



Investire in scenari “alternativi” di mercato: dalle strategie su valute al mercato dei mutui in Italia

Matteo Vaghi

Head Italian Institutional Client Group
Deutsche Bank



- ▶ Introduzione: Deutsche Bank - Global Markets
- ▶ Principio di Non-Arbitraggio
- ▶ Il mercato delle valute: strategia di carry
- ▶ Il mercato del credito: recenti evoluzioni e opportunità

Deutsche Bank - Global Markets

Clienti

Institutional Client Group (ICG)

Global Capital Markets*

Global Research

Commercial Real Estate*

Prodotti

Global Markets Equity

Global Finance & Foreign Exchange

Global Commodity

Global Rates

Equity Proprietary Trading

Global Credit Trading

Distressed Products

Emerging Markets

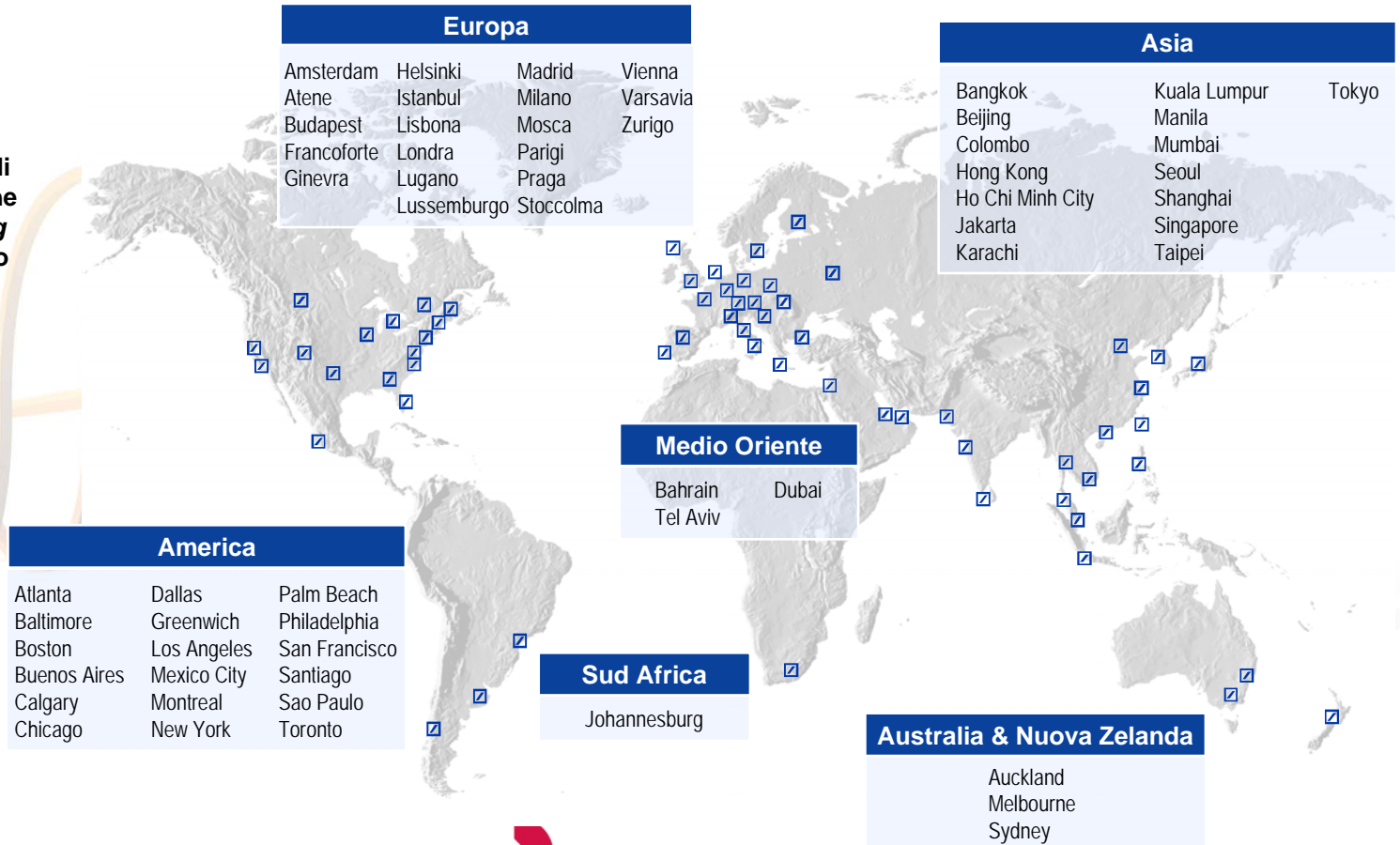
Global Syndicate

* In collaborazione con GM/GB



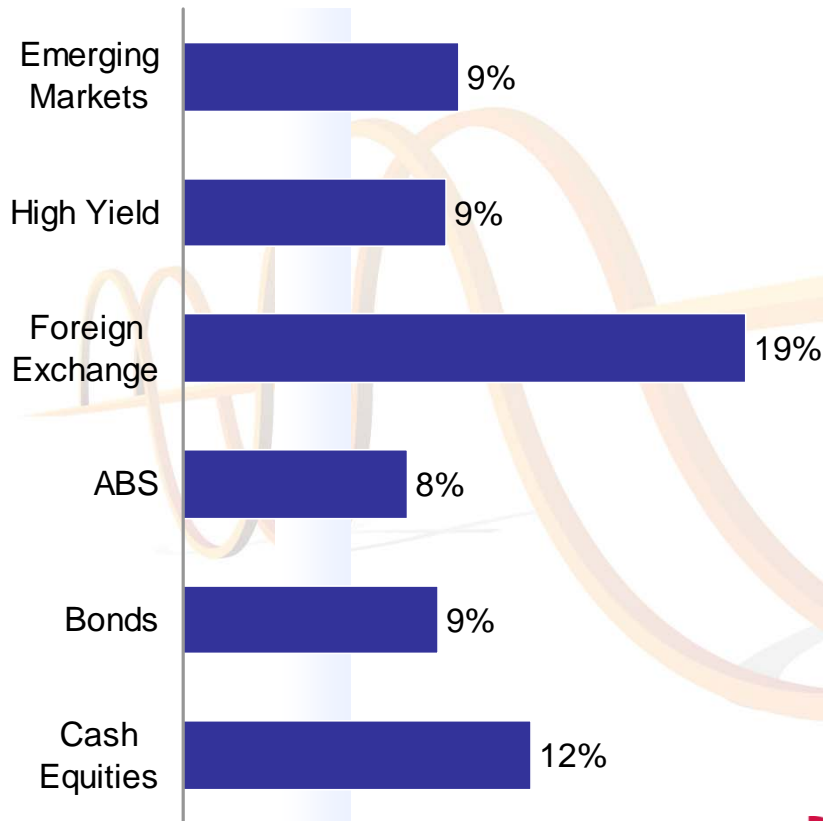
Deutsche Bank nel mondo

La divisione Global Markets impiega piú di 6,500 professionisti che lavorano in 39 trading room in tutto il mondo



Quota di mercato per prodotto

Quota di mercato globale di Deutsche Bank



Fonte: Thomson Financial, Autex, Euromoney

•2008/2007 Awards and Achievements



Currency Derivatives House of the Year
Interest Rate Derivatives House of the Year
Credit Portfolio Manager of the Year
- Risk, Risk Awards, Jan 2008



Bond House of the Year
Derivatives House of the Year
Equity Derivatives House of the Year
Interest Rate Derivatives House of the Year
Securitization House of the Year
- IFR, IFR Awards, Dec 2007



International Securitization House of the Year
- ISR, ISR Awards, Dec 2007



Credit Derivatives House of the Year
FX House of the Year
Commodities Trading House of the Year
Risk Advisory House of the Year
- The Banker, Investment Banking Awards, Oct 2007



No.1 Overall
- Risk, Inter-Dealer Derivatives Rankings, Sept 2007



Best Foreign Exchange House
Best Credit Derivatives House
- Euromoney, Awards for Excellence, July 2007



No.1 Provider of FX Services
- Euromoney Foreign Exchange Poll, May 2007, 2006, 2005



No.1 Overall
- Risk, Corporate End User Poll, April 2007





Principio di Non-Arbitraggio

- ▶ Un'opportunità di arbitraggio puro consiste in una strategia che garantisce un profitto senza essere esposti ad alcun tipo di rischio (“qualcosa in cambio di niente”)
- ▶ Tale opportunità nasce dalla violazione della legge del prezzo unico, secondo cui strumenti identici devono avere gli stessi prezzi
- ▶ Una strategia di arbitraggio soddisfa i seguenti requisiti:
 - Investimento iniziale uguale a zero
 - In ogni scenario il payoff non è negativo ed in almeno uno scenario il payoff è positivo





Principio di Non-Arbitraggio Mercati efficienti?

- ▶ In equilibrio tutte le opportunita' di arbitraggio presenti nel mercato scompaiono, la letteratura finanziaria ha dimostrato che i mercati sono sostanzialmente **efficienti**, ovvero che i prezzi riflettono tutte le informazioni disponibili
- ▶ Tuttavia esistono opportunita' di **arbitraggio statistico**, cioe' strategie di investimento profittevoli che consentono di ottenere **rendimenti stabili nel tempo monetizzando le inefficienze del mercato**



Il mercato delle valute

- ▶ Il mercato delle valute rappresenta il piu' grande e liquido mercato finanziario mondiale
- ▶ Per assenza di un vero e proprio benchmark di mercato le valute non sono mai state considerate come un asset class al pari del mercato azionario ed obbligazionario
- ▶ In un'ottica di portafoglio l'introduzione di un asset come le valute consente di ottenere rendimenti piu' elevati con una minore volatilita' a livello di portafoglio aggregato

Il mercato delle valute Strategia di Carry

- ▶ La strategia di Carry e' la piu' diffusa sul mercato delle valute, e si basa sul concetto di **forward rate bias**
- ▶ Un investitore realizza una strategia di carry quando:
 - si finanzia in una valuta con bassi tassi d'interesse (ad es. Yen)
 - investe in una valuta con piu' alti tassi d'interesse (ad es. Dollaro Neozelandese)
- ▶ Se il tasso di cambio rimanesse invariato l'investitore realizzerebbe un profitto pari al differenziale tra il tasso NZ e il tasso JPY



Il mercato delle valute

Strategia di Carry

- ▶ Esempio: un investitore prende a prestito 1000 Yen al tasso giapponese di 1%, converte i fondi in Dollari Neozelandesi e compra un'obbligazione per un equivalente ammontare. Assumiamo che il titolo abbia un rendimento di 8.20%. L'investitore realizza un profitto di 7.20% se il tasso di cambio rimane invariato
- ▶ I tassi di cambio forward vengono calcolati sulla base di algoritmi di non arbitraggio (Parità Potere di Acquisto): i tassi di cambio spot futuri sono determinati considerando che una valuta con alti tassi d'interesse debba deprezzarsi rispetto a valute con bassi tassi d'interesse, per compensare il differenziale dei tassi d'interesse
- ▶ Storicamente i tassi forward hanno sovra-compensato gli investitori per questo premio dovuto al differenziale dei tassi d'interesse



Il mercato delle valute

Strategia di Carry

- ▶ La strategia di carry mostra rendimenti positivi se applicata ad un paniere diversificato di valute su un orizzonte di medio lungo periodo
- ▶ Un'analisi della strategia negli ultimi 30 anni mostra un extra rendimento rispetto ai tassi risk-free in media del 5%
- ▶ La strategia di carry ha una correlazione bassa con le asset class tradizionali, rappresenta quindi un importante elemento di diversificazione in un'ottica di portafoglio

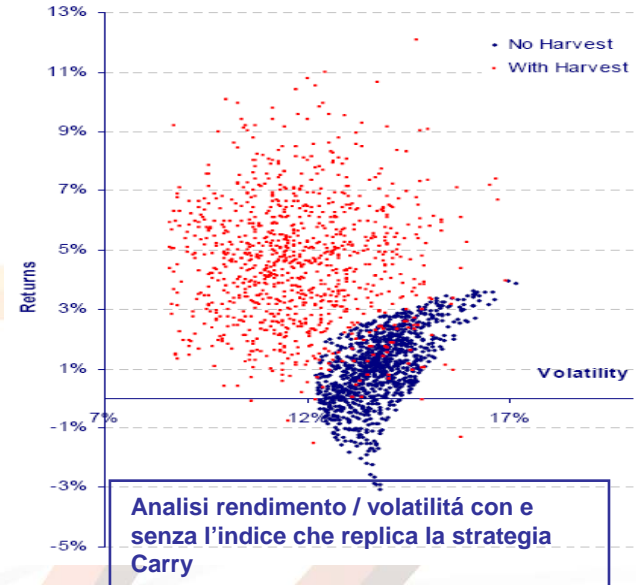
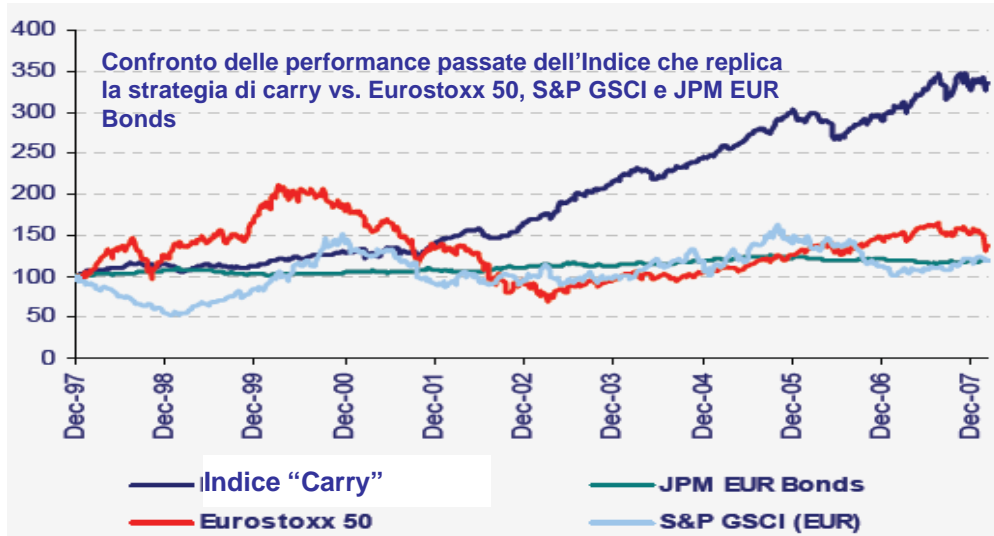
	Azionario	Obbligazionario	FX Carry
Azionario	100%	19%	1%
Obbligazionario	19%	100%	-14%
FX Carry	1%	-14%	100%

Strategia di Carry

- ▶ Si puo' considerare un indice che sintetizza una strategia dinamica di carry su valute
- ▶ Ogni 3 mesi l'indice ribilancia l'investimento sulle valute sulla base dei diversi livelli di tassi d'interesse, finanziando sulle valute con bassi tassi d'interesse gli investimenti sulle divise a piu' alto rendimento
- ▶ Diversificazione globale tra valute:
 - G10: USD, EUR, GBP, JPY, CHF, AUD, NZD, CAD, NOK, SEK
 - America Latina: MXN, BRL
 - Asia: KRW, SGD, TWD
 - Est Europa e Africa: ZAR, TRY, PLN, HUF, CZK



Strategia di Carry



	Indice Strategia di Carry TR (EUR)	MSCI World TR (EUR)	JPM Global Bond Index TR (EUR)
Crescita Annuale	18.1%	-3.3%	5.9%
Volatilità	9.4%	17.2%	3.3%
Sharpe ratio	1.54	-0.41	0.67
Crescita media Mensile	1.4%	-0.3%	0.5%
% di mesi positivo	72%	54%	74%

L'indice ha mostrato performance superiori rispetto agli indici MSCI World e JPM Global Bond Index in termini di rendimenti assoluti e di Sharpe Ratio

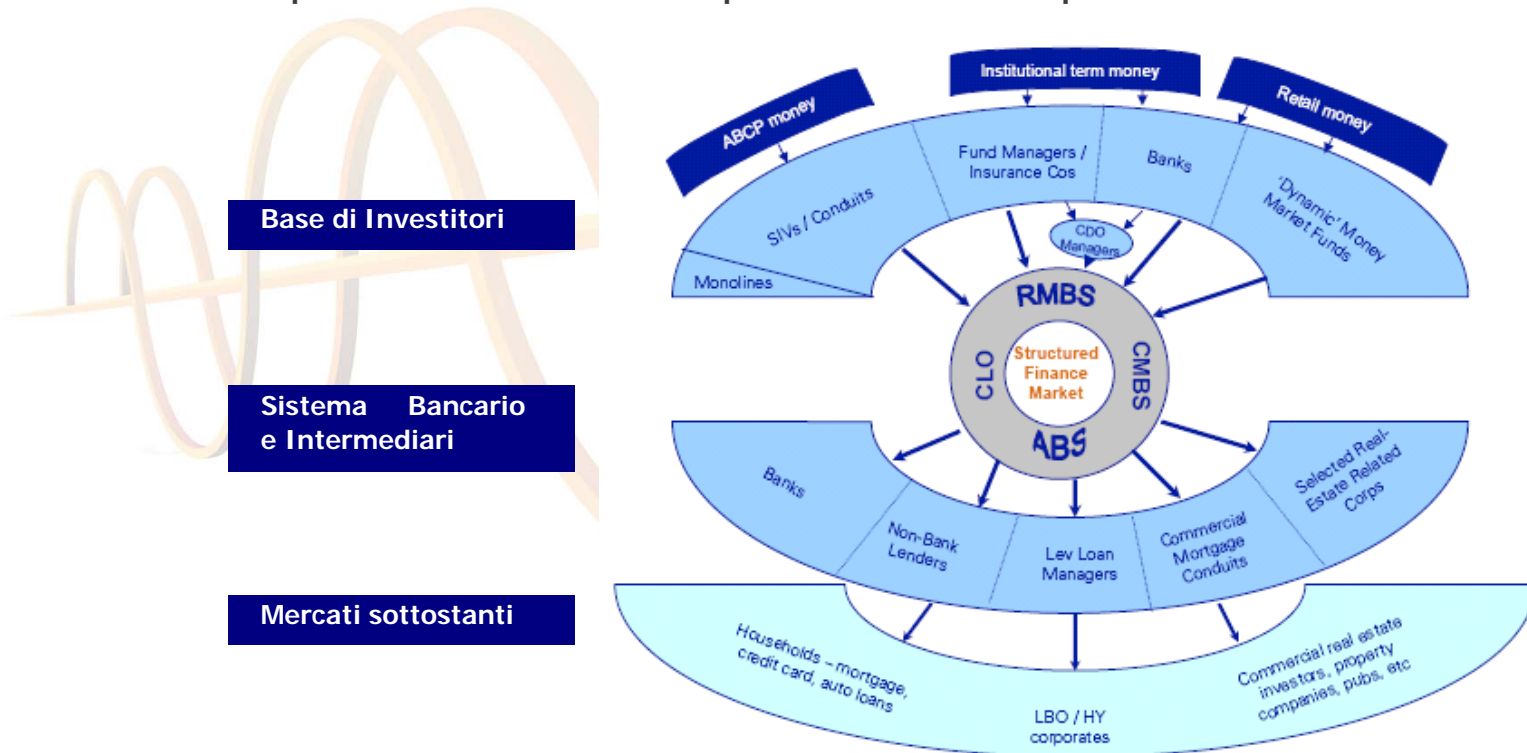
La crisi dei mercati del credito

- ▶ La crisi che ha colpito il mercato del credito a partire dall'estate 2007 è senza precedenti in termini di dimensione e impatto
- ▶ Dopo anni di espansione una correzione era attesa ed anticipata dai mercati
- ▶ Il vero shock inatteso e' stata la violenza della crisi, l'impatto che ha avuto in termini di **“allargamento degli spread”, contrazione della domanda e ampiezza dell'effetto contagio**
- ▶ Effetti diretti della crisi:
 - liquidità ridotta drammaticamente o addirittura assente
 - contagio: l'impatto - inizialmente circoscritto ai prodotti strutturati - si è rapidamente esteso a tutti i settori
 - effetto sistemico: la crisi ha colpito tutti i settori finanziari

La crisi dei mercati del credito

Genesi ed effetto contagio

- ▶ Il catalizzatore è stato il settore dei mutui “subprime”, ma la crisi si è diffusa molto rapidamente ed ha colpito tutte le componenti dei mercati finanziari



Lo stato del mercato del credito

- ▶ Il mercato del credito e' stato impattato in maniera profonda dalla crisi, che ha colpito sia i prezzi (spread applicati al tasso base) che i volumi

Spread e Pricing

- Spread ai massimi su tutti i settori, in particolare per le operazioni di cartolarizzazione ("ABS - Asset Backed Security")

Domanda e Liquidità

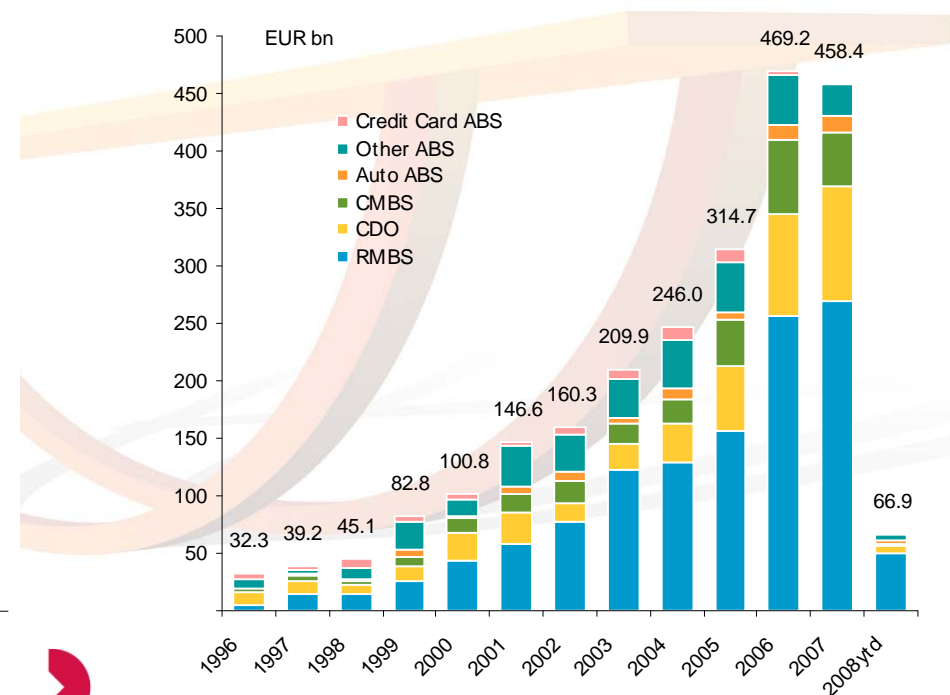
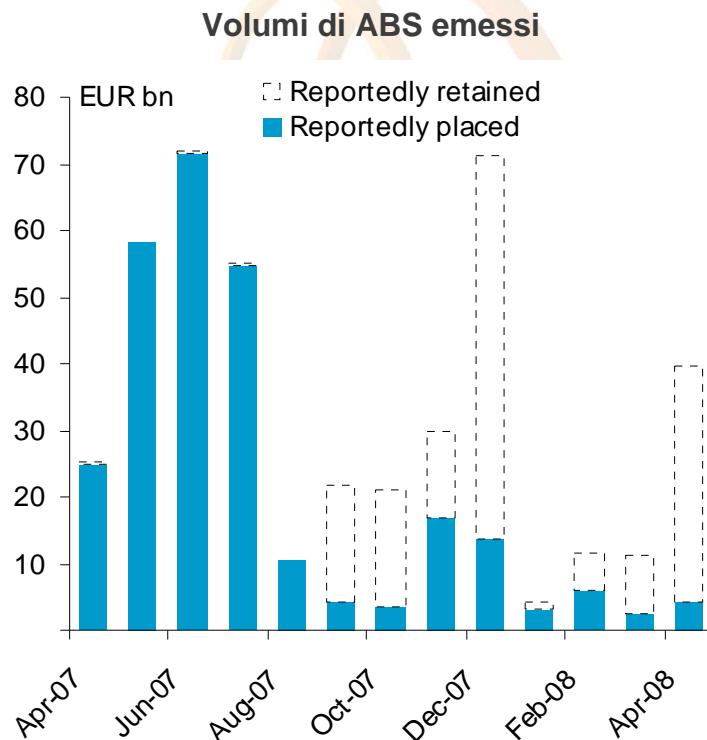
- Brusca contrazione della base di investitori
- Elevata volatilità (destinata a continuare nei prossimi mesi)

Volumi

- Forte riduzione dei volumi di emissioni (soprattutto per i prodotti strutturati)

Il mercato della cartolarizzazione - Volumi

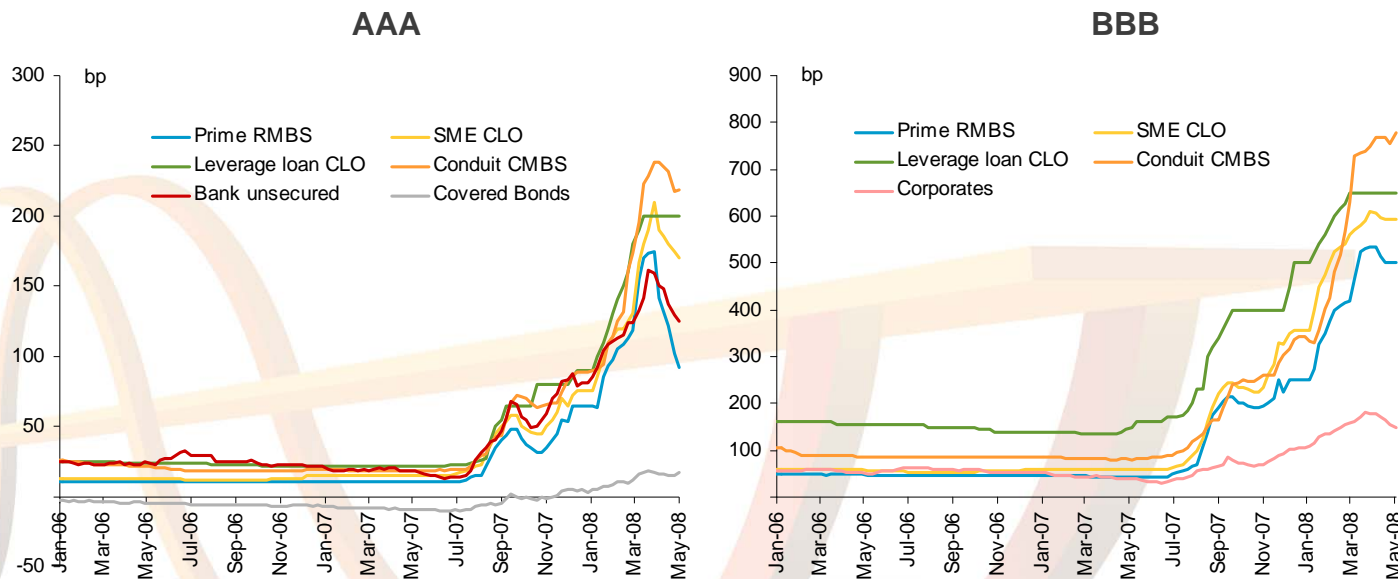
- ▶ Forte contrazione delle emissioni di ABS: la maggior parte dei titoli emessi sono utilizzati dalle banche come collaterale per finanziamenti a breve con la BCE





Il mercato ABS - Spread

- A partire da agosto 2007, si è registrato un aumento generale degli spread **senza particolare distinzione per tipo di attivo, paese e performance relativa**
- Solo negli ultimi mesi si è assistito ad un parziale miglioramento soprattutto su titoli con rating AAA



Asset di elevata qualità e con performance stabili offrono dunque un elevato potenziale di investimento con le attuali condizioni di mercato

Il contagio con il mercato azionario

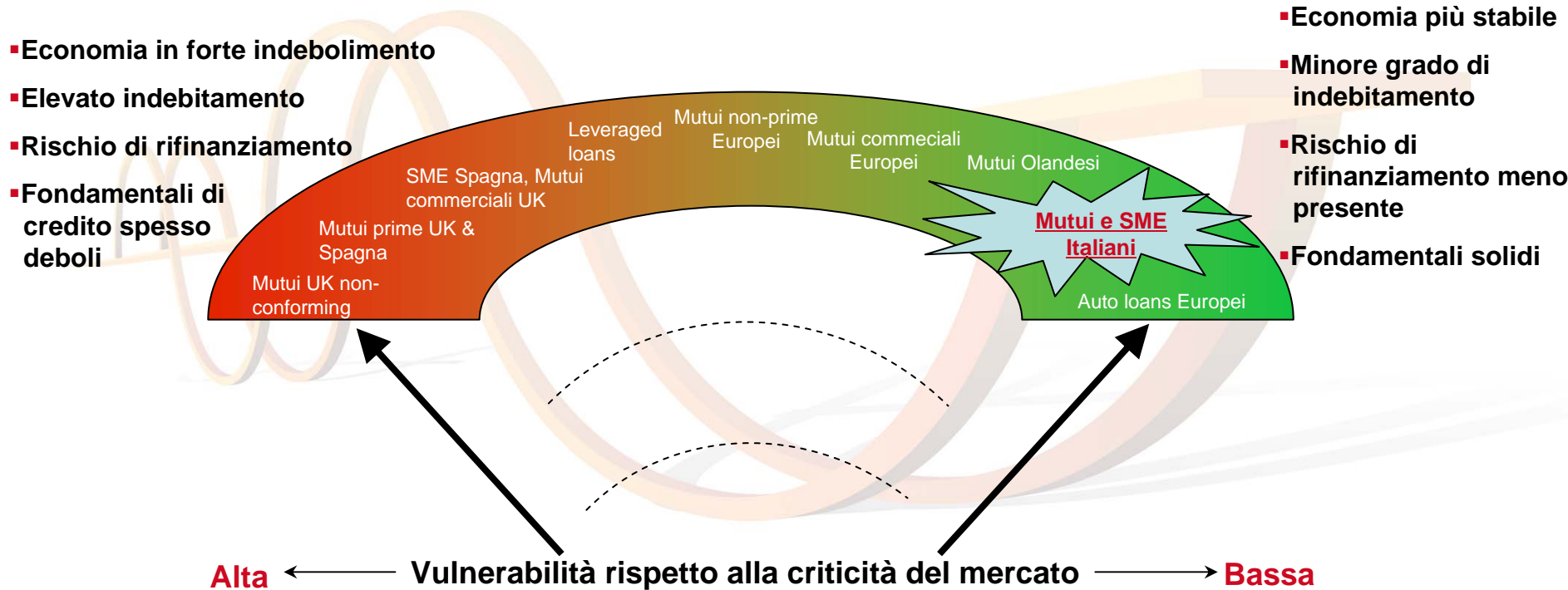
- ▶ I timori di una recessione (o comunque di un rallentamento dell'economia reale superiore alle attese) si sono intensificati nei primi mesi dell'anno, influenzando negativamente anche i mercati azionari



Source: Bloomberg

Opportunità di investimento nell'attuale mercato

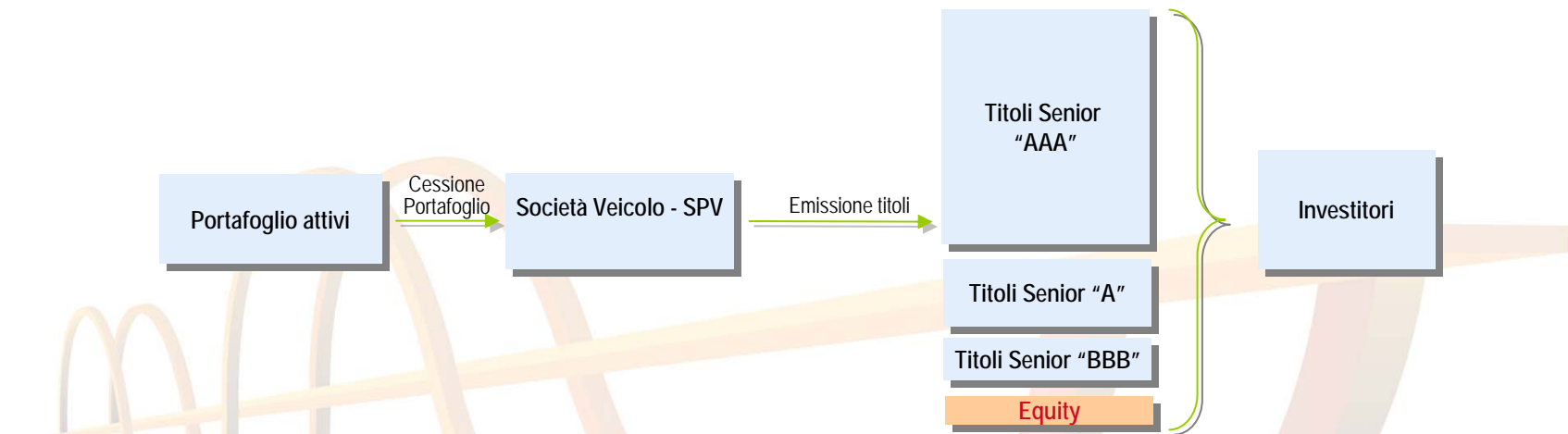
- ▶ L'aumento dei rendimenti non ha particolare correlazione con la performance dei finanziamenti sottostanti: guardando al paese e all'effettivo merito di credito si possono individuare profili di rischio/rendimento molto opportunistici



Investire in cartolarizzazioni di crediti italiani

- ▶ Con le attuali condizioni di mercato diventa particolarmente interessante prendere esposizione al rischio di mutui e prestiti alle piccole e medie imprese italiane (“SME”)
- ▶ In Italia tali prestiti vengono erogati sulla base di criteri di valutazione del credito molto più stringenti rispetto alla realtà statunitense, britannica e spagnola: cio’ si e’ tradotto in una performance estremamente solida anche in contesti economici poco favorevoli come quello attuale
- ▶ L’ammontare complessivo cumulato di sofferenze tra i mutui cartolarizzati da oltre 10 anni in Italia è di poco superiore all’1%
- ▶ Nonostante la migliore qualità, anche gli spread di queste cartolarizzazioni sono di recente notevolmente aumentati
- ▶ In termini di rendimento, investire nel cosi’ detto rischio “Equity” di portafogli di mutui o SME italiani puo’ rendere oltre il 20%

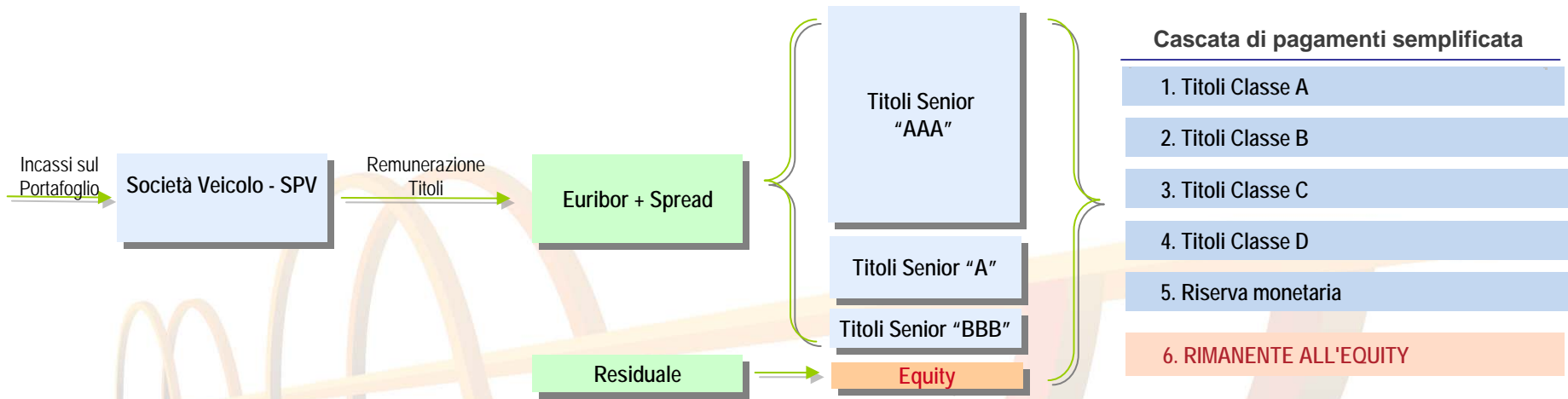
Come funziona una cartolarizzazione



- ▶ Un portafoglio di attivi viene ceduto ad una società veicolo (SPV)
- ▶ La SPV finanzia l'acquisto del portafoglio tramite l'emissione sul mercato di diverse classi di titoli dotate di rating e di una classe senza rating (Equity), che rappresenta il rischio di prima perdita del portafoglio cartolarizzato
- ▶ I pagamenti sui titoli emessi vengono effettuati utilizzando gli incassi sul portafoglio cartolarizzato



Titoli e rendimento



- ▶ I pagamenti dei titoli vengono fatti con gli incassi in linea capitale ed interessi del portafoglio
- ▶ Il rendimento dei titoli con rating è legato all'Euribor, all'equity sono destinati tutti gli incassi che avanzano dal pagamento dei titoli "senior"
- ▶ Quindi il rendimento della classe equity è strettamente legata a:
 - Default
 - Recuperi sui default
 - % relativa dei titoli senior
 - Estinzioni anticipate
 - Tempistica dei recuperi
 - Spread sui titoli senior

Caso studio

Acquisto equity di operazione mutui residenziali

Ipotesi

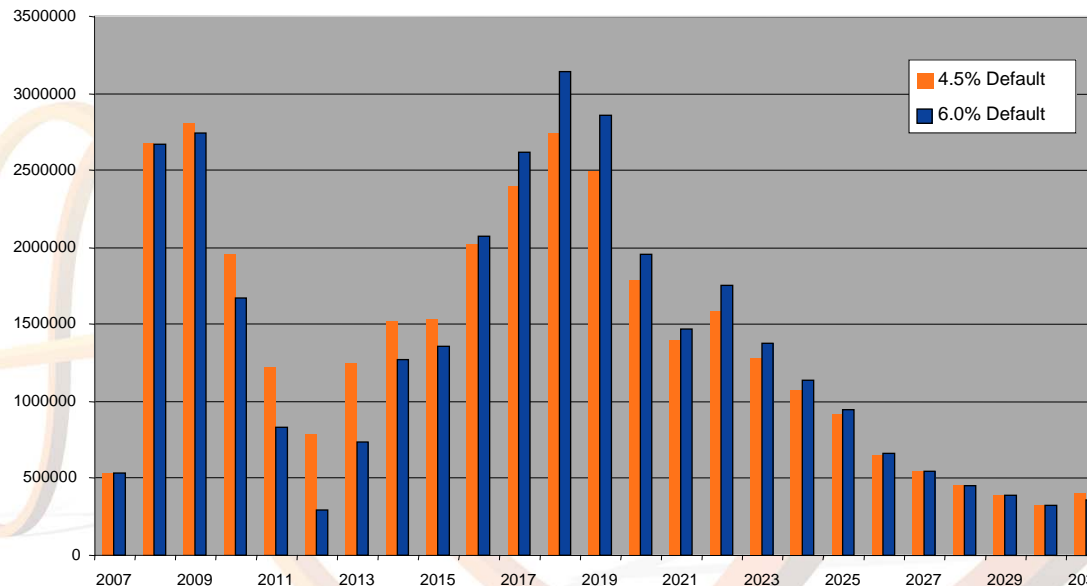
Descrizione Investimento

Operazione	Euro 300,000,000
Attivo	Mutui residenziali
Data operazione	30 Giugno 2007
Spread titoli senior	100 bps in media
Riserva monetaria	1.5% del nominale titoli con rating
Rimborsi anticipati	Secondo tabelle S&P
Ipotesi di default	4.5% e 6%
Recupero post-default	72 mesi

- ▶ L'investitore acquista il 50% dell'equity di una cartolarizzazione di un portafoglio di mutui ipotecari
- ▶ Prezzo:
 - Euro 12.5 mn (con ipotesi 4.5% default)
 - Euro 11.7 mn (con ipotesi 6.0% default)
- ▶ Il prezzo rappresenta il valore dei flussi di cassa attesi dalla cartolarizzazione sul 50% dell'Equity scontati ad un IRR di circa 20%

Rendimenti dell'investimento

Flussi di cassa attesi sulla tranche equity



- ▶ Flussi di cassa attesi con 50% investimento equity (Euro 12.5mn) e ipotesi di 4.5% default: circa Euro 34.7 mn
- ▶ Flussi di cassa attesi con 50% investimento equity (Euro 11.7mn) e ipotesi di 6% default: circa Euro 34.1 mn