

I derivati su cambi e tassi di interesse quali strumenti di copertura dei rischi

a cura di Giuseppe Demauro

Ormai già da qualche tempo, con lo scopo di combattere il perdurare della grave crisi economica in atto, i paesi più industrializzati spesso intervengono con precise politiche monetarie tese a creare determinate dinamiche sui cambi delle loro divise e sui tassi di interesse.

Ne consegue che gli effetti immediatamente visibili sono costituiti da:

1. svalutazioni del corso della divisa rispetto alle altre monete con lo scopo immediato di aumentare la domanda estera di beni e servizi;
2. oscillazione dei tassi di interesse applicati alla clientela da parte di banche ed istituzioni finanziarie con l'obiettivo di rendere meno oneroso il ricorso alle varie forme di finanziamento.

Per le imprese il dover operare in situazioni di oscillazioni dei cambi, determina la necessità di apportare variazioni ai prezzi di vendita o di acquisto dei propri beni e servizi rispetto a quelli inizialmente stabiliti con le controparti con conseguente possibilità di realizzare perdite o utili a causa di dinamiche sui cambi del tutto imprevedibili.

Analogamente anche le variazioni dei tassi di interesse sui finanziamenti bancari possono determinare situazioni di difficoltà per le imprese che attualmente stipulano finanziamenti a tassi variabili, decisamente contenuti, ma che in futuro, a causa di un probabile incremento dei tassi di interesse, possono vedere aumentata la componente dei costi associata agli oneri finanziari.

I tale scenario economico lo strumento che permette di contenere entrambi i due rischi sopra esposti è costituito dal derivato.

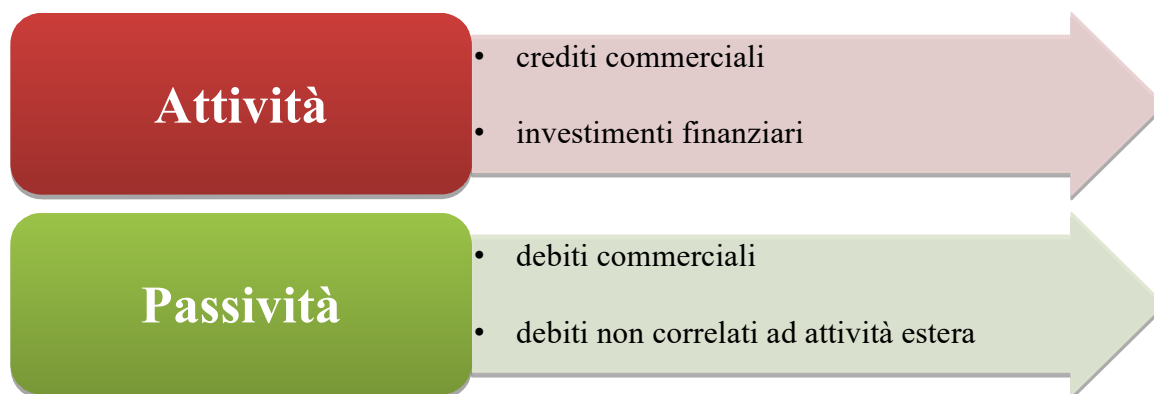
Una delle caratteristiche fondamentali che ha condizionato l'affermazione degli strumenti derivati è la loro capacità di trasferire il rischio da un'istituzione all'altra.

Infatti i derivati possono assolvere tanto ad una funzione protettiva ossia di copertura da uno specifico rischio di mercato quanto ad una finalità meramente speculativa.

In tale ambito si analizzerà, con taglio prettamente pratico, la funzione del derivato quale strumento di copertura dai rischi cambio e di tasso di interesse evidenziando i vantaggi derivanti dall'uso non speculativo di questo strumento finanziario.

Di seguito si elencano preliminarmente quali sono i rischi derivanti da una variazione del tasso di cambio per un importatore o un esportatore.

Come già accennato in precedenza, il rischio cambio è il rischio legato alle variazioni avverse dei prezzi della valuta estera nella quale si detiene una qualsiasi:



Cosa accade agli operatori commerciali ?



Per gli operatori finanziari si avrà che:

Gli investitori che detengono titoli denominati in valuta estera acquistati pagando euro:

- **corrono il rischio del deprezzamento della valuta estera contro euro**

I debitori che devono rimborsare finanziamenti in valuta estera:

- **corrono il rischio dell'apprezzamento della valuta estera contro euro**

Gli strumenti di copertura dal rischio cambio

Il caso dell'esportatore (investitore)

L'esportatore può proteggere i propri incassi futuri con strumenti che garantiscono una copertura rigida:

- vendita a termine
- finanziamenti in valuta

oppure con strumenti che garantiscono una copertura flessibile

- opzioni valutarie

Premettendo che tutti gli strumenti di copertura appena elencati presuppongono la presenza di un operatore qualificato - banca - come controparte, di seguito illustreremo le tre forme con alcuni esempi pratici.

Vendita a termine di valuta estera

E' un contratto con il quale il cliente si impegna irrevocabilmente a vendere alla banca:

- una certa quantità di valuta estera contro euro
- ad una data futura
- ad un determinato cambio

Il finanziamento in valuta estera

Con l'accensione di un finanziamento dello stesso importo dell'incasso futuro, l'esportatore ottiene la disponibilità della valuta e contestualmente la negozia al prezzo per contanti.

Finanziamento o vendita a termine ?

Si consiglia sempre l'accensione di un finanziamento in valuta quando il cliente necessita di liquidità per il funzionamento aziendale.

Si consiglia invece l'accensione di una vendita a termine del cliente quando l'azienda non ha alcuna necessità di liquidità immediata.

Il caso dell'importatore (debitore)

L'importatore può proteggere i propri pagamenti futuri con strumenti che garantiscono una copertura rigida:

- acquisto a termine

oppure con strumenti che garantiscono una copertura flessibile:

- opzioni valutarie

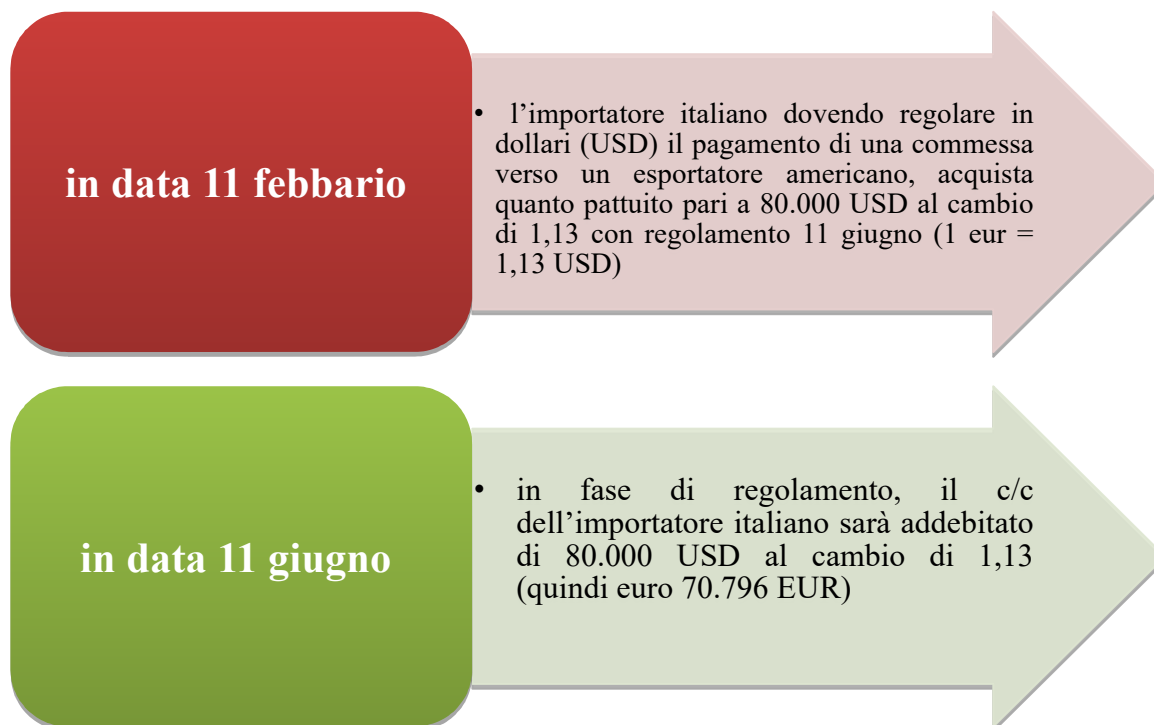
La vendita e l'acquisto a termine - lo SWAP

Sia nel caso dell'esportatore che in quello dell'importatore, la vendita a termine (caso dell'esportatore) e l'acquisto a termine (caso dell'importatore) sono le c.d. operazioni di swap.

Infatti lo swap nella sua forma elementare è un accordo che prevede che due contraenti (nel nostro caso esportatore/importatore e banca) si scambino dei flussi finanziari calcolati con un criterio prestabilito a date prefissate.

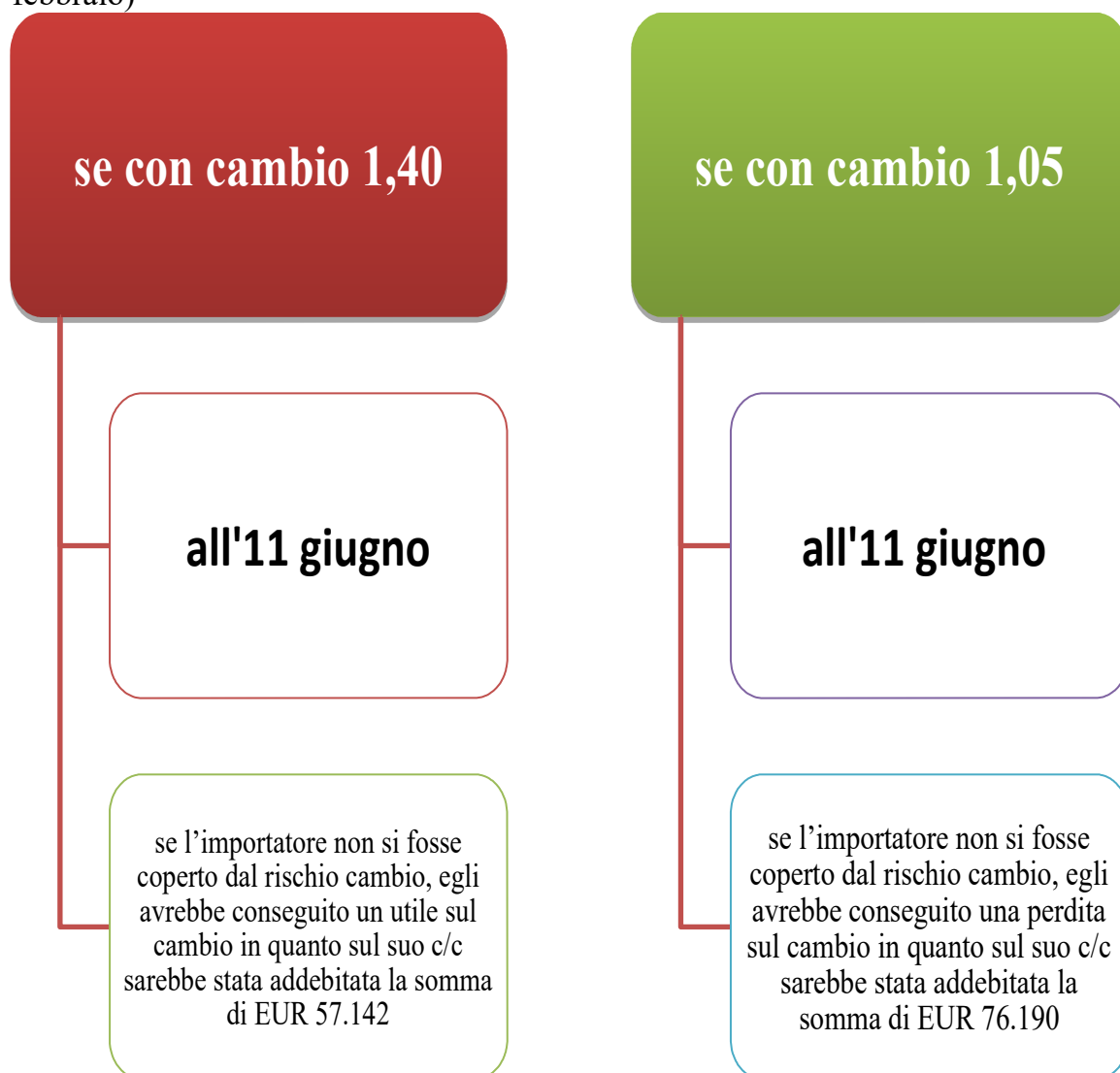
Ma come funziona lo SWAP ?

Facciamo un esempio:



Vediamo cosa accade se alla data di regolamento dell'11 giugno il cambio è:

- 1,40 (quindi minore rispetto a 1,13 quale prezzo fissato in acquisto in data 11 febbraio)
- 1,05 (quindi maggiore rispetto a 1,13 quale prezzo fissato in acquisto in data 11 febbraio)



L'esempio è analogo anche l'esportatore che, al contrario dell'importatore, dovrà vendere a termine valuta fissando un certo cambio.

Quali sarebbero per l'esportatore le conseguenze di una variazione del cambio in assenza di una copertura dal rischio sul conto economico della sua attività di impresa ?

Ipotizziamo che il costo di produzione di un manufatto sia pari ad EUR 50.000 (punto di break even point).

L'esportatore aggiunge un 10% a titolo di ricarico, vendendo quel manufatto ad EUR 55.000.

In data 11 febbraio vende ad un importatore USD quel bene al prezzo di 60.000 USD al cambio di 1,13 con pagamento a 90 gg. applicando quindi uno sconto (da euro 55.000 a euro 53.097) rispetto al margine stabilito ma comunque superiore al punto di pareggio.

In data 11 maggio, il cambio EUR/USD è di 1,20 e dovendo l'esportatore incassare USD 60.000, a quel cambio avrà percepito il controvalore in EUR pari a 50.000.

Di fatto, sull'intera transazione l'esportatore non ha percepito alcun utile !

Se in data 11 febbraio sottoscriveva uno SWAP con vendita a termine di valuta fissando un cambio a 1,13 (di fatto, si accordava con la sua banca a venderle USD 60.000 al cambio di 1,13) avrebbe l'11 giugno incassato un controvalore pari a quello pattuito in data 11 febbraio (euro 53.097).

Le opzioni valutarie - il flexible

Altra tipologia di copertura dal rischio cambio è rappresentata dal contratto comunemente noto come "flexible" che implica un acquisto e/o vendita di valuta a termine.

L'esportatore che sottoscrive un'operazione di Flexible Forward Export ha l'obiettivo di fissare un livello di vendita certo, mantenendo la flessibilità di poter scegliere quando convertire la divisa nel corso della vita dell'operazione.

In pratica, stabilito l'arco temporale in cui la transazione commerciale avrà luogo, viene determinato il tasso di cambio a cui avverrà la conversione in valuta è l'importo di tutta la transazione oggetto della conversione in valuta.

Pertanto si differenzia rispetto al cambio a termine sopra esaminato poiché l'ammontare di tutta la transazione non viene scambiata alla scadenza bensì in tranches di importo minimo predefinito, su richiesta dell'importatore/esportatore verso la sua banca, nel corso della vita dell'operazione.

L'unico eventuale obbligo in capo al cliente sussisterà al termine dell'operazione, quando sarà tenuto a vendere/acquistare l'importo residuo, pari al nozionale non ancora esercitato nel corso della durata del contratto.

Ma vediamo un esempio nel caso dell'importatore.

Ipotizziamo che alla data del 11/3 l'importatore acquista beni per USD 400 con date regolamento 11/6 – 11/9 – 11/12.

Viene stabilito sempre alla data del 11/3 un cambio Eur/Usd di 1,3171.

cambio 1,3171	100 USD	200 USD	100 USD
11/3	11/6	11/9	11/12

L'importatore ha il diritto di acquistare 400 USD al prezzo di esercizio di 1,3171 in tranche.

Alla data di scadenza, l'importatore acquisterà al cambio di 1,3171 l'importo in USD non ancora esercitato durante la vita dell'operazione (ad esempio: se durante la vita dell'operazione l'importatore ha esercitato 2 tranche per un totale di 300 USD, alla scadenza acquisterà 100 USD al prezzo di esercizio di 1,3171).

Avendo sottoscritto un contratto flexible, alle scadenze stabilite per regolare gli acquisti (11/6 – 11/9 – 11/12) l'importatore potrà comprare valuta spot se il cambio è pari o eventualmente maggiore di quello stabilito al 11/3 e regolare il pagamento (nel caso sia maggiore conseguirà un utile su cambi); viceversa, in caso opposto e cioè se il cambio è minore rispetto a quello stabilito al 11/3 per il regolamento, utilizzerà la provvista del flexible (euro 400) per regolare l'acquisto direttamente alla scadenza dell'11/12.

Per comprendere la differenza tra swap e flexible, nel caso dello swap l'importatore avrebbe effettuato distinte transazioni di acquisto valuta per ogni scadenza.

Con il flexible invece viene data all'importatore la facoltà nell'arco di tempo stabilito la facoltà di regolare le transazioni a seconda del valore del cambio e quindi della maggiore e/o minore convenienza economica.

Tuttavia i cambi stabiliti (dalle banche) per le operazioni di swap risultano generalmente meno onerosi rispetto a quelli determinati per le operazioni flexible.

Gli strumenti di copertura dal rischio tasso

Il rischio tasso viene definito come la possibile variazione di valore di un'attività o di un passività finanziaria al variare dei tassi di interesse ricordando che il tasso di interesse esprime sotto forma percentuale la remunerazione attesa di un capitale unitario per un determinato periodo di tempo.

Appare evidente come le operazioni di copertura dal rischio tasso vengono poste in essere da parte di quelle imprese titolari di consistenti linee di credito con lo scopo di evitare che variazioni aumentative dei tassi di interesse possano alterare i normali flussi di cassa tali da generare problematiche nella gestione finanziaria dell'attività d'impresa. .

Così come già detto nelle operazioni di rischio cambio, anche in questo caso la copertura dal rischio tasso può operare ai fini di "copertura" se posta in essere a fronte di un'operazione di finanziamento/investimento oppure può operare a fini speculativi per "scommettere" solo su una determinata futura evoluzione dei tassi del mercato monetario.

Nell'attuale fase congiunturale del mercato dei tassi di interesse, lì dove le continue riduzioni hanno determinato convenienti opportunità di contrarre linee di credito a scadenza a tassi fissi, appare evidente come coloro che in precedenza hanno invece stipulato finanziamenti con parametri variabili siano, ad oggi, indubbiamente avvantaggiati dalla stretta sui tassi ma comunque esposti ad un possibile e probabile incremento degli stessi in epoche future.

Come appresso vedremo, l'occasione appare quindi oggi propizia per trasformare i tassi da variabili a fissi effettuando già da adesso operazioni di copertura sul tasso di interesse senza trascurare ovviamente nuove stipule di finanziamenti a tassi variabili con copertura dal rischio tasso.

Prima però di procedere alla disamina dei casi appare utile evidenziare la differenza che intercorre tra IRS ed Euribor in quanto entrambi rappresentano i due più importanti parametri a cui si fa riferimento in ambito di determinazione del tasso di interesse.

L'IRS (interest rate swap) è un contratto mediante il quale due controparti (generalmente banche) scambiano periodicamente dei differenziali intesi come flussi di pagamento di interessi riferiti ad un certo capitale per un dato periodo di tempo.

Con questo contratto la passività/attività finanziaria a tasso variabile di una controparte viene trasformata in una passività/attività finanziaria a tasso fisso.

Nella forma più comune – c.d. Plain Vanilla Interest Rate Swap – una delle due controparti effettua i pagamenti sulla base di un tasso fisso mentre i pagamenti dell'altra sono determinati utilizzando un tasso variabile ancorato ad un parametro di indicizzazione (spesso il Libor).

Nell'IRS non è previsto uno scambio di capitali ma solo di flussi interessi liquidati in via posticipata applicati ad un certo capitale nozionale.

Nella prassi bancaria quando si parla di IRS (caratterizzato da diverse scadenze temporali) ci si riferisce all'applicazione di un tasso per definizione fisso a cui poi viene aggiunto uno spread; la banca per garantire il tasso fisso pone in essere l'operatività sopra descritta con altro istituto di credito.

L'Euribor è l'acronimo di Euro Interbank Offered Rate, nomenclatura atta ad indicare il tasso medio relativo all'interesse delle transazioni finanziarie effettuate in moneta unica europea dalle banche d'Europa

L'Euribor viene determinato giornalmente dalla European Banking Federation in quanto media fra i tassi di deposito interbancario di oltre 50 istituti di credito comunicati su base volontaria.

Data la rilevazione quotidiana, l'Euribor è sempre aggiornato rappresentando così un parametro reale a cui gli Istituti di credito hanno deciso di fare riferimento legando a esso il variare del tasso finito di cui è parte integrante lo spread.

Operatività di copertura dal rischio tasso

Tralasciando volutamente ogni considerazione sulle manovre speculative eseguibili sui tassi e focalizzando l'attenzione sulla opportunità di trasformare un finanziamento già stipulato con tasso variabile in tasso fisso con lo scopo di approfittare delle attuali più favorevoli condizioni di tasso, occorre considerare preliminarmente tre componenti:



In sostanza sarà possibile richiedere la sottoscrizione di un contratto IRS che preveda per il finanziamento in questione l'adeguamento dal tasso variabile a quello fisso prescelto a cui si aggiungerà lo spread applicato dalla banca.

Ogni istituto di credito possiede apposite tabelle come quella appresso riportata con indicazione, a seconda della durata della percentuale di tasso applicabile e delle commissioni da riconoscere alla banca per l'operazione in questione.

Si evidenzia che la convenienza ad eseguire tale tipo di operazione risulta evidente lì dove il debito residuo è almeno maggiore di euro 200mila vista l'incidenza delle commissioni mediamente percepite dalle banche.

IRS	3 anni	5 anni	7 anni	10 anni	15 anni
CLIENTE paga	0,50%	0,79%	1,03%	1,47%	1,95%
Commissioni per milione di eur	2.000	4.000	6.000	15.000	22.000

Esempio:

Contratto di mutuo con capitale di euro 1mln di euro - durata anni 10

- tasso variabile Euribor 3mesi + spread 3,20%

Con lo scopo di trasformare il tasso da variabile in fisso viene:

- sottoscritto IRS a 10 anni --- tasso fisso: 1,47% (v. tabella) + spread 3,20% = 4,67%

Il mutuatario pagherà il 4,67% in termini di interessi sul mutuo in questione per anni 10.

Naturalmente sarà sempre possibile l'estinzione dell'IRS anche prima della scadenza ma essendo un derivato potrà essere più o meno conveniente farlo a seconda se l'Euribor sarà maggiore o minore dell'IRS di periodo scelto; nel primo caso il mutuatario incasserà il differenziale (per tale motivo l'operazione in questione può avere anche applicazioni speculative).

Contratti CAP

Altra variante spesso utilizzata per contenere le variazioni aumentative di tasso è l'utilizzo del "tetto massimo" c.d. cap.

In sostanza si tratta di prevedere per il tasso variabile in origine stipulato, un limite massimo in termini percentuali oltre il quale non potranno mai registrarsi eventuali variazioni incrementative di tasso.

Esempio:

Contratto di mutuo con capitale di euro 1mln di euro - durata anni 10

- tasso variabile Euribor 3mesi + spread 3,20% = 3,06%

Il mutuatario richiede che per i prossimi 10 anni il tasso non debba andare oltre il 5%

- il mutuatario chiede quindi un CAP con strike (limite) dell'1,80% e cioè $5\% - 3,20\% = 1,80\%$.

Nella sotto riportata tabella si andrà in corrispondenza dello strike 2% in quanto valore più prossimo a quello appena determinato dell'1,80%.

In sostanza il mutuatario dovrà corrispondere sullo spread del 3,20% un tasso del 0,67% (v. tabella) calcolato trimestralmente per avere un CAP del 5%.

IRO CAP

a premio running

3 anni	5 anni	7 anni	10 anni	15 anni
--------	--------	--------	----------------	---------

strike 1,50%

0,18%	0,33%	0,47%	0,78%	1,07%
-------	-------	-------	--------------	-------

strike 2,00%

0,17%	0,30%	0,41%	0,67%	0,92%
-------	-------	-------	--------------	-------

strike 2,50%

0,16%	0,27%	0,36%	0,59%	0,80%
-------	-------	-------	--------------	-------

strike 3,00%

0,16%	0,26%	33,00%	0,53%	0,70%
-------	-------	--------	--------------	-------

Commissioni

per milione di eur

2.000	4.000	6.000	15.000	22.000
-------	-------	-------	--------	--------

01.03.2016

Demauro Giuseppe