



QUANDO SI PARLA DI...

LESSICO FINANZIARIO A CURA DELL' ASSOCIAZIONE SVIZZERA DEI GESTORI DI PATRIMONI

Carry Trade

(Prima parte) Ritorniamo su questo argomento già trattato negli anni precedenti, alla luce delle novità che ad esso si riferiscono. Anzitutto ricordiamo di che cosa si tratti: in termini essenziali significa indebitarsi in una valuta "poco costosa", cioè con interessi debitori bassi (e non soggetta ad un forte potenziale di rivalutazione), per investire in attività ad elevato rendimento atteso. Si tratta di una pratica molto diffusa su molti mercati, ma con caratteri mutati attraverso il tempo. Infatti le valute tradizionali storicamente all'origine dei *carry trades* sono state il franco svizzero e lo yen giapponese, i cui rendimenti, e quindi i cui tassi d'interesse debitori, sono stati molto inferiori rispetto a quelli medi delle altre valute. Ci si indebitava dunque in queste monete per investire in strumenti azionari od obbligazionari *high-yield*, cioè ad alto rendimento, o semplicemente in valute dal forte potenziale di apprezzamento, usando strumenti monetari (come classici fiduciari) o più semplicemente acquistando la valuta e tenendola sotto forma di liquidità. Le valute *target* dei *carry trades* sono state, nel tempo, grazie al loro potenziale di apprezzamento e/o agli alti rendimenti pagati, ora la sterlina britannica oppure il rand sudafricano, la corona norvegese od il dollaro australiano o neozelandese, la corona islandese,... In molti casi gli elevati rendimenti offerti non sono però riusciti, ad un certo punto, a compensare le brusche cadute che queste valute hanno registrato, per le ragioni più diverse, come la storia finanziaria documenta per i diversi momenti. Ma non solo: molti di questi *carry trades* hanno dovuto fare i conti non solo con il deprezzamento più o meno improvviso delle valute in cui l'operatore investiva, ma anche con l'apprezzamento di quelle in cui si era indebitato.

Da un lato il franco svizzero, sotto l'incalzare delle varie tempeste finanziarie ed economiche si apprezzava contro gran parte delle valute, e la stessa tendenza seguiva più o meno lo yen giapponese, tendenza accentuatasi più di recente con i forti rientri di capitali nipponici a seguito del terremoto, dello tsunami e dei conseguenti incidenti nucleari.

Con i nuovi scenari valutari che si sono progressivamente andati aprendo, la valuta di indebitamento che ha preso il posto di franco svizzero e yen è stato per molti il dollaro USA, il cui ruolo è per la verità più complesso e polivalente, come diremo nel prossimo articolo. (*continua*) - GLT

L'autore esprime la sua opinione personale e non vincola, di conseguenza, l'Associazione Svizzera di Gestori di Patrimoni.



QUANDO SI PARLA DI...

LESSICO FINANZIARIO A CURA DELL' ASSOCIAZIONE SVIZZERA DEI GESTORI DI PATRIMONI

Carry Trade

(Seconda parte) Il *carry trade* ideale vede dunque la vendita, o l'indebitamento, in una valuta a basso costo (basso tasso d'interesse) e senza potenziale di rivalutazione, per investire in un'altra valuta (od in strumenti denominati in quella valuta) con alti rendimenti, valore stabile o, meglio ancora, potenziale di rivalutazione. Il *carry trade* è tanto più interessante, per ovvie ragioni, quanto più ampio è il differenziale fra i tassi delle due valute e quanto più stabile è tale rapporto, così come il rapporto di cambio, nel corso del tempo, in quanto questo genere di operazioni finanziarie tende ad essere protratto su orizzonti temporali relativamente lunghi e ad utilizzare sovente un *leverage* importante.

Ovviamente la storia finanziaria ci mostra come queste condizioni ideali, ancorché talvolta si verificano per qualche tempo, tendono altrettanto spesso a "rompersi" per svariate ragioni, talvolta improvvisamente, soprattutto per quanto concerne i rapporti di cambio. Più graduale e prevedibile, così da consentire di "smontare" il *carry trade* quando non sia più interessante, è invece di solito la dinamica dei tassi d'interesse.

Si è detto come le valute classiche di indebitamento nei *carry* siano state il franco svizzero e lo yen giapponese, in virtù dei loro tassi d'interesse storicamente molto bassi. Ma si è anche visto come, per ragioni diverse, il loro valore esterno sia poi salito rapidamente, rendendo tali monete meno interessanti per il debitore. E si è anche osservato come la loro funzione sia stata da qualche tempo rimpiazzata dal dollaro USA, caratterizzato da tassi d'interesse ancora bassissimi e da una tendenza, almeno di lungo periodo, chiaramente orientata all'indebolimento, a causa anche della politica monetaria ultra-espansiva della Federal Reserve, con manovre quantitative a raffica. Così oggi ci si indebita in dollari USA per investire in valute *high-yield*, oppure in materie prime od in altri strumenti ad esse collegate. Ma il dollaro USA come valuta di indebitamento del *carry trade* presenta dei rischi supplementari: se è vero che il biglietto verde è tendenzialmente orientato al ribasso nel suo valore esterno (esiste appunto un indice che mostra il valore della moneta USA contro un *basket* di altre valute principali), vi sono anche rischi di movimenti valutari improvvisi, sia sul fronte della valuta di indebitamento (USD appunto) che su quelle di investimento. (*continua*) - GLT

L'autore esprime la sua opinione personale e non vincola, di conseguenza, l'Associazione Svizzera di Gestori di Patrimoni.



QUANDO SI PARLA DI...

LESSICO FINANZIARIO A CURA DELL' ASSOCIAZIONE SVIZZERA DEI GESTORI DI PATRIMONI

Carry Trade

(Terza parte) Concludendo lo scorso articolo, si notava una nuova tendenza del *carry trade*, che vede l'operatore indebitarsi nella valuta oggi particolarmente *low cost* sul panorama internazionale, cioè il dollaro USA, per investire in valute secondarie ad alto rendimento, come possono essere quelle australi o sud-americane più in voga, oppure in titoli in esse denominati. Ricordiamo come lo *spread*, cioè il differenziale fra i tassi di rendimento delle due monete, renda il *carry trade* tanto più vantaggioso quanto più esso risulti ampio. Ma si è detto come il tasso di indebitamento e di rendimento atteso siano solo una faccia della medaglia: va considerato anche il possibile deprezzamento della valuta in cui ci si indebita ed il possibile deprezzamento della moneta in cui si investe. Ciò ha rappresentato, per molti *carry trades* del passato, ad esempio con indebitamento in yen giapponesi o franchi svizzeri in risalita, un motivo di forte rischio o delusione, così come la caduta improvvisa e vertiginosa della valuta d'investimento, dal rand sudafricano alla corona norvegese, fino alla corona islandese un tempo in auge e dai rendimenti mirabolanti, prima del crack finanziario che ha sconvolto il paese. Per chi scelga la via del *carry trade*, un indicatore da considerare è quello della stabilità degli *spreads* di rendimento e di cambio relativo nel tempo, ricordando tuttavia come i movimenti possano essere anche repentini. La storia del mercato dei cambi lo indica chiaramente, anche perché è quello in cui si concentra la maggior quantità di *hot money*, quanto mai mobile ed instabile. E vige sempre la regola generale per cui ad alto rendimento – anche per una valuta – corrisponde più rischio, o a causa di inflazione interna, e dunque potenziale svalutazione, oppure a causa di altri squilibri. In questo senso la posizione del dollaro USA quale moneta di indebitamento del *carry* è particolarmente complessa: tassi (e quindi costi di indebitamento) estremamente bassi, tendenza di lungo periodo all'indebolimento, conti pubblici "pesanti" e squilibri commerciali che non lo favoriscono, ma anche valuta – per il momento – globale e di riferimento, che rappresenta ancora un rifugio per gli investitori quando sopraggiungano crisi e turbolenze pesanti sui mercati. Il tutto in una situazione in cui i "concorrenti" diretti a livello internazionale, quali l'euro, sono confrontati con problemi altrettanto acuti. Quindi un *carry* che presenta qualche rischio in più rispetto a quelli, già numerosi, che l'operazione normalmente comporta. (*fine*) - GLT

L'autore esprime la sua opinione personale e non vincola, di conseguenza, l'Associazione Svizzera di Gestori di Patrimoni.
