



NOVEMBRE 2023

# IL MERCATO DEI DEBITI SOVRANI EUROPEI

LA SFIDA DI CITADEL ALLE BANCHE DI INVESTIMENTO

#MACROMARKETS



## INDICE

INTRODUZIONE.....	4
LA STORIA DI CITADEL.....	5
TITOLI OBBLIGAZIONARI IN EUROPA.....	7
LA SITUAZIONE GEOPOLITICA IN EUROPA.....	11
PER CONCLUDERE.....	14
BIBLIOGRAFIA / SITOGRAFIA.....	15

*Autore*

*Paolo Ponte*



## INTRODUZIONE

Ken Kriffin, Fondatore e CEO di Citadel, ha recentemente annunciato che con Citadel Securities si stanno preparando a sfidare le banche d'investimento e il loro dominio nel mercato dei titoli obbligazionari. L'hedge fund con base a Miami entrerà nel mercato dei titoli sovrani europei, che ad oggi viene stimato avere un valore di 10 trilioni, avvantaggiato dal continuo utilizzo del trading elettronico nel settore e anche delle proiezioni di aumento del mercato stesso.

I risultati di Kriffin parlano da soli, nell'ultimo anno il fondo multistrategy Wellington, cavallo di battaglia di Citadel, ha registrato un rendimento del 38,1% riuscendo a sfruttare al meglio la forte volatilità caratteristica dei mercati azionari dell'anno passato.

Questi risultati hanno portato, alla fine del 2022, il solo fondo ad accumulare 62,3 miliardi di dollari in gestione.

Durante un'intervista al Financial Times il CEO di Citadel Securities, Peng Zao, ha dichiarato ha condiviso la propria visione per il prossimo ingresso della compagnia nel mercato dei titoli governativi europei: *“Abbiamo costruito una franchigia globale leader nei prodotti tassi USA, e i tassi Europei sono un passo logico successivo. Il feedback dei clienti è stato straordinariamente positivo, e prevediamo di entrare nel mercato il prossimo anno”*. (Fonte: Financial Times)

L'entrata dell'hedge fund nel mercato dei bond sovrani della zona euro costituisce una sfida rilevante alle banche d'investimento convenzionali che, fino a oggi, hanno detenuto il dominio in questo settore, garantendo liquidità e offrendo servizi di market-making ai clienti. Tuttavia, la comparsa di imprese ad altissima velocità, come Citadel Securities, e la loro competenza nel trading elettronico e nelle strategie ad alta frequenza, potrebbero alterare le dinamiche consolidate del mercato.

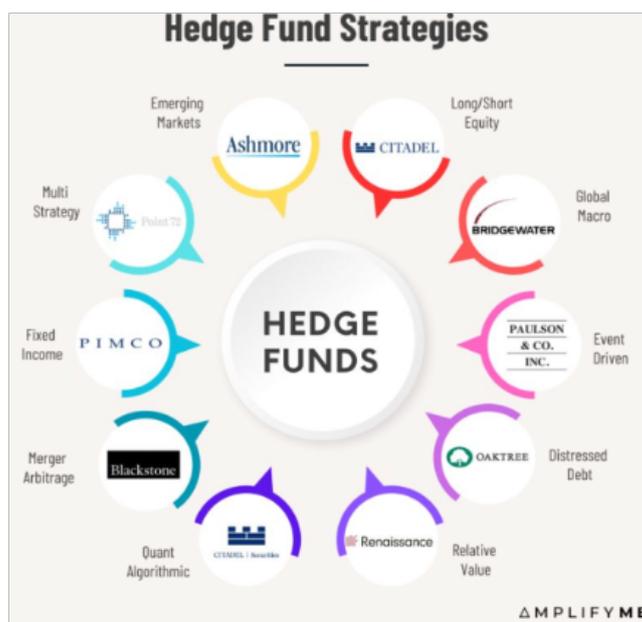
## LA STORIA DI CITADEL

Citadel è una istituzione finanziaria e un hedge fund che agisce a livello globale, fondata nel 1990 da Kenneth Griffin. Le prime operazioni riguardavano arbitraggi su obbligazioni convertibili, la strategia era quella di sfruttare situazioni di discrepanza nel mercato dei titoli convertibili, chiamati fenomeni di *mispricing*.

Dopo i primi risultati positivi e lo sviluppo delle tecnologie, Citadel si propone come pioniera nel settore del quantitative trading e nelle strategie di market-making.

Il fondo affronta la prima grande difficoltà nell'ultimo periodo degli anni 90' durante la bolla delle "dot-com". Giovani compagnie, e non, spesso sotto-capitalizzate, attive nel settore di internet rilevarono un forte aumento nei prezzi che portarono una conseguente sovrastima generale del settore che si rivelò fallimentare. Griffin riuscì però a tenere saldo il timone della società durante gli anni turbolenti concentrandosi sulla capacità di adattamento e sulla gestione strategica dei rischi.

Nel 2002 la compagnia si amplia con la fondazione di Citadel Securities con l'obiettivo di inserirsi nel settore del market-making. Grazie all'automazione degli scambi introdotta dalla società si riducono gli errori e vengono abbassati i costi associati e, proprio questo porterà negli anni avvenire gli ottimi risultati la renderanno il liquidity provider numero uno a livello globale.



Fonte: AmplifyMe

La seconda grande sfida è stata quella del 2008, dove ha riportato grandi perdite nei diversi fondi offerti ma specialmente nei propri propri cavalli di battaglia, (primo fra tutti il fondo Wellington). In questo caso per non sprofondare Griffin apporta diversi cambi strategici, primo tra tutti, nel contribuire al recupero delle perdite, la riduzione dell'utilizzo della leva finanziaria e, nuovamente, anche l'implementazione di nuove e migliorate pratiche di risk management, sempre più critiche per l'attività finanziaria.

Negli anni successive inizia anche la gestione di hedge fund e fondi propri grazie al ramo della società nato nel 2002 e, dedito al market-making, diventa uno dei player più importanti al mondo nei mercati finanziari, vista la possibilità di poter tradare diverse asset class con maggiore facilità. Proprio l'approfondito impegno nello sviluppo e nell'integrazione di sistemi tecnologicamente innovativi ha spinto Citadel ad avviare l'utilizzo del trading algoritmico e nell'high-frequency trading.

## TITOLI OBBLIGAZIONARI IN EUROPA

Vediamo ora quali sono i principali titoli governativi, oltre a quelli italiani, che compongono il mercato europeo dei titoli sovrani.

Per iniziare partiamo da quelli che vengono considerati come più sicuri nel panorama europeo, i titoli tedeschi:

- 1) *Bundesobligationen* (BOBL): Titolo con durata di 5 anni a scadenza 2025 che non paga cedola
- 2) *Bundesanleihen* (BUND): È il titolo con durata 10-30 anni, con cedola intorno al 2% (Rendimento ultimi 6 mesi del Bund 10 anni)
- 3) *Inflationsindexierte Bundesobligationen* (Bund/€i): Titoli con durata 5-10 anni, indicizzate ai livelli d'inflazione, mediamente le cedole pagano tra 0,1% e 0,6%.



Fonte: Tradingeconomics.com, Germany 10Y Bond Yield (ultimi 6 mesi)

I titoli tedeschi sono tra i più liquidi al mondo, sicuramente a livelli europeo sono quelli più stabili, e proprio per questo, mediamente, offrono i rendimenti più bassi.

Nonostante l'uscita dall'Unione Europea, l'Inghilterra rimane un player fondamentale della Eurozone, ed offre tra i titoli più appetibili sul mercato, i principali sono:

- 1) *Gilt-edged Securities* (Gilts): Questi sono i titoli di stato principali del Regno Unito e costituiscono la maggior parte del debito sovrano britannico. I Gilts possono avere diverse scadenze e offrono un rendimento fisso;
- 2) *Treasury Bills* (T-Bills): Si tratta di titoli a breve termine emessi dal Tesoro britannico per coprire le esigenze finanziarie a breve termine del governo. I Treasury Bills hanno

scadenze più brevi rispetto ai Gilts e sono emessi con sconti rispetto al loro valore nominale;

United Kingdom 10Y Bond Yield



*Fonte: tradingeconomics.com, United Kingdom 10Y Bond Yield*

- 3) *Index-Linked Gilts*: Questi sono titoli indicizzati all'inflazione emessi dal governo britannico. Il loro valore si aggiusta in base all'andamento dell'indice dei prezzi al consumo (CPI), fornendo una protezione contro l'inflazione agli investitori.

Il tesoro francese emette due tipologie di titoli:

- 1) *les Bons du Trésor*: buoni del tesoro, che possono essere di due tipi, i BTF con scadenza inferiore all'anno e con rendimenti precalcolati e i BTAN che hanno scadenza 2-5 anni e con cedola annuali fisse. Mediamente rendono attorno al 3,6%;



Fonte: *tradingeconomics.com, France 10Y Bond Yield (ultimi 6 mesi)*

- 2) *Les Obligations Assimilables du Trésor (OAT)*: Scadenza superiore ai 30 anni con cedola fissa nella maggior parte dei casi. Nel caso di cedola variabile, questa viene indicizzata al bond decennale TEC 10. Questi titoli sono detti assimilabili in quanto ogni emissione è pressoché uguale a quella precedente.

Anche i titoli francesi sono titoli a basso rischio, e per questo vengono considerati un'ottima alternativa nel mercato Europeo.

Per ultimi i titoli emessi dal Tesoro Spagnolo. Ad oggi le emissioni sono concentrate sui buoni e obbligazioni di stato con diverse scadenze:

- 1) *Letras del Tesoro*: Scadenza inferiore all'anno, tipicamente 3-6-9-12 mesi. Funzionamento simile a quello dei BOT. Cedola assente, ma quotati sotto la pari per ripagare l'investimento attraverso lo sconto;



*Fonte: tradingeconomics.com, Spain 10Y Bond Yield (ultimi 6 mesi)*

2) *Bonos del Estado y Obligaciones del Estado.* I *Bonos* hanno scadenza 2-3-5 anni mentre le *Obligaciones* hanno durata superiore a 5 anni. Pagano cedola periodico che varia dal 4,86% del 10 anni a 5,9% del 30 anni.

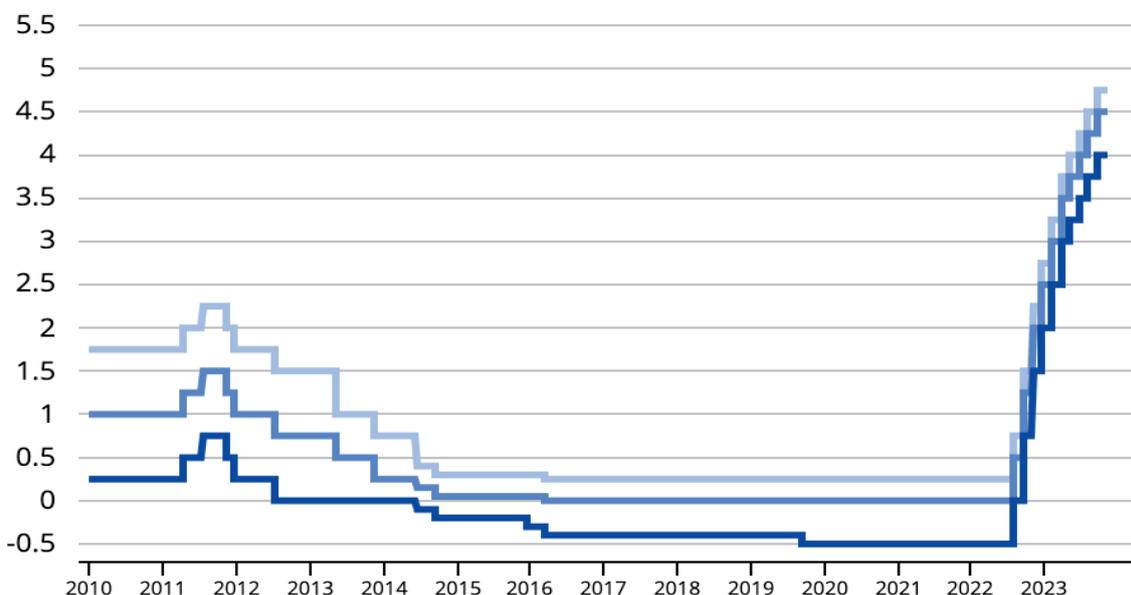
## LA SITUAZIONE GEOPOLITICA IN EUROPA

La decisione della BCE, nell'ultimo periodo, di aumentare i tassi ha scatenato notevoli impatti sui titoli sovrani europei. Il cambio di rotta ha generato una serie di effetti macroeconomici che stanno movimentato i mercati finanziari nella Euro Zona.

In primo luogo, l'incremento dei tassi ha innalzato i costi di finanziamento per i paesi europei, soprattutto quelli con livelli di indebitamento più elevati. Questa mossa ha esercitato una pressione crescente sui bilanci pubblici, con la necessità di destinare risorse aggiuntive al pagamento degli interessi sul debito.

Contestualmente, l'aumento dei rendimenti sui titoli di stato ha reso questi ultimi più attraenti per gli investitori, rispetto ad altre opzioni di investimento. Ciò ha modificato la dinamica del mercato obbligazionario, con un trasferimento potenziale degli investimenti verso i titoli di stato, causando un aumento della domanda e un conseguente decremento dei prezzi.

### Key ECB interest rates (annual percentages)



Fonte: [ecb.europa.eu](https://www.ecb.europa.eu) , Key ECB interest rates (%)

Domanda e offerta vanno dunque a braccetto, e molto probabilmente è per questo che Citadel sta iniziando a formare un nuovo team per entrare nel mercato sovrano europeo.

Più in particolare negli altri paesi europei la politica proposta da Francoforte impatta in maniera diversa considerando anche le notizie di attualità che giungono da oltreconfine.

La situazione economica della Germania è recentemente diventata peggiorata, e ciò si rispecchia anche in un aumento dei tassi di interesse dei titoli. Un fattore chiave è la relazione commerciale con la Cina, uno dei principali partner economici del paese.

L'Unione Europea è fortemente dipendente dalle esportazioni verso la Cina, che ammontano a circa 107 miliardi di euro. Tuttavia, nell'ultimo anno, la Cina ha ridotto i propri acquisti dalla Germania di circa 30 miliardi, equivalente a quasi un terzo del volume precedente. Questo calo è stato principalmente influenzato dal settore automobilistico. Anche se le aziende tedesche stanno ampliando il mercato dei veicoli elettrici, gran parte dei loro profitti si basa ancora sui veicoli con motori endotermici. Questo contrasta con la situazione in Cina, dove i veicoli elettrici sono ampiamente accessibili e diffusi.

In generale, l'acquisto di considerevoli quantità di obbligazioni tedesche risulta complicato, poiché le grandi istituzioni finanziarie acquistano in massa e trattengono fino alla loro scadenza. Tuttavia, dati i cambiamenti attuali, ci si aspetta che la Germania emetta nuove obbligazioni. Queste emissioni probabilmente susciteranno interesse da parte di investitori come Citadel, che cercheranno di partecipare attivamente a questo scenario economico in evoluzione.

Per quanto riguarda la Spagna ci si può aspettare un aumento dei tassi sul 10 anni. La Spagna affronta un periodo di transizione politica, l'attuale primo ministro, Pedro Sanchez, nella ricerca della fiducia ha aperto ad alleanza con gli schieramenti indipendenti, sia di destra che di sinistra, della Catalunya scatenando così un forte malcontento popolare. Senza l'approccio di questo partito il governo cadrebbe, ma anche con un esito positivo nell'alleanza l'apparente instabilità potrebbe portare ad un peggioramento dei rating su propri titoli. Resta comunque un paese affidabile vista la capacità di attuare politiche efficaci contro l'inflazione (ad oggi 1.6, la più bassa d'Europa) e al forte tessuto economico delle PMI presenti nel territorio e supportate da politiche attive volto alla loro protezione, ad esempio il tetto al costo dell'energia, la Spagna appunto è carente dal punto di vista della produzione di energia e con lo scoppio della guerra il governo è intervenuto per evitare picchi nei costi.

La Francia vive un momento di serenità, l'inflazione registra un rallentamento. Il governo sta concludendo l'accordo sulla disoccupazione sul cui tema vi erano stati degli scontri a settembre. E dal punto di vista delle giovani imprese vi è una crisi di raccolta dei fondi da parte di investitori terzi, una delle cause, accusano, è proprio l'innalzamento dei tassi da parte della BCE che rende i finanziamenti molto più costosi e per via dell'inflazione che risulta ancora molto alta.

## **PER CONCLUDERE**

Quali saranno le intenzioni Citadel? Alla luce di ciò che abbiamo appena letto ci si può aspettare che Citadel abbia due obiettivi tra loro fortemente correlati. Il primo quello di imporsi come nuovo liquidity provider nel mercato europeo, come visto ci si aspetta un futuro molto movimentato nel settore dei bond nazionali e quindi inserirsi in questa posizione renderà meno dipendente la società di Griffin al mercato americano, che ultimante registra risultati deludenti (oltre che un abbassamento del rating da parte di Moody's).

Il secondo motivo è legato ai risultati recenti, come visto, Citadel ha registrato dei risultati notevoli e ci si aspetta dunque un aumento nel volume che gestirà nei prossimi periodi, con l'aumento del gestito arriverà anche la necessità di investire in diversi strumenti e in diversi titoli, per quanto riguarda la quota di bond proprio il mercato europeo sembra essere stato preso di mira. In questi mesi è stato assemblato un team, di circa 24 esperti in matematica ed informatica, che verrà formato dai migliori trader ed esperti del settore Europeo reclutati da altri istituti come JPMorgan e BlackRock. Per quanto riguarda gli altri strumenti Citadel ha appena supportato l'emissione di una nuova piattaforma per lo scambio di criptovalute ed asset digitale da parte di EDX markets.

Per concludere il dinamismo del mercato dei titoli sovrani europei è in evoluzione e l'entrata di Citadel in questo scenario si presenta come un'innovativa forza di cambiamento. La storia consolidata e gli straordinari successi nel passato preannunciano la sfida per il dominio del settore. La natura in evoluzione del mercato, influenzata dai recenti cambiamenti economici e politici in Europa, apre nuove opportunità e sfide.

## BIBLIOGRAFIA E SITOGRAFIA

<https://blogs.cfainstitute.org/investor/2023/11/10/return-to-tradition-three-reasons-to-consider-a-bond-allocation/>

<https://www.ft.com/content/fbdaf3e2-d7b1-4741-8552-df97b43d9ed3>

<https://www.cNBC.com/2023/11/10/moodys-cuts-usa-outlook-to-negative-citing-higher-interest-rates-and-deficits.html>

<https://www.euribor-rates.eu/it/tasso-interesse-bce/>

<https://www.internazionale.it/foto/2016/09/16/francia-proteste-legge-lavoro>

[https://www.lemonde.fr/economie/article/2023/11/12/pourquoi-les-start-up-sont-confrontees-a-la-frilosite-des-investisseurs\\_6199712\\_3234.html](https://www.lemonde.fr/economie/article/2023/11/12/pourquoi-les-start-up-sont-confrontees-a-la-frilosite-des-investisseurs_6199712_3234.html)

<https://www.abc.es/espana/ammistia-investigadura-pedro-sanchez-psoe-reacciones-manifestacion-pp-noticias-hoy-20231113171652-di.html>

<https://am.jpmorgan.com/it/it/asset-management/adv/insights/portfolio-insights/fixed-income-views/>

<https://www.onlinesim.it/blog/titoli-di-stato-esteri-su-cui-investire-nel-2023/>

<https://www.linkedin.com/pulse/citadel-securities-fidelity-charles-schwab-backed-edx%3FtrackingId=x2zgL1o%252FTie267PupeI9QQ%253D%253D/?trackingId=fErIGrmzQY6bezhOBid9fQ%3D%3D>

[https://www.huffingtonpost.it/economia/2023/08/29/news/export\\_cina\\_germania-13223508/https://](https://www.huffingtonpost.it/economia/2023/08/29/news/export_cina_germania-13223508/https://)

[www.lemonde.fr/economie/article/2023/11/12/pourquoi-les-start-up-sont-confrontees-a-la-frilosite-des-investisseurs\\_6199712\\_3234.html](http://www.lemonde.fr/economie/article/2023/11/12/pourquoi-les-start-up-sont-confrontees-a-la-frilosite-des-investisseurs_6199712_3234.html)