



studi e analisi finanziarie

Obbligazioni Steepener

Cerchiamo di capire come funzionano e come si comportano.

Le ultime emissioni di obbligazioni strutturate hanno visto una prevalenza dei titoli legati ai tassi di interesse che rientrano nella categoria degli steepener. Possono essere prodotti interessanti per chi preferisce una scommessa sulle curve dei tassi ad una cedola fissa, per cui possiamo provare ad analizzare le variabili che ne influenzano il valore e la reattività del prezzo.

Il prezzo delle obbligazioni è il valore oggi dei flussi di cassa che il titolo corrisponderà in futuro; per i prodotti a cedola fissa la valutazione è immediata una volta che si ha a disposizione la curva dei tassi di interesse necessaria per l'attualizzazione, quando le cedole sono variabili si utilizzano dei metodi di simulazione della curva dei tassi, facendo riferimento anche alle curve forward. Un'obbligazione steepener è un titolo che scommette sull'irripidimento della curva dei tassi: chi compra questi titoli è convinto che i tassi a lungo periodo aumenteranno ed in misura maggiore di quelli a breve periodo.

Le strutture più comuni legano la cedola al differenziale fra un tasso a lungo periodo e un tasso a breve periodo, in genere moltiplicato per una costante. Ad esempio, ogni cedola può pagare 5 volte la differenza fra il tasso spot a 10 anni e il tasso spot a 2 anni. Da un punto di vista tecnico, si parla di tasso CMS a 10 e 2 anni, dove CMS significa constant maturity swap ed indica che ogni anno si osservano il tasso swap con scadenza fissa 2 anni e 10 anni; il passare del tempo, quindi, non ha influenza sul parametro cui è legata la determinazione della cedola.

Altre strutture steepener, che caratterizzano soprattutto le ultime emissioni, pagano una cedola variabile, ad esempio euribor a 6 mesi più un margine (0.5%, 07%), condizionato alla positività del differenziale fra un tasso a lungo e un tasso a breve periodo, in genere moltiplicato per una costante.

Negli steepener, quindi, la cedola sarà più ricca quando la curva sarà molto ripida, cioè quando la differenza fra i tassi a lungo periodo e quelli a breve sarà più elevata; gli scenari che penalizzano l'investitore sono quelli in cui la curva è poco ripida o piatta, come succede attualmente nell'area euro, o addirittura quando la curva ha una pendenza negativa, scenario non così raro come può sembrare, e che in questo periodo, per esempio, caratterizza i rendimenti della sterlina britannica.

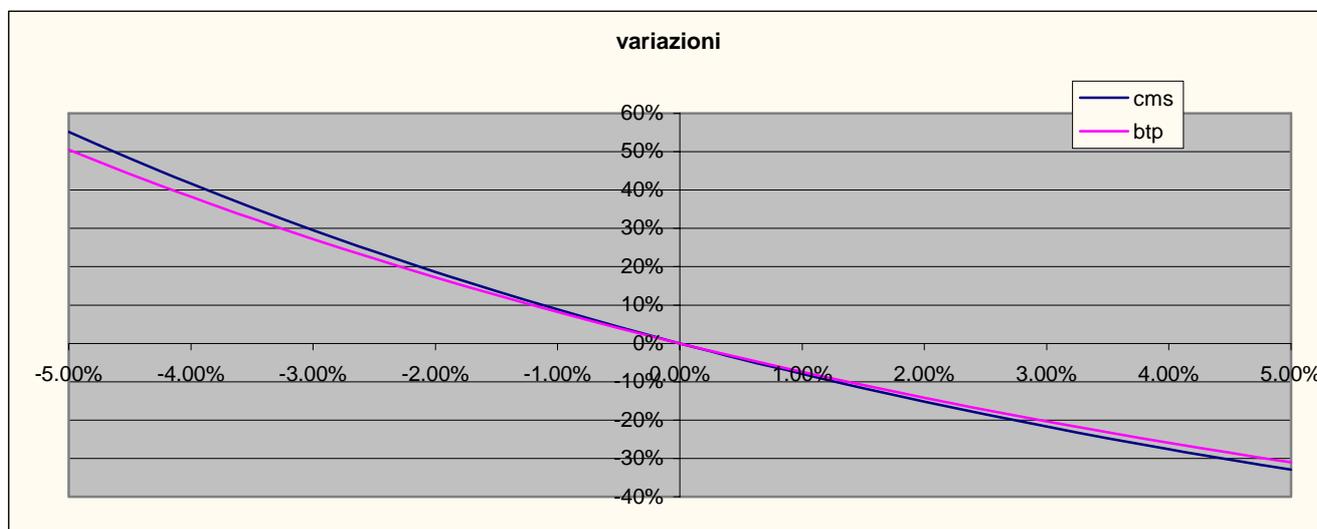
Il prezzo di un'obbligazione ha una relazione inversa con i tassi di interesse, per cui quando aumentano i tassi, diminuisce il prezzo dell'obbligazione e viceversa. Il capitale investito è sempre garantito a scadenza, ma se ci si trova nella situazione di dover vendere un'obbligazione in periodo di tassi crescenti, si può incorrere in perdite in conto capitale.

Abbiamo provato a simulare come reagirebbe il prezzo di un Btp a spostamenti paralleli della curva, ovvero ad un aumento o diminuzione dei tassi di interesse su tutte le scadenze in ugual misura, e abbiamo confrontato questa reattività con quella di un ipotetico steepener di pari scadenza e rischio emittente. La tabella 1 riporta alcuni risultati. Si ipotizza un'obbligazione che scade il 23/05/2005 con cedole annuali pari a 5 volte la differenza fra CMS 10 anni e CMS 2 anni, da confrontare con un Btp di pari scadenza che paga cedole annuali del 4.25%.

Spostamento curva	Prezzo Steepener	Prezzo Btp	Variazione Steepener	Variazione Btp
-1%	98.17	114.88	+8.84%	+8.19%
-0.5%	94.08	104.3	+4.31%	+4.00
0	90.19	106.18		
+0.01%	83	98.29	-7.98%	-7.44%
+0.05%	60.47	73.22	-32.95%	-31.04%

Tab. 1: confronto reattività prezzo steepener e Btp a spostamenti curva

Lo steepener, avendo cedole variabili indicizzate ai tassi di interesse, è più reattivo del Btp a spostamenti della curva; questa differenza di reattività è più rilevante nel caso di diminuzione dei tassi di interesse che nel caso di aumento. Se la curva dei tassi dovesse spostarsi verso il basso del 5%, il titolo a tasso variabile subirebbe un aumento di prezzo più consistente del Btp considerato. Uno spostamento parallelo della curva, del 5% verso il basso su tutte le scadenze, lascia immutate le cedole dello steepener, che vengono però attualizzate ad un tasso più basso di quello precedente, determinando l'aumento del prezzo. Lo stesso accade al Btp a tasso fisso; la differenza fra i movimenti di prezzo dei due tipi di obbligazione sta tutta nel fatto che alcune cedole dello steepener saranno più alte, altre più basse di quelle del Btp, che invece sono sempre costanti.



Le differenze nella reattività del prezzo sono più marcate quando lo spostamento della curva è più consistente, altrimenti i movimenti di prezzo di Btp e steepener sono assimilabili.

Cosa succederebbe, invece, nel caso in cui gli spostamenti della curva non fossero paralleli, ma la curva si irrigidisse o appiattisse? Ricordiamo che un irrigidimento della curva comporta per lo steepener cedole più elevate, viceversa in caso di diminuzione della pendenza. La tabella 2 mostra alcuni risultati di una simulazione effettuata sugli stessi titoli dell'ipotesi precedente.

Scadenza 10 anni				
Pendenza curva	Prezzo Steepener	Prezzo Btp	Variazione Steepener	Variazione Btp
-30%	92.61	115.14	+2.68%	+8.44%
-10%	90.93	109.07	+0.82%	+2.72%
0	90.19	106.18		
+10%	89.52	103.4	-0.74%	-2.62%
+30%	88.34	98.10	-2.05%	-7.61%

Tab.2: confronto reattività prezzo steepener e Btp a irrigidimento curva

La tabella 3 mostra i risultati della simulazione della tabella 2, effettuata però sugli stessi titoli con scadenza 5 anni.

Scadenza 5 anni				
Pendenza curva	Prezzo Steepener	Prezzo Btp	Variazione Steepener	Variazione Btp
-30%	101.33	110.34	-0.79%	+4.13%
-10%	101.87	107.39	-0.26%	+1.35%
0	102.14	105.96		
+10%	102.42	104.55	0.27%	-1.33%
+30%	102.97	101.8	0.81%	-3.93%

Tab.2: confronto reattività prezzo steepener e Btp a irrigidimento curva

I risultati delle tabelle 2 e 3 sono i più interessanti per capire il funzionamento degli steepener.

Quando la pendenza della curva diminuisce, il prezzo degli steepener aumenta ma meno del prezzo di un Btp.

Quando la pendenza della curva aumenta, il prezzo degli steepener diminuisce ma meno del prezzo di un Btp.

Ad una variazione della pendenza della curva del 10%, corrisponde una variazione di prezzo dello steepener inferiore all'1%, per scadenza sia a 10 sia a 5 anni. Quando la scadenza dello steepener è di 5 anni, una variazione della pendenza della curva del 30%, porta variazioni di prezzo inferiori all'1%.



studi e analisi finanziarie

Questo significa che uno steepener è meno sensibile di un titolo a tasso fisso a variazioni dei tassi di interesse; questa caratteristica è ancora più marcata quanto più corta è la vita del titolo. Non ci si possono aspettare reazioni significative ai movimenti della curva, variazioni di prezzo di un titolo a tasso fisso sono più consistenti se cambia la pendenza della curva mentre steepener e titolo a tasso fisso sono assimilabili per spostamenti paralleli della curva.

