

SCM^{SpA}

SOLUTIONS CAPITAL MANAGEMENT
società di intermediazione mobiliare

NEWSLETTER TRA MERCATI & FINANZA



LA RIPRESA DELLA VOLATILITÀ

A cura di
Giuseppe Semerano
Responsabile Area Investimenti SCM SIM

27 marzo 2017

Tutti i diritti riservati

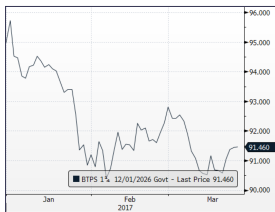
LA RIPRESA DELLA VOLATILITÀ

Marzo 2018. Tra un anno esatto, secondo quanto ipotizza Linkiesta, l'Italia potrebbe trovarsi ad essere, di fatto, commissariata. Non è uno scenario da catastrofisti, scrivono, perché, purtroppo, ci sono tutti i presupposti e tra un anno potrebbe essere questa l'unica alternativa a disposizione delle leadership uscite dalle elezioni francesi e tedesche per evitare che un'"Europa a più velocità" si sostanzi in una - quella sì catastrofica - uscita dell'Italia dall'Unione monetaria. Del resto è probabile che, tra un anno, l'Italia si ritrovi alle prese con una delle campagne elettorali più infiammate e più inutili della storia repubblicana, con la certezza che nessuno potrà vincere le elezioni per l'incapacità che il Parlamento uscente avrà dimostrato di trovare una legge elettorale costituzionale e in grado di garantire un minimo di stabilità. Difficile quindi che lo spread non riprenda decisamente a salire dopo la conclusione, sempre più inevitabile, del "Quantitative Easing" in programma per la fine del 2017. A quel punto all'Europa potrebbe non restare che l'opzione di un'amministrazione controllata e al governo italiano potrebbero non restare molte altre alternative.

Come ricorderete, a inizio anno, avevamo poche certezze: l'allargamento dello spread BTP/Bund e l'aumento dei tassi erano alcune di quelle, ed è esattamente quanto si è verificato.

Come si nota nel grafico sottostante i Btp a 10 anni hanno perso circa 6 punti percentuali con uno spread aumentato di quasi 25 punti base rispetto ai titoli analoghi tedeschi. Quelli a 20 anni più di 10.

BTP 10y



FONTE: SCM SIM S.p.A.

BTP 20y



FONTE: SCM SIM S.p.A.



FONTE: BLOOMBERG

L'unico modo quindi per rimanere investiti nel settore obbligazionario, in assenza di coperture che consentano di difendere il valore dei portafogli dall'aumento dei tassi e dall'aumento del rischio di credito, è quello di trasformare la volatilità del mercato in un vantaggio piuttosto che in uno svantaggio.

Infatti, in riferimento all'aumento dei tassi, uno dei pochi settori che trae vantaggio è il settore finanziario. In particolare i titoli subordinati bancari, rimasti gli unici ad offrire rendimenti in alcuni casi anche superiori ai 400 bps, sono stati quelli a beneficiare di più di tale movimento anche perchè i principali istituti sotto la spinta della banca centrale, hanno ripreso ad effettuare "buy back" delle vecchie emissioni sostituite con nuove a condizioni molto spesso migliorative in termini di rendimenti attesi.

Ora però ci aspetta un trimestre che potrebbe essere più movimentato del previsto. Appuntamenti quali Brexit a fine marzo, elezioni francesi i primi di maggio, potrebbero generare parecchia volatilità in quanto nessuno, ex ante, riesce davvero a comprenderne le conseguenze.

La volatilità però non è sempre una minaccia in quanto, come visto in precedenza, crea delle opportunità.

Se nei portafogli con componenti azionarie si preferisce ridurla intervenendo, per quanto possibile, sulle correlazioni inserendo asset class meno correlate tra di loro e quando possibile anche inversamente correlate – per esempio le materie prime - l’inserimento di titoli obbligazionari indicizzati a indici, singoli titoli azionari e convertibili potrebbero offrire un interessante rendimento aggiuntivo a fronte di un rischio decisamente contenuto.

Se infatti la corsa al rialzo dei principali indici di borsa dovesse continuare anche per i prossimi sei, dodici mesi, acquistando ad esempio un titolo convertibile si beneficerebbe comunque dell’apprezzamento, anche se in percentuali inferiori rispetto all’acquisto diretto del titolo sottostante, se invece dovesse arrestarsi o peggio i mercati dovessero pesantemente correggere, non si rischierebbe di perdere il capitale investito come invece accade investendo in titoli azionari.

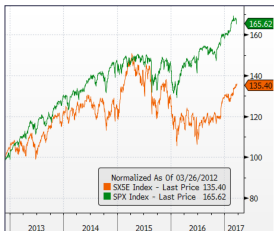
MATRICE DI CORRELAZIONE

	MIB	SIEM	NYI	SPX	SMI	HS	VOX	NOX	BP10Y	BN10Y	HCPY	SCOM	BURD	GOLD	MCDI
MIB	100.0%	81.0%	25.0%	32.7%	33.1%	33.0%	75.6%	41.0%	-43.7%	-21.3%	16.7%	24.1%	-22.4%	-20.1%	26.2%
SIEM	81.0%	100.0%	30.0%	27.8%	24.1%	40.1%	84.3%	1.8%	-40.0%	-26.7%	10.2%	22.2%	-30.7%	-29.2%	28.1%
NYI	25.0%	30.0%	100.0%	16.9%	10.0%	37.0%	29.0%	12.5%	17.7%	-7.0%	17.0%	6.4%	-12.9%	-14.6%	35.3%
SPX	32.7%	27.8%	16.9%	100.0%	34.7%	23.6%	27.0%	32.0%	22.0%	-20.1%	29.7%	29.0%	-13.9%	-14.6%	26.1%
SMI	33.1%	24.1%	10.0%	34.7%	100.0%	34.6%	25.3%	24.7%	25.4%	-20.7%	25.0%	16.0%	-25.6%	-29.3%	22.9%
HS	33.0%	40.1%	37.0%	23.6%	34.6%	100.0%	34.7%	31.2%	16.6%	-10.0%	25.7%	11.2%	-10.8%	-12.3%	28.9%
VOX	75.6%	84.3%	29.0%	27.0%	25.3%	34.7%	100.0%	33.1%	30.0%	-25.0%	35.1%	30.2%	-20.4%	-18.9%	36.0%
NOX	41.0%	1.8%	12.5%	32.0%	24.7%	31.2%	33.0%	100.0%	19.0%	-10.0%	24.0%	10.0%	-14.0%	-16.2%	22.1%
BP10Y	-43.7%	-40.0%	17.7%	22.0%	25.4%	16.6%	30.0%	19.0%	100.0%	20.0%	31.2%	12.6%	-16.7%	-5.2%	10.0%
BN10Y	-21.3%	-26.7%	-7.0%	-20.1%	-20.7%	-10.0%	-25.0%	-10.0%	20.0%	100.0%	-27.7%	-16.2%	-10.6%	20.6%	-16.2%
HCPY	16.7%	10.2%	17.0%	29.7%	25.0%	25.7%	35.1%	24.0%	31.2%	-27.7%	100.0%	20.2%	-5.2%	-0.7%	20.4%
SCOM	24.1%	22.2%	6.4%	29.0%	16.0%	11.2%	30.2%	10.0%	12.6%	-16.2%	20.2%	100.0%	1.9%	3.6%	2.1%
BURD	-22.4%	-30.7%	-12.9%	-13.9%	-25.6%	-10.8%	-20.4%	-14.0%	-16.7%	-10.6%	-5.2%	19.4%	100.0%	3.6%	-4%
GOLD	-20.1%	-29.2%	-14.6%	-14.6%	-29.3%	-12.3%	-18.9%	-16.2%	-5.2%	20.6%	-0.7%	3.6%	3.6%	100.0%	-2%
MCDI	26.2%	28.1%	35.3%	26.1%	22.9%	28.9%	36.0%	22.1%	10.0%	-16.2%	20.4%	2.1%	-4%	-2%	100.0%

FONTE: SCM SIM S.p.A.

Post elezioni Trump i mercati azionari hanno ripreso a correre. Performance positive su tutti i principali indici, Italia inclusa la quale si accinge a chiudere il primo trimestre dell’anno con una performance di quasi 5 punti percentuali, ma quanto durerà ancora?

EURO STOXX 50 vs S&P 500



FONTE: SCM SIM S.p.A.

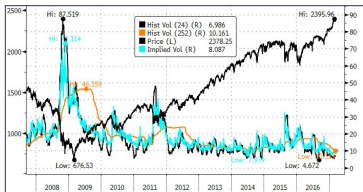
INDICI AZIONARI

Description	Mkt Price	1 Day Chg%	YTD
DOW JONES INDUS. AVG	20656.58	-0.02%	4.52%
S&P 500 INDEX	2345.96	-0.11%	4.79%
NASDAQ COMPOSITE INDEX	5817.693	-0.07%	8.07%
S&P/TSX COMPOSITE INDEX	15433.61	0.55%	0.96%
MEXICO IPC INDEX	48676.91	0.39%	6.65%
BRAZIL IBOVESPA INDEX	63530.79	0.01%	5.49%
Euro Stoxx 50 Pr	3435.95	-0.47%	4.42%
FTSE 100 INDEX	7328.99	-0.16%	2.61%
CAC 40 INDEX	5006.98	-0.51%	2.98%
DAX INDEX	12018.37	-0.18%	4.68%
IBEX 35 INDEX	10284.7	-0.39%	9.97%
FTSE MIB INDEX	20104.26	-0.31%	4.52%
OMX STOCKHOLM 30 INDEX	1573.678	-0.48%	3.72%
SWISS MARKET INDEX	8604.07	-0.28%	4.67%
NIKKEI 225	19262.53	0.93%	0.78%
HANG SENG INDEX	24358.27	0.13%	10.72%
CSI 300 INDEX	3489.6	0.80%	5.42%
S&P/ASX 200 INDEX	5753.547	0.80%	1.55%

FONTE: SCM SIM S.p.A.

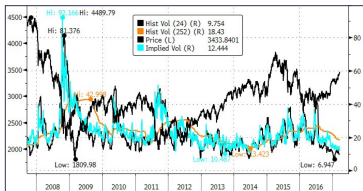
La sostituzione di un titolo o un etf azionario con titoli convertibili potrebbe essere una valida soluzione per “comprare” volatilità e al tempo stesso ridurre il rischio equity nei portafogli. Inoltre come si evince dai grafici seguenti, le volatilità nel settore azionario sono decisamente basse.

VOLATILITÀ STORICA S&P 500



FONTE: BLOOMBERG

VOLATILITÀ STORICA EURO STOXX 50



FONTE: BLOOMBERG

Un esempio concreto il titolo strutturato Mediobanca FTSEMIB (IT0004981467), un titolo il cui fair value, alle attuali condizioni di mercato, supera i 100.80 in quanto incorpora ancora tre opzioni digitali

leggermente “out of the money”, ma sul mercato ancora prezzato in area 98.50. Come è possibile ciò?

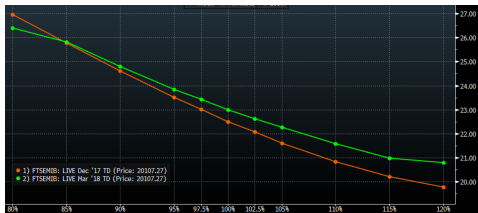
Come sempre capita nel mercato azionario, alla crescita dei prezzi dei titoli azionari corrisponde una diminuzione della volatilità. Tale effetto, chiamato “skew”, determina una riduzione del valore temporale delle opzioni Call nel momento in cui dal “at the money” si passa al “in the money”, ciò significa che il prezzo del titolo sottostante è aumentato.

VOLATILITÀ STORICA FTSE MIB



Fonte: Bloomberg

VOLATILITÀ IMPLICITA FTSE MIB IN FUNZIONE DELLO STRIKE (SKEW)



Fonte: Bloomberg

Tale effetto è tanto più marcato quanto più si avvicina la data di scadenza dell'opzione, come si nota nel grafico, nel quale vengono riportati i livelli delle volatilità implicite delle opzioni quotate sul mercato IDEM di Borsa Italiana scritte sull'indice FTSEMIB.

Utilizzando la metodologia precedentemente descritta, si scopre che prendendo uno strike in area 21mila punti e una scadenza a fine 2019, la volatilità implicita di un'opzione americana sul FTSEMIB quotata a piazza affari è prossima al 22%. Applicando il normale bid/offer spread alla valutazione MID, otteniamo un livello prudenziale di circa il 18%.

Di conseguenza il valore del bond, calcolato con un modello Montecarlo a un fattore, è pari a 100.86.

MEDIOBANCA FTSE MIB

Mediobanca		IT0004981467			
Input Bond		Input Option		Valuation	
Value Date	28-Mar-17	Start	28-Mar-17 2.8	Best Case	13.8%
Issue Date	31-Jan-14	End	31-Jan-20	Worst Case	0.0%
Maturity Date	31-Jan-20	Index	FTSEMIB	Exp Cpn Paid	13.75%
Rate Curve	BUR	Participation	100%	Credit Spread	80
		Barrier	0% of Strike Price	Fair Value	100.86%
Redem Amt (if it called)		Spot Price	20104.26	20104.26	0%
Data di Valut		Strike	21359.80		
Data Rimb Amm Rimb		Barrier	0		
1/31/2020		Risk Free Rate	0.02%		
		Dividend Mat	4.55%		0.014139
		Volatility	18.00%		

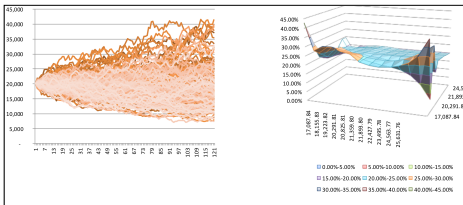
FONTE: SCM SIM S.p.A.

MEDIOBANCA FTSE MIB

Cpn Schedule							
Date	Exp Cpn	Fixing	Fwd	Zero Shifted	Probability	Callability	3.15%
1/31/2014		21359.80	21,359.8				
1/31/2018	3.75%		19,404.7	99.49%	25.74%	0.00%	0.96%
1/31/2019	4.00%		18,571.5	98.69%	24.34%	0.00%	0.96%
1/31/2020	6.00%		17,738.6	97.66%	21.86%	0.00%	1.28%

FONTE: SCM SIM S.p.A.

SIMULAZIONE MONTECARLO A 1 FATTORE SUL FTSE MIB



FONTE: SCM SIM S.p.A.

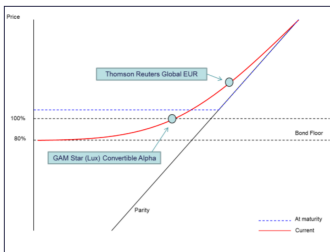
GRAFICO A SINISTRA: INDICE DI VARIAZIONE DEI PREZZI FTSE MIB

GRAFICO A DESTRA: SUPERFICIE DI VOLATILITÀ DEL FTSE MIB

Con caratteristiche analoghe al titolo Mediobanca sono disponibili sul mercato diversi titoli convertibili i quali offrono un rendimento lordo minimo compresi tra i 50 e i 100 punti base – come il Mediobanca - e al tempo stesso consentono di offrire un interessante upside qualora le quotazioni dei prezzi dei titoli sottostanti dovessero incrementare nei prossimi mesi/anni.

Caso contrario, si resta investiti in un bond senior il quale in tutti i casi offre un rendimento minimo e il rimborso a scadenza a 100. L'investimento è replicabile anche tramite ETF o fondi ucits, tra i quali troviamo il GAM Star Convertible Alpha in quanto è uno dei pochi che investe in titoli mediamente “out of the money” ed è pertanto in grado di offrire un minimo di “carry” e un basso rischio azionario.

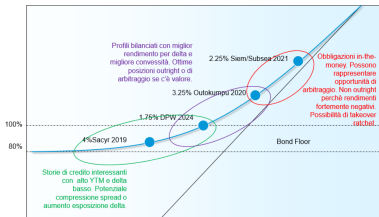
DELTA FONDO GAM vs THOMSON REUTERS GLOBAL EUR



FORNTE: GAM

Per la fine del prossimo mese redigeremo una tabella nella quale confronteremo i principali titoli convertibili disponibili sul mercato al fine di segnalare le migliori opportunità di investimento nel settore. Per ora mostriamo soltanto alcune tipologie di operazioni effettuate sul mercato dei convertibili nelle ultime settimane.

TITOLI PRESENTI NEL FONDO GAM Star Convertible Alpha

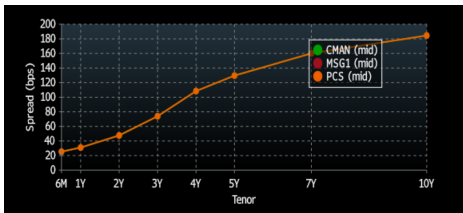


FORNTE: GAM

Tra i titoli suggeriti da GAM, a titolo di esempio, troviamo il DPWorld 1.75% 2024 (XS1078764302):

1. L'emittente è una multinazionale che capitalizza 18 miliardi di USD e opera in tutto il mondo nel settore del trasporto marittimo.
2. Il debito è di circa 8 miliardi di USD, di cui 5.5 titoli obbligazionari.
3. Il titolo "senior", rating BBB, con scadenza vicina a quella del convertibile è il 3.25% scadenza 18 maggio 2020, il quale, alle attuali condizioni di mercato (101.80 clean price) quota a $\text{usd}6\text{m}+81 \text{ bps}$ (ytm 2.64%).
4. I CDS senior a 7y scambiano in area 150 bps.

CURVA CREDIT DEFAULT SWAP (CDS)



Fonte: BLOOMBERG

5. Le volatilità storiche del titolo sottostante sono comprese tra il 14% e il 27%.

VOLATILITÀ STORICA CREDIT DEFAULT SWAP (CDS)



Fonte: BLOOMBERG

6. Il titolo ha le seguenti CALL /PUT:
- PUT: il "bond holder" ha la facoltà di rivenderlo all'emittente a 100 a giugno 2018 e giugno 2021
 - Da Luglio 2017 a giugno 2024 l'emittente ha facoltà di rimborso a 100 se l'azione supera del 30% il prezzo di esercizio (strike price)
7. Il titolo può essere convertito in azioni dal "bond holder" al prezzo di esercizio (27.1396). Di conseguenza la "parity" è di 80.69 con un prezzo del titolo sottostante di 21.90. Nessuno quindi ha interesse a convertirlo.

Pertanto il Fair Value del bond è pari a 105.50, mentre il prezzo di mercato è di circa 2 punti percentuali inferiore.

OUTPUT DI CALCOLO DPWorld 1.75% 2024 (XS1078764302)

11 Pricing Analysis		12 Cash Tender		13 Historical Analysis		14 Scenario Analysis		15 Nuke/Hedge	
20 Analysis		21 IR Curve		22 Credit Curve		23 Dividends		24 Volatility	
Market Price	103.128	Spread (Credit)		Volatility		Stock Price		Borrow Cost	
		150.000		25.00		21.900		2.5 (%)	
LAST PRICE		User Flat Credit		User Flat					
Trade Date		Settle Date		Model		E2C		Greeks based on	
03/24/2017		03/26/2017		Jump Diffusion		0.0		Mkt Price & Vol	
Fair Value	105.470	Bond Floor		98.569		IR Sens		-1.658	
Cheapness (%)	2.221	Option Value		6.901		Spread Sens		-1.383	
Implied Spread	299.099	Parity		80.694		Phi		-0.038	
Implied Vol	20.697	Premium (pts)		22.434		Psi		-0.781	
Delta (%)	35.161	Premium (%)		27.801		Chi		N.A.	
Delta (pts)	0.284	Gamma		0.877		Upsilon		0.001	
Effective Trig	141%/38.301	Vega		0.503		Convexity		0.157	
Unit Prc	210.940M	Theta		0.003		Effective Dur		1.607	
Hedge Ratio	1.296	Exp Life (Fugit)		1.600					
Description									
Bond CUR	USD	Conv Prc		27.1396		Issue Amt		1.00MMM	
Stock CUR	USD	Conv Ratio		7369.3054		Amt Out		1.00MMM	
Stock Ticker	DPW DU	Proj Conv Rati		7392.9123		Issue Date		06/19/14	
Cusip	EK3308914	Init Prm (%)		37.50		Maturity		06/19/24	
Collateral	SR UNSECURED	Coupon		1.75% FIXED		Conv From		07/30/14	
Par Amount	200000.00	Cpn Freq		Semi-Annual		Conv Until		06/09/24	
								Prov Start	
								07/04/17	

Fonte: BLOOMBERG

Anche valutando a "zero" l'opzione, il bond acquistato a 103.20 e mantenuto fino alla scadenza in portafoglio, garantirebbe al bond holder un rendimento annuo lordo positivo di 1.31% (usd-92bps).



Solutions Capital Management SIM S.p.A.

Via Maurizio Gonzaga 3, Milano - Italia 20123

Tel: +39 02 00 63 33 00

area_commerciale@scmsim.it

investimenti@scmsim.it

www.scmsim.it

Il presente dossier (la "Presentazione") è stato redatto da SOLUTIONS CAPITAL MANAGEMENT SIM S.p.A. (la "Società"). La Presentazione è divulgata dalla Società a solo scopo informativo ed ha ad oggetto la Società e le attività da essa svolte, mentre non intende in alcun modo costituire sollecitazione al pubblico risparmio o promuovere alcuna forma di investimento o commercio; né promuovere o collocare servizi di investimento o accessori, strumenti finanziari, valori mobiliari o prodotti/servizi bancari, finanziari o assicurativi. In particolare, la Presentazione non costituisce parte integrante e non può in alcun modo essere considerata come offerta di sottoscrizione o come sollecitazione all'investimento o alla sottoscrizione di strumenti finanziari.

Detta Presentazione, inoltre, non costituisce una consulenza in materia di investimenti in strumenti finanziari. Al riguardo, la Società non formula alcun parere, opinione o giudizio in merito all'opportunità di acquistare o sottoscrivere strumenti finanziari per il potenziale investitore.

La Società non è responsabile degli effetti derivanti dall'utilizzo della Presentazione.

Le informazioni rese disponibili attraverso la Presentazione non devono essere intese come una raccomandazione o un invito della Società a compiere una particolare transazione, o come suggerimento apporre in essere una determinata operazione. Ciascun investitore dovrà formarsi un proprio autonomo convincimento in merito all'opportunità di effettuare investimenti e, a tale scopo, non dovrà basarsi, prioritariamente o esclusivamente, su detta Presentazione, bensì dovrà consultare anche altre fonti.

Ove siate interessati ad approfondire la conoscenza della Società, vi raccomandiamo di rivolgervi alla stessa. Nel caso siate interessati a conoscere i servizi finanziari offerti dalla Società, vi preghiamo di darne notizia alla stessa che vi fornirà le informazioni appropriate e vi sottoporà la documentazione, anche contrattuale, necessaria.

La Società fa inoltre in modo che le informazioni contenute nella Presentazione rispondano, nella maggiore misura possibile, ai requisiti di attendibilità, correttezza, accuratezza e attualità. La Società, peraltro, è sollevata da ogni responsabilità per eventuali errori o inesattezze nel contenuto di tali informazioni per cause non imputabili alla stessa.

Non è consentito riprodurre, elaborare, pubblicare, immettere in rete, trasmettere o distribuire in alcun modo, neppure parzialmente, la Presentazione, in forma sia analogica che digitale. Sono in particolare vietate la stampa, fotocopiatura, riproduzione o elaborazione in qualsiasi forma dei materiali nonché la cessione dei materiali stampati, fotocopiati, riprodotti o elaborati, anche ove essa avvenga a titolo gratuito o al prezzo del costo di tali operazioni. Ogni uso non conforme alle condizioni sopra indicate sarà perseguito nei termini di legge.