

3.2.1. Dinamica e volatilità dei credit spread: le valute ombra

Nel paragrafo 2.1.3 abbiamo ampiamente studiato il rapporto stretto che lega tassi di interesse e tassi di cambio quando i movimenti di capitale sono liberi; in genere la trasmissione di movimenti dei tassi di interesse sul tasso di cambio è immediata, dato che i capitali possono essere mobilitati sul mercato FOREX (*Foreign Exchange Market*, acronimo che indica il mercato dei cambi) 24 ore su 24.

Per nostra comodità, ricapitoliamo le dinamiche fondamentali: se i tassi di interesse nazionali rispetto a quelli vigenti in un'altra area valutaria salgono, il tasso di cambio si apprezzerà (cioè ci vorranno meno unità di valuta nazionale per acquistare un'unità di valuta estera); questo per via dell'istantaneo movimento dei capitali finanziari verso l'area valutaria nazionale, che aumenta la domanda di attività finanziarie denominate in valuta nazionale e dunque il loro prezzo (sempre in valuta nazionale). Viceversa, se i tassi di interesse nazionali rispetto a quelli vigenti in un'altra area valutaria scendono, il tasso di cambio si deprezzerà (cioè ci vorranno più unità di valuta nazionale per acqui-

Figura 103 – Andamento comparato del differenziale di tassi di interesse e del tasso di cambio Italia-Germania (periodo 1993-1999)

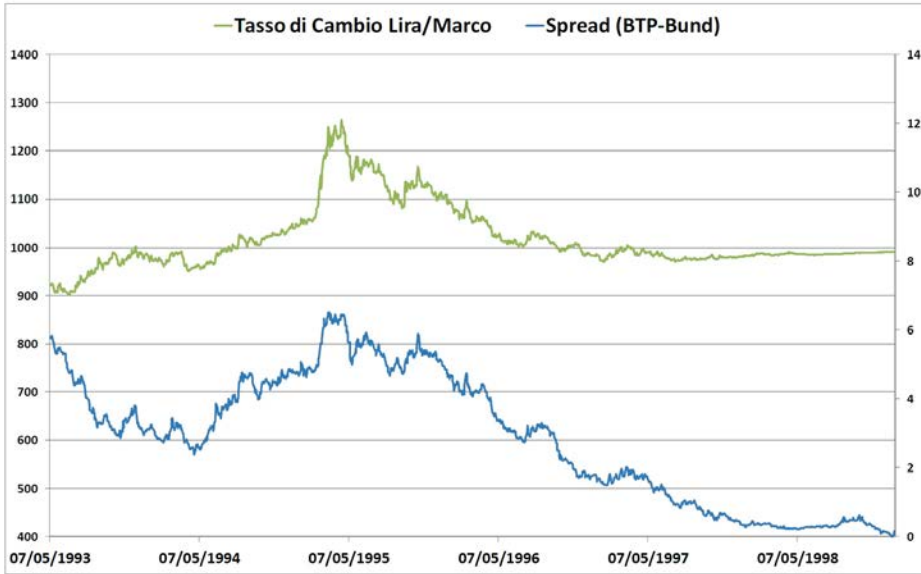


Figura 104 – Andamento comparato del differenziale di tassi di interesse e del tasso di cambio Spagna-Germania (periodo 1993-1999)

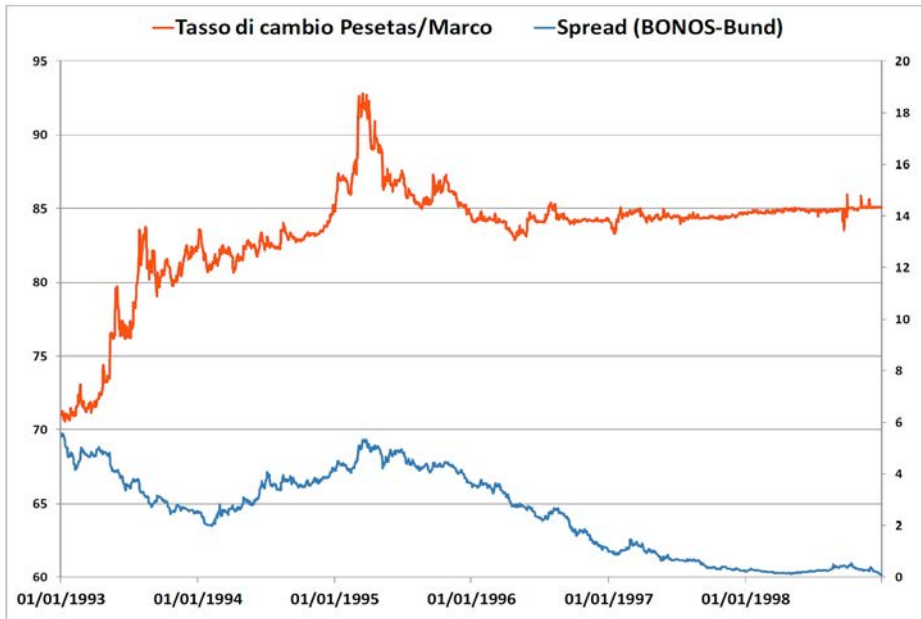
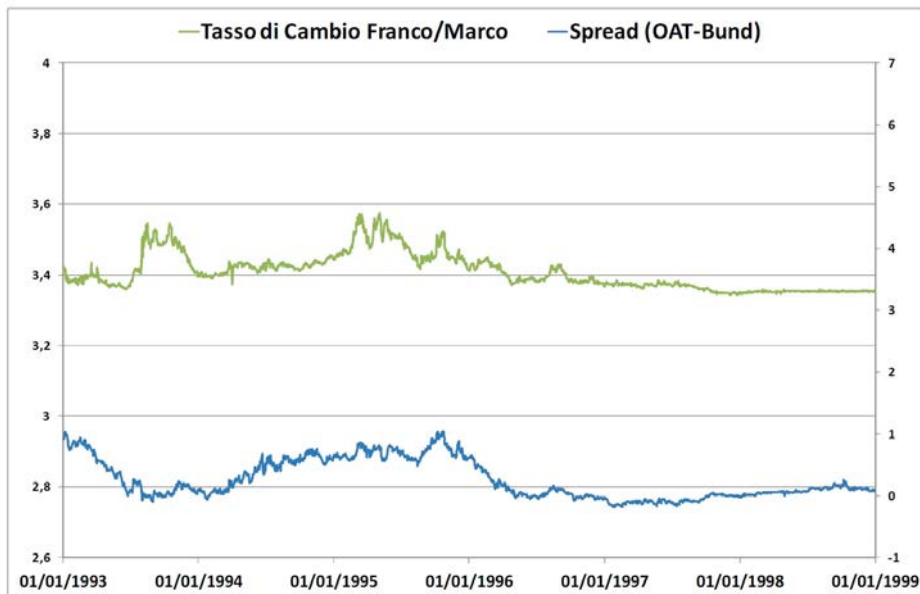


Figura 105 – Andamento comparato del differenziale di tassi di interesse e del tasso di cambio Francia-Germania (periodo 1993-1999)



stare un'unità di valuta estera); questo per via dell'istantaneo movimento dei capitali finanziari verso l'area valutaria estera, che aumenta la domanda di attività finanziarie denominate in valuta estera e dunque il loro prezzo (sempre in valuta estera).

Le figure 103, 104, 105 ci illustrano i movimenti sincroni dei differenziali di tassi di interesse e dei tassi di cambio di Italia, Francia e Spagna rispetto alla Germania nel periodo pre-Euro 1993-1999.

Dalle figure 103, 104, 105 è possibile osservare la significativa riduzione di volatilità simultanea dei differenziali di interesse e dei tassi di cambio, in un rapporto causale; al fine di convergere verso un regime di cambi fissi reciproci, i tassi di interesse dell'Eurozona dovevano essere stabilizzati con variazioni estremamente contenute, pena ripercussioni immediate sull'equilibrio dei flussi finanziari e commerciali.

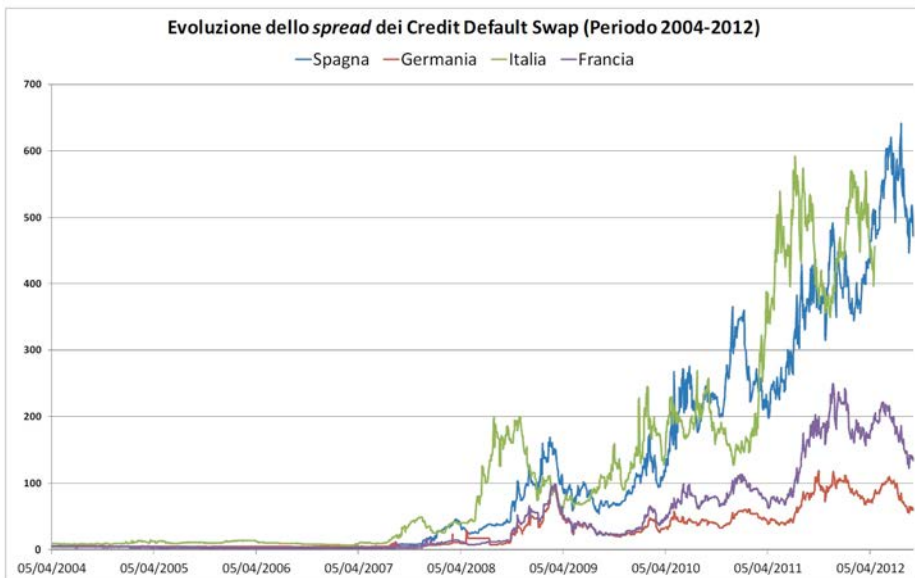
Siamo ora nel 2004. In un contesto di scarso interesse da parte della comunità finanziaria, viene lanciato sul mercato lo strumento del CDS *sovereign*, che abbiamo studiato insieme nel paragrafo 1.4; al momento si ritiene dubbia l'utilità di uno strumento finanziario che assicura contro il possibile *default* di uno Stato sovrano, sia perché si ritiene irrisoria la probabilità che tale evento avvenga per la maggior parte dei Paesi industrializzati sia perché gli operatori non sono convinti dell'efficacia della protezione. Per i successivi 3 anni infatti il volume scambiato di questi strumenti rimarrà trascurabile ed i premi pagati per

ottenere questo tipo di assicurazione rimarranno bassissimi, quasi simbolici (per l'Italia ad esempio, il premio si aggirerà per molto tempo sotto i 10 bps, cioè pago lo 0,1% per ottenere 5 anni di assicurazione su un nozionale di 100 contro il *default* del governo italiano (cfr. di nuovo paragrafo 1.4); questi dati sono a riprova che gli operatori non qualificano nessun rischio di credito sostanziale attraverso tale strumento, sia perché non ritengono possibile un *default* di un Paese dell'area Euro, sia perché non hanno fiducia nei CDS *sovereign* come strumento di protezione contro il *default* di uno Stato sovrano.

Proiettiamoci nel 2008.

Nel periodo immediatamente successivo a Lehman Brothers, la nuova consapevolezza della presenza del rischio di credito per i Paesi dell'Eurozona colpisce non soltanto i prezzi dei titoli governativi ma anche l'equivalente strumento finanziario *Credit Default Swap* (cfr. paragrafo 1.4). Di conseguenza gli *spread* sui CDS *sovereign* dell'area Euro cominciano a seguire un sentiero di crescita a testimonianza di un costo di assicurazione contro il rischio di *default* di questi Paesi in incremento sostanziale (cfr. figura 106), più marcato per Italia e Spagna e meno per Francia e Germania.

Figura 106 – Evoluzione dello spread dei Credit Default Swap per Spagna, Germania, Italia e Francia (periodo 2004-2012)



Insieme allo *spread*, abbiamo una crescita concomitante dei volumi scambiati su questi strumenti, soprattutto nell'ultimo anno: infatti il *default* di parte del debito greco nel marzo 2012 e l'ordinata applicazione dei contratti CDS sulla

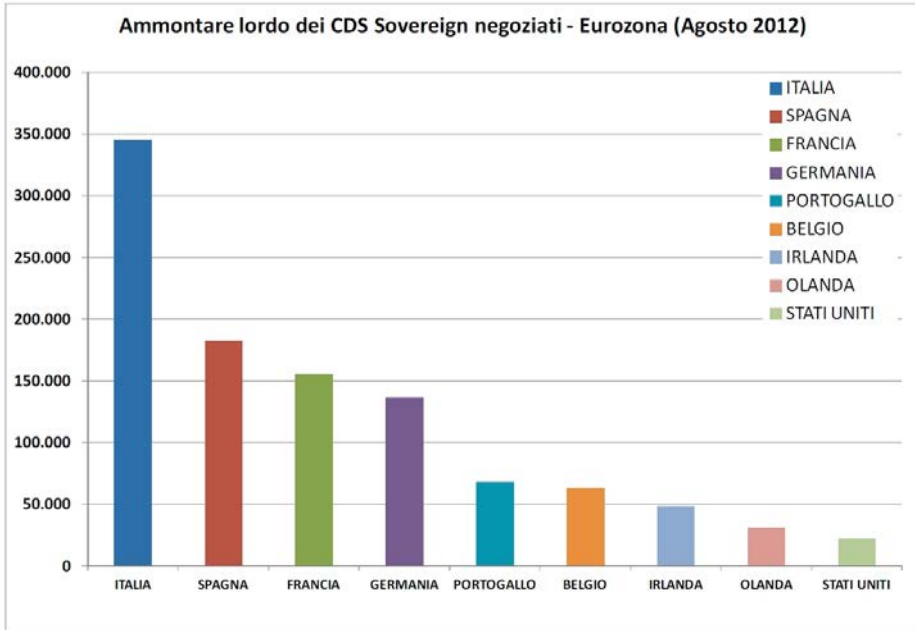
Grecia ha fugato gli ultimi dubbi sull'effettiva efficacia dei CDS nella gestione del debito sovrano (almeno di Paesi con un debito dell'ordine di grandezza della Grecia). Prima di questa grande operazione di *swap*, infatti, il mercato continuava a nutrire dubbi sull'efficacia della protezione garantita dai CDS. In particolare, i dubbi si concentravano sulla dichiarazione o meno di evento di *default*, di per sé arbitraria in casi come questo di parziale ristrutturazione del debito.

Gli organismi finanziari internazionali (Fondo Monetario Internazionale, Banca Centrale Europea) hanno invece coordinato con successo una massiccia operazione, in accordo con i creditori esteri della Grecia – principalmente banche francesi – con cui le banche hanno accettato perdite fino al 70% sul nominale di riferimento. L'evento di *default* è stato dichiarato, sebbene in circostanze poco chiare, ed i CDS sono scattati dunque regolarmente. Visto il successo manifesto dell'operazione, viene da chiedersi perché non sia stata avviata prima una procedura di ristrutturazione, visto che era chiaro fin da metà 2011 che il governo greco non era in grado di adempiere alle proprie obbligazioni, invece di insistere con manovre di *austerità* imposte alla popolazione e prestite-ponte alle banche che hanno solo peggiorato le condizioni strutturali dell'economia e guadagnato qualche mese; a pensar male, forse questo intervallo di tempo serviva a consentire ai creditori di uscire da posizioni finanziarie in CDS «pericolose» per la propria stabilità finanziaria, a spese dell'avvitamento economico della Grecia. Si dice che a pensar male ci si azzecca sempre; sta di fatto che il mercato dei CDS è uscito vincitore da questa operazione ed ora è più florido che mai.

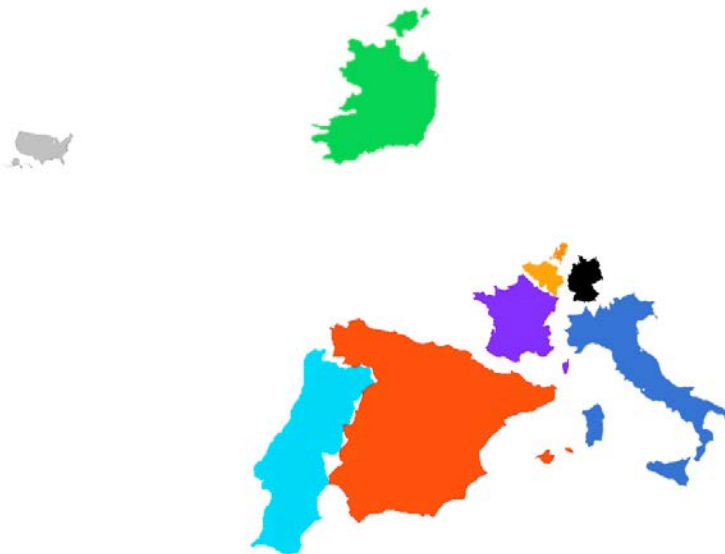
La figura 107 ci fornisce una quantificazione della dimensione attuale del mercato dei CDS sui *sovereign* dell'area Euro.

La dimensione del debito italiano e l'attuale precaria posizione in termini di merito di credito percepito fanno sì che il CDS sull'Italia sia di gran lunga il più negoziato sui mercati internazionali; in realtà l'ammontare dei CDS sulla Spagna indica, proporzionalmente al debito preesistente, un'attenzione maggiore ad assicurarsi contro un possibile *default* iberico. Altrettanto significativa è la quota di mercato assai limitata rappresentata dai CDS sugli USA, benché il debito americano sia il più grande al mondo: al riguardo si rinvia alle riflessioni svolte nel paragrafo 1.4. Per capire meglio questo concetto, la figura 108 mostra una rappresentazione dei Paesi di cui alla figura 107, dove le dimensioni sono proporzionate al rapporto tra ammontare lordo dei CDS *Sovereign* negoziati ed entità del debito pubblico. Ad esempio, l'Irlanda è molto grande perché il suo ammontare lordo di CDS negoziati, sebbene modesto in valore assoluto, è assai rilevante rispetto all'entità del suo debito pubblico; al contrario la Germania è disegnata in misura ridotta perché il significativo ammontare lordo di CDS negoziati in valore assoluto perde rilevanza se rapportato alle dimensioni del debito pubblico tedesco.

**Figura 107 – Ammontare lordo dei CDS Sovereign negoziati (mln €).
USA ed Eurozona (agosto 2012)**



**Figura 108 – Ammontare lordo dei CDS Sovereign negoziati in rapporto all'entità
dei debiti pubblici nazionali (USA ed Eurozona – agosto 2012)**



Si consideri ora l'ulteriore concetto che segue.

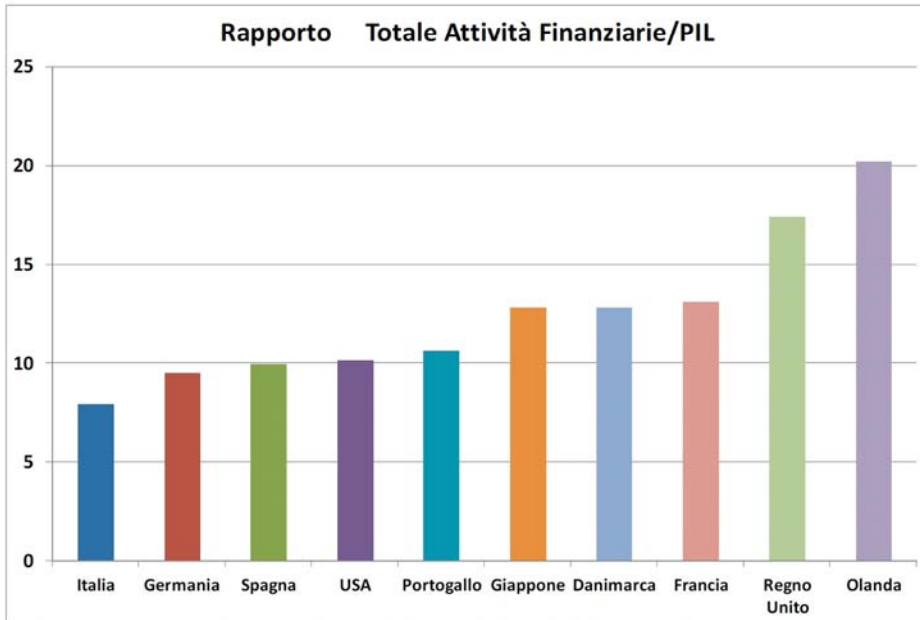
Nel 2008 le attività finanziarie all'interno delle economie europee avevano un peso decisamente superiore rispetto alle attività reali corrispondenti; la relazione tra attività finanziarie ed attività reali, misurata dal rapporto tra totale delle attività finanziarie e PIL, determina il cosiddetto *grado di finanziarizzazione* dell'economia ed è uno strumento molto utile per capire quante transazioni effettuate attraverso una determinata valuta possano essere attribuite all'economia reale o al solo sistema finanziario. La figura 109 fotografa il grado di *finanziarizzazione* di alcune delle maggiori economie mondiali all'inizio del 2008: è evidente come economie molto aperte e con un peso rilevante del terziario avanzato possano arrivare ad un rapporto tra attività finanziarie/PIL che sfiora le 20 volte. Per l'Eurozona la media si aggira intorno ad un coefficiente di 10, comunque di non trascurabile importanza.

Questo fenomeno implica naturalmente che la stragrande maggioranza delle transazioni regolate in una determinata valuta riguarda attività finanziarie; possiamo immaginare intuitivamente il totale delle transazioni effettuate in Euro come la somma di un «piccolo» insieme di transazioni commerciali regolate in valuta contante, un insieme un po' più grande di transazioni commerciali regolate attraverso l'utilizzo di strumenti finanziari e l'enorme massa di transazioni puramente finanziarie regolate elettronicamente; qualcuno parlerebbe di operazioni «carta contro carta» ma oggi si dovrebbe dire «*bit* contro *bit*». Dall'esame della figura 109 possiamo affermare che per l'Italia il totale delle transazioni in Euro associabili ad attività reali è meno del 10% del totale, mentre oltre il 90% dipende esclusivamente dallo scambio di attività finanziarie.

Sperimentare differenti tassi di interesse all'interno dell'Eurozona significa osservare prezzi differenti per le attività finanziarie a seconda del mercato di riferimento: si prendano ad esempio i titoli governativi a 10 anni di Italia e Germania, prima del 2008 considerati come prodotti sostanzialmente identici (e con un prezzo identico, 100 €): i primi hanno dei rendimenti impliciti elevati e hanno un valore di mercato di 95 € mentre i secondi vengono valutati molto dal mercato con un prezzo quotato di 105 €.

Nell'ipotesi di perfetta succedaneità i due titoli dovrebbero avere lo stesso prezzo, pari a 100 €. Ora, se non fossimo al corrente che tali differenze dipendono da una diversa valutazione del merito di credito e del rischio di *default* dei due governi potremmo benissimo ipotizzare che le differenze dipendano da un tasso di cambio tra «l'Euro italiano» e «l'Euro tedesco» che tra il 2008 ed il 2012 si è svalutato, rendendo per l'investitore che si muove con «l'Euro italiano» l'attività finanziaria tedesca notevolmente più costosa. In altri termini, il differenziale di *spread* che rappresenta il merito di credito di un Paese rispetto ad un altro è concettualmente molto simile ad una sorta di «tasso di cambio ombra» tra i due Paesi.

**Figura 109 – Rapporto totale attività finanziarie/PIL
di alcune delle maggiori economie mondiali**



E non solo concettualmente: se mettiamo su uno stesso grafico i differenziali dei tassi di interesse tra Italia e Germania da un lato e i tassi di cambio tra le valute Lira e Marco (fintanto che c'erano), insieme ai differenziali di *spread* sui CDS rappresentativi del merito di credito (da quando sono apparsi) dall'altro, possiamo trovare sorprendenti similitudini nelle dinamiche evolutive.

Diamo un'occhiata attraverso la figura 110.

Effettivamente, nel periodo di convergenza dei tassi di interesse 1999-2007 il differenziale tra i CDS *spread* è praticamente fermo a 0 ed è come se il «tasso di cambio ombra» (quello reale è oramai fissato) sia nelle condizioni di rimanere in equilibrio. Quando dal 2008 il differenziale tra i titoli governativi italiani e tedeschi inizia a crescere, il tasso di cambio ombra inizia a deprezzarsi, indicando una crescita del costo in «Euro italiani» delle attività finanziarie tedesche. Anche le volatilità del tasso di cambio vero (in verde) e ombra (in rosso) sembrano paragonabili, avvalorando l'intuizione di un'assimilabilità delle due grandezze.

È possibile ripetere lo stesso esperimento anche per Spagna e Francia nel loro rapporto con la Germania, per sperimentare come la divergenza dei tassi di interesse nominali renda interpretabile la negoziazione di attività finanziarie come se fosse regolata in differenti valute ombra (cfr. figure 111, 112).

Figura 110 – Andamento comparato del differenziale di tassi di interesse e del tasso di cambio (reale ed ombra) di Italia e Germania

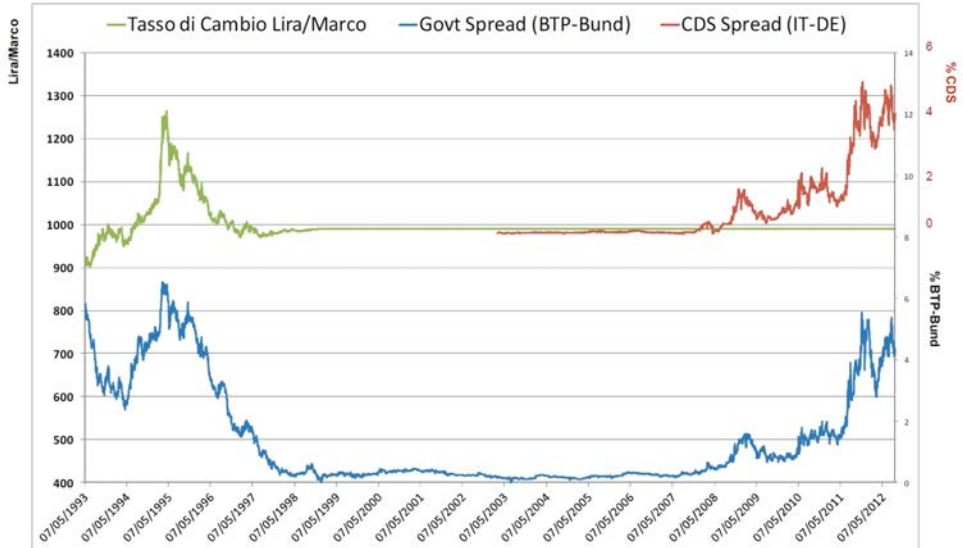
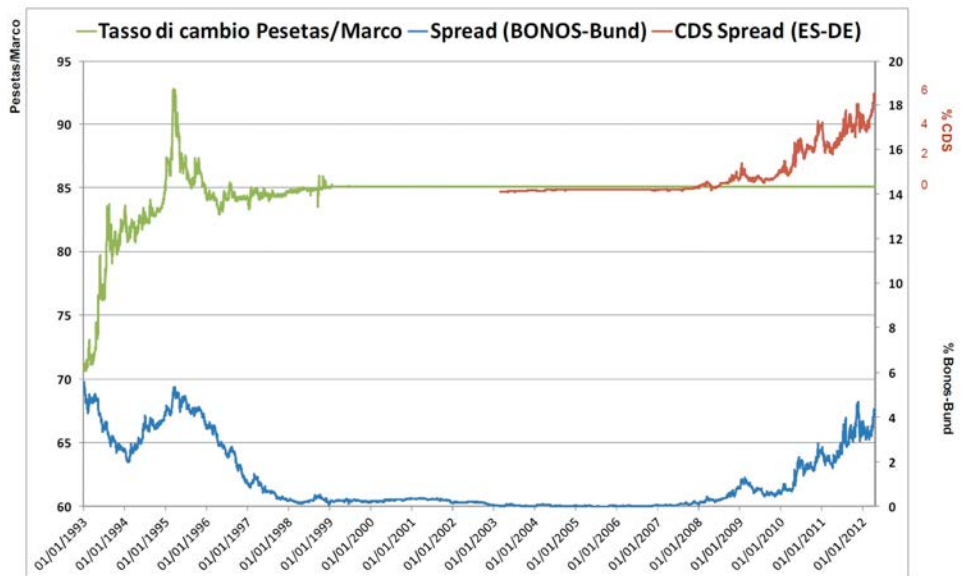


Figura 111 – Andamento comparato del differenziale di tassi di interesse e del tasso di cambio (reale ed ombra) di Spagna e Germania



Per le figure 111 e 112, le considerazioni sono analoghe al caso dell'Italia. Nel periodo di convergenza dei tassi di interesse 1999-2007 il differenziale tra i CDS *spread* di Spagna (Francia) e Germania è praticamente fermo a 0 ed è come se il «tasso di cambio ombra» (quello reale è oramai fissato) sia nelle condizioni di rimanere in equilibrio. Quando dal 2008 il differenziale tra i titoli governativi spagnoli (francesi) e tedeschi inizia a crescere, il tasso di cambio ombra inizia a deprezzarsi, indicando una crescita del costo in «Euro spagnoli (francesi)» delle attività finanziarie tedesche. Anche le volatilità del tasso di cambio vero (in verde) e ombra (in rosso) sono del medesimo ordine di grandezza.

In definitiva si tratta ovviamente di un'ipotesi di lavoro, che utilizza un'opportuna riscalatura delle serie storiche al fine di dare evidenza di similarità statistiche relative alla volatilità, difficilmente intuibili solo attraverso i semplici numeri. La finalità è permettere di capire come i movimenti dei tassi di interesse, che in un mondo a cambi flessibili si riflettono immediatamente sul tasso di cambio, all'interno dell'Eurozona non possano «sfogarsi» sui tassi di cambio e provochino di conseguenza squilibri nei flussi finanziari e commerciali, che alimentano a loro volta le tensioni sul rischio di credito degli Stati membri e dunque i movimenti convulsi dei CDS *spread* che si sono sperimentati durante il periodo di crisi 2008-2012.

Figura 112 – Andamento comparato del differenziale di tassi di interesse e del tasso di cambio (reale ed ombra) di Francia e Germania

