

PROFESSIONISTI DEL RISPARMIO

INVESTIMENTI ALTERNATIVI

Gli «indici della paura» diventano opportunità

Come utilizzare le nuove declinazioni del Vix sul reddito fisso per coprire i portafogli obbligazionari

Pagina a cura di
Gianfranco Ursino

■ I bruschi movimenti che hanno caratterizzato le dinamiche dei prezzi dei titoli di Stato negli ultimi anni, hanno rimarcato che la volatilità non è una peculiarità dei soli listini azionari. Durante le fasi più turbolente della crisi dei debiti sovrani, molti investitori obbligazionari hanno subito pesanti conseguenze, soprattutto quelli costretti a liquidare le posizioni nel breve termine. Secondo l'opinione di molti analisti, l'eccessivo livello di indebitamento raggiunto dai Paesi sviluppati continuerà a generare volatilità sui mercati anche nei prossimi anni.

Prospettive burrascose e recenti dolorose esperienze che devono indurre gli investitori, soprattutto quelli istituzionali, a una profonda riflessione sul modo di proteggere i portafogli dagli effetti nefasti delle crisi, se non per impedire almeno per limitare le perdite. Un contesto in cui la volatilità non è più vista solo come incertezza, ma anche come una vera e propria asset class che può essere sfruttata e gestita per mettere in atto strategie di copertura dei portafogli e per generare performance, con l'ausilio dei sempre più numerosi strumenti finanziari con sottostante un indice di volatilità.

I PARENTI STRETTI DEL VIX

Il più familiare è il Vix, l'indicatore

che dal 1993 misura la volatilità delle opzioni dell'indice azionario americano S&P 500. Una sorta di «termometro della paura», che quando i mercati precipitano vede l'asticella salire e gli investitori tremare. Viceversa scende quando sui mercati torna la calma.

Ma oltre al prototipo originario, ormai esistono varie declinazioni del Vix: dal gemello VStoxx sui mercati azionari europei, al cugino CVix sulla volatilità dei cambi. Gli ultimi arrivi, nella sempre più grande famiglia degli indicatori di volatilità, sono l'Srvx (Interest Rate Swap Rate Volatility Index) e il Vxtyn (Cboe/Cbot 10-year Us Treasury Note Volatility Index). «I due indici – spiega Antonio Mele, professore ordinario di Finanza della Swiss University di Lugano e ideatore dei due indici insieme a Yoshiaki Obayashi – segnalano le aspettative di volatilità in due settori importanti del mercato del reddito fisso statunitense: il primo sugli swaps sui tassi d'interesse e il secondo sui titoli del Tesoro Usa. Si tratta delle prime misure standardizzate di volatilità del reddito fisso di una Borsa, e riguardano transazioni effettuate nel gigantesco mercato degli swaps sui tassi d'interesse».

Il mercato dei contratti a termine sui tassi di interesse è di gran lunga il più importante nell'ambito dei derivati, con valori nozionali che si misurano a livello mondiale in centinaia di migliaia di miliardi di dollari. Rappresenta, quindi, il punto di riferimento per le imprese che si finanziano attraverso obbligazioni e prestiti bancari ed è facile pronosticare che l'Srvx e il Vxtyn possano fare da riferimento per strategie di trading che intendono puntare a scopo di copertura (e non solo) sulla volatilità dei tassi di interesse, così come è il Vix per il comparto azionario.

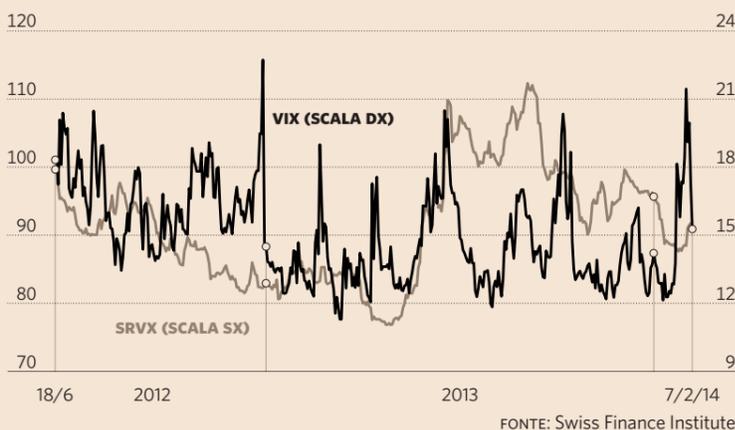
LA COPERTA PER MUTUI E BOND

«L'indice Vxtyn – continua Mele – è equivalente a un portafoglio di titoli derivati sui tassi d'interesse, con un valore che emerge in corrispondenza di movimenti marcati e repentini dei tassi. Si tratta pertanto di uno strumento di copertura naturale per vari tipi di portafogli di reddito fisso, come quelli che includono obbligazioni o mutui». E se in principio gli operatori attivi su questo fronte erano soprattutto gli hedge fund che attuano strategie di arbitraggio sulla volatilità, sono in decisa crescita gli istituzionali che inseriscono in portafoglio prodotti che traggono beneficio dal rialzo della volatilità per coprire i rischi. Grandi operatori che utilizzano comunemente opzioni o acquistano direttamente contratti future per trarre profitto dalle oscillazioni di mercato: una via che tramite gli Etp è ormai alla portata anche dei piccoli risparmiatori, ma rimane da sconsigliare data la complessità degli strumenti.

Le evidenze empiriche

AL BALLO DEL REDDITO FISSO

Nel 2013 la preoccupazione degli operatori era quella di anticipare gli effetti di una possibile sospensione dei programmi d'acquisto della Fed di titoli di Stato: un'incertezza che si è riflessa di più sul reddito fisso. Da maggio il VIX è rimasto in un range abbastanza contenuto, mentre l'SRVX dopo una crescita vigorosa ha tracciato una repentina discesa, a seguito delle mosse della Fed e alla nomina della Yellen. L'SRVX, comunque, continua a viaggiare su livelli elevati, segnalando l'arrivo di possibili nuovi episodi di alta volatilità sul reddito fisso.



INDICI SCONNESSI

Il Vxtyn riflette la volatilità attesa nel mercato del reddito fisso. Quest'ultima è ben distinta dalla volatilità dei mercati azionari misurata dal Vix. Dal 2008 la correlazione tra questi due indici è inferiore al 30%, mentre quella tra Vxtyn e Srvx è superiore al 50%. Divergenze tra volatilità del reddito fisso e dell'azionario emerse in più occasioni negli anni. Per esempio durante il recente "Fed Watch", da maggio a settembre 2013, il Vxtyn in poche settimane è raddoppiato, mentre le fluttuazioni del Vix sono rimaste pressoché avulse da tale contesto.



LA VOLATILITÀ DELLA VOLATILITÀ

La struttura a termine dei future sul Vix è spesso in contango (future a lungo termine valutati al di sopra dei future a breve). Quando il Vix sale, come nell'ultimo mese, la struttura a termine si "appiattisce" attenuando la caduta del prezzo del Vix a causa del contango. Inoltre, la volatilità del Vix colpisce anche la caduta di alcuni prodotti strutturati legati al Vix: il Cboe Vvix, indice di volatilità attesa del prezzo a 30 giorni del Vix (la volatilità della volatilità) è, di norma, superiore di circa 4 volte rispetto al livello del Vix stesso.



In arrivo i primi prodotti che puntano sulla volatilità dei tassi

Ai future, previsti per fine 2014, seguiranno opzioni, Etp e certificati

■ Il varo di nuovi indici, in genere, è propedeutico al lancio di nuovi strumenti finanziari (future, option, Etp e certificates) che li utilizzano come sottostante. Anche nel caso degli indici Srvx e Vxtyn, che vanno ad accrescere la gamma degli indicatori di volatilità (si veda anche l'altro articolo in pagina), c'è quindi da attendersi nuovi prodotti derivati che consentano agli investitori di prendere posizione sugli sviluppi attesi, in termini di volatilità, nel mercato del reddito fisso. Prodotti che sulla scia delle vicissitudini dei titoli sovrani e le conseguenti tensioni sui tassi di interesse, rappresentano uno strumento di diversificazione del portafoglio, nonché di copertura del rischio per strategie di investimento sui titoli obbligazionari.

Anche se attualmente non esistono prodotti derivati basati su indici di volatilità sul fixed income, il Cboe (Chicago Board Options Exchange), uno dei più grandi mercati dei derivati al mondo, ha annunciato di voler sviluppare future e opzioni sul Vxtyn. «Partiremo con i future sul Vxtyn – precisa John Hiatt, direttore della ricerca e sviluppo prodotti del Cboe – con l'obiettivo di quotarli entro fine 2014 o inizio 2015». Inoltre, è facile prevedere che nel prossimo futuro vengano lanciati anche Etp e certificati con sottostante gli indici Vxtyn e Srvx, arricchendo la già ampia gamma di strumenti finanziari a replica passiva esistenti. «A fine 2013 – continua Hiatt – in tutto il mondo c'erano 34 Etn/Etf con sottostante l'indice Vix, che gestivano circa 3,4 miliardi di dollari. In particolare, il numero dei partecipanti al mercato è cresciuto sensibilmente dal 2009, quando è stato quotato l'iPath S&P 500 Vix Short-Term Futures Etn. Il patrimonio in gestione, la liquidità e il flusso di ordini che si sono sviluppati sui prodotti con sottostanti il Vix hanno attratto molti operatori tipicamente non associati al trading sulla volatilità».

Ma quali sono le caratteristiche che rendono il Vix utile nella gestione dei portafogli? «Innanzitutto perché presenta una forte e persistente correlazione negativa con gli altri indicatori del mercato finanziario – spiega Hiatt –, come per esempio i listini azionari globali, gli indici di credito e le performance delle gestione patrimoniali. Inoltre il Vix reagisce molto rapidamente ai movimenti del mercato e più sono grandi quest'ultimi, più rilevanti sono i movimenti al rialzo dell'indice di volatilità. Infine occorre considerare che l'indice Vix oscilla intorno a valori medi normali e se raggiunge livelli eccessivamente superiori o inferiori rispetto a tali medie, presto o tardi si verificherà un movimento di ritorno».

LE ULTIME FRONTIERE DEL RISK MANAGEMENT



Antonio Mele, è professore della Swiss University e senior chair dello Swiss Finance Institute

DALLA TEORIA ALL'OPERATIVITÀ

I due massimi esperti di volatilità, insieme ad altri noti accademici, presenteranno le loro ultime ricerche al «Quantitative and Asset Management Workshop 2014» che avrà luogo a Venezia il prossimo 28 febbraio.



John Hiatt, Responsabile ricerca e sviluppo prodotti del Cboe-Chicago Board Options Exchange