

Reset Spread nei Coco Bond: Una cheap Insurance

Nel mondo degli ATI (**Coco Bond**), ci sono diversi fattori da tenere in considerazione nelle scelte di investimento. Tra gli altri, la data di richiamo (call), il rischio emittente e l'elevata correlazione delle diverse emissioni. Un elemento cruciale da tenere in considerazione è però il Reset Spread.

Il Reset Spread determina il **nuovo coupon** di un ATI Bond dopo la call date, qualora quest'ultima venisse scadere non esercitata. Il reset spread viene determinato alla data di emissione ed è lo spread sul tasso risk free (normalmente Swap a 5 anni) del giorno del collocamento del bond sul mercato. In condizioni normali, il mercato assume che l'emittente eserciti la **call** e rimborsi il bond, di solito dopo 5 o più anni (alla call date), ma non è sempre così.

Qualora l'emittente decidesse di non richiamare il bond, un nuovo coupon verrebbe fissato per la durata solitamente dei prossimi 5 anni, determinato dal vigente tasso risk free più lo spread di iniziale emissione (Reset Spread). Se un bond ha un Reset di 200bps e alla data di call lo Swap 5 anni dovesse essere di 1.5% allora il nuovo coupon verrebbe fissato al 3.5%.

Per questa tecnicità, durante le fasi di **volatilità**, i Coco Bond con un **low Reset Spread** tendono a sottoperformare in modo marcato rispetto a quelli con un **high Reset Spread**. Questo perché il mercato può cominciare ad incorporare nei prezzi il "dubbio" che il bond con basso Reset possa non essere richiamato e tratti quindi a "perpetuity" e non più alla prossima call.

Caso Credit Suisse: un esempio concreto → Durante il caos del 2023, i prezzi di **tutti** gli ATI scesero, ma quelli con un **low Reset Spread** subirono perdite molto più ampie rispetto a quelli con un Reset Spread più alto. Questo perché il mercato cominciò a prezzare un accresciuto rischio di non-call per tutti gli emittenti. L'ATI di Intesa low reset (3.75%, Reset 410bps) con call pochi mesi dopo, per esempio, perse oltre 20 punti mentre

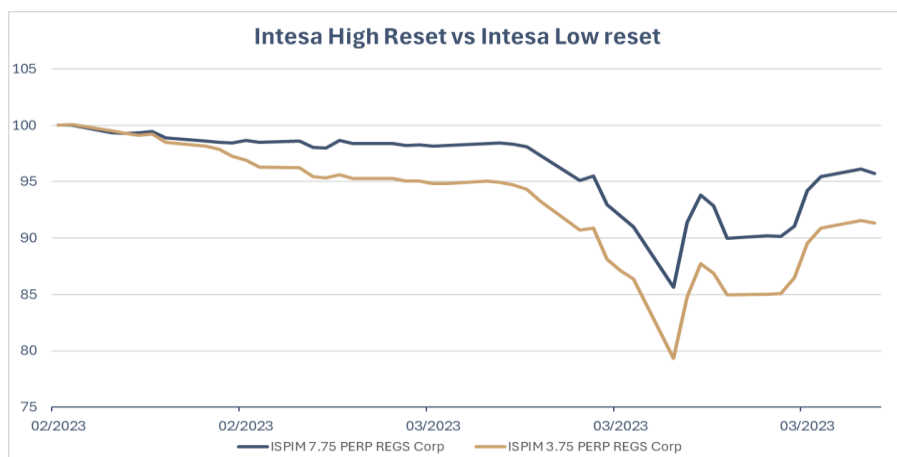


Figura 1. Coco Intesa su Credit Suisse

l'ATI con high reset (7.75%, Reset 719) perse meno di 15 punti "peak to valley" con un carry anche superiore.

Perché il Reset Spread è così importante?

Il rischio di non-call → Perché l'emittente dovrebbe non richiamare? In fase di volatilità gli spread si allargano e per questo un'obbligazione con un Reset Spread molto basso (e quindi un coupon resettato altrettanto basso vis-à-vis un'obbligazione con un più alto reset) rappresenta un'opportunità di cheap funding per la banca che, valutando l'economicità o meno della call, potrebbe decidere di non richiamare.

Il Reset Spread come assicurazione implicita → Storicamente, il mercato ha riconosciuto questo rischio. Il premio tra bond con high e low Reset Spread è, in condizioni normali, intorno a 40 bps di rendimento YTC per 100bps di differenziale di reset.

Ad esempio, un bond con un reset più alto di 200bps, e quindi maggiore certezza di richiamo, rende mediamente 0.8% in meno di YTC rispetto al low reset.

Nei momenti di stress può salire molto di più: fino a 250 bps in casi estremi (Covid).

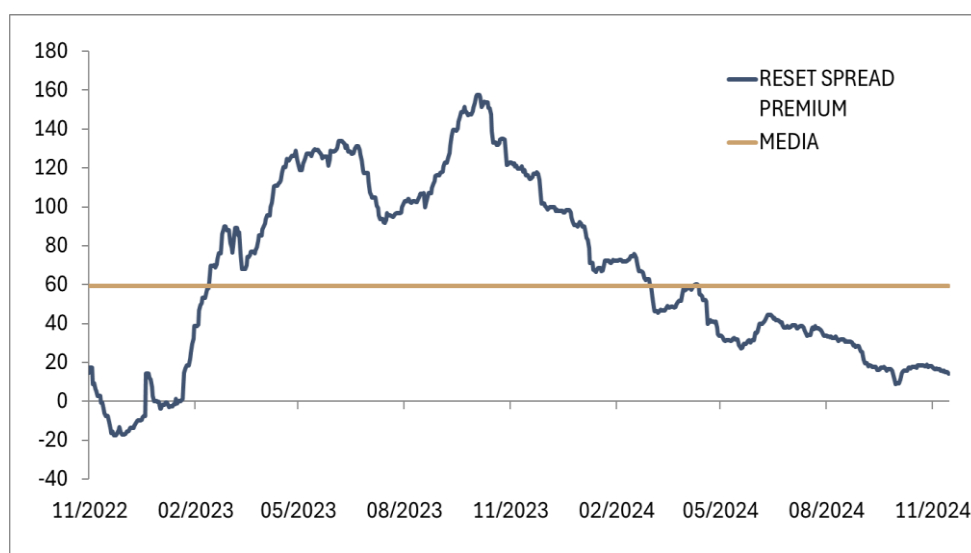


Figura 2. Reset Spread Premium Average

Oggi il mercato sta sottovalutando questo rischio → Attualmente, il **Reset Spread Premium** è ai minimi storici: solo 15 bps di differenza di yield ogni 100 bps di differenza tra High e low Reset. Questo significa che oggi è possibile ottenere una protezione maggiore **senza pagare un premio significativo** andando a ricercare le emissioni dal reset spread più generoso.

Come normalizziamo il rendimento dei Coco Bond?

Per identificare i bond più interessanti, utilizziamo il **Reset Spread Adjustment**, (al momento di 15bps ogni 100 bps di Reset Spread) un metodo che normalizza i rendimenti tenendo conto del **Reset Spread** di ogni singola emissione.

Se un bond avesse un **Reset Spread** molto alto rispetto alla media dell'emittente, il suo rendimento dovrebbe essere **più basso** (perché offre un coupon più interessante in caso di non-call e quindi una probabilità di essere richiamato molto più alta).

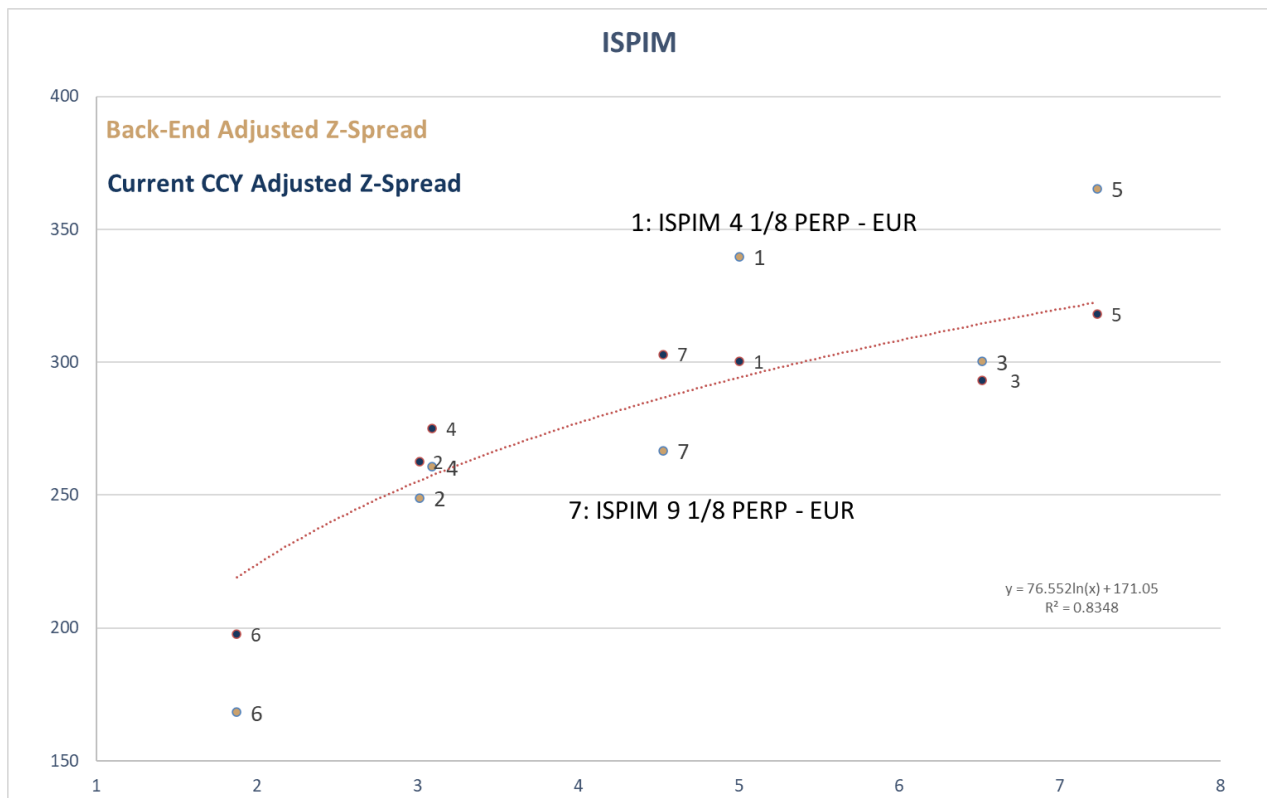


Figura 3. Curva Coco Intesa. Red Points, Current Spread to Call. Blue Points, Reset Spread Adjusted Fair Spread to Call

Facendo una regressione calcoliamo poi il **fair value** dell'emissione a partire dal punto della linea di regressione (linea oro) e aggiungendo/togliendo bps di rendimento a seconda che il reset dell'emissione sia sopra o sotto la media dell'emittente e di quanto.

In conclusione, il bond Intesa 4 1/8 Perp (1) e il bond Intesa 9 1/8 Perp (7) trattano a Yield to Call molto simili (puntini rossi) ma normalizzando per i Reset il bond nettamente più interessante è l'High Coupon visto che il rendimento è praticamente lo stesso ma la reattività nei ribassi sarà molto più marcata sull'Intesa 4 1/8 Perp.

DISCLAIMER

Le presenti informazioni sono state elaborate da Valori Asset Management SA (Svizzera), autorizzata e regolamentata dall'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari FINMA.

Questo materiale viene fornito da Valori Asset Management SA (Svizzera) esclusivamente a scopo informativo, è destinato esclusivamente al vostro uso e non costituisce un'offerta o un impegno, una sollecitazione di un'offerta o di un impegno, né un consiglio o una raccomandazione a effettuare o concludere alcuna transazione (alle condizioni indicative indicate o in altro modo).

Questo materiale è stato elaborato da Valori Asset Management SA (Svizzera) sulla base di ipotesi e parametri determinati in buona fede. Le ipotesi e i parametri utilizzati non sono gli unici che potrebbero essere utilizzati e pertanto non si garantisce l'accuratezza, la completezza o la ragionevolezza di tali quotazioni, divulgazioni o analisi. Una serie di ulteriori ipotesi o parametri, o altri fattori di mercato e altre considerazioni, potrebbero portare a differenti analisi o valutazioni in buona fede delle transazioni sopra descritte. I risultati passati non devono essere considerati come un'indicazione o una garanzia dei risultati futuri e non viene fornita alcuna dichiarazione o garanzia, esplicita o implicita, in merito ai risultati futuri. Le opinioni e le stime possono essere modificate senza preavviso. Le informazioni sopra riportate sono state ottenute o basate su fonti ritenute affidabili da Valori Asset Management SA (Svizzera), ma Valori Asset Management SA (Svizzera) non ne dichiara né garantisce l'accuratezza o la completezza. Questo materiale non ha la pretesa di contenere tutte le informazioni che un soggetto interessato potrebbe desiderare. In ogni caso, le parti interessate dovrebbero condurre le proprie indagini e analisi delle transazioni descritte in questo materiale e dei dati in esso contenuti.

Valori Asset Management SA (Svizzera) può, di volta in volta, partecipare o investire in altre operazioni di finanziamento con gli emittenti dei titoli citati nel presente documento, prestare servizi per tali emittenti o sollecitarne l'attività, e/o avere una posizione o effettuare operazioni sui titoli o sui loro derivati.