

Lezione Due

I fattori che determinano i
tassi di interesse

Panoramica sui tassi di interesse

- **Tassi di interesse nominali** - i tassi di interesse di fatto osservati nei mercati finanziari
 - incidono direttamente sul valore (prezzo) degli strumenti finanziari negoziati
 - sono composti da tre elementi:
 - **il tasso reale** che rappresenta il valore finanziario del tempo (senza rischio/**risk free rate**);
 - **un premio per compensare l'inflazione attesa** (mantenere il potere d'acquisto nel tempo, è quindi dipendente dal fattore **tempo**);
 - **un premio al rischio** dipendente dai rischi di: I) liquidità dello strumento; II) default del prenditore/emittente; III) di reinvestimento (dipendente dalle attese sui tassi di interesse).

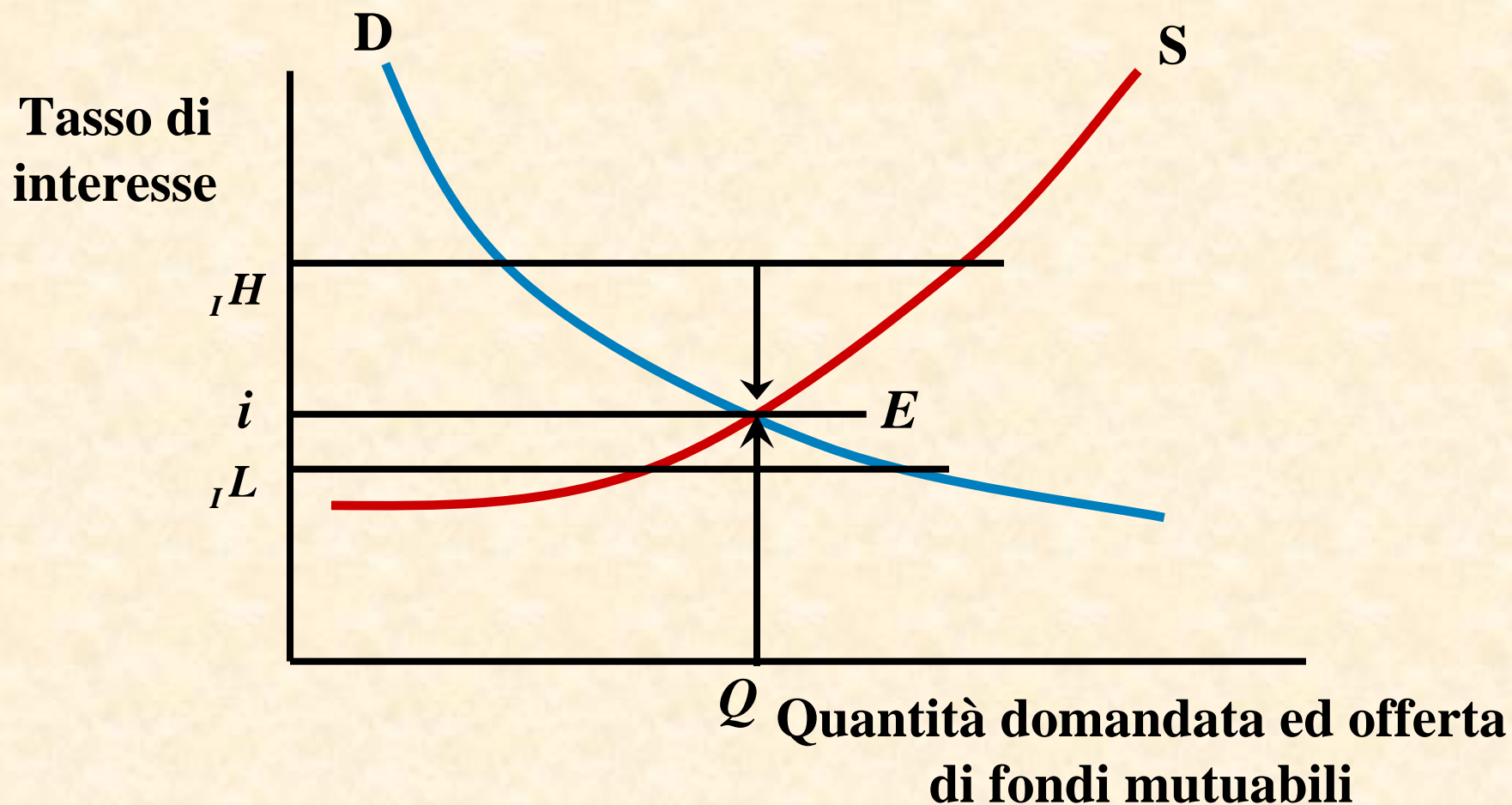
Panoramica sui tassi di interesse

- BTP 1/11/2011 paga una cedola del **1,9%** su base annua.
- BTP 15/9/2035 paga una cedola del **2,35%** su base annua
- ENEL 14/3/2012 paga una cedola del **3,625%** su base annua

La teoria dei fondi mutuabili

- Secondo tale teoria il livello di equilibrio dei tassi di interesse nei mercati finanziari è determinato dall'agire congiunto di domanda (U in deficit) e offerta (U in surplus) di fondi mutuabili

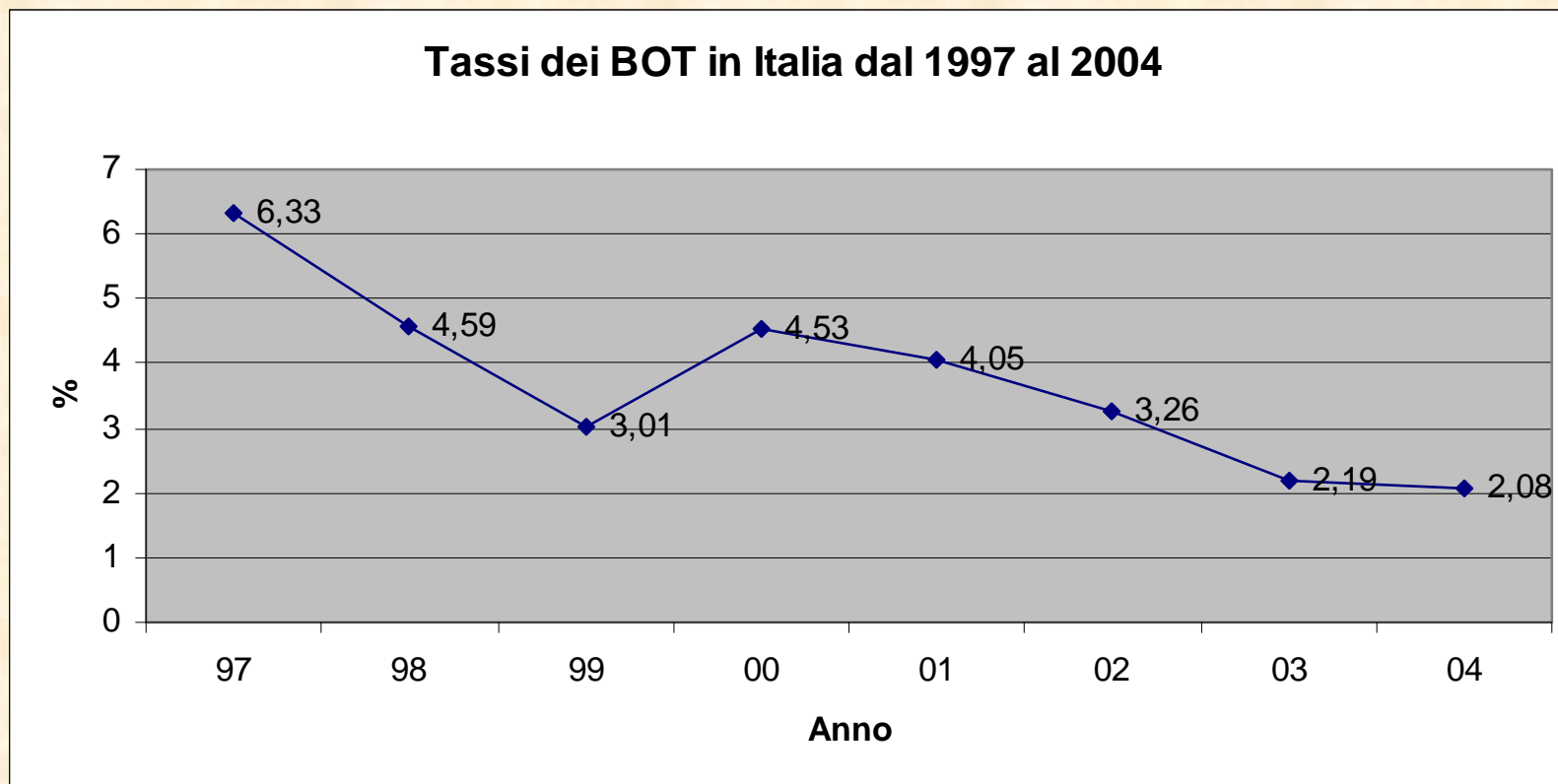
Determinazione del tasso di equilibrio



La teoria dei fondi mutuabili

- Fattori che incidono sull'offerta di fondi:
 - Livello dei tassi di interesse;
 - Rischiosità degli strumenti finanziari;
 - Reddito/ricchezza disponibili;
 - Propensione al risparmio (differimento del consumo a breve);
 - Condizioni del ciclo economico (es. la disponibilità di spesa pubblica per il SSSN);
 - Politica fiscale del governo;
 - Interesse da parte degli investitori esteri.

I movimenti dei tassi di interesse nel tempo



Fattori che incidono sui tassi di interesse nominali

- **Inflazione**
 - aumento continuo del livello generale dei prezzi
- **Tasso di interesse reale**
 - tasso di interesse nominale in assenza di inflazione
- **Rischio di insolvenza**
 - rischio che un emittente non adempia ai pagamenti pattuiti

(continua)

Fattori che incidono sui tassi di interesse nominali (segue)

- **Rischio di liquidità**
 - rischio che un titolo non possa essere venduto ad un prezzo prevedibile con bassi costi di transazione ed in breve tempo
- **Speciali clausole contrattuali (*covenants*)**
 - regime fiscale
 - convertibilità
 - obblighi a fare/non fare
- **Vita residua (*term structure*)**

Tassi di interesse e inflazione: l'Effetto Fisher

I tassi di interesse devono compensare gli investitori sia per la riduzione attesa del potere d'acquisto (indice reale dei prezzi IP) sia per la rinuncia al consumo attuale (il tasso reale - TRR)

$$i = \text{TRR} + (\text{IP})_{\text{attesa}}$$

oppure
$$\text{TRR} = i - (\text{IP})_{\text{attesa}}$$

$$\text{Esempio: } 3,49\% - 1,60\% = 1,89\%$$

Rischio di insolvenza e tassi di interesse

Il rischio che l'emittente di un titolo non adempia (o adempia in ritardo) ai suoi obblighi di pagamento di interessi e di rimborso del capitale

$$\text{PRC}_j = i_{jt} - i_{Tt}$$

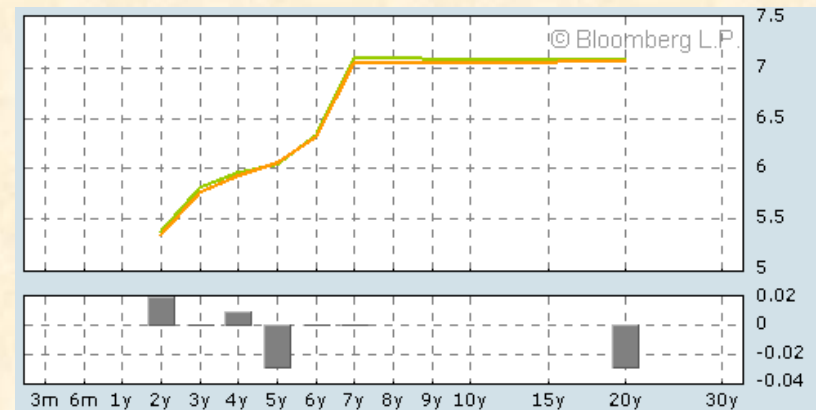
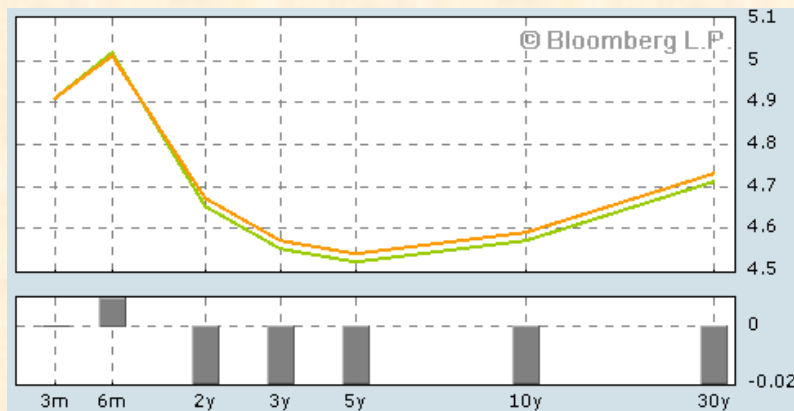
dove: PRC=premio per il rischio di credito, i_j =tasso pagato dall'emittente con rischio, i_T =tasso pagato dall'emittente senza rischio (il Tesoro).

$$\begin{aligned}\text{Esempio: } \text{PRC}_{Aaa} &= 6,61\% - 5,48\% = 1,13\% \\ \text{PRC}_{Baa} &= 7,92\% - 5,48\% = 2,44\%\end{aligned}$$

Rischio di insolvenza e tassi di interesse

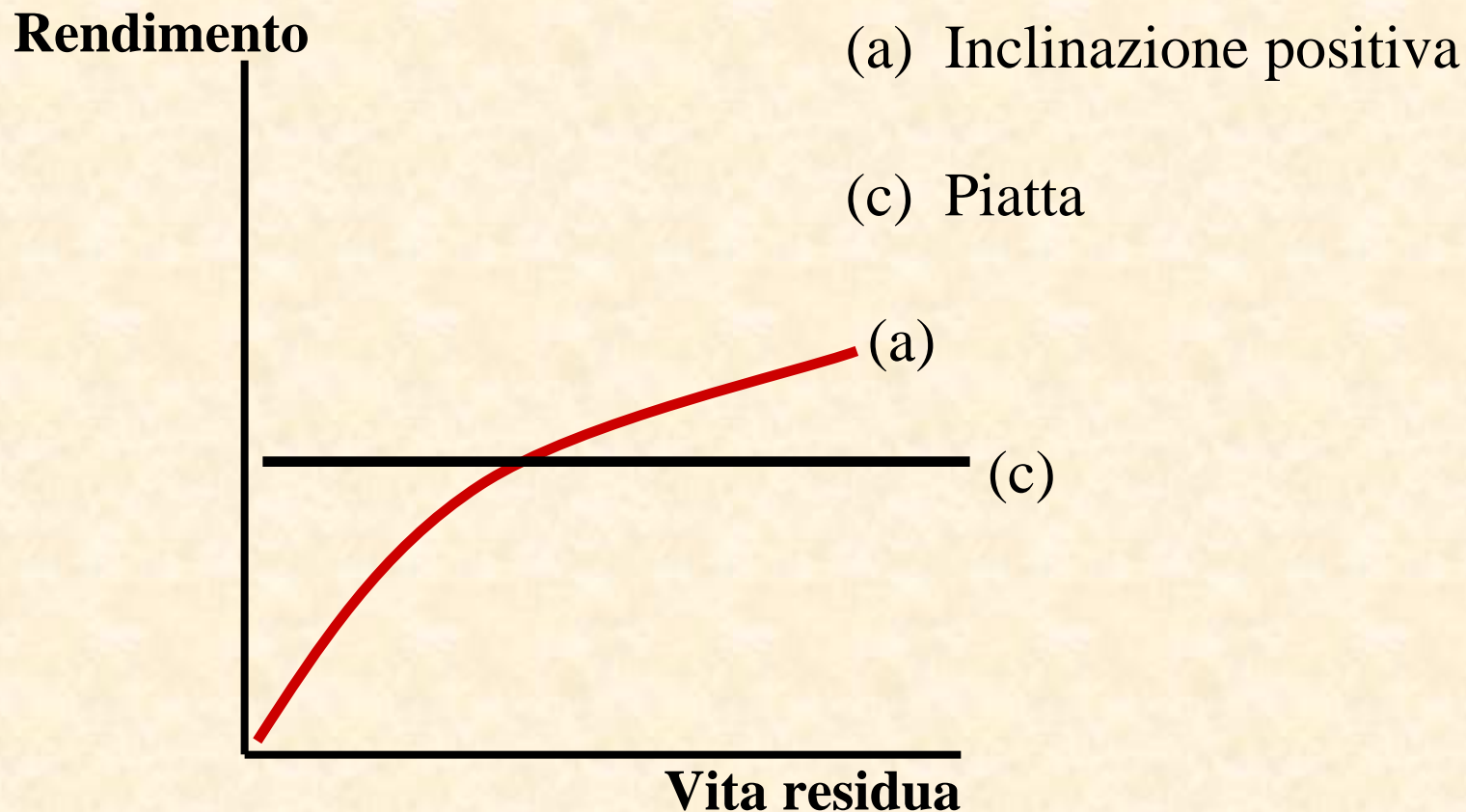
USA rating AAA

Brasile rating BB

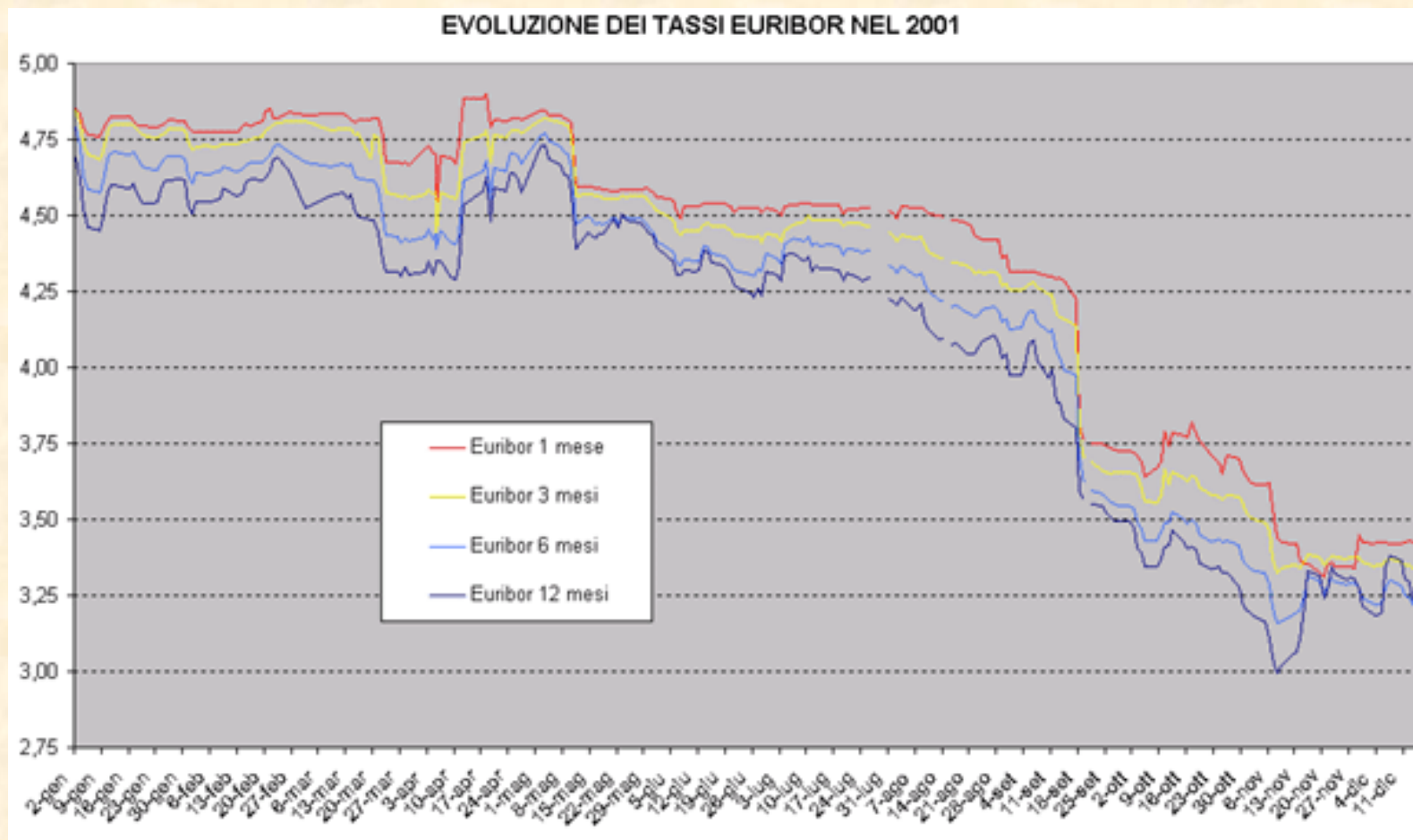


Dati aggiornati al 22/9/2005; rating sovereign S&P; fonte Bloomberg

Tassi di interesse e scadenze: curva dei rendimenti



I movimenti dei tassi di interesse nel tempo



Per un approfondimento

- A. Saunders, M. M. Cornett, M Anolli, 200?, Economia degli intermediari finanziari, ed it., cap. 2, McGraw Hill, Milano.
- F. Mishkin, S. Eakins, G. Forestieri, 2007, Istituzioni e mercati finanziari, ed. it. cap. 4 e 5, Pearson Addison Wesley, Milano.