

Volatilità "ottimizzata"

Se il Financial Stability Board ha messo sotto osservazione il mondo degli etf, in particolare i rischi di sistema legati ad alcuni "angoli" del mercato, come il rischio di controparte e di gestione del collaterale per gli etf sintetici e la pratica di *securities lending* per i tradizionali etf "in kind", gli emittenti continuano a focalizzarsi verso strumenti sempre più complessi.

Ieri Lyxor ha quotato a Parigi in primo etf con sottostante un indice di future sulla volatilità implicita dell'S&P500, S&P 500 VIX Futures Enhanced Roll TR (LVOL). Gli indici di volatilità non sono nuovi nel mondo degli *exchange traded products*. Oltre che nei mercati statunitensi, dove non sono "etf" a replicare gli indici di volatilità ma "etn", ovvero delle passività di un soggetto, non un fondo, già a Londra sono quotati strumenti con sottostanti indici di volatilità, come a Milano Barclays ha quotato due certificati *open end*, sino ad oggi dallo scarso successo, basati su indici di volatilità relativi all'EuroStoxx 50.

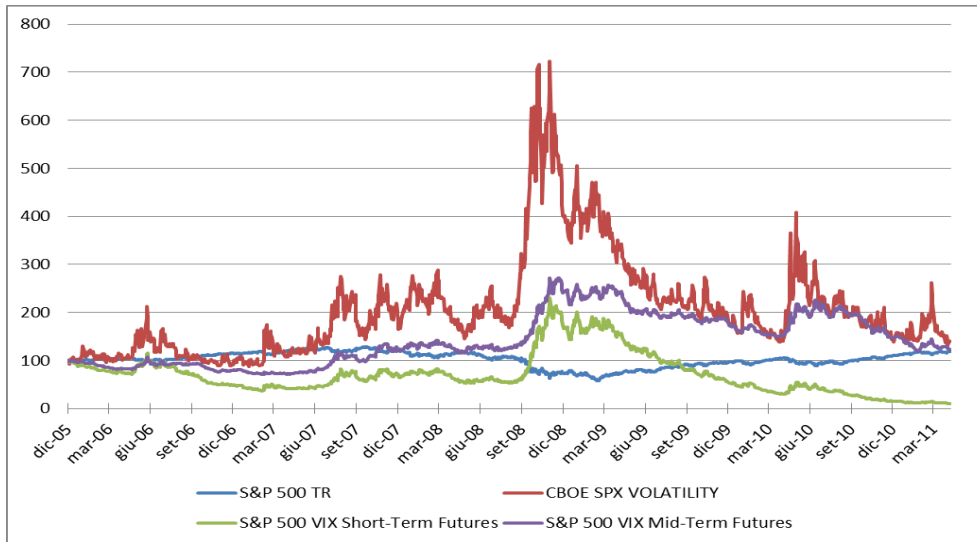
In alcune asset class, come le materie prime, non è facilmente possibile investire in maniera diretta nel prezzo spot, mentre è possibile farlo attraverso future, od indici di future.

La volatilità è un'asset class recente, emersa solo negli ultimi dieci anni, sulla quale è possibile investire attraverso opzioni, future o strumenti otc. Gli strumenti ad indice, come l'etf in questione, sono basati su indici di future di ancor più recente introduzione.

Gli indici di future misurano un investimento in continuo in future sul vix, con un processo di rolling con l'approssimarsi della scadenza dei contratti, oltre al rendimento del collaterale al tasso dei Treasuries a 3 mesi. L'indice "short term" mantiene una durata media di un mese: vengono considerati i future con le due scadenze mensili più vicine, ed ogni giorno l'indice calcola il rolling dal future *front month* a quello in scadenza fra due mesi. L'indice "mid term" considera i contratti in scadenza il quarto, quinto, sesto e settimo mese, in modo tale da mantenere una durata costante di cinque mesi.

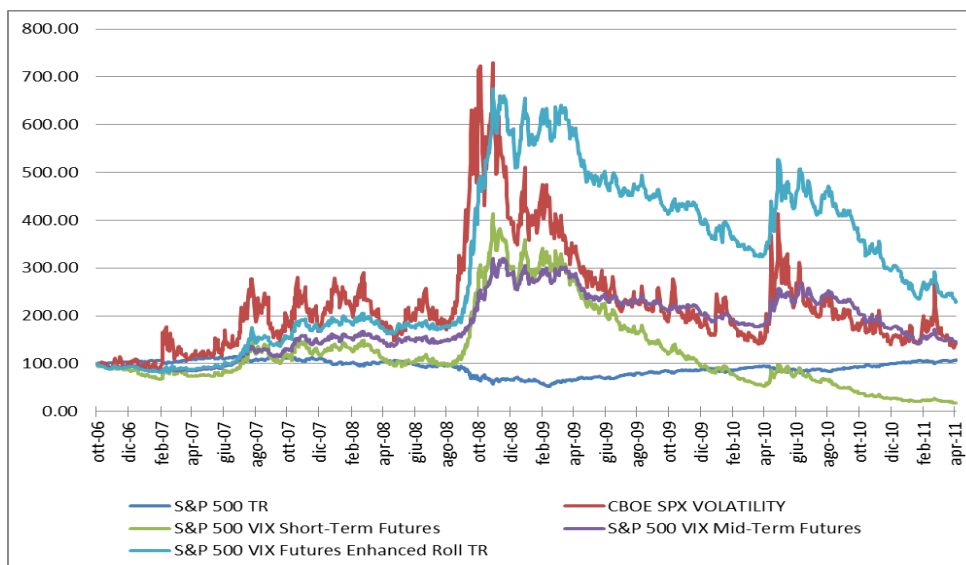
La curva dei future sul Vix è normalmente in contango. Di conseguenza gli indici di future avranno un *decay* negativo, ovvero avranno una tendenza verso il basso nella gran parte della vita dell'indice, nel lungo periodo, a causa del prezzo più alto dei future a scadenze superiori rispetto a quelli sostituiti dagli indici. Solamente in periodo di forti stress e volatilità gli indici di future sul Vix possono ottenere performance positive, adatti dunque a trading di breve periodo. Il parallelo corre con gli indici di future sul gas naturale od il petrolio, ovvero asset class la cui struttura a termine risulta in contango, anche pronunciato. L'indice short term presenta un maggiore costo di rolling della posizione, la parte a breve della curva è la più volatile e la più ripida.

Il primo grafico mostra l'andamento, dalla partenza della serie nel dicembre 2005, degli indici short e mid term, oltre al Vix spot ed all'indice S&P500 total return. L'effetto di decay dell'indice short term è evidente, da 100 il 20/12/2005 oggi quota 9,78, contro 122 dell'indice mid term.



Il secondo grafico mostra invece l'indice replicato dall'etf, il quale considera tutta la struttura a termine e sceglie i contratti in modo tale da minimizzare l'effetto contango, sulla scorta di alcuni indici di materie prime ottimizzati. In questo caso il comportamento sembra più prossimo al prezzo spot della volatilità implicita sull'S&P500.

Non potendo "shortare" gli indici, gli investitori che volessero utilizzare i prodotti quotati legati agli indici Vix future come strumento di diversificazione in un portafoglio equity devono fare i conti con un incisivo costo per mantenere la posizione legato alla struttura a termine, in particolare dell'indice short term.



Stefano Testori