

PEOPLE: Dan Gramza p.44

TRADERS' TRADERS

Abbonamento cartaceo 10 numeri euro 30,00
Abbonamento digitale 10 numeri euro 63,00
Numero singolo cartaceo euro 12,50
Numero singolo digitale euro 3,00

ISSN 2499-4316

InvestimentiTradingRisparmio

TRADERS' Magazine Italia | www.traders-mag.it

**SUPPLEMENTO
LANTERN FUND
FORUM
2016**

GIUSEPPE SEMERANO

Chief Investment Officer SCM SIM S.p.A.

SCM SIM, ADVISORY A 360°

Servizi e soluzioni personalizzate p.24



COVERSTORY

SUCCESSO CON IL TREND-FOLLOWING p.16

SCM SIM, Advisory a 360°

Servizi e soluzioni personalizzate

Reduce dalla quotazione a Piazza Affari del 28 luglio scorso, Solutions Capital Management SIM S.p.A. (SCM SIM), la prima SIM quotata sul mercato AIM di Borsa Italiana, e guidata magistralmente dall'Amministratore Delegato Antonello Sanna, continua la sua crescita, rafforzando la rete commerciale e integrando la gamma di servizi di advisory per la propria clientela. Con circa 30 consulenti finanziari, ad oggi la SIM gestisce circa 500 clienti con un miliardo di asset under control. Il Multi Family Office milanese, con uffici a Bergamo, Verona, Latina e Roma ha di recente aperto un ufficio a Londra per consolidare la propria presenza anche all'estero.

Abbiamo intervistato Alessandro Bernazzani, Responsabile Marketing & Communication e Investor Relator di SCM SIM S.p.A. che ci racconta quali soluzioni e servizi caratterizzano la loro offerta e qual è il target dei clienti a cui si rivolge.

“Il modello di SCM non è comune. Abbiamo scelto sin dal principio di servire pochi clienti e con situazioni complesse, in contrapposizione ai modelli industriali. Tramite i servizi di Wealth management, SCM SIM offre soluzioni di advisory personalizzate per i propri clienti, applicando un modello di business unico, innovativo e sostenibile in Italia. Oggi parlare di asset allocation e investimenti per i clienti non è più sufficiente e le grandi reti di private banking hanno un approccio troppo focalizzato sulla vendita di prodotti rispetto ai servizi legati alla consulenza. Infatti, SCM SIM non si limita a svolgere il servizio di asset allocation per i propri clienti, ma considera il loro patrimonio con una visione d'insieme, occupandosi di tutti gli aspetti, quali questioni successorie, la consulenza in campo assicurativo e immobiliare e l'ottimizzazione fiscale. Nonostante i rallentamenti dell'entrata in vigore della Mifid II, che detterà le nuove regole in termini di trasparenza verso il cliente, sono certo che il mercato stia andando sempre più verso un modello di consulenza, come il nostro, ovvero: indipendente da gruppi bancari, assicurativi e industriali e trasparente perché seguiamo un modello evoluto e già in linea con Mifid II. Noi non percepiamo rebates da terzi, ovvero commissioni retrocesse dall'emittente all'intermediario e separiamo il denaro da chi lo gestisce. In questo modo, chi si rivolge a noi ha piena conoscenza dei costi. In termini di servizi, oltre alle gestioni patrimoniali e all'attività di advisory per la clientela private, SCM SIM offre advisory anche alla clientela istituzionale (compagnie previdenziali, enti o fondazioni

F1) Alessandro Bernazzani



Responsabile Marketing & Communication e Investor Relator SCM SIM S.p.A.
Fonte: SCM SIM

ma anche aziende private) che vogliono ottimizzare la gestione della propria tesoreria.

Il Wealth Management di SCM SIM, rappresenta la massima espressione del modello di business di SCM SIM. Con una logica di Multi Family Office, SCM SIM si posiziona a fianco dei propri clienti, proprio come un vero life coach, fornendo strategie, soluzioni e strumenti necessari per la pianificazione, protezione e gestione del loro patrimonio complessivo. A rivolgersi al Wealth Management di SCM SIM, sono per la maggior parte famiglie, imprenditori e clienti istituzionali, i quali iniziano un percorso articolato ma di consapevolezza sullo status raggiunto e su quello futuro, in termini di aspettative e bisogni familiari, aziendali e di patrimonio, ovvero, passaggio generazionale, eventi di liquidità e conservazione degli investimenti, il tutto avendo sempre sotto controllo il livello di rischi e costi. Si tratta di un servizio altamente personalizzato che SCM SIM offre alla propria clientela, focalizzato sul concetto di protezione e creazione di valore nel lungo periodo per il cliente e con il cliente.”

Come guadagnare in presenza di tassi negativi e come proteggere il patrimonio finanziario.

“Ogni battaglia è vinta prima ancora di essere combattuta” (Sun Tzu)

Durante i conflitti bellici, l'informazione è la prima cosa che un generale deve avere per definire le strategie militari e prendere decisioni. In finanza è esattamente la stessa cosa. Negli anni ottanta, avere accesso ad informazioni riservate era l'unica strada per ottenere un vantaggio competitivo sui mercati finanziari. Oggi, trent'anni più tardi, al posto dell'“insider information”, i traders possono vincere la battaglia grazie alle loro capacità di analizzare e processare le informazioni. Attraverso l'ingegneria finanziaria, le banche hanno emesso sul mercato migliaia di titoli strutturati, subordinati, covered warrants e derivati che, in teoria, possono essere valutati da chiunque. Nella pratica soltanto poche persone sono in grado di farlo correttamente e a queste persone non importa se i tassi sono al 3%, al 2% o negativi come adesso.

Abbiamo intervistato Giuseppe Semerano, Responsabile Area Investimenti di SCM SIM S.p.A. che ci svela alcune strategie da adottare per guadagnare con le obbligazioni nello scenario odierno, caratterizzato dalla presenza di tassi negativi.

F2) Giuseppe Semerano



Chief Investment Officer SCM SIM S.p.A.

Fonte: SCM SIM

“Da diversi decenni, l'industria del risparmio gestito, non fa che ripetere “se si vuole avere una maggiore aspettativa di guadagno, bisogna essere disposti a rischiare di più”. Da qui la solita classificazione delle linee di gestione da “prudente” ad “aggressiva”, la cui principale differenza è la minore o maggiore presenza di titoli azionari.

Guardando all'industria della gestione collettiva del risparmio poco cambia. Fatte qualche rara eccezione, la

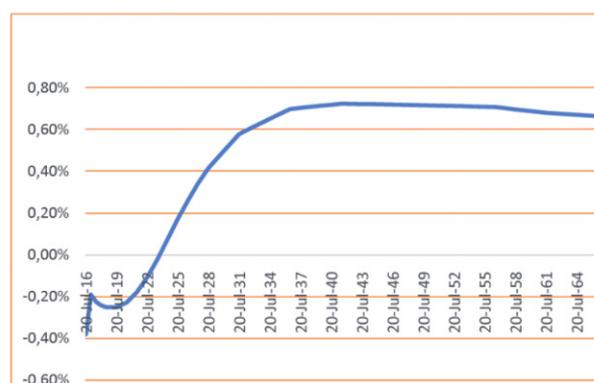
maggior parte dell'industry “Ucits compliant”, offre prodotti decisamente standardizzati tra di loro. Quest'ultimi investono in titoli obbligazionari, azioni, altri fondi e raramente utilizzano derivati al fine di aumentare la leva o ridurre i principali rischi finanziari. Fino ad ora, tale modello è sembrato funzionare. Se infatti si riescono a caricare commissioni che vanno dalle poche decine di basis point (1 bp = 0.01%) ai diversi punti percentuali, significa che la domanda rimane alta per questa tipologia di prodotto nonostante vengano riconosciute scarse performance ai clienti, spesso non proporzionali ai rischi. Chi vuole spendere meno ha a disposizione gli ETF, ma la logica non si discosta di molto.

Se negli ultimi anni, infatti, i tassi d'interesse positivi consentivano comunque ai gestori di investire con un minimo di ritorno sul capitale, ora i tassi negativi fino a quasi il decimo anno di scadenza rischiano di mandare in crisi il modello tradizionale di gestione, il quale generalmente è capace di generare profitti se i tassi scendono e i prezzi di Borsa salgono, cosa molto difficile nello scenario opposto.

Come si fa quindi a investire dei capitali ottenendo un profitto positivo quando i tassi sono negativi? Per riuscirci bisogna innanzitutto essere un trader.

Prima regola: il trader “non scommette mai” in quale direzione vanno i mercati, l'unica cosa che interessa davvero a un trader è che i mercati “si muovano”. Chi infatti opera negli hedge funds o nei proprietary desk bancari, è a conoscenza del fatto che gli investitori si dividono generalmente in due categorie: chi agisce in base alle sue opi-

F3) Proiezione dei tassi su base temporale



Si osservi l'andamento della linea.

Fonte: SCM SIM



“Ogni battaglia è vinta prima ancora di essere combattuta” (Sun Tzu)



nioni (le cosiddette “view”), le quali, se va bene, nel 50% dei casi sono sbagliate, e chi invece investe soltanto in operazioni finanziarie sicure, i cosiddetti “arbitrage deals” (operazioni di arbitraggio). I primi sono quelli che il grandissimo Oliver Stone, nella famosa pellicola “Wall Street”, tramite il suo personaggio, lo spietato Gordon Gekko, definiva le “pecore”. Il protagonista asseriva sempre in proposito che “le pecore vengono scannate”. Chi decide di fare trading come mestiere deve sapere che il segreto non è assumersi i rischi – prima o poi infatti si sbaglia – ma farli assumere ad altri, quindi trasferirli.

Per chiarire meglio il concetto, si immagini di essere un costruttore edile. Chi decide di costruire un immobile sa bene che, sommando tutti i costi necessari alla realizzazione, il prodotto finito sarà a lui disponibile ad un prezzo probabilmente inferiore del 30-40% rispetto i prezzi di mercato di quella zona. In altri termini, l’utile lo si realizza quando si compra, in questo caso un terreno a basso costo, e non quando si vende. Nessun bravo costruttore inizierebbe mai un cantiere se non avesse un’alta probabilità di vendere agevolmente tutti gli appartamenti una volta costruiti. La stessa analogia vale per qualsiasi altra attività. L’elemento che cambia è il così detto “sconto” al quale si acquista, che si traduce nel margine atteso per l’investitore, in quanto è funzione del tempo necessario a recuperare il capitale investito e del rischio di subire degli imprevisti prima della dismissione di tutti gli asset.

In finanza vale la stessa regola: chi acquista asset a prezzi sottovalutati (inferiori al loro “fair value”) ha una maggiore probabilità di portare a casa un utile rispetto a chi compra e vende i titoli “a prezzi di mercato”. Abbiamo quindi scoperto la seconda regola. I Traders comprano sul BID e vendono sull’ASK, non viceversa, come in genere fanno i gestori dei fondi e gli investitori retail. Dalla seconda regola ne consegue subito la terza. Maggiore è il bid-offer, maggiore è la probabilità di comprare basso e rivendere alto. Ricordarsi sempre che è importante non aver fretta di chiudere il deal. Se un titolo è molto liquido

difficilmente si riuscirà a inserirsi all’interno del bid/offer spread (differenza tra il prezzo offer e il prezzo bid).

Al contrario, con un titolo poco liquido, si hanno più probabilità di poter inserire proposte di negoziazione in acquisto e vendita, con l’obiettivo di portarsi a casa tutto il bid offer spread. Maggiori quindi saranno i volumi dei titoli negoziati con bid/offer spread ampi e maggiore sarà il nostro utile atteso. Se queste regole valgono sempre, in uno scenario come quello attuale a tassi negativi, bisogna essere in grado di sfruttare a proprio vantaggio l’eccesso di liquidità presente sul mercato.

Soltanto pochi anni addietro, tutti credevano che il “floor”, il limite inferiore, di un tasso d’interesse fosse zero. Si riteneva infatti che nessuno sarebbe stato disposto ad acquistare un’obbligazione se a scadenza essa avesse prodotto un rendimento negativo. Tanto vale lasciare i soldi in contanti o sul conto corrente piuttosto che avere la certezza matematica di subire una perdita nell’investimento effettuato. L’intervento delle banche centrali, la FED prima, la BoE e la BCE poi, hanno determinato un fortissimo crollo dei tassi d’interesse, contribuendo contestualmente a facilitare l’accesso al funding a tassi molto bassi anche alla clientela non bancaria. Favorendo l’accesso al credito, l’obiettivo era quello di facilitare la ripresa economica dopo la crisi subita alla fine degli anni 2000. Ciò si è verificato soltanto in parte, in quanto la maggior parte del cash, quasi regalato dalla banca centrale, è confluito nelle cosiddette operazioni di “carry trades”.

Una tra tutte, per fare un semplice esempio, è:

1. Investo in un titolo governativo che mi offre come rendimento eur6m+ 100bps.
2. Consegno il titolo appena acquistato in banca e chiedo un finanziamento a eur6m+25bps.
3. Utilizzo la liquidità ricevuta per effettuare un altro acquisto analogo e così via.

Se quindi, soltanto l’acquisto del titolo, può sembrare un pessimo impiego della liquidità in quanto il rendimento atteso sarebbe di appena eur6m+100bps, che si traduce alle attuali condizioni di mercato in un ytm di poco supe-

riore a 0.75% lordo su base annua, l'effetto leva consentito dalla banca centrale su quella tipologia di titolo consente di moltiplicare lo spread per diverse volte. La stessa operazione ha quindi un rendimento atteso non più del 0.75% l'anno ma del 3.75% o forse anche del 7.5% su base annua se si riuscisse a spingersi fino a una leva 10 a 1. Tutta un'altra cosa, anche se, è bene dirlo, in questo caso non siamo in un "arbitrage deal" in quanto siamo esposti al rischio di credito del titolo obbligazionario e probabilmente anche in presenza di un mismatch (condizione di disequilibrio) delle scadenze, ovvero quella del bond e quella del finanziamento.

Per trasformare l'operazione in un vero arbitraggio servono quindi altri elementi e sicuramente dobbiamo cambiare asset class. Monitorando i prezzi dei titoli bancari subordinati europei spesso si individuano opportunità di arbitraggio. L'introduzione infatti della BRRD (Normativa europea sulla risoluzione delle crisi bancarie), se da un lato ha l'intenzione di non caricare l'onere della ristrutturazione di un istituto bancario sull'intero sistema, dall'altro contribuisce a generare una forte volatilità sulla maggior parte dei titoli di quel comparto ogni volta che un istituto di credito rischia la risoluzione. La BRRD ha infatti uniformato i gradi di subordinazione che fino a quel momento offrivano livelli di protezione differenti.

SNS bank in primis, le quattro banche del centro-Italia alla fine del 2015 poi, hanno dimostrato che, in caso di risoluzione, l'applicazione rigida della normativa comunemente nota come "bail in", rischia di annullare totalmente il debito subordinato qualsiasi sia il livello di seniority. Pertanto, quando aumenta (o diminuisce) tale rischio, i prezzi di tutti i titoli subordinati si muovono di conseguenza, "allargandosi" – in termini di spread – molto velocemente in caso di un aumento del rischio di credito (il prezzo crolla) o "stringendosi" nel caso contrario (il prezzo sale).

Non tutti i titoli subordinati dello stesso emittente però si muovono allo stesso modo. Esistono infatti titoli destinati alla clientela retail, spesso venduti nelle filiali delle banche, meno reattivi, e titoli destinati alla clientela istituzionale, molto più volatili. I disallineamenti dei prezzi di questi titoli, consentono di acquistare per esempio un bond a un anno di scadenza di tipo lower tier 2 con un rendimento atteso del 10% e contestualmente venderne un altro a un rendimento dell'8%. L'expected profit in questo caso sarebbe pari al 2%? Sbagliato. Per poter vendere allo scoperto un titolo bisogna prenderlo a prestito e il costo del "lending" varia spesso da istituto a istituto.

Non tutti, infatti, riescono ad accedere al "repo" market, con l'inevitabile conseguenza di subire i prezzi del

proprio istituto di credito. Inoltre, mantenendo la posizione short in portafoglio, si rischia di vedere annullata la copertura in un qualsiasi momento. Le "short positions" infatti sono "callable at any time", richiamabili in un qualsiasi momento senza preavviso. Anche in presenza di un basso repo rate, tasso applicato al prestito, non siamo in presenza di un vero arbitraggio in quanto la copertura potrebbe essere cancellata da un giorno all'altro.

Bisogna quindi sfruttare altri strumenti e in questo caso ci vengono in aiuto i CDS – credit default swap – e le "crash put", le opzioni put "deep out of the money". Se fino a pochi anni fa, le "negative basis" (long bond, long cds) erano trade molto frequenti - si compra l'obbligazione che, per esempio, offre un rendimento di eur6m+400bp e ci si copre dal rischio di credito con un CDS che costa 325 bps, ottenendo un utile di 75bps –, da quando si è scoperto che in alcuni casi, dopo la crisi della Grecia e di Cipro, aggirare i "trigger events" non è poi così complicato, è diventato molto più sicuro acquistare un contratto put il cui valore aumenterà al diminuire del prezzo del titolo sottostante. Tale operazione è però percorribile soltanto nel settore corporate, nel quale generalmente sono disponibili i prezzi dei titoli azionari dell'emittente e per scadenze difficilmente superiori ai 5 anni. Per comprendere bene come tale operazione sia possibile, dobbiamo fare un passo indietro e chiarire come si "prezza" un titolo obbligazionario.

Generalmente si pensa che il prezzo di un'obbligazione sia calcolato come la somma dei futuri flussi di cassa scontati. Questi valori sono il pagamento del valore nominale alla data di scadenza e tutte le cedole pagate nelle date prefissate.

$$P_{TQ} = \sum_{t=1}^T \left(\frac{FF(t)}{(1+r_t)^t} \right)$$

Sfortunatamente in questa formula:

1. Non siamo in grado di separare il rischio di credito dal rischio tasso d'interesse.
2. Si suppone di conoscere esattamente quali saranno i futuri flussi di cassa.

Un modo semplice e accurato per valutare tutti i tipi di strutture è di "prezzarle" in "asset swap". Ciò significa che non è rilevante quali saranno le cedole future del titolo, infatti il suo fair value dipenderà esclusivamente dal credit spread, espresso in basis point, che si andrà ad aggiungere (o sottrarre) alla curva swap. In Europa la curva standard è la EUR SWAP ANNUAL, praticamente la curva costruita con il bootstrapping dei tassi sui depositi, dei prezzi dei

F4) Watchlist

Liste personalizzate che contengono le attività finanziarie che si vogliono monitorare. Fonte: SCM SIM

Se il titolo avesse pagato cedole variabili, il suo valore teorico sarebbe stato:

Fair Value Bond (FV) = 100% + Interest Rate Swap (floating leg receiving, floating leg paying)

Quindi ricevo cedole variabili più spread del bond e pago cedole variabili (in Europa la convenzione prevede euribor6mesi) più il credit spread (che rappresenta il rischio di credito dell'emittente).

Con questa metodologia possiamo

costruire agevolmente watchlist, liste personalizzate che contengono le attività finanziarie che si vogliono monitorare, nella quali si possono confrontare diverse obbligazioni anche con "pay-out" differenti (tassi fissi, variabili, step up, callable, floater cappati etc.).

Con la metodologia dell'asset swap, il fair value è funzione soltanto del credit spread. In presenza di credit spread maggiori si avranno maggiori rendimenti attesi. Di conseguenza a parità di scadenza si compreranno quelli che offrono spread maggiori e si venderanno quelli minori.

Fair Value Bond (FV) = 100% + Interest Rate Swap
(fixed leg receiving, floating leg paying)

IRS details:

IRS Start Date = Settlement Date of the Bond

IRS Maturity Date = Bond Maturity Date

IRS Fixed Cpn (Receiving leg) = Fixed Cpn of the Bond
(in this case 5% expressed on annual base, payed semi-annual, ACT/ACT unadjusted calendar base)

IRS Floating Cpn (Paying leg) = Euribor6m + **CREDIT SPREAD**, base ACT/360 adjusted

IRS Discount Curve = Euro Swap

IRS Forward Curve = Euro Swap

Che cos'è un IRS? Un IRS è un popolare e altamente liquido strumento derivato finanziario in cui due parti si accordano sullo scambio di tassi d'interesse, basati su uno specifico valore nominale (NA), da un tasso fisso a uno variabile, viceversa, o tra due tassi variabili. Il tasso fisso o variabile è moltiplicato per il NA più il rateo calcolato con le opportune convenzioni di calcolo. Quando entrambe le gambe dello swap sono denominate nella stessa valuta, l'NA generalmente non viene scambiato tra le controparti, ma usato esclusivamente per calcolare i singoli cashflows. Quando le gambe sono in valute diverse, il NA viene scambiato alla data di partenza e alla data di scadenza. Il più comune IRS è quello in cui la controparte A paga un tasso fisso (chiamato swap rate) e la controparte B paga un tasso variabile indicizzato a un tasso di riferimento (quale libor, euribor etc.). Per convenzione di mercato, la controparte che paga il tasso fisso è chiamata "payer" e la controparte che riceve il tasso fisso "receiver".

Per confrontare i titoli si possono seguire due approcci. Inseriamo il credit spread "fair" partendo dalla curva dei credit default swap oppure lo calcoliamo per iterazione partendo dai prezzi di mercato. In entrambi i casi potremo confrontare diversi titoli anche con diversi pay out e scoprire quali sono i più sottovalutati dal mercato (da comprare) e quali no (da vendere).

Ritorniamo però all'arbitraggio, attraverso un caso concreto ed avvalendoci di un titolo che presenta le seguenti caratteristiche:

Name	ASSICURAZIONI GENERALI
Industry	Life Insurance
Security Information	
Country	IT
Currency	EUR
RankSubordinated	
Coupon	7.750000
Cpn Freq	Annual
Day Cnt	ACT/ACT
Maturity	12/12/2042
CALL	12/12/22 100.00
Calc Type	FIX-TO-FLOAT BONDS
Announcement Date	12/05/2012
Interest Accrual Date	12/12/2012
1st Settle Date	12/12/2012
1st Coupon Date	12/12/2013

Alle attuali condizioni di mercato, quota 119 – 119.30 (bid/offer), anche acquistando sull'offer, 119.30, si otterrebbe un asw spread vs eur6m di 454 basis point, pari a un yield to call del 4.07% lordo, rendimento calcolato sulla prima data di richiamo anticipato. Il bond infatti è richiamabile il 12 dicembre 2022, e considerato che dopo tale data l'emittente dovrà riconoscere una cedola trimestrale di eur3m+711 bps, si ritiene estremamente probabile l'esercizio dell'opzione da parte dell'emittente che prevede il rimborso prima della scadenza.

Tenor	Name	Bid	Ask
Curve	ASSGEN CDS EUR SUB CRV		
6 Mo	ASSGEN CDS EUR SUB 6M D14	114.30	127.51
1 Yr	ASSGEN CDS EUR SUB 1Y D14	131.59	149.76
2 Yr	ASSGEN CDS EUR SUB 2Y D14	156.32	175.12
3 Yr	ASSGEN CDS EUR SUB 3Y D14	180.00	200.00
4 Yr	ASSGEN CDS EUR SUB 4Y D14	231.83	249.81
5 Yr	ASSGEN CDS EUR SUB 5Y D14	263.35	280.10
7 Yr	ASSGEN CDS EUR SUB 7Y D14	305.00	320.00
10 Yr	ASSGEN CDS EUR SUB 10Y D1	330.00	345.00

Quanto costa coprirsi dal rischio di default delle assicurazioni generali subordinate? 6 anni per coprirsi dal rischio default, bisogna pagare circa 300 punti base ogni anno. Pertanto:

1. Compro il bond, incasso eur6m+454 bps.
2. Compro il cds sub a 6y, pago 300 bps;

Utile atteso = 154 basis points usando come copertura un credit default swap.

Cosa accade se invece utilizzo una crash put? Più o meno la stessa cosa, anche se non è semplice trovare offerte per scadenze così lunghe sul mercato dei derivati azionari. Coprendosi fino al 2019, pagando una volatilità implicita del 54%, si andrebbe a spendere circa l'8% del valore nominale, quasi la stessa cifra se si facesse un cds a 3 anni e mezzo di scadenza.

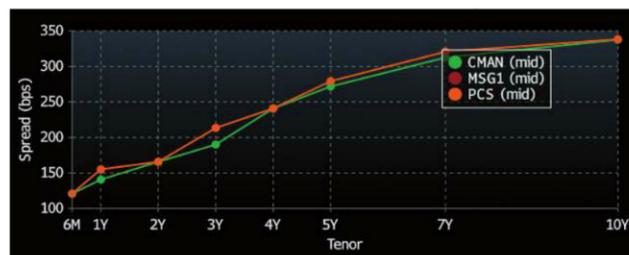
Esistono però altre operazioni di arbitraggio che non richiedono l'utilizzo di strumenti derivati accessibili soltanto "over the counter". Se guardiamo al passato recente, un trade interessante è stato il buy back del bond Salini Impregilo.

Descrizione dei due bonds.

BUY

XS1435297202

F5) Il rischio di default



Quanto costa coprirsi dal rischio di default (Tempo/ basis point).

Fonte: Bloomberg

Name	SALINI IMPREGILO SPA
Industry	Industrial Other
Mkt Iss	Euro-Zone
Country	IT
Currency	EUR
Rank	Sr Unsecured
Coupon	3.750000
Type	Fixed
Cpn Freq	Annual
Day Cnt	ACT/ACT
Maturity	06/24/2021

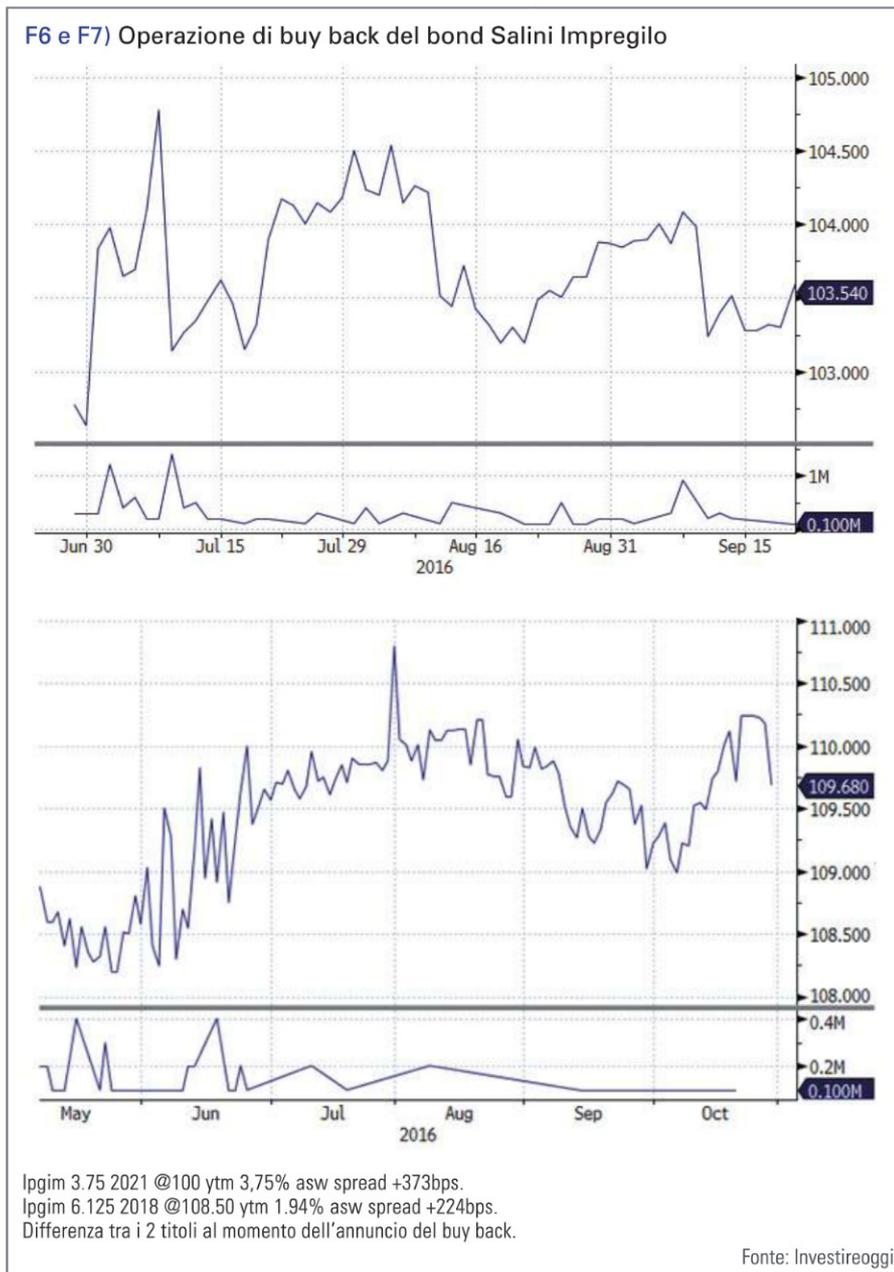
SELL	
Name	SALINI IMPREGILO SPA
Industry	Industrial Other
Mkt Iss	Euro-Zone
Country	IT
Currency	EUR
Rank	Sr Unsecured
Coupon	6.125000
Type	Fixed
Cpn Freq	Annual
Day Cnt	ACT/ACT
Maturity	08/01/2018

L'operazione consisteva nel raccogliere sul mercato la vecchia obbligazione, la 6 1/8 2018 quando quotava in area 108.50, riconsegnarla all'emittente a 109.75(+1.25%) per ottenere la nuova a 100, che "prezzata" a un credit spread in linea con la precedente valeva già 2 punti in più (320 bps contro i 380 dello spread vs mid swap al momento dell'emissione). L'utile atteso era quindi superiore ai 3 punti percentuali.

Cosa è accaduto sul mercato si osserva nei grafici di figura 6 e 7.

In conclusione, se i tassi negativi o prossimi allo zero hanno reso impossibile sul mercato obbligazionario la

Il problema delle bolle finanziarie
 è che prima o poi scoppiano,
 per questo motivo
 meno rischi direzionali si prendono,
 meglio è



classica strategia del "buy and hold", compra e mantieni in portafoglio i titoli fino alla data di scadenza, allo stesso tempo hanno consentito di aumentare l'effetto leva, aumentando di conseguenza i margini nelle operazioni di arbitraggio. Quindi, operazioni il cui utile atteso era di qualche decina di basis point o nel migliore dei casi di qualche punto, ma che l'effetto leva a tassi prossimi allo zero consente di moltiplicare tale valore diverse volte.

Quello che ora è un problema per tanti, perché riduce l'offerta di bond a rendimenti interessanti, rappresenta un bel vantaggio per i pochi eletti che riescono a finanziarsi sull'interbancario o direttamente in banca centrale a tassi praticamente nulli. C'è però un aspetto negativo. L'eccesso di liquidità ha generato un effetto bolla sui mercati finanziari, ed i principali indici di borsa americani ne sono un esempio. Si tratta di valori raggiunti grazie ad anni di politiche monetarie espansive da parte della Federal Reserve, sui titoli obbligazionari europei, specialmente da quando la Bce ha iniziato il piano di quantitative easing. Il problema delle bolle finanziarie è che prima o poi scoppiano. Per questo motivo meno rischi direzionali si prendono, meglio è".

a cura di Diego Scialpi,
 in collaborazione con SCM SIM