

## S-05 – Il C.S. nella copertura del Rischio di Cambio.



**... vogliamo scoprire il Currency Swap in un'ottica di copertura (hedging) da bruschi e sfavorevoli movimenti di Cambio ...**

Accompagnati dal "Cambiavalute e sua moglie" di Quentin Metsys - ma proiettati in ben altri tempi - ritorniamo tra voi per comprendere al meglio i sottili meccanismi di un moderno **Currency Swap**.

La volta scorsa ci eravamo attardati con gli amici **Sauro Scarpetti** e **Ayrton Tecchi** che ci avevano raccontato parecchie cose in merito al **Vantaggio Comparato**.

Ma forse non è male rivedere un po' i concetti:



*Ayrton, scusami. Mi ripeti i concetti?  
Non sono mica facili, sai?*

Ok, Sauro!

*Per quanto paradossalmente, il  
vantaggio comparato offre  
benefici ad entrambi!*



*Se guardi questa tabella, non avresti dubbi a quale tasso indebitarti: è certamente il \$.*

*Però il vantaggio comparato va oltre: guarda un po' i possibili miglioramenti*

Finanziamento in:		
	Euro	Dollari
Scarpetti:	3,5% tramite Istituto in Italia	<b>2% tramite Istituto all'Estero</b>
Tecchi:	<b>5% tramite Istituto in Italia</b>	2,4% tramite Istituto all'Estero

Infatti, facendo un calcolo velocissimo, sommando in diagonale i Tassi, otteniamo:

$$\mathbf{2\% + 5\% = 7\%}$$

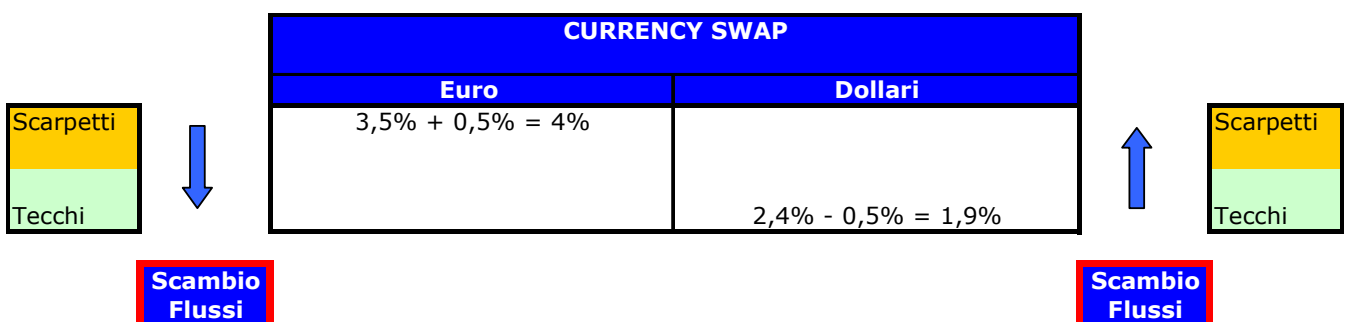
L'altra somma (ancora in diagonale) sarebbe questa:

$$\mathbf{3,5\% + 2,4\% = 5,9\%}$$

... ma per rendere lo scambio vantaggioso anche per Scarpetti, il suo amico Tecchi gli offre la differenza (dello 0,5%) in più.

In tutti i casi, Tecchi ha ottenuto un netto vantaggio poiché, alla fine, pagherà il 4% anziché il 5%.

Vediamo:



Ma per entrare un po' più nello specifico, è necessario domandarsi perché mai si debba fare questo Swap e chi, in realtà, ci stia guadagnando veramente.

Nel caso dei nostri due amici, ovviamente, il guadagno per entrambi sta nel pagare meno interessi.

Questo però non è l'unico motivo per cui si esercita un Currency Swap. Infatti molto spesso questo particolare Swap sulle Valute si applica in ottica speculativa sul Cambio oppure anche per coprirsi da eventuali svalutazioni di una Moneta nei confronti dell'altra.

In questa sede non vogliamo parlare di Trading sulla Valuta perché il Mercato dei Cambi (Forex) è un argomento estremamente complesso che meriterebbe un Corso specifico. Ci vogliamo accontentare di conoscere il Currency Swap in un'ottica di copertura (hedging) da bruschi e sfavorevoli movimenti di Cambio.

Se, per esempio, avessimo una grossa somma in denaro e decidessimo di investirla in Buoni del Tesoro Americani - perché magari rendono di più - dovremmo tener conto che ogni volta che ci "staccano la cedola" e riceviamo gli interessi, dovremmo cambiarli da Dollari in Euro in modo da poterli utilizzare qui in Italia.

Dal momento che gli interessi che riceviamo sono instabili nel tempo (es: a Gennaio, Aprile, Luglio, Ottobre ...) e magari avremmo proprio dovuto cambiarli in quelle date, la domanda che ci poniamo è relativa alla "Certezza del Cambio": **chi ci assicura che l' €/\$ (EurUsd) di Aprile sarà uguale a quello di Gennaio?**

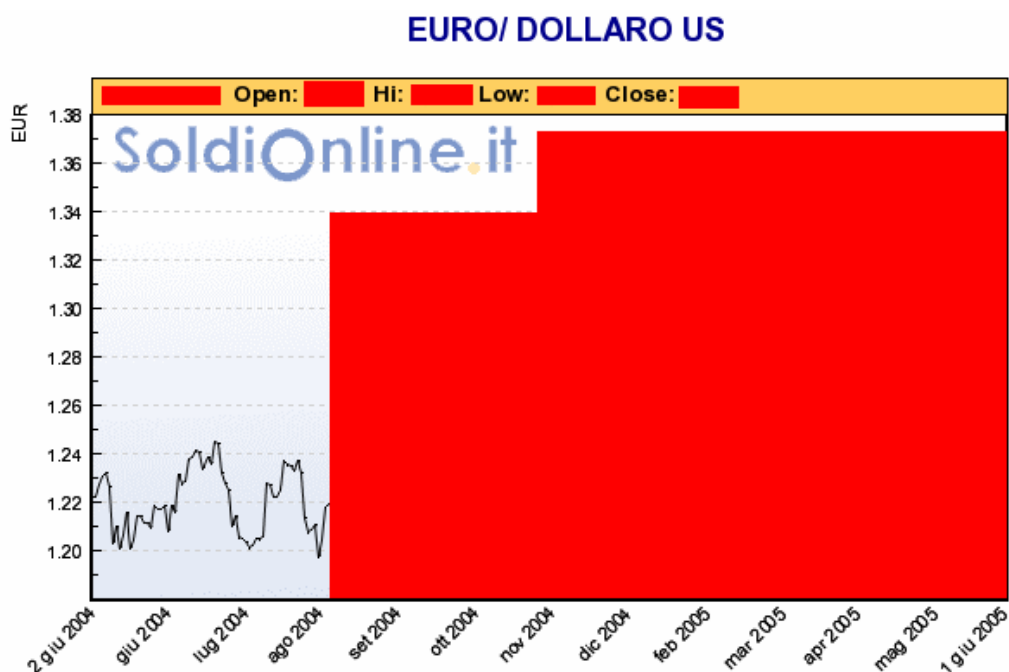
Già, bella domanda davvero!

**Questo è il tipico esempio di come si possa utilizzare un C.S. : evitare perdite sul Cambio.**

Vediamo qualche dato per il nostro esempio:

Supponiamo di indebitarci in \$ americani per **4 anni** al tasso del **4%**, investendo **1.000.000 di €**.

Al momento dell'investimento (Agosto 2004) il cambio EurUsd è di **1,22**.



*Nota:*

*Abbiamo opportunamente coperto in rosso il 'futuro' per non 'inquinare' la nostra analisi, i risultati li sapremo più avanti!*

Dunque ad Agosto 2004, 1 € valeva 1,22 \$.

Quindi 1.000.000 € valevano 1.220.000 \$.

**Abbiamo così investito 1.220.000 \$ al 4% per 4 anni.**

Se gli interessi che riceviamo scadono ogni 6 mesi, abbiamo il 2% al semestre ( in un anno 2% + 2% = 4%).

Dunque il 2% di 1.220.000 \$ ammonta a 24.400 \$ ... e così ogni 6 mesi ci vengono accreditati sul conto corrente 24.400 \$.

Ora inizia il problema ...

Se il cambio rimanesse uguale (1,22) andrebbe tutto a posto:  $24.400\$ = 24.400\$ : 1,22 \text{ €/}\$ = 20.000 \text{ €}$  (esattamente il 2% di 1.000.000 €).

Però pensiamo che nessuno di noi sia pronto a scommettere che nell'arco di 6 mesi il cambio €/ \$ rimarrà sempre lo stesso!

Se poi parliamo di grosse cifre come 24.400\$, in questo caso anche una piccola variazione del cambio ci creerà di sicuro non pochi problemi!

Vediamo che succede se alla cedola successiva, in Febbraio, il cambio si è modificato:

Facciamo delle stime utilizzando degli **scenari** immaginari.

Questi:

Cambio €\\$ a Febbraio	Cedola convertita in €	Utile\Perdita
1,13	€ 21.592	€ 1.592
1,31	€ 18.625	-€ 1.375

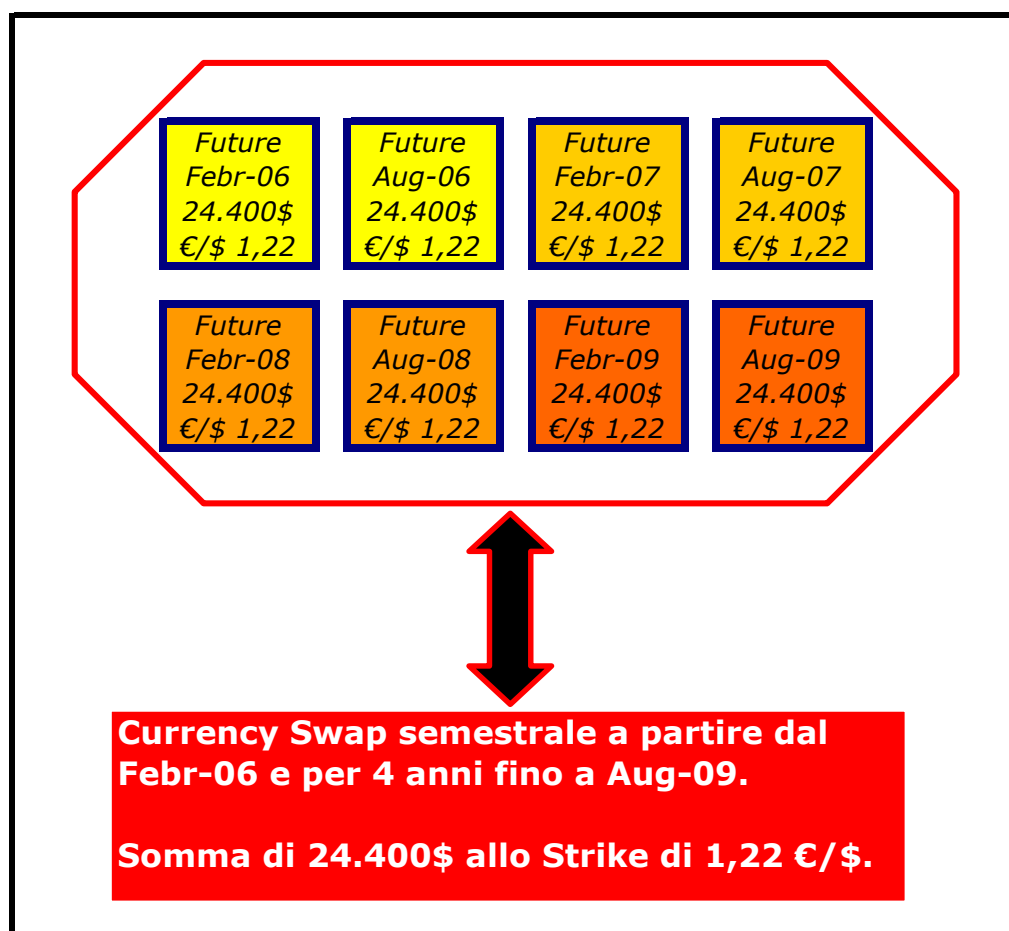
E' chiaro che il rischio di perdere un bel po' di soldi è piuttosto elevato!

Per evitare tutto ciò abbiamo due strade:

- 1) Esercitare una serie lunghissima di Future sul cambio (con Strike 1,22) e per tutte le scadenze (ogni 6 mesi per tutti e 4 gli anni del Buono del Tesoro)
- 2) Esercitare un Currency Swap.

Se ci pensiamo bene, il C.S. equivale a un 'pacchetto' contenente tutti i Future che ci occorrono e per tutto il tempo necessario.

Eccolo:



E adesso la domanda sorge spontanea: "Se posso fare tutto ciò con i Futures, a cosa realmente servirà uno Swap?".

Teoricamente lo Swap sembrerebbe superfluo ma, in pratica, risulta decisamente più comodo.

Infatti, così facendo, abbiamo subito a disposizione un **pacchetto** comprensivo di tutto senza sobbarcarci l'onere di rintracciare Controparti disponibili a esercitare un Future per ogni scadenza (non è detto che la Controparte sia sempre così pronta a mercanteggiare con noi!).

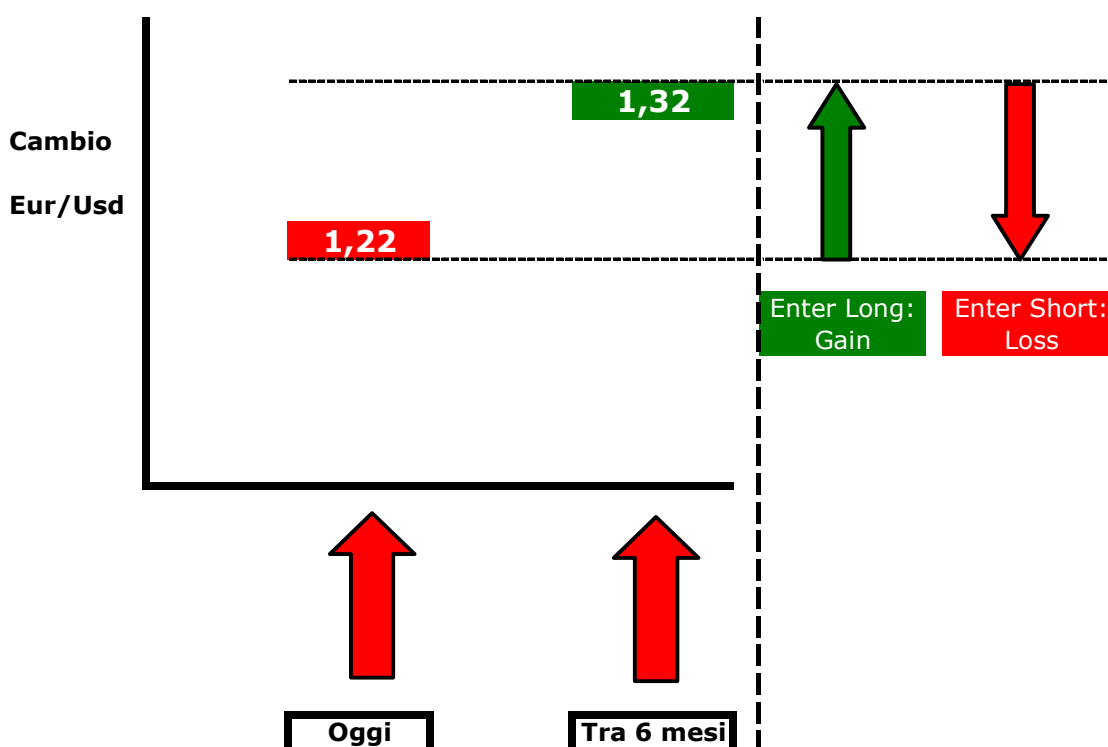
Di più ... c'è una particolarità insita negli Swap ma assente nei Futures:

I Futures possiedono (esattamente come gli IRS) il cosiddetto "**Cash Settlement**", ossia la caratteristica di far accreditare (addebitare) ad ogni scadenza **la sola differenza tra i due tassi** (in questo caso, quella tra i due cambi).

**In altri termini, il Future (e gli IRS) NON contabilizzano il valore intrinseco del Sottostante, ma solo ed unicamente la LORO DIFFERENZA.**

Se, per esempio, esercitiamo un Future sul cambio a 1,22 come Strike (supposto in data odierna, quindi At the Money - ATM -) e dopo 6 mesi il Mercato dei Cambi fosse salito a 1,32, **riceveremo** dalla Controparte la sola differenza (When Long) oppure la dovremo **pagare** (When Short).

Più o meno così:

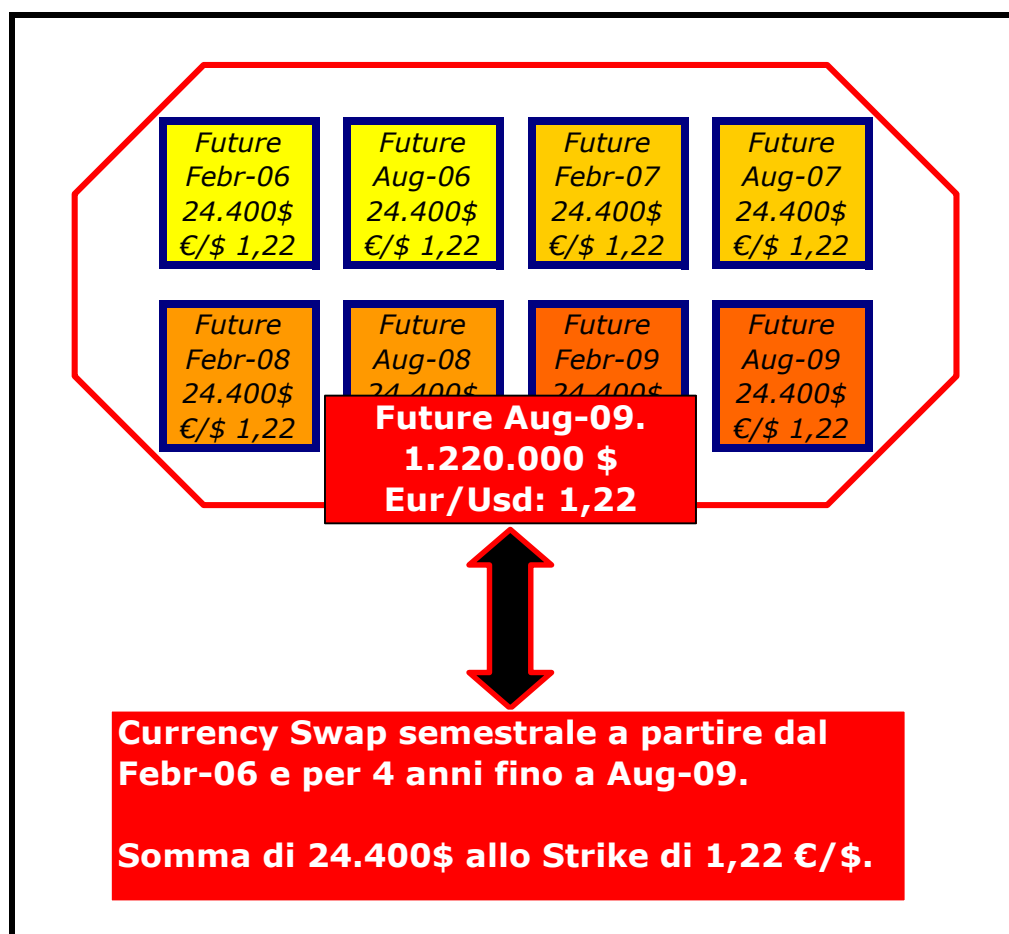


La differenza fondamentale tra i Futures (e gli IRS) e i C.S. è che:

- Per i Futures e gli IRS si valuta unicamente il Cash Settlement
- Per i Currency Swap si valutano contemporaneamente: Cash Settlement e Sottostante.

Ecco allora che, per riequilibrare lo Schema precedente, è necessario l'inserimento di un Future "finale" in grado di convertire il capitale:

Questo:



Ora il disegno è corretto!

Quindi i vantaggi del CS sono:

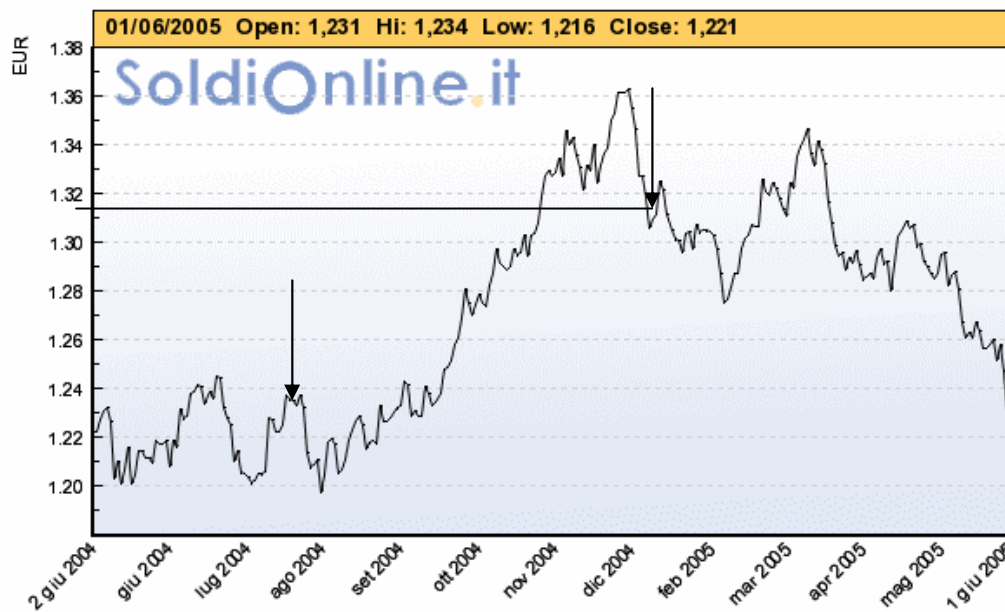
- 1) Un pacchetto omnicomprendivo di Future
- 2) Uno scambio contestuale di Capitale e di Interessi.

E questa particolarità è veramente fondamentale proprio perché è molto difficile (se non impossibile) trovare una Controparte disposta ad esercitare un Future a quattro anni (citiamo l'esempio) ad un cambio determinato e per un controvalore elevato come 1.000.000 di Euro.

Fatto questo importante chiarimento, possiamo finalmente - e con un po' di curiosità - andare a vedere come realmente sarebbe andata la cosa.

Ecco ... scopriamo il grafico ... così:

## EURO/ DOLLARO US



Al momento della prima cedola - Febbraio 2005 - il cambio era a 1,305 (osservate la linea sul grafico).

Tradotto in Euro:

$$24.400 \$ = 24.400 \$ : 1,305 \text{ €}\$ = \mathbf{18.697 \text{ €}}$$

E la perdita sul cambio sarebbe stata di:  $20.000 \text{ €} - 18.697 \text{ €} = 1303 \text{ €}$

**Ma ... magicamente ... utilizzando lo Swap, il rendimento certo e sicuro sarebbe stato di 20.000 €, indipendentemente dalla fluttuazione del Cambio!**

Ecco così spiegato uno dei più interessanti metodi di applicazione del Currency Swap nell'ambito della Copertura del Rischio di Cambio.

Vi attendiamo, sempre sul Portale di Soldionline, per dare fondo alle caratteristiche definitive dei Currency Swaps per poi passare alle 'evoluzioni' dei due strumenti IRS e C.S. che, di fatto, sono i **progenitori** di tutti gli altri Swap.

L'appuntamento riprenderà, come di consueto, a venerdì alterni.

A presto.

*Francesco Caranti e Ralph Sassun*