

Dicembre 2010 | Numero 14 | **newsletter bimestrale**

IN QUESTO NUMERO

Copertina		1
IDEM	I numeri e le news del mercato	2
	Una introduzione al 'Value Investing'	3-5
	Come valutare gli investimenti	6-7
SeDeX	I numeri e le news del mercato	8
	BARCLAYS: nuovi strumenti per il trading di volatilità	9-10
ETFplus	I numeri e le news del mercato	11
	Gli ETF obbligazionari short e le curve dei rendimenti	12-14
MOT	I numeri e le news del mercato	15
	Rischio Sovrano: considerazioni e metodologie di calcolo	16-17
Contatti		18

PRIMO PIANO

Market View

Il fine d'anno è un buon momento per fare solitamente delle sintesi ma spesso questo esercizio diventa un mero confronto di numeri: cogliamo l'occasione, con questo ultimo articolo del 2010, di fare invece un'analisi critica su due temi rilevanti, emersi a inizio dell'anno.

Il primo tema è stato quello della bontà dei corporate bonds, soprattutto bancari, rispetto alle azioni: si diceva a caratteri cubitali di vendere azioni e comprare obbligazioni, per effetto della leva dei tassi.

Penso non ci sia stato errore più macrospico di questo: se infatti i corporate bonds e gli investimenti in credito (di buona qualità) hanno fatto abbastanza bene, anche se non meglio, degli indici azionari 'core', il mondo delle obbligazioni bancarie ha fatto decisamente peggio delle azioni.

Complice l'intreccio delle partecipazioni incrociate tra le banche europee che, durante la crisi debitoria si sono trovate a scontare un aumento del rischio sovrano più dal lato dei portafogli investiti, che da quello dei profitti.

Gli investimenti di credito, a livello bancario, si sono dimostrati non solo correlati a quelli azionari ma anche molto più volatili e meno facilmente liquidabili.

Il secondo tema è stato quello della scarsità di strumenti a disposizione della Fed per poter ridare fiducia.

Anche in questo caso c'è stata molto sottostima perché il Presidente della Fed, Ben Bernanke, quando si è trovato a fine luglio di fronte a dati economici ancora deboli e ad un S&P500 sotto 1050, a causa della stima di una nuova ondata deflativa, ha fatto ciò che nessuno si aspettava: ha lanciato l'idea di una seconda fase di riacquisto di titoli governativi: detta anche easing quantitativo due.

Le stime di inflazione sono salite, a causa del rialzo dei rendimenti obbligazionari a lungo termine e simmetricamente (ai rendimenti) anche Wall Street è salita con S&P500 verso i 1250 punti.

Il 2010 dimostra che la forza (o la debolezza) degli investimenti azionari è spesso figlia di temi di investimento inaspettati e quindi per il 2011 sarebbe meglio prepararsi nuovamente all'incertezza azionaria, con una dose ancora minore di pessimismo di quella evidenziata nel dicembre scorso.

EDITORIALE

Cari lettori,



il numero 14 della Inside Markets propone in questo numero l'usuale carrellata di articoli riferiti ai prodotti più innovativi dei mercati di Borsa Italiana.

Per quanto riguarda il mercato IDEM, ospitiamo in questo numero due articoli. Il primo di Fat Prophets, è un'introduzione al Value Investing, ovvero alla tecnica di selezione dei titoli con il miglior rapporto prezzo/potenzialità di crescita.

Il secondo di SIAT è un approfondimento sulla valutazione degli investimenti e sui loro esiti in quanto quest'ultimi condizionano lo stato d'animo con cui vengono effettuati quelli successivi e forse anche il loro risultato finale.

Per il mercato SeDeX dei covered warrant e dei certificati ospitiamo in questo numero l'intervento di Barclays Capital. Fabrizio Boaron presenta ai lettori i primi due certificati di Barclays ad essere quotati in Italia. Si tratta di due certificati benchmark che replicano come sottostante una novità assoluta per il mercato italiano: gli indici di volatilità VSTOXX.

Nella parte ETFplus Antonio Volpe, responsabile ETF Business Unit di Amundi SGR, descrive come gli ETF obbligazionari short possano essere utilizzati per molteplici finalità: strategie legate ai movimenti della curva dei rendimenti, copertura di un portafoglio obbligazionario dal rischio di rialzo dei tassi, scommesse sulla riduzione degli spread sui titoli governativi degli Stati europei periferici.

Per la parte MOT, Luca Bagato analizza gli elementi chiave per comprendere il rischio sovrano e conoscerne le principali metodologie di monitoraggio quali i giudizi delle agenzie di rating e i Sovereign Credit Default Swap (CDS sovrani).

Per informazioni:
inside.markets@borsaitaliana.it

IDEM - Italian Derivatives Market

I numeri e le news del mercato

Cifre Chiave – Nov 2010

N. contratti	4.320.196
Controvalore ml €	74.626
Open interest	5.452.612

Put/Call Ratio MIBO e 10 opzioni più scambiate per sottostante

MIBO	1,13
GENERALI	1,23
FIAT	0,83
UNICREDIT	0,71
ENEL	1,88
ENI	1,58
INTESANPAOLO	2,51
TELECOM ITALIA	1,87
STMICROELECTRONICIS	0,45
BMPS	0,45
BANCO POPOLARE	0,44

Pan European Stock Futures

Borsa Italiana comunica che i contratti a partire da lunedì 20 dicembre 2010 sono quotati futures su azioni Pan-Euro con i seguenti sottostanti: Ahold Kon, Akzo Nobel Banco Bilbao Vizcaya, Argentaria, Banco Santander, Heineken, Iberdrola, Ing Groep, Koninklijke Kpn, Philips, Repsol, Royal Dutch Shell A, Telefonica Unilever

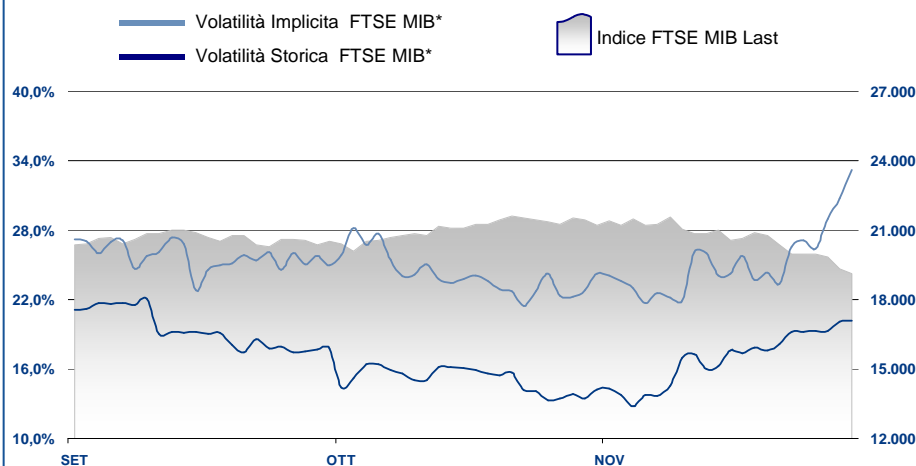
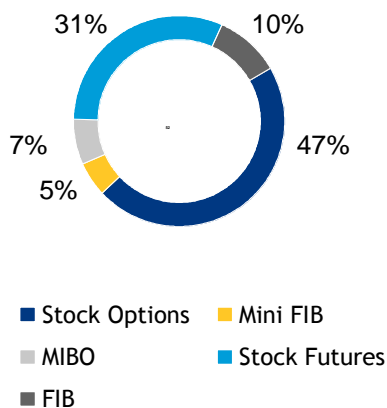
Il lotto sottostanti i Pan-European Stock Futures sarà pari a 100.

Inoltre si comunica che sono negoziabili, a partire dal 20 dicembre 2010, gli stock futures sui seguenti sottostanti Azimut Holding, Banca Carige, Benetton Group, Cattolica Assicurazioni, Enel Green Power, Recordati, Tod's.

Fiat: scissione parziale proporzionale

Subordinatamente all'efficacia della scissione parziale proporzionale di Fiat in favore di Fiat Industrial, ai sensi dell'articolo IA.9.1.9.1 d) e IA.9.1.13.1 d) delle "Istruzioni al Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A.", Borsa Italiana comunica che l'intervento di rettifica incide sulla tipologia di azioni oggetto dei contratti di opzione e futures ante scissione, prevedendone la sostituzione con un paniere composto da azioni Fiat post scissione e da azioni Fiat Industrial

N. Contratti



Fonte: Borsa Italiana. - *Volatilità: la volatilità implicita è calcolata a partire dai prezzi di chiusura giornalieri delle opzioni su FTSE MIB; quella storica è calcolata a partire dai valori di fine giornata del FTSE MIB degli ultimi 20 giorni.

Fonte Borsa Italiana – dati relativi a Settembre 2010



Una introduzione al 'Value Investing'



Premessa

Come spesso accade, la lingua inglese offre combinazioni modulari di termini che in modo sintetico esprimono il concetto di contenuto; nel nostro caso "Value Investing" significa una prospettiva di valutazione di un titolo azionario basata sul suo valore intrinseco, un valore comunque riferito a tutti gli aspetti dei suoi fondamentali.

Ma cosa significa essere un "Value Investor" ovvero un investitore che si riferisce al valore del titolo su cui investe? Una considerazione utile per definire il concetto riguarda la teoria di efficienza dei mercati, una teoria proposta agli inizi del novecento e rispolverata a più riprese nei decenni successivi; molti lettori sapranno che in base a questa teoria, tutti i fattori conosciuti determinanti il valore di un titolo azionario sono riflessi precisamente nel prezzo di quotazione del titolo stesso; per questa ragione non vi è la possibilità di anticipare i mercati individuando titoli sottovalutati.

In realtà la quotazione corrente di un titolo riflette la percezione e interpretazione del mercato di fatti conosciuti relativi al titolo stesso; per essere più precisi essa riflette il punto di equilibrio tra la percezione di valore positiva "bull" e negativa "bear" dei due campi opposti di investitori interessati al titolo.

Una volta ammessa la pratica di percezione e' legittimo tener conto del ruolo che l'emotività gioca nel mercato azionario. Gli investitori con sufficiente esperienza potranno confermare che un mercato di umore ottimista tende a sottovalutare anche importanti negative notizie di macroeconomia e viceversa, in situazione di incertezza, eventi negativi di relativa importanza hanno impatto sproporzionato sull'andamento degli indici azionari. Una metafora utile, sebbene un po' estrema, e' quella di immaginare il comportamento del mercato sul breve termine come quello di un bambino capriccioso che reagisce in modo eccessivo agli umori prevalenti.

In definitiva "Value Investing" è la tecnica di selezione di titoli che offrano il miglior rapporto di prezzo e potenzialità di crescita secondo una tecnica di analisi più oggettiva possibile; per la verità il termine 'oggettiva' sarebbe impegnativo da definire anche in considerazione della complessità delle variabili e delle dinamiche che determinano l'andamento dei mercati. Il concetto alla base e' quello comunque di superare ed eliminare il vizio emotivo nel processo di determinazione di valore di un titolo.

Essere un "Value Investor" di successo consiste sostanzialmente in questa consapevolezza: proprio perché il mercato e' impreciso nelle sue "emotive" valutazioni che le opportunità di significativi ritorni si generano (profitti superiori ai dati medi di crescita degli indici principali e il tasso di crescita del PIL).

Top Down approccio – filosofia di investimento

Avendo accettato questa premessa occorre comunque adottare un filosofia di investimento; il termine filosofia può sembrare pomposo ma e' adatto per esprimere l'atteggiamento mentale necessario nel processo di investimento.

La filosofia di valutazione e selezione dei titoli da portafoglio preferita da Fat Prophets e' quella che segue in buona misura il percorso di analisi dettato dal metodo Top Down. Infatti secondo i dettami di tale metodo, la priorità di comprensione riguarda le fondamentali dinamiche di macroeconomia in corso ed egualmente la comprensione delle interazioni di queste dinamiche. Quasi certamente quest'ultimo aspetto e' il più impegnativo e occorre il supporto di buone fonti di informazione. Dal generale si passa quindi al particolare nell'analizzare settori, industrie e specifici titoli, ciò nella consapevolezza che ogni specificità può essere capita solo tramite la comprensione del contesto generale.

Perché questo approccio e' importante? Perché esso implica come priorità assoluta la protezione del capitale prima ancora dell'ottenimento di profitti; infatti nell'essere posizionati nel settore giusto al momento giusto si ottiene una ragionevole probabilità di protezione del capitale. D'altro canto l'ottimizzazione dei profitti sarà determinata dalla saggia costruzione di un portafoglio ben diversificato e dinamico, un portafoglio principalmente composto da titoli specifici. I concetti di diversificazione e dinamismo sono naturalmente essenziali in una strategia di successo di investimento e meritano di essere trattati separatamente, forse in un prossimo articolo.

Un'altra considerazione importante di impostazione strutturale dei portafogli riguarda la ricorrenza dei settori da privilegiare, secondo le diverse fasi del ciclo economico. La convenzione più comune tra gli economisti prevede un ciclo economico composto da cinque fasi, tre in espansione e due in contrazione.



In ogni fase alcuni settori sono favoriti ed altri penalizzati, in base a dati statistici storici.

Fat Prophets ritiene che questo aspetto di analisi sia ancora valido se principalmente riferito alle economie avanzate; tuttavia occorre tener conto delle potenti dinamiche generate dalle economie emergenti. Come è noto la portata, in termini economici e demografici, di queste economie è tale che il loro sviluppo ha determinato un ciclo economico in parte indipendente dalle economie sviluppate, un ciclo che si sovrappone a quello tradizionale e che in concreto determina la continuazione della fase "bull" delle commodity.

Non è oggettivamente possibile ignorare queste potenzialità se si considera la pressione di domanda generata dallo sviluppo di infrastrutture, il gigantesco fenomeno di urbanizzazione, lo sviluppo del ceto medio etc..

Valutazione dei fondamentali

Nel concreto, limitandoci ad alcuni aspetti basilari, il criterio di selezione non dovrebbe riguardare solo società sottovalutate rispetto ai dati offerti da bilanci di esercizio, conti di profitti & perdite e flussi di cassa, ma anche quelle con un'ottima gestione, solidi patrimoni e caratteristiche commerciali uniche e che garantiscono vantaggi competitivi sostanziali.

Se si avesse le necessaria competenza, oltre alla normale attenzione a regolare dichiarazione di risultati interinali e annuali, occorrerebbe prestare particolare attenzione alle dichiarazioni di analisi e proiezioni di stime del management, questo nel tentativo di identificare sia affermazioni coerenti agli obiettivi e risultati pubblicati, che significative discrepanze tra realtà e interpretazioni.

Come è noto, nell'analizzare risultati e informazione finanziaria l'arte di leggere tra le righe è assolutamente essenziale per risolverne le aree "ambigue", ovvero aree soggette a manipolazioni e falsificazioni.

Eguale, probabilmente con il supporto di specialisti, bisognerebbe prestare particolare attenzione alle circostanze e variazioni di settore, considerando la valenza di ogni titolo in relazione alle dinamiche di contesto.

Un focus essenziale nel processo di analisi è l'individuazione di fattori chiave, in fase incipiente, riguardanti il potenziale di crescita di una compagnia, ma più precisamente quei fattori sopravvalutati o sottovalutati da grandi istituti finanziari che, quando i loro effetti sono resi palesi, determinano le tendenze di prezzo. In altre parole occorre anticipare il processo di riconoscimento di valore da parte dei grandi protagonisti dei mercati borsistici che con il loro intervento causano la sostanziale ascesa dei prezzi.

Al proposito va ricordato che l'investitore privato, accorto e ben informato, ha un vantaggio notevole rispetto a grandi istituzioni di investimento, poiché egli potrà agire sui primi segnali di ripresa di un titolo di suo interesse.

Al contrario, grossi istituti finanziari sono spesso intrappolati in logiche 'molto prudenti', logiche in verità di massa e di mediazione di interessi; spesso gli analisti e operatori istituzionali tralasciano di prendere in esame compagnie junior di grande potenziale e comunque tendono ad intervenire quando quei 'fattori chiave, in fase incipiente' sopra citati sono già maturati in fase più avanzata, esaurendo quindi in parte la loro dinamica di crescita.

Analisi Tecnica

Quale è il momento migliore per investire in una particolare azione? Nel processo di selezione dei titoli di investimento occorre fare uso degli strumenti dati dall'analisi tecnica per identificare il tempo ideale di intervento. Ciò contribuisce a minimizzare il rischio verso cadute di prezzo a breve termine ed aumentare il potenziale di aumenti su quello medio-lungo.

Idealmente occorrerebbe combinare al meglio le valutazioni dei fondamentali con l'analisi tecnica. Quest'ultima è utile per valutare la percezione di valore del mercato e deve essere usata per capire quando questa percezione cambia tendenza, ovvero quando il mercato è pronto a riconoscere il valore reale e potenziale di un titolo fino allora sottovalutato, oppure quando la sua percezione di valore è insostenibile.

Sebbene la valutazione di un "Value Investor" è principalmente focalizzata sui fondamentali sarebbe poco saggio ignorare i segnali offerti da una buona analisi tecnica; nel verificare dati storici si potrebbe trovare molti esempi di titoli supportati da ottime valutazioni dei fondamentali ma soggetti a declini di prezzo prolungati nel tempo.

In termini pratici: è meglio evitare di investire in titoli che presentano una contraddizione tra la valutazione dei loro fondamentali e i criteri di analisi tecnica.

L'uso coordinato delle due discipline aiuta a selezionare le azioni che offrono le prospettive di crescita più promettenti al prezzo più conveniente.

Nota finale

Al di là del mandato di questo articolo, vorremmo anche ricordare che un altro aspetto indispensabile nella pratica di investimento è quello della gestione e monitoraggio delle posizioni. Un aspetto spesso trascurato dall'investitore medio, è forse dovuto alle difficoltà oggettive di mantenere una ricerca continua sul titolo su cui si è attuato il proprio investimento.



Purtroppo non e' possibile trascurare questo impegno, le conseguenze potrebbero essere disastrose. Al proposito varrebbe la pena di ottenere l'assistenza di agenzie di ricerca e analisi, dopo tutto un analista professionista dispone di costosi strumenti di ricerca e informazione (terminali Bloomberg, Reuters etc.) non accessibili ad investitori retail o spesso a giornalisti.

Un'analista professionista dispone quindi di informazioni e tempestive segnalazioni di cambiamento di circostanze, sia specifiche che di contesto.

Per finire, forse in tono leggero ma a buon ragione indichiamo: i dieci comandamenti di investimento sul medio-lungo termine di Fat Prophets

1. Non pagare mai prezzi esagerati di titoli "in voga" perché azioni sopravvalutate prima o poi crollano.

2. Farai sempre attenzione all'analisi tecnica e allo studio di grafici di prezzo, prima finalizzare le tue decisioni. Un'immagine vale mille parole. Ma ricorda l'analisi tecnica indica la percezione di valore del mercato non il valore intrinseco del titolo azionario.

3. Non seguirai mai le folle quando valuti le opportunità d'investimento, quasi sempre le folle prendono decisioni sbagliate. Ma ricorda che andare costantemente "contro corrente" significa attribuire prevedibilità meccanica al mercato azionario e ciò sarebbe un errore.

4. Non ti farai influenzare da opinioni di moda o tendenze estreme. Ogni moda e' passeggera e finisce sempre in lacrime.

5. Sarai sempre estremamente prudente quando investi capitali presi in prestito. I prestiti vanno sempre ripagati appieno mentre gli investimenti in Borsa possono variare notevolmente in valore. I mercati finanziari hanno spesso grande volatilità.

6. Prima di investire valuterai attentamente il rischio e la portata di un possibile ribasso di prezzo, entro lo spazio di tempo considerato.

La difesa del capitale investito e' altrettanto importante della strategia di realizzazione di profitti.

7. Sarai sempre paziente nella tua pratica d'investimento. L'attesa paziente del momento giusto per investire e' assolutamente essenziale per una strategia vincente. Attenderai quindi che il mercato ti offra opportunità di investimento senza forzature.

8. Sarai sempre disciplinato e controllerai le tue emozioni: pronto a tagliare le perdite quando necessario. Affidarsi alla speranza nella ripresa di mercati, senza ragioni razionali, e' un modo sicuro per rovinarsi.

9. Acquisterai "cappelli di paglia" in inverno. Questa metafora ti insegna che ciò che e' oggi trascurato dal mercato sarà la stella di domani.

10. Sarai sempre onesto con te' stesso; ammettendo i tuoi errori e facendo buon uso delle lezioni imparate.

Buon anno nuovo e buon investimento!

Fath Prophets

"Fat Prophets nasce in Australia nel 2000 quale autentica, indipendente "research house" dedicata alla produzione di analisi di mercati borsistici internazionali e all'assistenza di investitori privati nella strutturazione e gestione di portafogli di investimento.

Fat Prophets può contare su team di analisti operanti nei suoi uffici di Londra e Sidney che aggregano esperienza e competenza in diverse discipline per produrre analisi di grande lucidità e acutezza. La presenza dei team di ricerca in locazioni significative promuove una visione e comprensione più completa del panorama finanziario.

Nel corso di 10 anni Fat Prophets ha accumulato notevole reputazione di competenza e performance, soprattutto nei settori Minerari e Energetici.

Con una reputazione basata su risultati verificabili e costanti nel tempo, Fat Prophets consente agli investitori Italiani una possibilità irrinunciabile di diversificazione nei settori dal potenziale più promettente nel medio-lungo termine. L'investimento nei titoli selezionati da Fat Prophets costituisce la strategia più prudente e produttiva per ottenere esposizione alle economie emergenti; ovvero offre una reale alternativa alle incertezze di investimenti legati esclusivamente alle economie occidentali.

La sua pratica di assistenza include la creazione e gestione virtuale di portafogli on-line, accessibili sui siti www.fatprophets.eu - Italiano - e www.fatprophets.co.uk - Inglese. "

Iscriviti e riceverai il primo di una serie di articoli informativi sui mercati borsistici Internazionali

[Clicca qui](#)

Fabio Tresoldi
Head of Italian Department
Fat Prophets

Come valutare gli investimenti



Massimo Intropido

E' il fondatore di Ricerca Finanza. Classe 1967, laureato in Economia e Commercio all'Università Cattolica di Milano, nel 2003, ha fondato Ricerca Finanza, per portare al mercato finanziario italiano un metodo ed una competenza nuovi, affidabili ed accessibili. E' socio ordinario S.I.A.T. (Società Italiana di Analisi Tecnica), per la quale ha svolto e svolge prestigiosi incarichi e dell'.A.I.F. (Associazione Italiana Formatori).

Si dice comunemente che la vittoria ha moltissimi padri, mentre la sconfitta è sempre orfana. Quando si tratta di investimenti finanziari questa regola sembra non subire eccezioni, almeno apparentemente. Perché nei fatti, poi, la mente umana generalmente non si rassegna all'idea di una perdita esclusivamente legata solamente a fattori personali o esclusivamente a cause oggettive. In genere, in maniera cosciente o meno, tendiamo ad attribuire a più cause la responsabilità di un investimento finanziario non andato a buon fine. Ci si può rendere conto di questo meccanismo soprattutto quando, dopo aver subito una perdita, si diventa molto più restii ad effettuare un investimento simile a quello appena andato a male. Ed anche quando il nuovo investimento viene effettuato con un forte spirito di rivalsa (atteggiamento solitamente pericolosissimo), prima poi ci si rende conto di trovarsi in una situazione molto più emotiva rispetto alla precedente, anche se parte di questa maggiore emotività non è rappresentata dalla sola paura, ma anche da una grande speranza di successo. In altre parole, l'esito di un investimento finanziario condiziona sicuramente lo stato d'animo con cui vengono effettuati quelli successivi e forse anche il loro risultato finale (nel senso che può aumentare la probabilità che si sbaglia a causa dell'emotività).

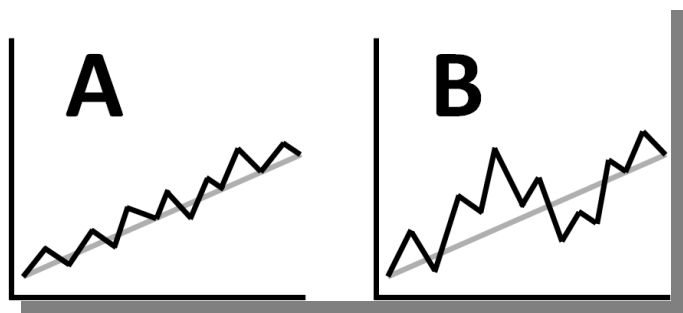
Si ritiene comunemente (non sempre in maniera corretta, però) che l'emotività legata ad un investimento finanziario dipenda esclusivamente dal proprio profilo di rischio, cioè dalla propria predisposizione, legata a fattori psicologici ma anche materiali, ad effettuare investimenti più o meno rischiosi. In realtà questo approccio tende a focalizzare eccessivamente l'attenzione sugli aspetti strettamente personali dell'investitore, mentre invece l'analisi più attenta da condurre prima di investire anche la cifra più modesta è quella che riguarda la rischiosità dell'attività finanziarie in cui si vuole allocare il proprio denaro.

Questo è necessario perché noi possiamo anche essere perfettamente consapevoli della nostra propensione al rischio, ma sbagliare completamente l'analisi delle caratteristiche aleatorie di ciò su cui puntiamo.

Gli investitori con poca esperienza tendono a guardare per prima cosa i profitti attesi, mentre i professionisti si concentrano soprattutto sul rischio. Questo accade perché è sicuramente più piacevole e stimolante pensare a ciò che si può guadagnare, piuttosto che riflettere su ciò che si può perdere. Tuttavia, e qui sta la differenza tra i più esperti ed i meno esperti, sapere con buona approssimazione quanto si può perdere non serve a provare in anticipo il dispiacere per un evento negativo futuro, ma semplicemente a determinare la cifra corretta da investire "in sicurezza", cioè essendo in grado di sopportare la perdita che ne può derivare senza eccessivo stress. Questo approccio consente di superare la mentalità che si limita a prendere in considerazione il livello di rischio assoluto alle singole attività finanziarie. Per fare un esempio, normalmente si pensa che l'investimento azionario non sia adatto a chi ha un profilo di rischio complessivo fortemente orientato verso la sicurezza, cioè verso la conservazione del proprio capitale. Ciò non è assolutamente vero. Infatti, anche un investitore del genere può allocare una parte delle proprie risorse in capitale azionario, purché essa sia ridotta, in maniera tale che, anche una grande perdita percentuale sull'investimento azionario, si traduca in una piccolissima perdita monetaria nel suo portafoglio.

Questo è un concetto di per sé abbastanza innovativo, almeno nel mondo finanziario italiano, ma è sempre più conosciuto presso il pubblico degli investitori. Quello che ancora non è chiaro è che la bontà di un investimento non dipende dal fatto che esso alla fine faccia guadagnare o perdere. Infatti, essendo la finanza un ambito ciclico, prima o poi qualsiasi investimento fa guadagnare o perdere. In realtà la bontà di un investimento deriva dal rapporto tra rendimento e rischio attesi.

Già di per sé questo concetto è piuttosto intuitivo, ma per spiegarlo ancora meglio proponiamo il grafico successivo.



Nei quadri "A" e "B" proponiamo l'andamento del valore di due diverse attività finanziarie, il quale alla fine del periodo preso in considerazione sarà il medesimo in entrambi i casi, ma durante lo stesso periodo presenterà escursioni maggiori nel caso "B". Se giudicassimo in termini di rendimento, i due investimenti sarebbero assolutamente equivalenti. Invece, qualora si introduca il rischio (inteso come variazione media del rendimento, ovvero la distanza media tra il valore dell'attività e la linea di tendenza segnata più in chiaro), risulta chiaro come l'investimento "A" sia il migliore, poiché a parità di rendimento comporta un minor rischio. In pratica si tratta di un concetto di efficienza, cioè di un rapporto tra benefici e costi. Questo è l'unico criterio con il quale sia corretto giudicare la bontà degli investimenti nel lungo periodo. della remunerazione.

Questa è infatti l'unica metodologia che rende comparabili tra di loro tutti i tipi di attività finanziarie. Inoltre questa è un metodo di confronto che tende a risentire in misura molto ridotta della specifica fase di mercato in cui ci si trova.

Infatti, anche nei periodi particolarmente favorevoli ad un tipo di investimento (come ad esempio le materie prime negli ultimi mesi), l'accelerazione dei rendimenti ne aumenta la volatilità e dunque segnala la loro potenziale pericolosità nel caso in cui il quadro di fondo si rovesci.

Ecco dunque la mentalità corretta con cui valutare gli investimenti finanziari. Non più, quindi, una semplice valutazione del livello assoluto di rischio, ma anche la ricognizione del rapporto tra rendimento e rischio, perché non è affatto vero che un investimento possa essere interessante solo perché comporta un basso rischio, così come non è vero che tutti gli investimenti rischiosi siano inefficienti dal punto di vista

Massimo Intropido
Socio Ordinario S.I.A.T.
www.ricercafinanza.it

SeDeX - il mercato dei Covered Warrant e dei Certificati

I numeri e le news del mercato

Cifre Chiave – Nov 2010

N. contratti	135.583
Controvalore mln €	1203,6
New Listing del mese	124
N. Emittenti	17
N. Sottostanti	347

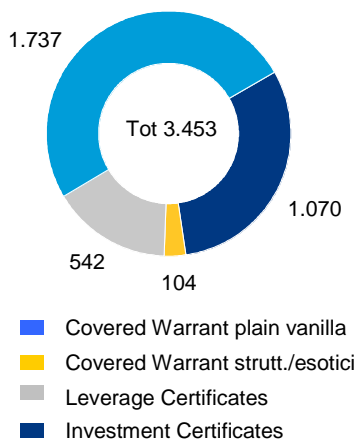
Il Mercato SeDeX

Gli strumenti in quotazione a fine novembre ammontano a 3.453, di cui 1.737 covered warrant plain vanilla, 104 covered warrant strutturati/esotici, 1.070 investment certificates e 542 leverage certificates.

Nel mese di novembre 2010 su SeDeX sono stati quotati 124 strumenti nuovi tra covered warrant plain vanilla e certificati.

In novembre sono stati scambiati 135.583 contratti per un controvalore di 1.204 milioni di euro in aumento rispetto a ottobre. I contratti sono cresciuti del 27% e il controvalore del 19%.

N° Strumenti per Segmento

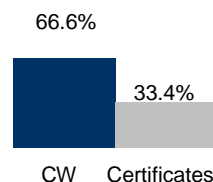


I volumi si sono divisi per due terzi sui covered warrant e per un terzo sui certificati. Tra i certificati si sottolinea la buona performance dei Mini Futures Certificates di RBS che con i nuovi listing di novembre ha dato buon impulso al segmento, che in novembre ha raggiunto i 15.538 contratti per 49,8 mln di controvalore (rispetto 11.729 contratti e 36,9 mln di ottobre).

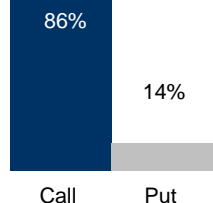
Tra i covered warrant i volumi di ripartiscono per l'86% tra i covered warrant di tipo call e per 14% tra i covered warrant di tipo put.

Nel mese di novembre le tipologie di certificati più scambiati sono stati i capitale protetto, con 157,6 mln di euro, seguiti dai bonus certificates, con 74,5 mln di euro e dagli express certificates con 58,4 mln di euro di intermediato. Nella tabella sotto, il dettaglio dei cinque certificati più scambiati.

Volumi CW vs Certificates



Volumi CW Call vs Put



I 5 Certificates più scambiati

Emittente	ISIN	Sottostante	Caratteristiche	Scadenza	Contratti	Controv.
Banca Aletti	IT0004572399	ENI	Borsa Protetta	19/01/11	2195	117,1
Barclays Bank	DE000BC2KZY6	Eurostoxx50 Fut TR	iPath	27/04/20	70	8,2
Banca IMI	IT0004522444	S&P GSCI exc ret	Equity Prot Quanto Cap	22/09/14	228	6,5
Banca Aletti	IT0004572407	ENEL	Borsa Protetta	19/01/11	260	4,9
Deutsche Bank	DE000DB5U8Y0	Eurostoxx 50	Express	25/11/14	248	4,9

Fonte: Borsa Italiana. Tutti i dati sono riferiti al mese di novembre 2010. Controvalore espresso in milioni di EUR.



BARCLAYS: nuovi strumenti per il trading di volatilità

Quotati in Borsa Italiana due iPath ETN, sull'indice VSTOXX short-term futures e sull'indice mid-term futures



Fabrizio Boaron

Fabrizio Boaron è Managing Director e Head of Investor Solutions for Southern Europe in Barclays Capital. Basato a Londra, Fabrizio Boaron entra in Barclays Capital nel 2007 dopo un'esperienza in UBS dove era responsabile di Fixed Income Sales sul mercato italiano.

Laureato presso l'università Bocconi con una laurea in Economia Aziendale.

Barclays ha lanciato sul mercato Italiano l'iPath VSTOXX Short-Term Futures ETN, il primo strumento legato alla volatilità quotato su SeDeX – segmento investment certificates, classe A, che lo scorso 30 novembre 2010 ha raggiunto il primo posto per controvalore scambiato.

Cosa sono gli iPath ETN

Un iPath ETN è un certificato, emesso da Barclays Bank Plc (rating: AA- S&P, Aa3 Moody's), con la particolarità di una Redemption Giornaliera al Fair Value.

Si definisce Fair Value il valore di chiusura dell'Indice di Riferimento al netto delle commissioni maturate. L'indice di Riferimento in questo caso è l'Indice VSTOXX Short-Term Futures, calcolato da STOXX in base ad una metodologia predeterminata utilizzando il prezzo mid-market del primo e del secondo contratto futures sul VSTOXX.

Liquidabilità Nel caso dell'iPath VSTOXX Short-Term Futures ETN la Redemption Giornaliera consente all'investitore di richiedere all'emittente il rimborso per un importo minimo di 25,000 strumenti. Tuttavia ogni investitore, anche chi investe per importi inferiori, beneficia di fatto degli effetti positivi della Redemption Giornaliera; tale meccanismo infatti consente, in maniera indiretta, di mantenere il prezzo di mercato dell'iPath ETN molto vicino al Fair Value come sopra definito.

Qualora infatti durante la giornata il prezzo scendesse al di sotto del Fair Value si potrebbe realizzare un arbitraggio: comprando l'iPath ETN e vendendo i relativi contratti futures sul VSTOXX, per poi a fine giornata esercitare la Redemption Giornaliera al Fair Value e ricomprare i contratti futures. La possibilità di esercitare la Redemption Giornaliera impedisce quindi, di fatto, che il prezzo dell'iPath ETN scenda in maniera significativa al di sotto del Fair Value dell'Indice di Riferimento.

Trasparenza della performance La performance dell'iPath ETN dipende unicamente dal valore dell'Indice di Riferimento e dalle commissioni maturate senza tracking error.

Le origini del trading di volatilità

Il trading di volatilità è nato con il trading di opzioni put e call e con il relativo delta hedging. Tuttavia questo processo può rivelarsi nella pratica troppo complesso e costoso per molti investitori.

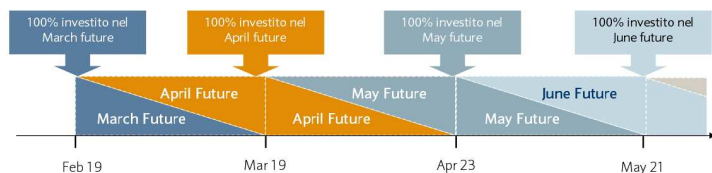
La creazione degli indici VSTOXX e VIX, indici non investibili ma puramente teorici, pur contribuendo a fornire un importante strumento di analisi non ha ampliato le possibilità di trading. Solamente con la creazione dei contratti futures su VSTOXX e VIX il mercato ha ottenuto uno strumento in più per negoziare la volatilità dei mercati azionari. Tuttavia la possibilità di negoziazione nei contratti futures non rappresenta la soluzione ottimale per tutti gli investitori a causa della necessità continua di ribilanciare il portafoglio alla scadenza desiderata, dei costi di bid-offer e anche semplicemente delle difficoltà di accesso a questo tipo di strumento.

Per queste ragioni STOXX in Europa ha creato l'indice investibile VSTOXX Short-Term Futures. L'indice VSTOXX Short-Term Futures infatti segue una strategia di investimento nel primo e secondo contratto futures del VSTOXX, con una scadenza costante a un mese, mantenuta vendendo ogni giorno circa il 5% (1/giorni lavorativi del mese) del primo contratto e acquistando una quantità equivalente del secondo, entrambi calcolati al mid-market e quindi senza considerare costi di bid-offer. Poiché tale strategia di investimento è realizzabile e non puramente teorica, Barclays ha la possibilità di legare la performance del suo iPath ETN all'indice senza tracking error.

Strumenti legati alla volatilità quotati al NYSE. La piattaforma iPath ETN è stata lanciata sul NYSE nel 2006. Ad oggi sono trattati sul mercato circa \$8 miliardi di iPath ETN, di cui circa \$2.4 miliardi su strumenti legati alla volatilità. Nel 2010 Barclays ha quotato in Borsa Italiana, London Stock Exchange e Xetra i primi iPath legati al VSTOXX.

Metodologia di calcolo dell'Indice VSTOXX Short-Term Futures

A ciascuna data di scadenza dei VSTOXX Futures, l'Indice VSTOXX Short-Term Futures investe al 100% nel primo contratto. Ciascun giorno successivo, il primo contratto viene venduto per circa 5% del nozionale (1/giorni lavorativi nel mese

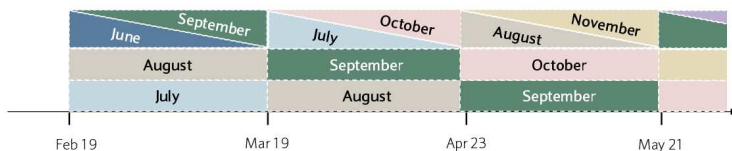


Fonte: Barclays Capital

considerato) e contemporaneamente viene acquistato un pari ammontare nel secondo contratto. Alla successiva data di scadenza l'indice investe interamente nel contratto successivo.

Metodologia di calcolo dell'Indice VSTOXX Mid-Term Futures

E' imminente la quotazione, su SeDeX di un secondo iPath ETN, questa volta legato all'Indice VSTOXX Mid-Term Futures. La metodologia di calcolo dell'indice e' simile a quella dell'indice Short-Term ma utilizza contratti futures a scadenza piu' lunga. Infatti, a ciascuna data di scadenza dei VSTOXX futures, il VSTOXX Mid-Term Futures investe al 100% nel quarto, quinto e sesto contratto. Ciascun giorno successivo, il quarto contratto viene venduto per circa il 5% del nozionale e contemporaneamente viene acquistato un pari ammontare nel settimo contratto.



Fonte: Barclays Capital

Elementi determinanti della performance degli Indici VSTOXX Futures

Gli indici VSTOXX Futures sono influenzati da due fattori:

- 1) Andamento dell'Indice VSTOXX spot (teorico)
- 2) Ripidita' della curva futures, che determina un costo (curva inclinata positivamente) o un guadagno (curva inclinata negativamente), dovuti al ribilanciamento giornaliero

Normalmente la sensibilita' dei contratti futures all'andamento del VSTOXX spot e' piu' elevata quanto minore e' la scadenza del contratto. Questo aumenta la sensibilita' dell'Indice Short-Term all'andamento della volatilita'. Tuttavia per i primi due contratti in condizioni normali di mercato si verifica una pendenza della curva (e quindi un costo) maggiore, rendendo questo uno strumento piu' adatto al trading di breve periodo. Nel caso del VSTOXX Mid-Term la pendenza della curva e' normalmente inferiore o in qualche caso la curva e' invertita, anche se la reattivita' ai movimenti della curva e' inferiore, rendendolo uno strumento piu' adatto ad una diversificazione di portafoglio di medio-lungo periodo.

In condizioni di stress di mercato invece la curva si inverte anche per i primi due contratti, scontando un ribasso della volatilita' (che infatti nel medio periodo si dimostra essere mean reverting, cioe' ritorna a livelli di equilibrio).

In generale i benefici di una allocazione del portafoglio in volatilita' attraverso un investimento nei VSTOXX iPath ETN sono visibili comparando un portafoglio in Euro STOXX50 con una allocazione nello stesso portafoglio aggiungendo opzioni put oppure aggiungendo una allocazione nell'indice VSTOXX.

Perche' l'indice VSTOXX?

A differenza dell'equivalente americano VIX (indice di volatilita' dell'indice S&P500) il VSTOXX e' denominato in EURO, quindi non espone l'investitore a rischi di valuta. Inoltre l'andamento del VSTOXX puo' essere molto diverso da quello del VIX, rendendolo particolarmente adatto a portafogli orientati ai mercati europei. Questo si puo' dimostrare particolarmente interessante date le condizioni di mercato attuali.

Conclusioni

- Gli iPath ETN legati alla volatilita' Europea sono disponibili sulle borse di Milano, Londra e Francoforte
- La liquidabilita' giornaliera al Fair Value e sul mercato lo rendono uno strumento facilmente utilizzabile, sia per trading che per asset allocation

Fabrizio Boaron

Barclays Capital
Managing Director, Head of Investor
Solutions for Southern Europe

ETFplus: il mercato degli ETF e ETC

I numeri e le news del mercato

Cifre chiave – novembre 2010

N. contratti	348.682
Controvalore mln €	8108,8
N. Emittenti	11
N. Strumenti	494 ETF e 83 ETC

I più scambiati per controvalore

1. LYXOR ETF XBEAR FTSE MIB
2. LYXOR ETF LEVERAGED FTSE MIB
3. LYXOR ETF FTSE MIB
4. ISHARES EURO STOXX 50
5. LYXOR ETF DAX

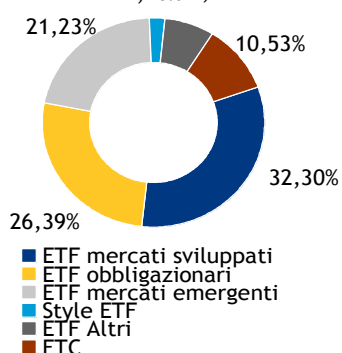
I più scambiati per contratti

1. LYXOR ETF XBEAR FTSE MIB
2. LYXOR ETF LEVERAGED FTSE MIB
3. ETFS LEVERAGED NATURAL GAS
4. LYXOR ETF MSCI INDIA (A)
5. LYXOR ETF FTSE MIB

ETFplus - AUM in Italia:

19,124 mld di €

2,40% 7,15%



Fonte Borsa Italiana – dati aggiornati a novembre 2010

Nuovi record per il mercato ETFplus

Nei primi undici mesi del 2010 gli scambi sul mercato ETFplus di Borsa Italiana sono in continua crescita: si sono registrati, infatti, un numero di contratti (3.163.220) e un controvalore delle negoziazioni (72,07 miliardi) superiori a quanto realizzato durante l'intero 2009 (rispettivamente 2.460.791 contratti e 54,45 miliardi di euro). Anche gli Asset Under Management continuano a segnare nuovi record; a fine novembre, infatti, le masse degli ETF hanno superato per la prima volta la soglia dei 17 miliardi di euro raggiungendo quota 17,11 miliardi, mentre l'AUM degli ETC oltrepassa per la prima volta la barriera dei 2 miliardi di euro, attestandosi a quota 2,02 miliardi.

Complessivamente gli strumenti quotati su ETFplus hanno masse in gestione in Italia per la cifra record di 19,12 miliardi di euro con una crescita del 31,7% rispetto a fine dicembre 2009.

Nuovi ETF ed ETC sull'ETFplus

Tra la fine di ottobre e la metà di dicembre il mercato ETFplus ha dato il benvenuto a 12 nuovi strumenti, rispettivamente 6 ETF e 6 ETC.

Sul segmento ETF, alla fine di ottobre, Lyxor ha lanciato sul mercato 4 ETF azionari settoriali short, rispettivamente sui settori automobilistico, bancario, risorse base ed energetico dell'Eurostoxx 600. Tra novembre e dicembre iShares ha, invece, quotato 2 ETF obbligazionari: l'iShares JPMorgan \$ Emerging Markets Bond, un ETF che replica l'andamento di un indice composto da un paniere di bond governativi emessi da Paesi emergenti, e l'iShares Market IBOXX Euro High Yield, che ha come benchmark un indice composto da obbligazioni corporate ad alto rendimento.

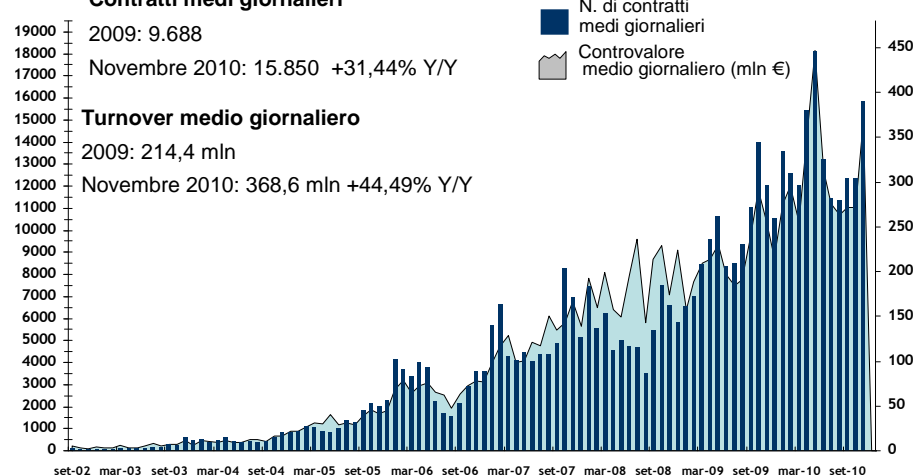
Sul segmento ETC, Deutsche Bank ha lanciato sei nuovi strumenti: tre ETC sul settore energetico (Db Brent Crude Oil Euro Hedged Etc, Db Energy Booster Euro Hedged Etc e Db Natural Gas Booster Euro Hedged Etc), uno sul settore agricolo (Db Agriculture Booster Euro Hedged Etc) e 2 short (Db Monthly Short Gold Eur Hedged Etc e Db Monthly Sht Brent Crude Oil Eur Hed). Questi ETC sono tutti coperti dal rischio di cambio Euro/dollaro.

Contratti medi giornalieri

2009: 9.688
 Novembre 2010: 15.850 +31,44% Y/Y

Turnover medio giornaliero

2009: 214,4 mln
 Novembre 2010: 368,6 mln +44,49% Y/Y



Gli ETF obbligazionari short e le curve dei rendimenti

Trading, hedging e strategie di relative value



Antonio Volpe, Responsabile ETF Business Unit di Amundi SGR

Antonio Volpe, laureato in Economia Politica presso l'Università Luigi Bocconi di Milano, è responsabile della Business Unit ETF di Amundi SGR. Ha lavorato precedentemente in Banca IMI dove ha maturato esperienza prima sul desk

Exchange Traded Derivatives poi nel team Sales Financial Institutions, occupandosi negli ultimi anni di ETF e ETC nel ruolo di sales per gli investitori istituzionali.

Tra i tanti ETF quotati su Borsa Italiana esiste una nuova famiglia che sta riscuotendo sempre più successo tra gli investitori: gli ETF obbligazionari short. Nell'attuale contesto di mercato, caratterizzato da bassi tassi di interesse, ben si comprende il motivo per cui sempre più investitori guardino agli ETF short obbligazionari con grande interesse.

Innanzitutto occorre premettere che la replica *short* viene calcolata su base giornaliera, quindi il rendimento di un indice short su un periodo maggiore di un giorno può essere diverso dall'inverso dell'indice (*compounding effect*).

Ipotizziamo ad esempio che a tempo T0 il livello dell'indice base e dell'indice short siano entrambi pari a 100, a T+1 l'indice base valga 95 (-5%) e l'indice short sia pari a 105 (+5%), e che a T+2 si registri un incremento dell'indice base pari al 10%; in questo caso il livello finale sarà pari a 104.5 per l'indice base e 94.5 per l'indice short.

Mentre il rendimento giornaliero dell'indice short è l'inverso rispetto all'indice base, nel periodo tra T e T+2 il rendimento cumulato dell'indice short è pari al -5.5% e la performance dell'indice base è del 4.5% (*compounding effect* negativo).

Analogamente, se avessimo avuto due sessioni al ribasso, pari ciascuna a -10% dell'indice, l'indice short avrebbe registrato un incremento maggiore rispetto alle attese sul periodo: nell'esempio +21% rispetto alle attese di un rendimento del 19% (*compounding effect* positivo).

Il *compounding effect* è dovuto alla formula del tasso di interesse composto ed è funzione della volatilità: maggiore è la volatilità dell'indice sottostante maggiore è la probabilità di produrre *compounding effect*. Inoltre, il tipo di *compounding* (negativo o positivo) è *path dependent*, in altre parole se l'indice sottostante si muove per diverse sedute solo in una direzione si producono *compounding effect* positivi, mentre se l'indice è altalenante, muovendosi ogni giorno in direzione opposta rispetto al giorno precedente, il *compounding* prodotto risulta negativo, come si evince dall'esempio.

Gli ETF short replicano quindi su base giornaliera inversamente l'andamento dell'indice di riferimento, cioè:

$$\text{performance indice short} = - \text{performance indice long} + 2 \times \text{Eonia} - \text{costi prestito titoli}$$

Questa regola vale per tutte le differenti tipologie di ETF short. Come si può osservare, l'indice short ha una componente positiva di reddito rappresentata dalla remunerazione al tasso Eonia, sia della liquidità investita sia della liquidità derivante dalla vendita dei titoli. Questa componente positiva, può essere

	Livello T0	Rendimento T+1/T	Livello T+1	Rendimento T+2/T+1	Livello T+2	Rendimento T+2/T
Indice base	100	-5%	95	10%	104,5	4,5%
Indice short	100	5%	105	-10%	94,5	-5.5%

	Livello T0	Rendimento T+1/T	Livello T+1	Rendimento T+2/T+1	Livello T+2	Rendimento T+2/T
Indice base	100	-10%	90	-10%	81	-19,0%
Indice short	100	10%	110	10%	121	21,0%



trascurabile per indici azionari, mentre diventa importante e significativa nel caso di ETF obbligazionari, soprattutto in contesti di mercato dove il tasso Eonia è rilevante, ad esempio nel corso del 2007-2008 quando era intorno al 4%.

Nel grafico 1 viene rappresentato l'andamento dell'indice long EuroMTS 1-3y e del corrispondente indice short in un periodo di cinque anni (maggio 2005 a maggio 2010). A fronte di una performance dell'indice pari a +19.59% ci si aspetterebbe una performance dell'indice short inversa e pari a -19.59%: invece l'indice short nel periodo ha avuto una performance positiva pari al 7.69%. Questo risultato, ben più alto delle attese, è dovuto proprio alla componente Eonia. Come si vede, l'andamento dei due indici è simmetrico rispetto a quello dell'indice EuroMTS Eonia. Se confrontiamo le performance degli indici rispetto all'Eonia, sono pari a 5.86% per l'EuroMTS 1-3y long e a -6.04% per l'EuroMTS 1-3y short con una differenza di soli 19 basis point.

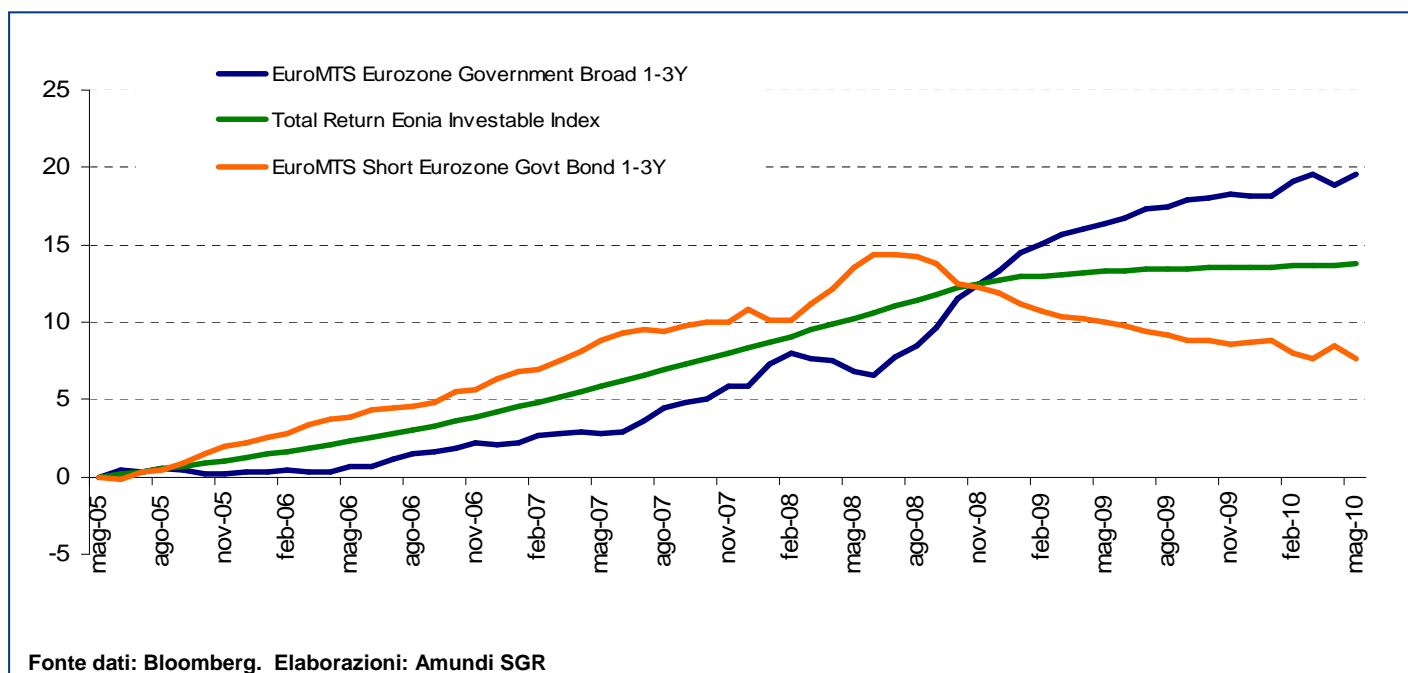
L'effetto *compounding*, molto contenuto, è dovuto al fatto che gli indici obbligazionari sono caratterizzati da una volatilità ben più bassa degli indici azionari. Questo fa sì che gli ETF obbligazionari short possano essere utilizzati anche come validi strumenti di copertura per un portafoglio obbligazionario, diversamente dagli ETF azionari short dove, per un utilizzo di copertura in orizzonti temporali lunghi, molto spesso diventano necessari dei ribilanciamenti.

Altro aspetto da sottolineare è che se i tassi rimangono fermi in un dato orizzonte temporale, mentre l'indice long aumenta di valore incassando le cedole dei bond che costituiscono l'indice, l'indice short replica inversamente tale andamento ma incassa due volte il valore dell'Eonia. Pertanto, la performance dell'indice short può essere positiva (*carry* positivo) in caso di curva molto piatta o invertita, oppure negativa (*carry* negativo) in caso di curva molto inclinata. In questo caso la forma della curva dei rendimenti è determinante nel comprendere se, in caso di tassi stabili, ci possiamo attendere performance positive o negative dall'investimento in ETF short obbligazionari.

Tabella grafico 1

	Performance	vs Eonia	Differenza
Indice EuroMTS 1-3y long	19,59%	5,86%	
Indice EuroMTS Eonia	13,73%		
Indice EuroMTS 1-3y short	7,69%	-6,04%	-0,19%

Grafico 1





Ovviamente, questa tipologia di ETF trae beneficio da uno scenario di tassi in rialzo sia perché il corrispondente indice long diminuisce di valore, ma anche grazie alla componente Eonia.

Per esempio, nel grafico 2 è rappresentato l'andamento dell'indice EuroMTS 10-15 long e short dal 6 settembre al 6 dicembre 2010, dove si è assistito ad un primo significativo movimento di rialzo dei tassi. A fronte di una performance negativa dell'indice long pari a -4.87% il corrispettivo short ha segnato +5.38%.

Se l'aspettativa di rialzo dei tassi può essere la principale ragione per investire in questi strumenti, altro motivo potrebbe essere quello di coprire dal rischio tasso un portafoglio di titoli obbligazionari. A questo scopo, determinante è l'esatto *matching* delle duration tra il portafoglio long e lo strumento utilizzato per la copertura. Finché si disponeva solo di ETF obbligazionari short su un intero indice risultava poco efficiente un *hedging* della posizione; oggi, grazie a ETF obbligazionari short su singoli segmenti di curva, lanciati recentemente da Amundi, il *matching* delle duration diventa molto più puntuale e la copertura più efficiente. Esistono altre due modalità di utilizzo un po' meno intuitive, ma altresì importanti.

La prima è che le curve dei rendimenti non hanno sempre la stessa forma, per cui si possono combinare ETF obbligazionari long e short per scommettere su un appiattimento o irripidimento delle curve. Ad esempio, se ci si attende un appiattimento della curva dei rendimenti area Euro sul tratto 1-3y rispetto al 7-10y, si possono acquistare *duration weighted* un ETF che replica l'indice EuroMTS 7-10 e un ETF short sull'indice EuroMTS 1-3y.

Infine, è possibile combinare ETF tra loro per scommettere su un maggior/minore spread di rendimento tra Paesi cosiddetti core (Germania, Francia, Olanda, Austria e Finlandia) e Paesi periferici (Belgio, Italia, Spagna, Portogallo, Grecia, Irlanda). Ad esempio, se ci si attende un restringimento degli spread, si possono acquistare contemporaneamente l'ETF replicante l'indice ExAAA EuroMTS e l'ETF short EuroMTS Broad. Al contrario, se ci si attende un allargamento si può acquistare l'ETF replicante l'indice EuroMTS AAA e l'ETF short EuroMTS Broad.

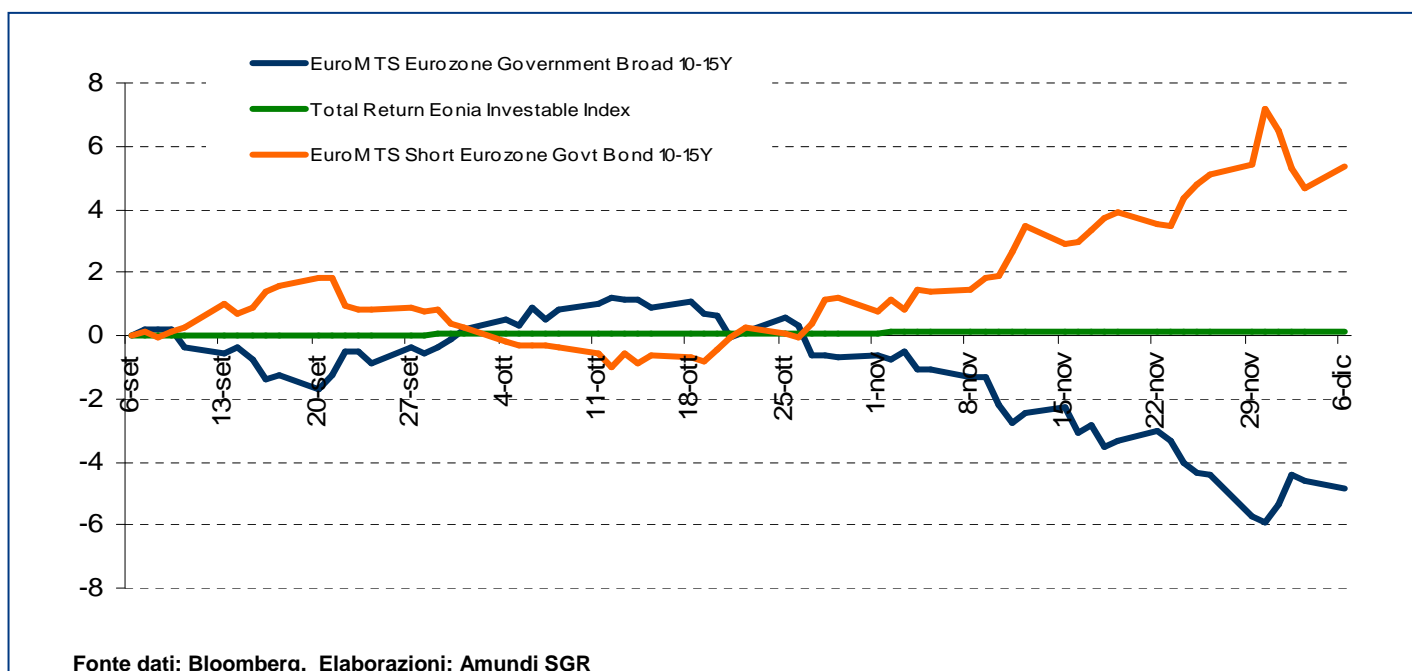
Da questi esempi, si può comprendere come questa tipologia di prodotti ben si adatta a essere utilizzata al fine di implementare diverse strategie senza l'impiego di future o opzioni, e non solo come strumento per beneficiare di un rialzo dei tassi.

Antonio Volpe, Responsabile ETF Business Unit di Amundi SGR

Tabella grafico 2

	Performance	vs Eonia	Differenza
Indice EuroMTS 10-15 long	-4,87%	-5,02%	
Indice EuroMTS Eonia	0,15%		
Indice EuroMTS 10-15y short	5,38%	5,23%	0,21%

Grafico 2



MOT ed ExtraMOT - i mercati dei titoli di stato e delle obbligazioni

I numeri e le news del mercato

Cifre Chiave: gen-nov 2010

Titoli di Stato

N. contratti	2.354.167
Controvalore mln €	189.271
N. strumenti	97
New listed da gennaio	42

DomesticMOT

N. contratti	952.204
Controvalore mln €	17.882
N. strumenti	355
New listed da gennaio	94

EuroMOT

N. contratti	196.431
Controvalore mln €	6301
N. strumenti	267
New listed da gennaio	70

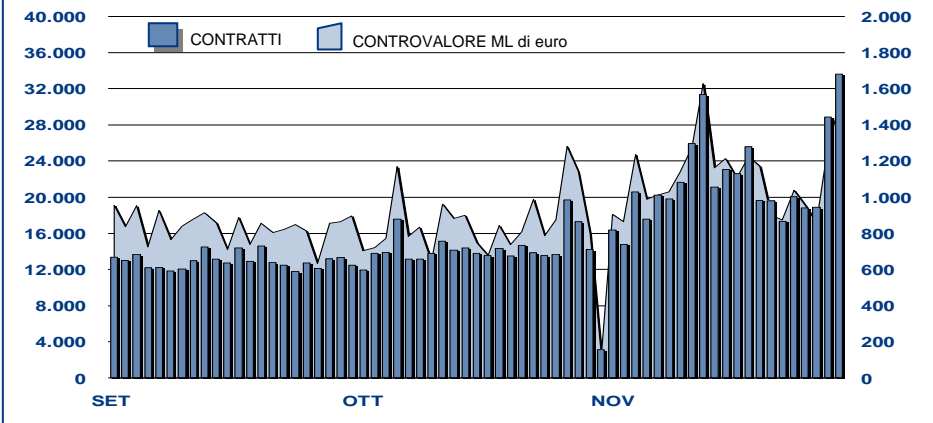
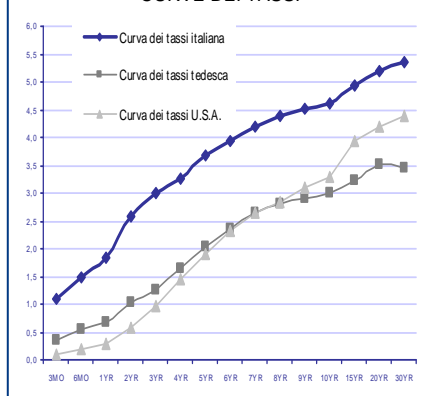
Ultime quotazioni MOT

Nei mesi di novembre e dicembre il mercato MOT è stato arricchito di nuove emissioni obbligazionarie. Nel dettaglio:

- "RBS N.V. Obbligazioni Asian Currencies Plus Notes";
- "Barclays Bank PLC EUR 10 Years Inflation Floored Notes";
- "Barclays Bank PLC EUR 15 Years Super Floater Notes";
- "Barclays Bank PLC EUR 15 Years Step Up – Step Down Note";
- "IW BANK Obbligazioni con opzione di tipo call asiatica II tranche";
- "UBI Subordinato Lower Tier II a Tasso Fisso con Ammortamento 05.11.2010-2017";
- "Credit Suisse AG Floating Rate Notes due 2016";
- "Société Générale Fixed to Floating Coupon Notes due 12 August 2015";
- "Dexia Crediop S.p.A. Serie Ordinaria n.4 Tasso Fisso 4,50% Callable 2010-2024";
- "Dexia Crediop S.p.A. Serie Speciale n.3 Reverse Floater 7,00% 2010-2020";
- "Mediobanca Secondo Atto 5% 2010/2020 subordinato Lower Tier 2";
- "Barclays Bank PLC EUR 8 Years Floater Notes";
- "UBI Tasso Fisso 2,30% 02.12.2010-2013 Welcome Edition";
- "Unione di Banche Italiane S.c.p.A. Tasso Misto 02.12.2010-2014";
- "RBS N.V. Obbligazione RBS Cina";
- "RBS N.V. Obbligazione RBS Europa";
- "RBS N.V. Obbligazione Fisso Variabile";
- "Mediobanca Terzo Atto €Tasso Variabile 2010/2015";
- "Mediobanca Terzo Atto \$ Tasso Variabile 2010/2015";
- "Banca IMI Tasso Variabile con Tasso Minimo e Massimo 21 Dicembre 2015".

Il segmento EuroMOT ha visto la quotazione di due titoli di stato della Repubblica Federale Tedesca, tre obbligazioni della KfW in TRY (Lira Turca) e sette della Banca Europea per gli Investimenti (BEI) in ZAR (Rand SudAfricano), USD e GBP.

CURVE DEI TASSI



Fonte dati: Borsa Italiana, set – nov 2010

Rischio Sovrano: considerazioni e metodologie di calcolo

Differenziali di rendimento e Cds nel monitoraggio del rischio obbligazionario dell'area Euro



Luca Bagato

Luca Bagato, 44 anni, dal 2006 trader privato e amministratore unico di Macromarkets Srl, ufficio studi indipendente con sede a Mantova.

Dal 2006 consigliere di Mts Spa e consulente per il reddito fisso di

Borsa Italiana Spa.

Dal 2009 docente incaricato del corso di International Corporate Finance presso l'Università Cattolica di Piacenza, Master International Management.

Precedentemente vanta esperienze di trading e di sales specializzato sul reddito fisso, sia governativo che societario ed emergente, presso JPMorgan Milano, Salomon Brothers Londra, Citibank Milano e CSFB Milano e Londra.

Il 2010 può ben essere definito l'anno del ritorno del rischio Sovrano, cosa che, per il bacino europeo, non avveniva da 16 anni.

Nell'articolo analizziamo gli elementi chiave per capire il rischio sovrano, soprattutto per collegarlo all'attività delle agenzie di rating, e diamo un breve cenno alle metodologie di monitoraggio di tale rischio, con alcune evidenze pratiche.

Ci stiamo concentrando sui rischi di insolvenza di un emittente obbligazionario e quindi chiameremo con il termine debitore soprannazionale, lo Stato o l'autorità centrale che ha emesso quella obbligazione.

Il rischio di credito (ovvero quello connesso alla probabilità di non rivedere, o di rivedere più in là nel tempo, i soldi che abbiamo investito in un'obbligazione dopo la sua scadenza) nei confronti di un debitore soprannazionale estero si chiama rischio Paese e può essere scomposto in due rischi distinti: 1) rischio sovrano e 2) rischio di trasferimento.

Il rischio sovrano fa riferimento al fatto che uno Stato, o un'autorità centrale che ha emesso un'obbligazione, possa emanare leggi che, a differenza di un emittente privato (come un'azienda), cambiano i regolamenti alla base degli accordi sottoscritti tra emittente e investitore al momento dell'emissione: ad esempio per ciò che concerne la scadenza del titolo o il pagamento di una cedola.

Il debitore soprannazionale può infatti innescare volontariamente un evento di default, ovvero un mancato pagamento di una cedola, un mancato rimborso del debito a scadenza oppure un allungamento dei tempi di scadenza dell'obbligazione.

Il rischio di trasferimento fa riferimento all'effetto contagio del rischio sovrano sulle altre obbligazioni, che risultano collegate al Paese emittente in un evento di default. Se, ad esempio, la Grecia dichiarasse il default sul proprio debito, ci sarebbe un effetto a cascata su tutto il debito garantito dallo Stato greco, incluse le obbligazioni emesse da aziende private che vantano dei crediti nei confronti del governo greco.

Una misura del rischio sovrano, e di conseguenza di quello di trasferimento, è costituita dai rating delle 3 maggiori agenzie preposte a valutare il tasso di rischiosità di un'obbligazione, soprattutto a medio lungo-termine, ovvero: Moody's, Standard&Poor's e Fitch.

Analizzando la metodologia di calcolo del rischio e l'attribuzione di un codice alfanumerico che va, per S&P che usiamo per puro riferimento, dalla tripla A (AAA che equivale ad un'obbligazione priva di rischio) alla singola D (D che equivale ad un titolo in default e che ha rischio massimo), la soglia critica è rappresentata dal livello BBB-, sotto il quale i titoli obbligazionari non sono considerati 'investment grade', ovvero portatori di un rischio accettabile da parte degli investitori istituzionali (fondi comuni di investimento, fondi pensione, fondi assicurativi, etc...).

Le tre agenzie di rating monitorano il grado di rischio attraverso 4 insiemi di indicatori, per una media totale di circa 150 variabili analizzate periodicamente che riguardano la volontà del governo centrale di ripagare il debito, la crescita dell'economia e la stabilità economico-politica, l'evoluzione del debito pubblico e la capacità di finanziare le nuove emissioni, la sostenibilità del finanziamento nel tempo anche alla luce del tasso di cambio.

Il rating migliore individua l'emittente sovrano che diventa il 'benchmark' (Paese guida) per il bacino di riferimento: USA per il bacino in dollari e Germania per quello in euro.

I titoli benchmark per il rischio sovrano prendono il nome di titoli privi di rischio, ovvero di 'risk free bonds' e sono quindi i Treasuries per l'area dollaro, e i Bund per l'area euro.

Un primo metodo piuttosto semplice e poco costoso per monitorare il rischio sovrano è quello di osservare la differenza tra il rendimento dell'obbligazione non benchmark, ad esempio



un Btp, e quello benchmark, nel nostro caso le obbligazioni tedesche.

Due sono le scadenze che il metodo del differenziale di rendimento offre come migliori per il monitoraggio (almeno secondo la nostra esperienza): il 2yr e il 10yr.

Il confronto nel tempo (settimanale, mensile e annuale) dei differenziali tra il rendimento dell'obbligazione non benchmark rispetto a quello risk-free, individua il rischio sovrano. Se tale differenziale cresce, diciamo che il rischio sovrano è aumentato mentre viceversa se scende.

Facciamo un esempio pratico sui Btp: se il 5 ottobre '10 il rendimento del Btp a 10yr, che consideriamo il più liquido tra le varie emissioni a 10yr del Tesoro italiano, era pari a 3,86% e quello del decennale tedesco a 2,28%, possiamo affermare che il rischio sovrano italiano era pari a 158bps ovvero a 386bps (1bp = 0,01% e quindi 386bps = 3,86%), che era il rendimento del Btp 10yr, sottratto a 228bps, che era il rendimento del Bund 10yr.

Solitamente si paragona questo differenziale a quello di un Paese (o di un gruppo di Paesi) ritenuto collegato al rischio sovrano analizzato. Nel caso italiano il paragone è con il rischio sovrano spagnolo, che il 5 ottobre '10 esprimeva un differenziale di 185bps contro il Bund.

Se analizziamo il differenziale tra il Btp 10yr e il Bund 10yr e tra il Bonos 10yr e il Bund 10yr il 13 dicembre '10, otteniamo 164bps per l'Italia e 252 bps per la Spagna.

In termini relativi, tra il 5 ottobre e il 13 dicembre '10 il rischio sovrano italiano è cresciuto di 6bps, pari a 164bps-158bps mentre quello spagnolo è cresciuto di 67bps, pari a 252bps-185bps, sempre rispetto ai Bund tedeschi.

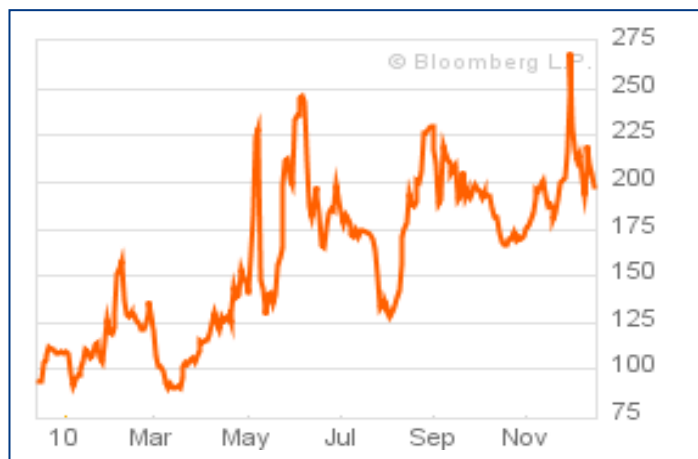
Il rischio sovrano spagnolo sta crescendo di più di quello italiano e quindi sta aumentando il rischio di un 'downgrade' delle agenzie di rating.

Il codice di rischio alfanumerico assegnato dalle agenzie di rating può infatti essere alzato o abbassato; statisticamente il rischio sovrano dei Paesi oggetto di rialzo del rating, ovvero di 'upgrade', scende (ovvero quando scende il differenziale di rendimento con il benchmark senza rischio) e viceversa il rischio sovrano cresce, nel caso di un downgrade (ovvero quando sale il differenziale di rendimento con il benchmark senza rischio).

Si considera il rischio sovrano sul 10yr più rilevante di quello a 2yr quando i rischi di default sono contenuti e si considera più importate quello a 2yr quando questo aumenta molto.

Un metodo alternativo, rispetto al differenziale di rendimento, è quello offerto dalle quotazioni sui CDS sovrani (Sovereign Credit Default Swap), ovvero derivati che consentono di coprirsi dal rischio di default dell'emittente dell'obbligazione e quotati in % rispetto a 10milioni di euro (o di dollari) investiti. Tale ammontare è definito per standard contrattuali, come il multiplo minimo del nozionale assicurabile con un Cds sulla scadenza di 5 anni.

Grafico 1: Italy 5yr Cds da inizio 2010 (fonte Bloomberg)



La metodologia di osservazione è la stessa di quella del differenziale di rendimento: osservazione del livello del Cds su un arco temporale di una settimana, un mese o un anno.

In questo caso però i Cds esprimono già un differenziale e quindi, per avere un'idea del trend del rischio sovrano, basta confrontare i loro livelli: se il differenziale cresce, il rischio sovrano è aumentato mentre viceversa se scende.

Grafico 2 : Spain 5yr Cds da inizio 2010 (fonte Bloomberg)



I differenziali di rendimento a 2yr e a 10yr e i Cds a 5yr offrono agli investitori di obbligazioni sovrane, come ad esempio quelle emesse nell'euro-zona, l'opportunità di un monitoraggio costante dei rischi durante tutto l'arco di detenzione dei titoli in portafoglio. E' consigliabile, e prudenzialmente ottimizzante per il rendimento del proprio portafoglio obbligazionario, ridurre strutturalmente l'esposizione dei titoli che vedono salire velocemente sia il differenziale a 10yr che il Cds a 5yr sopra i 250bps.

Luca Bagato,
Amministratore unico di Macromarkets Srl



Redazione Inside Markets

IDEM - Gabriele Villa, Melissa De Sanctis

ETFplus - Silvia Bosoni, Demis Todeschini

SeDeX - Emanuele Grasso, Luisa Fischietti

MOT ed ExtraMOT- Carlo Gussoni, Anna Marucci, Enrico Sobacchi

inside.markets@borsaitaliana.it

Borsa Italiana - London Stock Exchange Group

Piazza degli Affari, 6

20123 Milano

La pubblicazione del presente documento non costituisce attività di sollecitazione del pubblico risparmio da parte di Borsa Italiana S.p.A. e non costituisce alcun giudizio, da parte della stessa, sull'opportunità dell'eventuale investimento descritto.

Il presente documento non è da considerarsi esaustivo ma ha solo scopi informativi. I dati in esso contenuti possono essere utilizzati per soli fini personali. Borsa Italiana non deve essere ritenuta responsabile per eventuali danni, derivanti anche da imprecisioni e/o errori, che possano derivare all'utente e/o a terzi dall'uso dei dati contenuti nel presente documento.

I marchi Borsa Italiana, IDEM, MOT, MTA, STAR, SeDeX, MIB, IDEX, Bit Club, Academy, MiniFIB, DDM, EuroMOT, Market Connect, NIS, Borsa Virtuale, ExtraMOT, MIV, Bit Systems, Piazza Affari Gestione e Servizi, Palazzo Mezzanotte Congress and Training Centre, PAGS nonché il marchio figurativo costituito da tre losanghe in obliquo sono di proprietà di Borsa Italiana S.p.A.

Il marchio FTSE è di proprietà di London Stock Exchange plc e di Financial Times Limited ed è utilizzato da FTSE International Limited sotto licenza.

Il marchio London Stock Exchange ed il relativo logo, nonché il marchio AIM sono di proprietà di London Stock Exchange plc.

I suddetti marchi, nonché gli ulteriori marchi di proprietà del London Stock Exchange Group, non possono essere utilizzati senza il preventivo consenso scritto della società del Gruppo proprietaria del marchio.

La società Borsa Italiana e le società dalla stessa controllate sono sottoposte all'attività di direzione e coordinamento di London Stock Exchange Group Holdings (Italy) Ltd – Italian branch.

Il Gruppo promuove e offre i servizi Post Negoziazione prestati da Cassa di Compensazione e Garanzia S.p.A. e da Monte Titoli S.p.A., secondo modalità eque, trasparenti e non discriminatorie e sulla base di criteri e procedure che assicurano l'interoperabilità, la sicurezza e la parità di trattamento tra infrastrutture di mercato, a tutti i soggetti che ne facciano domanda e siano a ciò qualificati in base alle norme nazionali e comunitarie e alle regole vigenti nonché alle determinazioni delle competenti Autorità.