOcietà e la Borsa) svolge un'attività orientata alla tutela del risparmio e al miglioramento dell'efficienza e della trasparenza del mercato.

La sua attività prevede:

- *Regolamentazione*
- *Autorizzazione*: pubblicazione dei prospetti e dei documenti relativi alle "offerte pubbliche" e l'istituzione di nuovi mercati regolamentati
- *Vigilanza*: funzionamento ordinato e trasparente delle negoziazioni, la chiarezza e la correttezza di comportamento degli intermediari
- *Controllo*: delle informazioni fornite al mercato dalle società quotate
- *Monitoraggio*: riguarda l'insider trading e l'aggiotaggio

Inoltre la CONSOB opera in aree di intervento quali:

- *Sollecitazione* all'investimento
- *Trasparenza* degli emittenti di strumenti finanziari quotati
- *I mercati regolamentati e i soggetti che li gestiscono*

MERCATO DEI CAMBI

MERCATO DEI CAMBI

La maggior parte dei paesi del mondo possiede una propria valuta e il commercio tra le varie nazioni implica l'interscambio di valute differenti o meglio di depositi bancari denominati in valute differenti. Gli scambi che hanno per oggetto valute e depositi bancari denominati nelle varie valute avvengono nel mercato dei cambi. Tali transazioni determinano tassi di cambio tra valute scambiate influenzando a loro volta il costo di acquisto di prodotti e attività finanziarie estere.

Tassi di cambio

Esistono due tipi di transazioni per i tassi di cambio: transazioni spot e transazioni forward. A queste due transazioni corrispondono altrettanti tipi di prezzo e di tasso di cambio, appunto spot o forward (a termine).

Quando una valuta aumenta il valore rispetto a un'altra si parla di apprezzamento, mentre quando diminuisce di valore si parla di deprezzamento.

Importanza dei tassi di cambio

I tassi di cambio sono importanti perché influenzano il prezzo relativo delle merci nazionali ed estere. Il prezzo in dollari delle merci italiane per un cittadino statunitense è determinato dall'interazione di due fattori: il loro prezzo in euro e il tasso di cambio dollaro/euro.

Quando la valuta di una nazione si apprezza, ossia quando aumenta di valore rispetto alle altre valute, i beni domestici esportati all'estero diventano più costosi e i beni esteri importati diventano meno costosi. Di

contro quando la valuta nazionale si deprezza i beni esportati diventano meno costosi e quelli esteri più costosi.

Transazioni dei mercati dei cambi

Le valute non vengono scambiate in mercati regolamentari, ma il mercato dei cambi è organizzato come mercato over-the-counter, nel quale centinaia di dealer sono pronte ad acquistare e vendere depositi denominate in valute estere: il mercato è molto competitivo.

Sebbene le banche, le società e i governi parlino di acquistare e vendere nei mercati dei cambi, non si effettuano trasferimenti fisici di contanti, ciò che è acquistato e venduto sono i depositi bancari denominati nelle diverse valute. I volumi scambiati su questo mercato sono enormi.

TASSI DI CAMBIO A LUNGO TERMINE

Legge del prezzo unico

La legge del prezzo unico dice che se due paesi producono un identico bene, il suo prezzo dovrebbe essere lo stesso nel mondo intero.

Teoria della parità del potere d'acquisto (Teoria della PPP)

La teoria della parità del potere d'acquisto suggerisce che se il livello dei prezzi in un paese aumenta rispetto ad un altro, la sua valuta dovrebbe deprezzarsi e la valuta estera dovrebbe apprezzarsi.

Un altro concetto utile per illustrare la parità del potere d'acquisto è quello di tasso di cambio reale, cioè il tasso al quale i beni domestici possono essere scambiati con beni esteri. La teoria della PPP quindi si può dire che predica che il cambio reale rimanga sempre uguale a 1. Questa previsione della teoria della parità del potere d'acquisto nel lungo periodo sembra essere confermata, tuttavia ha poco valore nel breve termine.

Confutazione Teoria della PPP

La conclusione della teoria della parità del potere d'acquisto si basa sul presupposto che tutti i beni siano identici in entrambi i paesi: questo presupposto può valere per l'acciaio, ma non sicuramente per le automobili.

La teoria della PPP, inoltre, non tiene in considerazione che molti beni e servizi, i cui prezzi sono inclusi nella misura del livello dei prezzi del paese, non vengono scambiati sul piano internazionale (immobili, terreni, parrucchiere, ripetizioni...).

FATTORI CHE INFLUENZANO IL TASSO DI CAMBIO NEL LUNGO TERMINE

A lungo termine qualsiasi elemento faccia aumentare la domanda di merci nazionali rispetto a quelle estere tende a fare apprezzare la valuta nazionale. Se un fattore fa aumentare la domanda di merci nazionali rispetto a quelle estere, la valuta nazionale si apprezzerà; se un fattore fa diminuire la domanda relativa delle merci nazionali, la valuta nazionale si deprezzerà.

Livello relativo dei prezzi

A lungo termine, un aumento nel livello dei prezzi nazionali (rispetto al livello dei prezzi esteri) induce la valuta nazionale a deprezzarsi e una diminuzione nel livello dei prezzi nazionali spinge la valuta ad apprezzarsi.

Barriere commerciali

Gli ostacoli al libero scambio, come i dazi doganali (tasse sulle merci importate) e i contingenti (limitazioni sulle quantità importate) inducono la valuta nazionale ad apprezzarsi a lungo termine.

Preferenze per i beni nazionali o per i beni di importazione

L'incremento nella domanda di esportazioni di un paese induce la sua valuta ad apprezzarsi a lungo termine; di contro, l'incremento nella domanda di importazioni porta la valuta nazionale a deprezzarsi.

Produttività

Se un paese migliora la produttività rispetto agli altri, le aziende nazionali potranno ridurre i prezzi delle merci nazionali rispetto a quelle estere, continuando a trarne profitto. Di conseguenza la domanda di merci nazionali aumenterà e la valuta nazionale tenderà ad apprezzarsi.

TASSI DI CAMBIO A BREVE TERMINE

La chiave per comprendere il comportamento dei cambi a breve scadenza è considerare che il tasso di cambio è il prezzo delle attività domestiche denominate in valuta nazionale in termini di attività estere denominate in valuta estera.

Il più recente approccio nel mercato delle attività finanziarie, non pone l'accento sui flussi di esportazioni e importazioni di breve termine, in quanto l'entità di queste transazioni è ormai abbastanza ridotta. Su orizzonti temporali brevi, come un anno solare, l'andamento del tasso di cambio sarà sicuramente più influenzato dalle scelte di investimento in attività finanziarie nazionali o estere.

Rendimento in valuta estera e nazionale

Il fattore principale che influenza la domanda di attività nazionali e estere è il rendimento atteso su queste attività relativamente ad ogni altra.

Le attività in euro offrono un tasso i^D , le attività in valuta estera offrono un rendimento i^F . Per confrontare i rendimenti attesi su queste diverse attività, gli investitori devono convertire i rendimenti nella valuta da loro utilizzata. Il rendimento atteso sulle attività in euro in termini di dollari deve tenere conto dell'apprezzamento o deprezzamento atteso dell'euro.

$$R^D \text{ in termini di dollari} = i^D + \frac{E_{t+1}^e - E_t}{E_t}$$

Il rendimento atteso relativo viene calcolato sottraendo i^F dall'espressione che definisce R^D in termini di dollari:

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

Condizione di parità dei tassi di interesse

Oggi viviamo in mondo caratterizzato da elevata mobilità dei capitali: dal momento che ci sono pochi impedimenti e che attività in valuta estera e nazionale hanno rischio e liquidità simili, è ragionevole supporre che queste siano perfetti sostituti, ossia ugualmente desiderabili.

In tal caso se il rendimento atteso sulle attività in euro è superiore a quello sulle attività in valuta estera, sia gli stranieri che gli italiani desidereranno tenere soltanto i primi; il contrario accadrà se il rendimento atteso delle attività in valuta estera è superiore.

Deve allora valere che il rendimento dei depositi in euro sia uguale a quello dei depositi in valuta estera:

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

Tale condizione è denominata condizione di parità dei tassi di interesse: il tasso di interesse nazionale è uguale al tasso di interesse estero più l'apprezzamento atteso della valuta estera.

La condizione dei tassi di interesse può essere utilizzata per capire come determinare il tasso di cambio:

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

Domanda attività in valuta nazionale

A determinare la curva della domanda per le attività in valuta nazionale è il rendimento atteso relativo di tali attività. Il rendimento atteso equivale alla differenza tra il tasso di interesse corrisposto sulle attività in euro e quello sulle attività in valuta estera, più l'apprezzamento atteso dell'euro, come da seguente formula:

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

La curva della domanda ha pendenza negativa a indicare che con un tasso di cambio corrente più basso (ceteris paribus) il quantitativo di attività in euro richiesto risulterà maggiore.

Offerta attività in valuta nazionale

Poiché il quantitativo di attività in euro offerto è costituito essenzialmente da depositi bancari, obbligazioni, titoli nell'area euro considereremo questa quantità come fissa rispetto al tasso di cambio.

Equilibrio nel mercato dei cambi

Come dalla normale analisi della domanda e dell'offerta, il mercato è in equilibrio quando il quantitativo di attività in euro richiesto equivale a quello offerto.

COPERTURE DEI RISCHI MEDIANTE STRUMENTI FINANZIARI DERIVATI

COPERTURA

La grande efficacia degli strumenti finanziari derivati nella riduzione del rischio nasce dal fatto che permettono alle istituzioni di effettuare una copertura.

Quando un'istituzione finanziaria acquista un'attività si dice che assume una posizione lunga e ciò la espone a un rischio se i rendimenti delle attività stessa scendono; di contro, se vende un'attività si dice che assume una posizione corta e anche questa può esporre l'istituzione al rischio in caso di rialzo del mercato.

La copertura del rischio richiede di intraprendere un'operazione finanziaria che compensa una posizione lunga assumendo una posizione corta supplementare, o che compensa una posizione corta assumendone una lunga supplementare.

In altre parole, se un'istituzione finanziaria ha acquistato titoli e ha quindi assunto una posizione lunga, l'operazione di copertura dovrebbe consistere nel vendere quei titoli (posizione corta) a una certa data futura e viceversa.

MERCATO DEI FORWARD

Un contratto forward (o contratto a termine) è un accordo tra due parti che si impegnano a condurre una transazione finanziaria in un momento futuro.

Contratti forward su tassi di interesse

Questi contratti a termine riguardano l'acquisto o la vendita futura di uno strumento di debito e presentano alcune principali caratteristiche contrattuali:

- Indicazione dello strumento di debito
- La quantità
- Il prezzo
- La data in cui avverrà il trasferimento

Vantaggi e svantaggi dei contratti forward

Il vantaggio dei contratti forward è che possono garantire tutta la flessibilità che le parti desiderano.

Tuttavia, i contratti a termine presentano due inconvenienti che ne limitano fortemente l'utilità: è molto difficile per un'istituzione trovare un'altra parte con cui stipulare il contratto (mancanza di liquidità) e c'è alto rischio di insolvenza (problema di azzardo morale).

Esempio

Un esempio di contratto a termine su tasso di interesse potrebbe essere un accordo affinché First National Bank venda a Rock Solid Insurance, a 1 anno da oggi, 5 milioni di dollari di valore nominale di un titolo obbligazionario del Tesoro, scadenza 2029, cedola del 6%, a un prezzo predefinito e funzione del tasso di interesse oggi. Rock Solid Insurance ha assunto una posizione lunga, mentre la First National Bank ha assunto una posizione corta.

Per capire perché First National Bank potrebbe desiderare di prendere parte a questo contratto a termine, supponete di essere un trader della banca e di avere in precedenza acquistato 5 milioni di dollari di obbligazioni del Tesoro al 6% del 2029, che attualmente si vendono al valore di parità, ovvero con un rendimento a scadenza anch'esso del 6%.

Poiché si tratta di obbligazioni a lungo termine, sapete di essere esposti a un notevole rischio di tasso di interesse, pertanto vi preoccupate che, se i tassi dovessero aumentare in avvenire, il prezzo di queste obbligazioni scenderà, con una conseguente forte perdita di capitale (che potrebbe costarvi l'impiego). Come vi cautelate da questo rischio? Conoscendo il principio di base della copertura, sapete che la vostra posizione lunga in queste obbligazioni deve essere compensata da una posizione corta con un contratto forward: in pratica, dovete impegnarvi a vendere le obbligazioni a una data futura al prezzo corrente, cioè alla pari. Di conseguenza concordate con un'altra parte, in questo caso Rock Solid Insurance, di vendere a 1 anno da oggi i 5 milioni di dollari di obbligazioni del Tesoro cedola 6% del 2029 al valore di parità.

Stipulando questo contratto forward avete bloccato il prezzo futuro, quindi avete eliminato il rischio di prezzo che First National Bank dovrebbe affrontare in caso di variazioni del tasso di interesse. In altre parole, vi siete protetti con successo dal rischio di tasso di interesse, e per quale motivo Rock Solid Insurance vorrebbe prendere parte al contratto forward con First National Bank? Rock Solid Insurance si aspetta di ricevere entro 1 anno da oggi premi pari a 5 milioni di dollari, che investirà nelle obbligazioni al 6% del 2029, ma è preoccupata che il tasso di interesse su questo tipo di obbligazioni diminuisca tra oggi e l'anno prossimo. Grazie al contratto forward, tuttavia, può bloccare il tasso del 6% sulle obbligazioni del Tesoro che le saranno vendute da First National Bank.

Copertura dal rischio di cambio con i forward

Supponiamo che l'azienda statunitense Frivolous debba ricevere un pagamento di 10 milioni di euro a 2 mesi, a fronte di un valore di 10 milioni di dollari di merci vendute in Europa. Se il valore dell'euro diminuisse rispetto all'attuale cambio di 1 euro per dollaro, l'azienda potrebbe subire perdite considerevoli. Quest'azienda ha assunto una posizione lunga a due mesi, quindi si deve coprire con una posizione corta: pertanto stipula un contratto forward che la obbliga a vendere 10 milioni di euro a 2 mesi da oggi, in cambio di dollari al tasso forward corrente di 1 dollaro per euro.

MERCATO DEI FINANCIAL FUTURE

Financial future

Un contratto financial future è simile a un contratto a termine su tassi di interesse, in quanto specifica che uno strumento finanziario deve essere trasferito da una parte a un'altra in una particolare data futura. Tuttavia, ne differisce per diverse caratteristiche, che ovviano ad alcuni dei problemi di liquidità e di insolvenza tipici dei mercati dei forward.

Per comprendere meglio come funzionano questi contratti, consideriamo quelli probabilmente più diffusi, ovvero i future per le obbligazioni del Tesoro statunitensi, che vengono scambiati al CBT. Il contratto ha un valore nominale di 100.000 dollari. I prezzi sono quotati in punti (point) e ogni punto equivale a 1.000 dollari, con la più piccola variazione di prezzo corrispondente a 1/32 (un trentaduesimo) di punto, vale a dire 31,25 dollari. Questo contratto specifica che le obbligazioni da trasferire devono avere una scadenza residua di almeno 15 anni rispetto alla data di trasferimento.

Alla scadenza di un future il prezzo del contratto è uguale al prezzo dell'attività sottostante da trasferire. Se il contratto future venisse venduto a meno del valore del titolo sottostante, un trader potrebbe acquistarlo e guadagnare la differenza senza alcun rischio. Al contrario se fosse venduto a un prezzo maggiore del titolo sottostante la domanda del future sarebbe nulla finché il prezzo non raggiunge quello del titolo sottostante. L'eliminazione delle opportunità di profitto prive di rischio è chiamata arbitraggio. Quando una istituzione finanziaria si protegge dal rischio di tasso di interesse per una specifica attività in suo possesso si parla di microcopertura, mentre se la copertura riguarda tutto il portafoglio si parla di macrocopertura.

Organizzazione dei mercati dei financial future

Negli Stati Uniti i financial future sono scambiati nelle borse organizzate, quali il Chicago Merchantile Exchange, il NY Futures Exchange, il MidAmerica Commodity Exchange e il Kansas City Board of Trade. Esiste una forte concorrenza tra queste borse e ogni organizzazione si sforza di proteggere contratti e definire regole che aumentino la quantità dei future negoziata.

Le borse e tutti gli scambi di future negli Stati Uniti sono disciplinati dalla CFTC (Commodity Future Trading Commission).

Globalizzazione nei mercati dei financial future

Poiché le borse statunitensi sono state le prime a sviluppare i future finanziari, hanno dominato le loro negoziazioni agli inizi degli anni ottanta. Con il rapido sviluppo dei mercati e i conseguenti grandi profitti realizzati dalle borse statunitensi, le borse estere hanno visto un'ottima opportunità e hanno cominciato a interessarsi a questo settore: Londra, Tokio, Parigi, ma anche le borse dei paesi in via di sviluppo hanno cominciato a entrare in questo mercato.

Il movimento di scambi per 24 ore al giorno dei future è stato ulteriormente stimolato dallo sviluppo del sistema elettronico Globex, che permette ai trader di tutto il mondo di scambiare i future anche quando le borse non sono ufficialmente aperte.

Ragioni del successo dei mercati dei future

Molte caratteristiche dei contratti future sono state concepite per ovviare al problema di liquidità insito nei forward.

La prima è che la quantità trasferite e le date di scadenza dei future finanziari sono standardizzate. Nel caso dei future su titoli di Stato statunitensi, la quantità trasferita è il valore nominale pari a 100.000 dollari e le date di scadenza sono fissate all'ultimo giorno lavorativo dei mesi di marzo, giugno, settembre e dicembre. La seconda è che il future può essere scambiato di nuovo in un qualsiasi momento fino alla data di scadenza. La terza è che in un contratto di future può essere trasferita qualsiasi obbligazione del Tesoro con scadenza superiore a 15 anni. Uno dei motivi per cui i future finanziari consentono il trasferimento di un paniere di titoli di stato e non di uno solo è cercare di limitare la possibilità che qualcuno possa monopolizzare il mercato.

Gli scambi nel mercato dei future sono stati organizzati diversamente dalle transazioni nei mercati dei forward, al fine di ovviare ai problemi derivanti dal rischio di insolvenza, tipici dei contratti forward. In entrambi i casi, per ogni contratto devono esserci un acquirente e un venditore, tuttavia questi non stipulano il contratto di future direttamente tra loro, ma per il tramite della stanza di compensazione associata a borse di future.

Per assicurarsi che la stanza di compensazione non incontri difficoltà finanziarie che potrebbero compromettere i suoi contratti, i compratori e i venditori di future finanziari devono versare un deposito iniziale, il cosiddetto margine obbligatorio pari a 2.000 dollari per ogni contratto in un conto di garanzia tenuto dal loro intermediario.

I contratti di future vengono poi sottoposti quotidianamente al marking to market, ciò significa che alla fine della giornata di contrattazioni, le variazioni nel valore dei contratti future vengono aggiunte o sottratte dal conto garanzia.

Un ultimo vantaggio dei mercati dei future rispetto a quelli dei forward è che la maggior parte dei future non dà luogo al trasferimento dell'attività sottostante alla scadenza.

Copertura dal rischio di cambio con i future

Supponiamo che l'azienda statunitense Frivolous debba ricevere un pagamento di 10 milioni di euro a 2 mesi, a fronte di un valore di 10 milioni di dollari di merci vendute in Europa. Se il valore dell'euro diminuisse rispetto all'attuale cambio di 1 euro per dollaro, l'azienda potrebbe subire perdite considerevoli. Per coprire il rischio si potrebbe ricorrere al mercato dei future su valute. Il CME mette a disposizione un contratto in euro con un ammontare sottostante pari a 125.000 euro a un prezzo di 1 dollaro per euro. Per realizzare questa copertura l'azienda deve vendere gli euro per l'importo di 10 milioni di euro in future con scadenze a due mesi.

Un vantaggio dell'utilizzo del mercato dei future è che il taglio del contratto è più piccolo rispetto a quello dei forward. La scelta dipenderà dal fatto che i costi di transazione siano più bassi in un mercato o nell'altro.

FUTURE SU INDICI AZIONARI

Le istituzioni finanziarie si preoccupano anche del rischio del mercato azionario. I future su indici azionari furono sviluppati per coprire questo rischio e sono ormai i più ampiamente scambiati.

Questi contratti differiscono dalla maggior parte degli altri dei future in quanto vengono onorati mediante un trasferimento di contanti anziché titoli. Il regolamento per contanti attribuisce loro il vantaggio di un alto grado di liquidità, eliminando la possibilità che il mercato venga monopolizzato.

Anche i prezzi di questi contratti sono quotati in termini di punti indice, pertanto una variazione di 1 punto ne rappresenta un di 250 dollari nel valore del contratto.

Esempio

Supponete che nel marzo del 2013 Max, il responsabile di portafoglio di Rock Solid Insurance, abbia un portafoglio di azioni valutato 100 milioni di dollari che si muove in rapporto 1 a 1 con l'indice S&P 500. Si immagini che i future sull'indice S&P 500 con scadenza a marzo 2014 attualmente vengano scambiati al prezzo di 1.000.

Dato che Max sta mantenendo una posizione lunga, secondo il principio di base della copertura deve compensarla assumendo una posizione corta, in cui vende i future sull'indice S&P 500. Il numero dei contratti che deve stipulare sono 400 ($100.000.000 / (250 * 1000)$).

Se l'indice S&P 500 dovesse scendere del 10% ossia a 900, il portafoglio di 100 milioni di dollari registrerà una perdita di 10 milioni, coperta tuttavia dal profitto derivante dalla vendita dei future.

In questo modo però Max rinuncierebbe anche a possibili profitti dati dal mercato al rialzo.

OPZIONI

Le opzioni sono contratti che offrono all'acquirente la possibilità di acquistare o vendere lo strumento finanziario sottostante a un prezzo specificato, chiamato prezzo di esercizio, per un determinato periodo di tempo. Il venditore dell'opzione (writer) è obbligato ad acquistare o vendere lo strumento finanziario all'acquirente, se il detentore dell'opzione esercita il diritto.

Vi sono due tipi di contratti di opzione: l'opzione americana può essere esercitata in qualunque momento entro la data di scadenza, mentre l'opzione europea può esserlo soltanto alla scadenza.

Le opzioni vengono predisposte per un certo numero di strumenti finanziari: le più diffuse sono le opzioni su azioni e quelle su future. I contratti di opzione sono predisposti per financial future piuttosto che per gli strumenti sottostanti perché i contratti future sono più liquidi di quelli degli strumenti sottostanti.

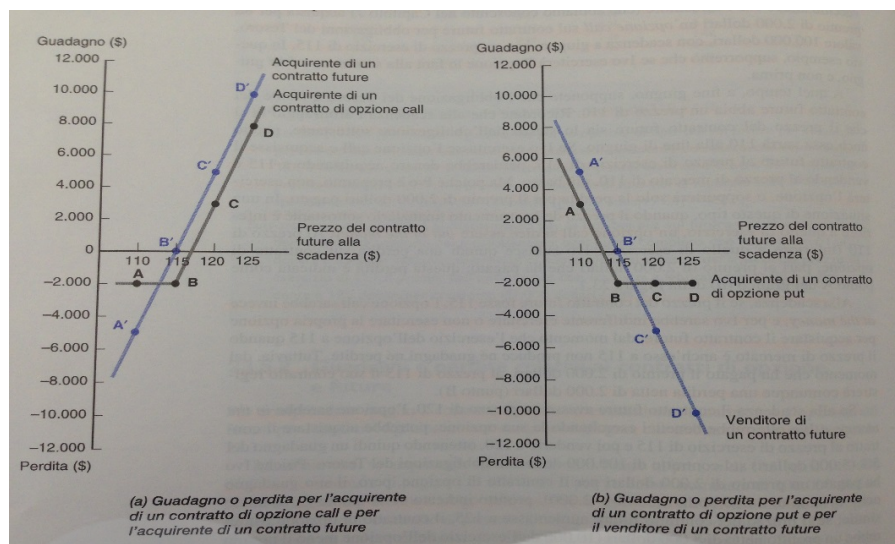
Contratti di opzione

Una opzione call è un contratto che dà al compratore il diritto di acquistare uno strumento finanziario al prezzo di esercizio entro un determinato periodo di tempo, mentre una opzione put è un contratto che dà al compratore il diritto di vendere uno strumento finanziario alle medesime condizioni di cui sopra.

Guadagni e perdite relative ai contratti di opzione e future

Una opzione su contratti future ha le seguenti caratteristiche:

- Ha la stessa scadenza del future sottostante
- È un'opzione americana
- Il premio (prezzo) dell'opzione è quotato in punti che sono gli stessi del contratto future, dove ogni punto corrisponde a 1.000 dollari.



Opzione call.

Supponiamo che Ivo acquisti per un premio di 2.000 dollari un'opzione call sul contratto future per obbligazioni del Tesoro, valore 100.000 dollari con scadenza a tre mesi, con prezzo di esercizio 115. In questo caso supponiamo anche se che Ivo eserciterà l'opzione lo farà alla scadenza.

Se alla scadenza il prezzo future è di 110 anche l'obbligazione sottostante vale lo stesso. Se Ivo esercitasse l'opzione call e acquistasse il contratto future al prezzo di esercizio di 115, perderebbe denaro acquistando a 115 e vendendo al prezzo di mercato di 110, più basso. Ma poiché Ivo è preparato non eserciterà l'opzione e sopporterà solo la perdita del premio di 2.000 dollari. (Punto A). Quando il prezzo dello strumento finanziario sottostante è inferiore a quello di esercizio, un'opzione call si dice essere *out of money*.

Se alla scadenza il prezzo future è di 115, l'opzione call sarebbe *at the money* e per Ivo sarebbe indifferente esercitare o meno la propria opzione per acquistare il future, registrerebbe comunque una perdita netta di 2.000 dollari. (Punto B).

Se alla scadenza il prezzo future è di 120, l'opzione call sarebbe *in the money* e Ivo avrebbe benefici a esercitare la sua opzione. Il guadagno netto sarà di 3.000 dollari (5.000-2.000). (Punto C).

Unendo questi punti otteniamo la curva dei profitti per l'opzione call.

Supponiamo che Ivo anziché comprare il contratto di opzione sui future, decida di comprare il contratto future scadenza tre mesi, sottostante 100.000 dollari, al prezzo di 115.

Se il prezzo delle obbligazioni alla scadenza diminuisse a 110, Ivo subirebbe una perdita di 5 punti, pari a 5.000 dollari. (Punto A'). Al prezzo di 115 alla scadenza, Ivo avrebbe un profitto zero. (Punto B'). Al prezzo di 120 il profitto sarebbe di 5 punti, cioè 5.000 dollari. (Punto C'). E così via.

Unendo questi punti otteniamo la curva dei profitti per il contratto future.

Si noti come l'opzione call protegge l'investitore dalle perdite superiori al premio pagato.

Opzione put.

Supponiamo ora che Ivo acquisti un'opzione put con un prezzo di esercizio di 115 per un premio di 2.000 dollari e nel caso vendesse il contratto future.

Se alla scadenza il prezzo dei future per i titoli obbligazionari è superiore al prezzo di esercizio, l'opzione put è *out of the money* e Ivo non esercita l'opzione subendo una perdita pari solo al premio pagato. (Punti C-D).

Se alla scadenza il prezzo dello strumento sottostante è inferiore al prezzo di esercizio, l'opzione put è *in the money* e i profitti aumentano progressivamente via via che il prezzo del contratto dei future diminuisce. (Punto A).

Differenze tra future e opzioni

Le principali differenze tra i contratti di future e le opzioni sono due:

- L'investimento iniziale dei future è un importo fisso: il margine obbligatorio iniziale; l'investimento iniziale dei contratti di opzione è il premio pagato
- Il contratto future richiede che il denaro cambi di mano quotidianamente, mentre nel contratto di opzione il denaro cambia di mano solo nel momento in cui viene esercitata l'opzione.

Fattori che influenzano il premio delle opzioni

I fattori che influenzano il valore del premio dei contratti di opzione sono:

- Il prezzo di esercizio: quanto maggiore, tanto minore è il premio per le opzioni call e tanto maggiore è il premio per le opzioni put
- Durata: quanto maggiore, tanto maggiore è il premio sulle opzioni call e put
- Variabilità dei prezzi dello strumento sottostante: quanto maggiore, tanto maggiore è il premio sulle opzioni call e put

SWAP SU TASSI DI INTERESSE

Il contratto swap è un contratto finanziario che obbliga le controparti a scambiarsi flussi futuri. Vi sono due tipi di contratti swap: swap su cambi (currency swap), che prevedono lo scambio di flussi denominati in una valuta con flussi denominati in un'altra e gli swap su tassi di interesse (interest-rate swap) che prevedono lo scambio di flussi determinati sulla base di un tasso di interesse fisso contro flussi determinati sulla base di un tasso di interesse variabile, tutti determinati nella stessa valuta.

Contratti swap su tassi di interesse

Il più comune swap di questo tipo chiamato *plain vanilla swap* specifica: il tasso di interesse sui flussi oggetto dello scambio, la quantità di capitale nozionale, la durata dello scambio.

Ad esempio la Banca del Nordovest e Consufin si accordano per uno swap: la prima accetta di pagare alla seconda un tasso fisso del 7% su 1 milione di euro di capitale nozionale per 10 anni, mentre la seconda s'impegna a pagare alla prima il tasso a 1 anno dei BOT più l'1% su un milione di euro di capitale nozionale per lo stesso periodo. Il vantaggio per le due aziende è quello di convertire le loro attività da tassi fissi a variabili e viceversa.

Vantaggi degli swap su tassi di interesse

Per eliminare il rischio di tasso di interesse, anziché stipulare un contratto swap sui tassi di interesse le aziende potrebbero rivedere i propri stati patrimoniali convertendo le attività a tasso fisso in attività a tasso variabile e viceversa. Questo però comporterebbe alti costi di transazione e intervenire sullo stato patrimoniale potrebbe causare una perdita dei vantaggi informativi che le istituzioni finanziarie hanno nel concedere prestiti diversificati.

Un vantaggio degli swap rispetto ai future e alle opzioni su future è che coprono orizzonti temporali molto più lunghi, fino a 20 anni.

Svantaggi degli swap sui tassi di interesse

I mercati dei contratti swap, come quelli dei forward, possono soffrire di mancanza di liquidità: è molto difficile che due istituzioni entrino in contatto per definire lo scambio.

Un altro svantaggio in comune con i forward è il rischio di insolvenza, dovuto all'azzardo morale. Tuttavia nei contratti swap l'insolvenza non significa necessariamente che la controparte sarà soggetta a perdite, poiché vengono scambiata solo la differenza dei flussi di interessi e non tutto il capitale nozionale.

Gli intermediari finanziari svolgono una funzione fondamentale nel ridurre le asimmetrie informative e aumentare la liquidità del mercato degli swap.

DERIVATI DI CREDITO

I derivati di credito offrono payoff legati a titoli già in circolazione, essenzialmente quelli che presentano un rischio di credito.

Credit option

Le credit option funzionano come le opzioni: l'acquirente paga una commissione per avere il diritto di incassare i profitti che sono legati al prezzo del titolo sottostante o a un tasso di interesse.

Un investitore che ha comprato 1 milione di dollari di obbligazioni di General Motors, preoccupato di un possibile downgrade delle stesse, copra un'opzione di credit option per un premio di 15.000 dollari che gli consente di proteggersi dal rischio e godere di un eventuale aumento del valore dei titoli.

Un altro tipo di credit option lega i profitti alle variazioni di un tasso di interesse come un credit spread.

Una società con un rating Baa progetta di emettere 10 milioni di obbligazioni a un anno, con un credit spread di 1 punto percentuale. Preoccupata che il mercato possa pensare che le società con rating Baa diventino più rischiose nei prossimi mesi, e quindi dovrebbe pagare un tasso più alto, si protegge comprando una credit option sui 10 milioni di dollari. Questa opzione paga la differenza tra il credit spread che il mercato richiede dopo l'aumento del rischio e il credit spread iniziale.

Credit swap

Il credit swap è un'operazione che prevede che due banche finanziatrici di aziende in settori diversi si accordino per scambiarsi i crediti relativi ai propri creditori. Questo consente alle due banche specializzate di diversificare il loro portafoglio.

Un'altra forma di credit swap è chiamata credit default swap, che in effetti funziona come una assicurazione. Con tale derivato, una parte che vuole coprire il rischio di credito paga un premio ricorrente e fisso in cambio di un pagamento eventualmente innescato da un credit event come il default o il downgrading di una determinata società.

Credit-linked note

Un altro tipo di derivato, la credit-linked note, è una combinazione tra un'obbligazione e una credit option. Come un'obbligazione paga periodicamente interessi e rimborsa il valore nominale a scadenza. Se però una variabile finanziaria chiave, specificata nel contratto, cambia, l'emittente della credit-linked note ha il diritto di ridurre i pagamenti degli interessi sulla note stessa.

BANCHE CENTRALI

BCE

Con il 1 gennaio 1999 si è aperta la terza fase dell'UEM (Unione Economica e Monetaria), quella che prevedeva l'introduzione dell'euro come moneta unica e il trasferimento delle competenze di politica monetaria alla BCE. La moneta unica ha cominciato a circolare dall'inizio del 2002, ma fin dal 1999 sono stati fissati, irrevocabilmente i tassi di conversione delle monete nazionali.

Il sistema di central banking europeo persegue le proprie finalità rispettando i criteri rigidi di indipendenza dal potere politico e dai singoli Stati. Allo stesso tempo deve essere sensibile alle diversità e alle omogeneità delle singole economie. Da questo deriva un assetto organizzativo abbastanza peculiare.

La BCE assieme alle BCN dell'area euro è una componente fondamentale dell'Eurosistema, cioè dell'organismo a cui il trattato della Comunità assegna la responsabilità della politica monetaria europea.

SEBC (Sistema Europeo di Banche Centrale)

Il SEBC rappresenta l'area più allargata degli organismi che, a vario titolo, entrano nel processo della politica monetaria: comprende la BCE e le BCN di tutti i paesi che fanno parte dell'Unione Europea. Diversi Paesi dell'Unione Europea non hanno adottato la moneta unica, mantenendo la loro sovranità monetaria. Per questo è quindi necessario distinguere all'interno del SEBC, i paesi dell'area euro dall'Eurosistema.

Eurosistema

L'Eurosistema comprende i paesi che adottano l'euro e rappresentano il terreno di intervento della politica monetaria europea.

I compiti dell'Eurosistema sono:

- Definizione e attuazione della politica monetaria dell'area euro
- Svolgimento degli interventi sul mercato dei cambi
- Gestione delle riserve ufficiali degli Stati membri
- Promozione del regolare funzionamento dei sistemi di pagamenti
- Funzione di advisory verso le istituzioni europee, nei campi di competenza e in relazione all'emanazione di norme comunitarie o nazionali
- Vigilanza prudenziale
- Cooperazione internazionale

BCE

La Banca Centrale Europea è un'istituzione dotata di personalità giuridica e gode di poteri propri, aspetto che ne rafforza le competenze e il rilievo istituzionale.

La BCE garantisce che le funzioni e i compiti dell'Eurosistema siano effettivamente svolti direttamente attraverso la propria attività o attraverso quella delle BCN. Le sue funzioni specifiche sono:

- Perno del processo decisionale del SEBC e dell'Eurosistema
- Cura l'implementazione delle azioni di politica monetaria dell'Eurosistema
- Emette moneta legale
- Interviene operativamente nel mercato dei cambi

BCN

Le Banche Centrali Nazionali continuano ad avere un ruolo nel campo della politica monetaria, seppure in una posizione decentrata: hanno una funzione sussidiaria nella preparazione e nell'attuazione delle attività della BCE.

La partecipazione delle BCN alla politica monetaria è testimoniata anche dalla composizione degli organi della BCE, i cui Consiglio generale e Consiglio direttivo prevedono la partecipazione, rispettivamente, dei governatori delle BCN dell'intera UE e dei governatori delle BCN dell'area euro.

PROCESSO DECISIONALE DELL'EUROSISTEMA

Comitato esecutivo

Il comitato esecutivo è l'organo della BCE cui spetta l'esecuzione della politica monetaria dell'Eurosistema. Ne fanno parte sei membri designati di comune accordo dai capi di Stato e di governo europei.

Le sue responsabilità riguardano:

- Preparazione riunioni del Consiglio direttivo
- L'attuazione della politica monetaria in conformità con gli indirizzi e le decisioni del Consiglio
- L'esercizio di determinati poteri delegati dal Consiglio
- La gestione degli affari correnti della BCE

Consiglio direttivo

Fanno parte del consiglio direttivo i sei membri del comitato esecutivo e i governatori delle BCN dei paesi che hanno adottato a moneta unica. Il consiglio è l'organo primario della definizione degli indirizzi di

politica monetaria della BCE e le decisioni vengono prese a maggioranza semplice. I membri del Consiglio agiscono a titolo personale e con piena indipendenza e non come rappresentanti nazionali.

Le sue responsabilità riguardano:

- Formulazione della politica monetaria
- Adozione degli indirizzi necessari e presa delle decisioni opportune per assicurare lo svolgimento dei compiti affidati all'Eurosistema

Consiglio generale

Il consiglio generale è costituito da presidente e vicepresidente della BCE e dai governatori delle banche centrali di tutti i paesi dell'UE e ha funzioni molto generali.

Processo decisionale

I ruoli e le responsabilità degli organi decisionali all'interno dell'Eurosistema si possono riassumere nelle due fasi fondamentali della decisione e della esecuzione. Il Consiglio direttivo definisce le politiche, mentre la BCE e le BCN si coordinano nell'esecuzione operativa delle decisioni.

ORIGINI E STRUTTURA DELLA FEDERAL RESERVE SYSTEM

La struttura convenzionale del Federal Reserve System è stata intesa dai creatori del Federal Reserve Act come strumento per distribuire il potere tra aree regionali, tra il settore privato e il governo, tra i banchieri, gli uomini d'affari e il pubblico.

Nel Federal Reserve System sono inclusi i seguenti enti: le 12 Federal Reserve Banks, il Consiglio dei governatori del Federal Reserve System, il FOMC (Federal Open Market Committee), il Federal Advisory Council e altre banche commerciali.

Consiglio dei governatori del Federal Reserve System

A capo del Federal Reserve System vi sono i sette membri del Consiglio dei governatori, nominati dal Presidente degli Stati Uniti e sono confermati dal Senato. Per limitare il potere del presidente sulla Fed e isolarla da altre pressioni politiche, i governatori rimangono in carica per un periodo non rinnovabile di 14 anni, con una scadenza del mandato per ogni governatore in anni diversi a gennaio.

I governatori inoltre provengono da distretti Fed diversi e il presidente del Consiglio è eletto fra i sette membri e rimane in carica per quattro anni.

Il Consiglio dei governatori è coinvolto attivamente nelle decisioni di politica monetaria: tutti e sette i governatori sono membri del FOMC e votano sulle operazioni di mercato aperto. Il Consiglio determina inoltre gli obblighi di riserva e rappresenta gli Stati Uniti nelle trattative su argomenti economici con governi stranieri. Il Consiglio ha inoltre importanti funzioni normative in campo bancario: approva le richieste di fusioni e le domande di nuove attività delle banche, specifica le attività ammissibili delle holding bancarie e sovrintende alle attività delle banche estere negli US.

Comitato FOMC

Il Federal Open Market Committee delibera su questioni di operazioni di mercato aperto, che influenzano la base monetaria. È al FOMC che la stampa fa riferimento quando parla di Fed.

Il Comitato è composto di sette membri del Consiglio dei governatori, dal presidente della Federal Reserve Bank di NY e dai presidenti di altre quattro FRB.

Dal momento che le OMA sono lo strumento politico più importante a disposizione della Fed per controllare la base monetaria il FOMC è il punto focale per la politica del Federal Reserve System.

INDIPENDENZA DELLE BANCHE CENTRALI

Argomentazioni sull'indipendenza delle BC

Le argomentazioni a favore di una banca centrale indipendente sono:

- L'isolamento politico permette alle banche centrali di interessarsi più agli obiettivi di lungo periodo (stabilità prezzi)
- Il processo politico conduce al ciclo dell'attività politica: appena prima delle elezioni vengono perseguite politiche espansionistiche per ridurre la disoccupazione e i tassi di interesse; dopo le elezioni gli effetti dannosi si ripercuotono negativamente sulla situazione corrente

Le argomentazioni contrarie all'indipendenza sono:

- Lasciare le decisioni in mano a poche persone di élite che non deve rendere conto a nessuno è antidemocratico
- La politica monetaria come quella fiscale dovrebbero essere sotto lo stesso potere politico in modo che non agiscano con fini contrastanti

Indipendenza della BCE

L'indipendenza della BCE è una condizione necessaria per dare credibilità all'obiettivo primario della sua azione politica, ossia la stabilità dei prezzi. Il principio dell'indipendenza della BCE trova attuazione in diverse forme e modalità: indipendenza istituzionale, indipendenza personale, indipendenza funzionale e operativa e indipendenza finanziaria e organizzativa.

L'enfasi posta sull'indipendenza non deve far pensare che la BCE sia un potere separato del tutto incontrollabile, la Banca fa comunque parte della cornice istituzionale della Comunità.

L'indipendenza della BCE si legittima in quanto essa è chiamata a rispondere di fronte alle istituzioni democratiche e ai cittadini degli atti compiuti nell'assolvimento del proprio mandato. Un insieme di regole definisce un contesto di accountability e trasparenza.

Un aspetto peculiare del rapporto della BCE coll'informazione pubblica: non vengono pubblicati i verbali delle riunioni degli organi decisionali della politica monetaria in quanto ritenuti confidenziali.

Indipendenza della Fed

Le banche centrali presentano due tipi di indipendenza: l'indipendenza strumentale, la capacità della BC di definire gli strumenti di politica monetaria e l'indipendenza di obiettivi, cioè la possibilità della BC di impostare obiettivi di politica monetaria.

La Fed gode di entrambi i tipi di indipendenza tutelandoli con regole come la ineleggibilità dei membri del Consiglio dei governatori, che non devono così ingraziarsi il Presidente e il Congresso.

La Fed è autonoma anche dal processo di stazionamento dei fondi controllato dal Congresso in quanto consegue profitti pari a circa 40 miliardi di dollari, profitti che però sono girati al Tesoro.

La Federal Reserve è comunque soggetta in qualche modo all'influenza del Congresso, perché la legislazione che la struttura è redatta da quest'ultimo ed è soggetta a cambiamenti in qualsiasi momento. Allo stesso modo anche il Presidente degli Stati Uniti, grazie alla sua forte influenza sul Congresso, può essere un alleato. Inoltre il Presidente, anche se teoricamente potrebbe nominare solo uno o due membri del Consiglio, in realtà ne designa molti di più.

Indipendenza e performance macroeconomiche

I fautori di una banca centrale indipendente ritengono che le performance macroeconomiche migliorerebbero rendendo la banca centrale ancora più indipendente. Ricerche mostrano come maggiore indipendenza voglia dire migliori risultati in termini di inflazione senza intaccare l'economia reale e senza l'aumento della disoccupazione o l'aumento delle fluttuazioni nella produzione.

GESTIONE DELLA POLITICA MONETARIA

STATO PATRIMONIALE DI UNA BANCA CENTRALE

BANCA CENTRALE	
<i>Attività</i>	<i>Passività</i>
Titoli di Stato	Moneta in circolazione
Rifinanziamento	Riserve

Passività

La moneta in circolazione e le riserve sono chiamate le passività monetarie della banca centrale. Gli aumenti di uno di queste passività conducono ad un aumento dell'offerta monetaria. La somma delle passività della BC e della moneta emessa dal Tesoro (moneta metallica) è chiamata base monetaria.

Attività

Variazioni nelle voci dell'attivo producono variazioni nelle riserve e conseguentemente modifiche dell'offerta monetaria. Le attività inoltre fruttano interessi. I titoli di Stato sono la quantità di titoli emessi dal Tesoro che sono in possesso della BC, mentre i rifinanziamenti sono operazioni attraverso cui le banche centrali fanno credito alle banche e forniscono liquidità, il tasso di interesse addebitato alle banche per questi prestiti è chiamato tasso di sconto.

Operazioni di mercato aperto

Le operazioni di mercato aperto, vale a dire acquisti e vendite di obbligazioni da parte della banca centrale sul mercato, sono lo strumento di politica monetaria più importante.

Un acquisto sul mercato aperto dà luogo a un incremento delle riserve e dei depositi nel sistema bancario e di conseguenza porta a un aumento dell'offerta di moneta.

Una vendita sul mercato aperto dà luogo a una riduzione delle riserve e dei depositi nel sistema bancario e di conseguenza porta a una diminuzione dell'offerta di moneta.

Rifinanziamento

Le OMA non sono l'unico modo con cui la banca centrale può influenzare la quantità di riserve bancarie e quindi la base monetaria. Variazioni nelle riserve si verificano anche quando essa fa un'operazione di rifinanziamento: per esempio nel caso della Fed un discount loan a una banca.

Un discount loan produce un'espansione delle riserve, sotto forma di depositi, dando luogo a un incremento della base e dell'offerta monetarie.

Quando una banca rimborsa il proprio discount loan la quantità di riserve si riduce, esattamente come la base monetaria e l'offerta di moneta.

MERCATO DELLE RISERVE E TASSO SUI FONDI A BREVE TERMINE

Curva della domanda di riserve

La quantità di riserve può essere scissa tra le riserve obbligatorie e le riserve libere, ossia le riserve supplementari che le banche decidono di tenere. Pertanto la quantità di riserve richieste sarà uguale alla somma di quelle obbligatorie e quelle in eccesso.

Il costo per mantenere quest'ultime è pari al loro costo opportunità, cioè il tasso che potrebbero ricevere prestando quelle riserve, meno il tasso di interesse che viene corrisposto mantenendo tali riserve, i_{er} .

Quando il tasso di interesse dei fondi federali si trova sopra il tasso pagato sulle riserve libere, i_{er} , se il tasso dei fondi federali diminuisce si riduce il costo opportunità e la quantità di riserve aumenta.

Curva dell'offerta di riserve

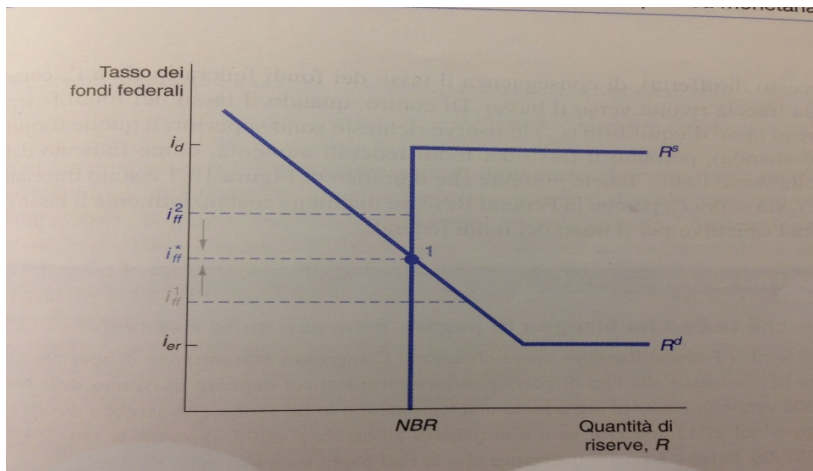
L'offerta di riserve può essere divisa in due componenti: la quantità di riserve che derivano dalle operazioni di mercato aperto della banca centrale, denominate NBR e la quantità di riserve prese a prestito dalla Fed,

vale a dire l'importo dei discount loan che vengono chiamati anche BR. Il costo di prendere a prestito discount loan dalla Fed è il tasso interesse che la Federal Reserve applica su questi prestiti, cioè il tasso di sconto, i_d .

Fintanto che i_{ff} è inferiore a i_d , l'offerta delle riserve è uguale alla quantità di riserve non prese a prestito fornite dalla Fed, NBR , e di conseguenza la curva dell'offerta è verticale.

Equilibrio del mercato delle riserve

L'equilibrio di mercato si manifesta quando la quantità di riserve richieste è uguale alla quantità fornita.

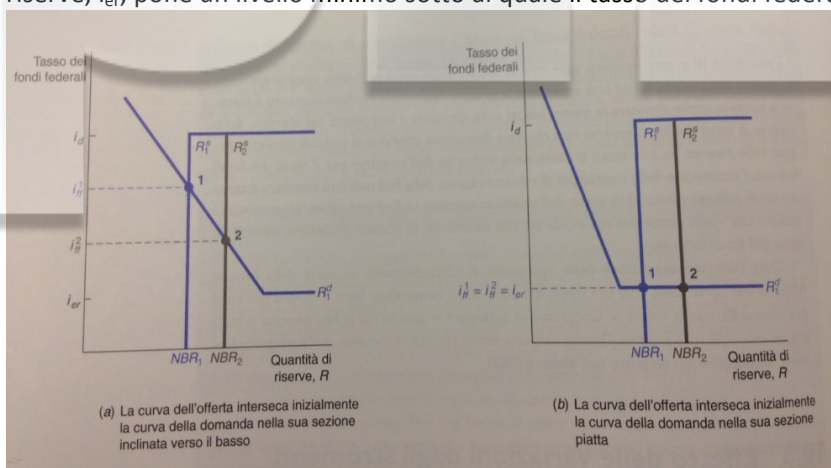


EFFETTO DELLE VARIAZIONI DEGLI STRUMENTI DELLA POLITICA MONETARIA SUL TASSO DEI FONDI FEDERALI

Operazioni di mercato aperto

Un acquisto sul mercato aperto conduce a una maggiore quantità di offerta di riserve, la quantità di riserve non prese a prestito aumenta da NBR_1 a NBR_2 . Un acquisto sul mercato aperto provoca una riduzione del tasso dei fondi federali, mentre una vendita ne causa l'aumento.

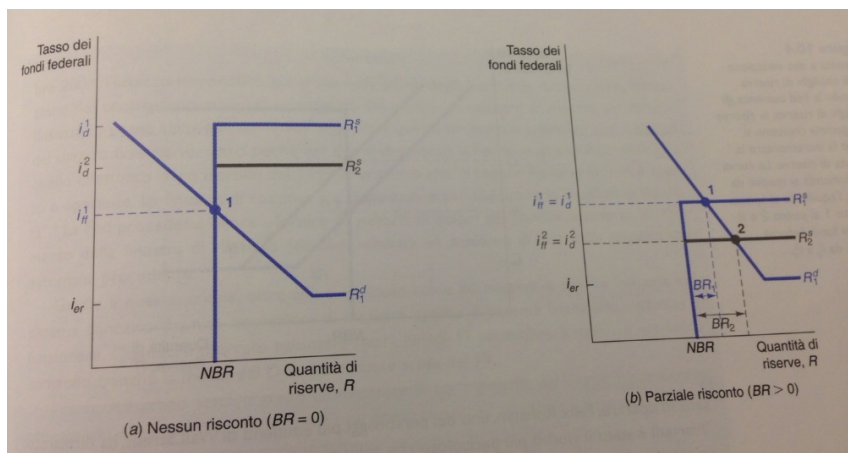
Se la curva dell'offerta interseca inizialmente la curva della domanda nella sua sezione piatta, le operazioni di mercato aperto non hanno alcun effetto sul tasso dei fondi federali. Il tasso di interesse pagato sulle riserve, i_{er} , pone un livello minimo sotto al quale il tasso dei fondi federali non può scendere.



Rifinanziamento

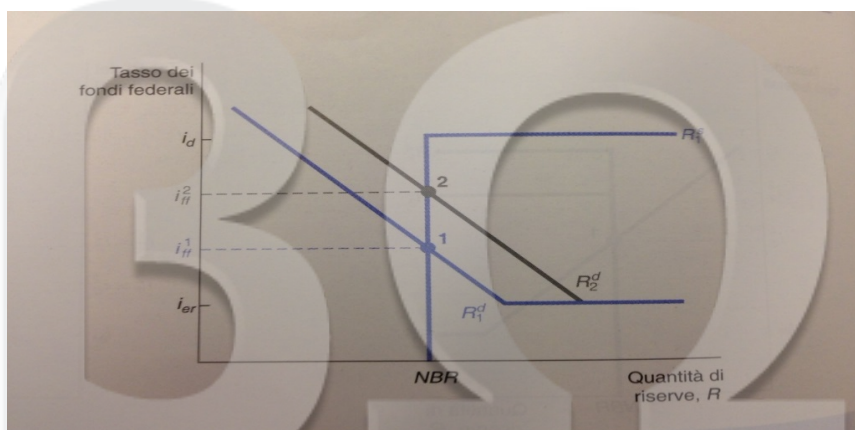
L'effetto di una variazione del tasso di sconto dipende da come la curva della domanda interseca la curva dell'offerta (nella sua sezione piatta o verticale). In generale, la maggior parte dei cambiamenti nel tasso di sconto non influenza il tasso dei fondi federali.

Tuttavia se la curva della domanda interseca la curva dell'offerta nella sua sezione orizzontale, le variazioni nel tasso di risconto influenzano il tasso dei fondi federali.



Obblighi di riserva

Quando il coefficiente di riserva obbligatoria cresce, aumentano anche le riserve obbligatorie e di conseguenza la quantità di riserve richieste per qualsiasi tasso di interesse. Quando la Fed incrementa gli obblighi di riserva, il tasso dei fondi federali aumenta.



OBIETTIVI DI POLITICA MONETARIA

L'obiettivo principale della politica economica è la stabilità dei prezzi, infatti quando il livello complessivo dei prezzi cambia, il contenuto informativo dei prezzi diventa più difficile da interpretare e ciò complica le decisioni dei consumatori, delle imprese e dei governi e rende meno efficiente il sistema finanziario. Dato che la stabilità dei prezzi è così importante per la prosperità a lungo termine di una economia, l'elemento centrale di una politica monetaria è l'uso di un'ancora nominale, ovvero una variabile nominale come il tasso di inflazione o l'offerta di moneta, attraverso cui vincolare il livello dei prezzi.

Problema di incoerenza temporale

I responsabili della politica monetaria sono sempre tentati dal seguire una politica discrezionale, più espansiva di quanto le imprese e i cittadini si aspettino perché in questo modo possono sostenere la crescita economica nel breve periodo. La migliore scelta tuttavia non è quella di perseguire una politica espansiva, perché questa porta a una inflazione più alta e normalmente non dà luogo a un aumento della produzione.

Perseguire obiettivi a breve a scapito di quelli a lunga è il problema di incoerenza temporale.

ALTRI OBIETTIVI DELLA POLITICA MONETARIA

Tasso di occupazione elevato

Un tasso di occupazione elevato è un obiettivo importante per due motivi: la disoccupazione porta alla miseria e la disoccupazione è sinonimo di lavoratori inattivi, mezzi inutilizzati e quindi diminuzione del PIL. Ci sono due tipi di disoccupazione che non sono negativi per l'economia: la disoccupazione frizionale, dovuta alle ricerche dei lavoratori e delle aziende per trovare la "accoppiata" adatte e la disoccupazione strutturale, cioè il disallineamento tra i requisiti professionali e le capacità e le disponibilità dei lavoratori. L'obiettivo di un'alta occupazione non dovrebbe quindi mirare a un livello di disoccupazione pari a zero, quanto piuttosto al tasso di disoccupazione naturale.

Sviluppo economico

L'obiettivo di sviluppo economico costante è strettamente collegato a quello di una elevata occupazione, perché quando la disoccupazione è bassa è più probabile che le aziende investano in intensità di capitale per incrementare la produttività e lo sviluppo economico.

Vi sono politiche però che si rivolgono alla promozione dello sviluppo economico, invogliando direttamente le aziende a investire o favorendo il risparmio da parte del pubblico. Lo scopo delle supply-side policies è stimolare la crescita mediante la concessione di incentivi fiscali alle aziende.

Stabilità dei mercati finanziari

Il sistema finanziario è favorito dalla stabilità dei tassi di interesse, perché le loro fluttuazioni generano grande incertezza per le istituzioni finanziarie

Stabilità dei tassi di interesse

La stabilità dei tassi di interesse è importante perché le fluttuazioni nei tassi possono generare incertezza nell'economia e rendere più difficile pianificare il futuro.

Stabilità dei cambi

Il fatto che la valuta non sia soggetta a grandi variazioni rende più facile per le aziende e gli individui che acquistano o vendono merci all'estero organizzarsi in anticipo.

STABILITÀ DEI PREZZI COME OBIETTIVO PRINCIPALE

Nel lungo periodo non vi è conflitto tra l'obiettivo della stabilità dei prezzi e gli altri obiettivi.

Nel breve periodo la stabilità dei prezzi è spesso in conflitto con gli obiettivi di occupazione e di stabilità dei tassi di interesse.

Per esempio, se l'economia cresce e l'occupazione aumenta, l'economia si surriscalda e alimenta l'inflazione. Per mantenere la stabilità dei prezzi, la BC dovrebbe anticipare questo surriscaldamento aumentando i tassi di interesse, un'azione che inizialmente si riflette negativamente sull'occupazione e sulla stabilità degli stessi tassi.

Mandato gerarchico e mandato duale

La SEBC ha come obiettivo primario la stabilità dei prezzi, ma nell'ambito delle politiche economiche vengono inclusi obiettivi secondari, come un alto livello di occupazione e lo sviluppo sostenibile e non inflazionistico. In questo mandato gerarchico la priorità spetta alla stabilità dei prezzi, ma prevede la possibilità di perseguire altri obiettivi.

Il tentativo di mantenere nel breve periodo l'inflazione a livelli stabili produrrebbe eccessive fluttuazioni cicliche e per questo l'obiettivo della stabilità dei prezzi dovrebbe essere visto solo come l'obiettivo primario nel lungo periodo. Le BC possono ridurre le fluttuazioni cicliche, ammettendo che l'inflazione possa deviare per brevi periodi dall'obiettivo di lungo termine: di fatto, allora, possono operare nell'ambito di un mandato duale.

La Fed al contrario ha un mandato duale per raggiungere due obiettivi di uguale peso: la stabilità dei prezzi e la massima occupazione.

Se il mandato duale porta la banca centrale a perseguire politiche espansive di breve periodo che aumentano la produzione e l'occupazione senza preoccuparsi delle conseguenze di lungo termine sull'inflazione, allora si può cadere nel problema della incoerenza temporale (time-inconsistency).

RISPOSTA DELLE BC ALLE BOLLE DEI PREZZI

Le economie sono state periodicamente soggette a bolle dei prezzi delle attività, cioè ad incrementi marcati dei prezzi delle attività che si allontanano dai loro valori fondamentali e infine scoppiano fragorosamente.

Bolle generate dal credito

Quando inizia un credit boom, i suoi effetti possono propagarsi fino a creare una bolla dei prezzi delle attività: l'accesso più facile al credito può essere utilizzato per acquistare particolari attività e perciò il loro prezzo sale. L'aumento del valore delle attività incoraggia ulteriori prestiti relativi a quelle attività agevolando l'indebitamento. Questo feedback loop può produrre una bolla in cui i prezzi delle attività salgono ben oltre i valori fondamentali.

Quando i prezzi delle attività si riassessano su valori ragionevoli, la bolla scoppia, il collasso dei prezzi causa un'inversione del feedback loop precedente, in cui i debiti non vengono rimborsati, i prestatori attuano una stretta creditizia, la domanda di attività si contrae e i prezzi scendono ulteriormente (come nella crisi finanziaria del 2008).

Bolle generate dall'esuberanza irrazionale

Le bolle generate solo da aspettative eccessivamente ottimistiche, pongono meno rischi al sistema finanziario. Un esempio è la bolla dei titoli tecnologici negli ultimi anni novanta.

Posizione delle banche centrali rispetto alle bolle

Sotto la guida di Alan Greenspan, la Federal Reserve decise di assumere una posizione neutra nei confronti delle bolle, argomentando che esse sono pressochè impossibili da identificare.

Una simile argomentazione è valida in riferimento specifico alle bolle causate dall'esuberanza irrazionale, ma è meno plausibile per i credit boom e conseguenti bolle dei prezzi. In quest'ultimo caso la probabilità che i prezzi delle attività stiano allontanandosi dai fondamentali risulta molto più concreta e le BC e i governi possono identificare se sia in corso una bolla.

Le bolle generate dal credito non solo sono identificabili, ma creano serissimi danni all'economia e per questo le banche centrali dovrebbero intervenire in queste situazioni.

Ci sono però tre forti argomentazioni contro l'uso della politica monetaria per sgonfiare le bolle. Primo, anche se la bolla è creata dal credito e dunque può essere identificata, l'effetto dei prezzi delle attività provocato dall'innalzamento dei tassi di interesse resta altamente incerto. Secondo, esistono prezzi delle attività molto diversi tra loro, e di volta in volta una bolla potrà riguardare soltanto un determinato ambito di attività. Gli interventi di politica monetaria influiscono sui prezzi in generale e non sulle specifiche attività interessate dalla bolla. Terzo, l'incremento dei tassi di interesse necessario per sgonfiare una bolla può essere talmente imponente da comportare inevitabilmente enormi costi per lavoratori e per l'intera economia.

Politiche per il trattamento delle bolle

La politica regolamentare volta a influenzare complessivamente i mercati del credito, chiamata regolamentazione macroprudenziale, appare lo strumento giusto per assolvere il compito di governare le bolle generate dal credito.

La regolamentazione finanziaria e la vigilanza, attuate dalle BC o dalle autorità governative, sono in grado di ostacolare l'assunzione eccessiva di rischio che può innescare il credit boom.

Inoltre la regolamentazione dei requisiti patrimoniali minimi in senso controciclico, che prevede l'aggiustamento verso l'alto durante una fase boom e verso il basso durante una fase bust, potrebbe contribuire a eliminare il pernicioso feedback loop che promuove le bolle generate dal credito.

ASSETTO OPERATIVO DELLA POLITICA MONETARIA EUROPEA

Il termine "assetto operativo" viene usato nella prassi per definire l'insieme di strumenti e di procedure che la banca centrale, nel nostro caso l'Eurosistema, utilizza per perseguire gli obiettivi della politica monetaria. Mentre la strategia di politica monetaria ha il compito di definire il livello dei tassi di interesse a breve termine coerente con la stabilità dei prezzi di medio periodo, l'assetto operativo si occupa di come determinare quel livello dei tassi di interesse, cioè attraverso quali strumenti intervenire.

La capacità della banca centrale di regolare il livello dei tassi di interesse a breve termine è basata su due condizioni principali: la BCE è in grado di influenzare la liquidità del mercato monetario e la BCE ha la possibilità di influenzare le aspettative degli operatori.

Gli strumenti della politica monetaria dell'Eurosistema, si riferiscono a tre categorie:

- Le operazioni di mercato aperto
- Le operazioni attivabili su iniziativa delle controparti
- Il vincolo di riserva obbligatoria

OMA (Operazioni di Mercato Aperto)

Le operazioni di mercato aperto hanno un ruolo preminente nelle diverse prospettive in cui si svolgono gli interventi della politica monetaria: regolazione delle condizioni di liquidità del mercato monetario, controllo dei tassi di interesse a breve termine, segnalazione al mercato dell'orientamento della politica monetaria.

Le OMA si articolano in quattro diverse categorie, distinguibili in base ai requisiti tecnici e alle finalità:

- *Operazioni di rifinanziamento principale*: hanno un ruolo centrale nell'ambito delle OMA e rappresentano il canale principale del rifinanziamento del settore finanziario. I tassi minimi applicati si collocano in un corridoio che ha il suo massimo e il suo minimo nei tassi applicati alle operazioni attivabili su iniziativa delle controparti (refinanziamento marginale e deposito presso la banca centrale)
- *Operazioni di rifinanziamento più a lungo termine*: vengono gestite in modo da non influenzare il tasso di interesse, ossia per non inviare segnali al mercato
- *Operazioni di fine tuning*: servono per regolare l'evoluzione dei tassi di interesse a fronte di variazioni inattese della liquidità del mercato
- *Operazioni di tipo strutturale*

Operazioni attivabili su iniziativa delle controparti

In questo caso la BCE non ha l'iniziativa, ma sono le controparti che possono accedere di loro iniziativa alle operazioni.

Le *operazioni di rifinanziamento marginale* sono utilizzate dalle banche per procurarsi liquidità overnight. Il tasso applicato alle operazioni è un tasso di riferimento e costituisce il limite superiore del tasso di interesse delle operazioni di mercato monetario.

Le *operazioni di deposito presso la banca centrale* sono anch'esse a scadenza overnight e vengono svolte nei confronti delle BCN. La finalità per una banca è quella di regolare le proprie riserve a brevissimo termine. Il tasso applicato alle operazioni è un tasso di riferimento e costituisce il limite inferiore del tasso overnight di mercato monetario.

Riserva obbligatoria di liquidità

Si tratta di un deposito presso l'Eurosistema che le banche sono tenute a costituire in misura proporzionale all'ammontare di un aggregato di poste del passivo del proprio bilancio. L'ammontare vincolato a riserve gode di un tasso di rendimento pari alla media dei tassi applicati nelle operazioni di rifinanziamento principali.