

Venerdì, 5 novembre 2010



## Trading sulla volatilità



### CARTA D'IDENTITÀ

CODICE ISIN:  
**DE000BC2KZY6**

EMITTENTE:  
**Barclays**

DESCRIZIONE:  
**Etn - Benchmark  
Certificate sul Vstoxx**

CARATTERISTICHE:  
**Replica Lineare,  
Commissioni 0,89%  
annuo**

ORIZZONTE TEMPORALE:  
**Fino alla scadenza del  
27 aprile 2020**

### **Barclays Bank Plc lancia in Italia il primo Etn - Benchmark Certificate sul Vstoxx**

E' ai nastri di partenza per la quotazione in Borsa Italiana il primo strumento che consente di puntare sui movimenti dell'indice di volatilità del mercato europeo. La novità, proposta da Barclays Bank Plc con codice Isin DE000BC2KZY6, ha fatto il suo esordio in negoziazione il 5 novembre al Sedex e seguirà le emissioni già quotate sul mercato inglese (LSE) e tedesco (Xetra), attraverso la piattaforma iPath ETN. Gli iPath ETN rappresentano un'evoluzione rispetto ai certificati delta uno tradizionali grazie alla

possibilità di redimere giornalmente lo strumento al valore dell'indice sottostante al netto delle commissioni. Con questo primo certificato delta uno, Barclays Bank segna così il suo definitivo ingresso anche in Italia come emittente di certificati di investimento e va a colmare un vuoto tra i sottostanti investibili mediante i certificati, offrendo agli investitori un valido strumento tramite il quale sarà possibile effettuare trading o strategie di hedging

per posizioni particolarmente sensibili ai movimenti avversi della volatilità.

### LE CARATTERISTICHE

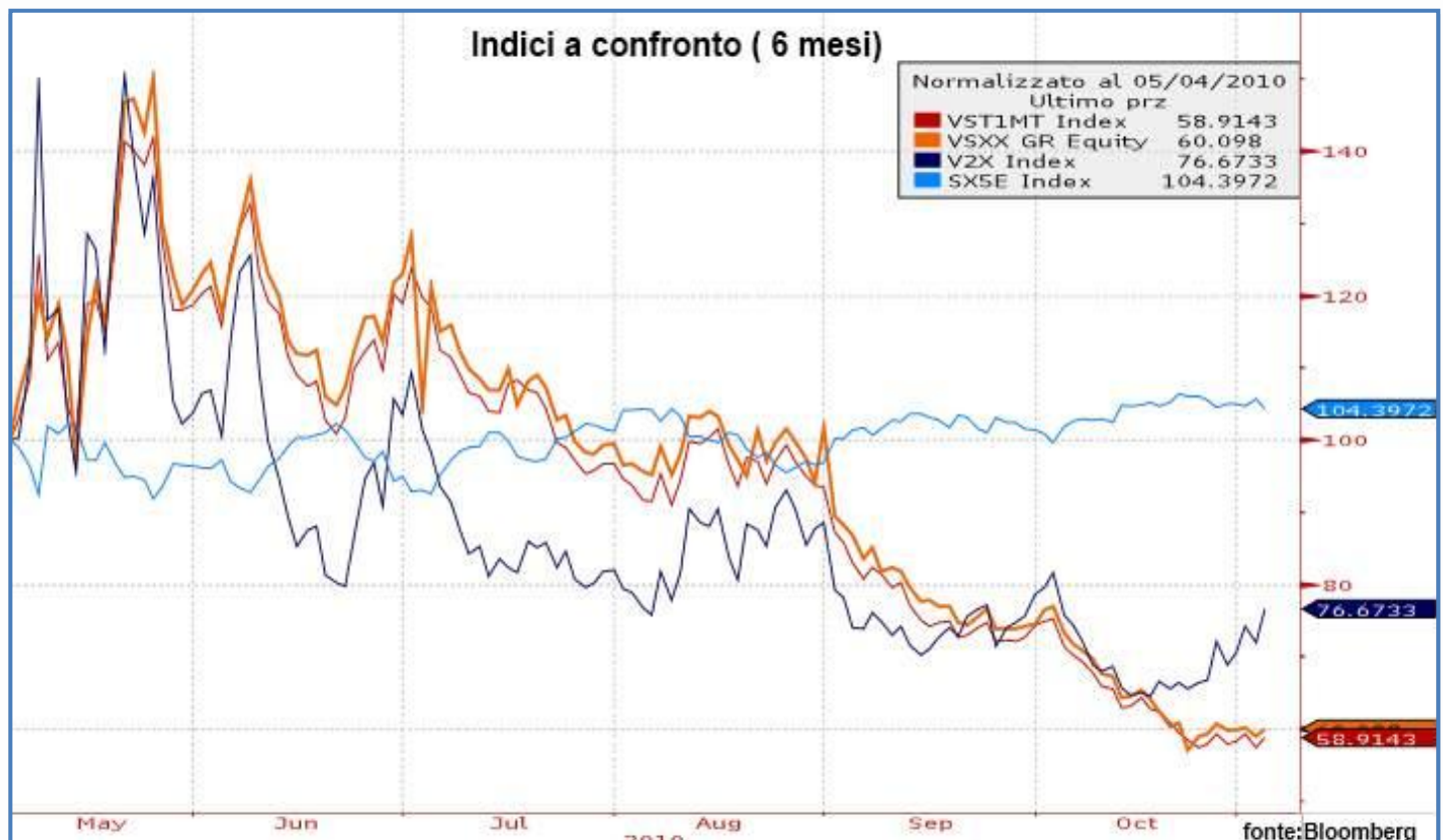
L'iPath VSTOXX Short-Term Futures Total Return ETN, questo il nome del prodotto, è stato emesso lo scorso 26 ottobre con un prezzo iniziale di 18,0079 euro e ha la scadenza fissata per il 27 aprile 2020. Oltre al peculiare sottostante, di cui ci occuperemo più a fondo tra poco, ciò che contraddistingue questo benchmark emesso sotto forma di Exchange Traded Notes, è senza dubbio la possibilità concessa all'investitore di richiedere la liquidazione anticipata a fine giornata al fair value, solo per quantità superiori a 25.000 unità e con una commissione dello 0,05%.

Ciò significa che sul mercato di quotazione il prodotto sarà spesso sostanzialmente allineato al proprio fair value, al fine di non consentire agli investitori istituzionali specializzati in arbitraggi di fare hedging con i futures; più specificatamente l'investitore acquistando il certificato possiede una put implicita al fair value, che rende lo strumento non arbitraggiabile rispetto al relativo sottostante dotandolo di un tracking error efficiente. E' bene sottolineare che, in virtù della commissione di gestione pari a 89 basis point su base annua, il fair value viene calcolato deducendo dai correnti valori dell'indice sottostante il costo di gestione giornaliero.

#### IL SOTTOSTANTE

Parlando di volatilità, è doveroso ricordare come gli indici di volatilità comunemente diffusi, ovvero il Vix e il Vstoxx, siano indici non investibili e rappresentino rispettivamente la volatilità a 1 mese degli indici S&P 500 e Eurostoxx 50. Sono investibili invece i contratti future sul Vix e sul Vstoxx, scambiati sui mercati

regolamentati. Al fine di consentire un investimento nella volatilità dei mercati azionari europei replicando un investimento in futures sull'indice Eurostoxx 50 Volatility, il certificato d'investimento è stato pertanto strutturato sul Vstoxx Short-Term Future TR, un indice che offre l'esposizione alle performance di una posizione lunga che subisce un rollover quotidiano sui future scritti sul Vstoxx con scadenza nel primo e nel secondo mese. Pertanto tale strategia consente di riflettere la volatilità implicita dell'Eurostoxx 50 relativa a diversi punti della curva forward di volatilità. Più precisamente, l'indice riflette una strategia di acquisto di futures sul VStoxx della durata di uno e due mesi, mantenendo costante a un mese l'esposizione alla volatilità implicita dell'Indice Eurostoxx 50. Questo significa che, su base giornaliera, sarà venduta una frazione dei futures sul Vstoxx del primo mese e sarà acquistato un identico ammontare nozionale di contratti futures del secondo mese, mantenendo così una scadenza media ponderata costante pari ad una mensilità. L'Eurostoxx 50 Volatility Short-Term Futures TR rappresenta quindi un'alternativa di investimento,



che basa i suoi movimenti proprio sulle performance dei contratti future scritti sul Vstoxx stesso.

Come abbiamo più volte tenuto a sottolineare, quando il sottostante di un certificato di tipo benchmark è un future scritto sul sottostante di riferimento, la replica lineare non è di fatto assicurata al 100%. Grava infatti sulla linearità del prodotto l'implicito costo di rollover, rappresentato dalle situazioni di contango o backwardation in cui possono versare i contratti oggetto della transazione. Per tale ragione l'investimento nell'indice Short-Term legato al Vstoxx può esibire caratteristiche differenti di rischio rendimento, rispetto a quelli del benchmark cui si riferisce.

Fatte queste premesse, analizziamo con l'ausilio del grafico presente in pagina, come si sono comportati negli ultimi sei mesi gli indici in oggetto. Andamento pressoché speculare quello tra l'indice Eurostoxx 50 e il Vstoxx, rispettivamente in guadagno del 4,4% e in flessione del 23,33%. Peculiare invece la distribuzione dei prezzi dell'Eurostoxx 50 Volatility Short-Term Futures TR (VSTMT Index) e del certificato benchmark ad esso agganciato (VSXX GR) quotato a Francoforte. Il saldo per entrambi è negativo del 40% circa. La discrepanza è dovuta, oltre ai costi di gestione (0,89% su base annua) e alle transaction charge implicitamente contenute nei prezzi, l'attuale situazione di contango tra i prezzi dei future oggetto di replica.

Future sul Vstoxx		
Ticker	Scadenza	Prezzo
V2X	Spot	25,41
FVSX0	nov-10	23,5
FVSZ0	dec-10	25,6
FVSF1	jan-11	27,65
FVSG1	feb-11	28,2
FVSH1	mar-11	28,95

Fonte: Bloomberg

In particolare, per spiegare più nel dettaglio la mancanza di linearità nell'arco temporale analizzato, in termini di performance rispetto all'indice di riferimento della volatilità dell'indice europeo, analizziamo la tabella nella quale vengono espressi i valori dei vari future con diverse scadenze scritti sul

Vstoxx. Come possiamo notare, i future con scadenze successive si trovano in situazione di contango, ovvero presentano prezzi superiori a quelli correnti (valore spot) scontando di fatto un aumento della volatilità nel medio periodo. Più infatti la curva risulta essere inclinata e più il mercato sconta un maggiore stress.

Come sottolineato in precedenza, il meccanismo che consente all'Eurostoxx 50 Volatility Short-Term Futures di replicare la volatilità dell'indice europeo, è quello di comprare porzioni di future con scadenza più ravvicinata e contestualmente vendere la stessa quantità di future con scadenza successiva. Osservando i prezzi delle diverse scadenze, è proprio tale operazione, oggi esercitata in situazione di contango, a influenzare negativamente la correlazione rispetto ai movimenti dell'indice di volatilità, in quanto il prezzo di vendita del future con scadenza successiva è più alto del prezzo di acquisto del future con scadenza più ravvicinata. Anche se si tratta di due effetti di natura differente e' interessante paragonare l'effetto contango e il suo impatto negativo sulla performance, con simili effetti su altri strumenti che permettono di avere un'esposizione lunga sulla volatilità. In particolare il time value, e quindi il decrescere di valore giornaliero, di un'opzione put o call sull'indice Eurostoxx. In normali condizioni di mercato non e' possibile acquistare una posizione lunga sulla volatilità senza un impatto giornaliero sulla performance, che sia dato dal contango della curva futures o dal costo di una opzione, salvo poi ottenere un guadagno da potenziali improvvisi shock di mercato che fanno crescere la volatilità.

Al fine di rendere il certificato utile anche in ottica di copertura per posizioni che risentono negativamente del rialzo della volatilità del mercato azionario europeo, ci riproponiamo di monitorare nelle prossime settimane l'andamento dell'iPath ETN e verificare se la correlazione storica degli ultimi cinque anni, pari allo 0,87 con l'indice Vstoxx e -0,759 con l'indice Eurostoxx 50, verrà confermata. Oggi, nel primo giorno di quotazione al Sedex, il certificato è scambiato a 16,67 euro.