

# Seguire la volatilità

**I**l rapporto ACEPI - CAREFIN Bocconi del 2009 offre indicazioni interessanti per riflettere sugli interventi che potrebbero essere realizzati per assicurare una crescita stabile e duratura di questo settore nei prossimi anni. Un particolare rilievo assumono le informazioni che gli intervistati giudicano essenziali per poter accrescere la quota di certificati presente nei portafogli degli investitori: le principali carenze informative riguardano le difficoltà di valutazione dei rischi e della liquidabilità di questi strumenti finanziari, oltre che dei possibili scenari di mercato in cui i certificati potrebbero essere inseriti in portafoglio. Quest'ultima evidenza offre lo spunto per avviare una prima riflessione sulle metodologie che potrebbero essere seguite dai *financial advisor* affinché i certificati possano realmente contribuire a ottimizzare il profilo di rischio-rendimento di portafoglio. L'**elevata volatilità** che caratterizza ormai strutturalmente i mercati finanziari negli ultimi anni rende necessaria un'attenta analisi soprattutto di questa variabile per comprendere come possa influenzare la selezione dei certificati nelle diverse fasi di mercato. Le variazioni della volatilità influenzano sia l'andamento delle attività sottostanti i certificati sia il prezzo delle opzioni *plain vanilla* ed esotiche presenti nella struttura finanziaria degli stessi certificati. Relativamente al primo effetto, la **figura 1** mostra l'evoluzione del coefficiente di correlazione lineare tra gli indici S&P 500 e VIX (rappresentativo quest'ultimo della volatilità implicita nel mercato azionario statunitense). Nel periodo marzo 1998 - marzo 2010 il coefficiente di correlazione tra i due indici è risultato mediamente pari a -0,70: ciò significa che l'aumento della volatilità si è stabilmente accompagnato a

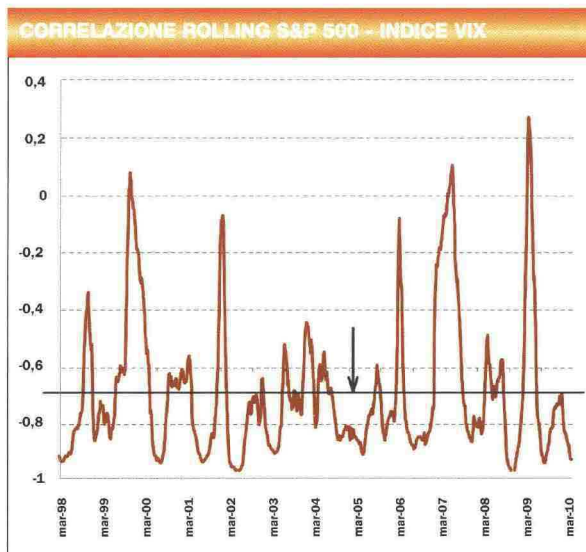
una correzione del mercato azionario USA e viceversa. Riguardo al secondo effetto, occorre considerare che la struttura finanziaria dei certificati di investimento, in particolare dei certificati a capitale condizionatamente protetto (*Bonus, Twin Win, Express, etc.*), comprende sia opzioni *plain vanilla* che esotiche (con barriera e digitali); l'effetto delle variazioni della volatilità sui prezzi delle opzioni, e conseguentemente sul prezzo dei certificati, è molto diverso. La **figura 2** consente di valuta-

estinzione anticipata dell'opzione *put down and out*; ciò riduce la probabilità di realizzare un payoff positivo alla data di scadenza dell'opzione esotica. Quali indicazioni possono trarsi da tali osservazioni ai fini della valutazione dei possibili scenari di mercato in cui le diverse tipologie di certificati possono essere collocate nei portafogli degli investitori? Pur nella consapevolezza che qualsiasi tentativo di schematizzazione potrebbe non tenere in opportuna considerazione le specificità dei singoli

certificati, si possono delineare i seguenti modelli comportamentali, differenziati in rapporto ai diversi livelli di volatilità:

- **Fasi di bassa volatilità:** durante tali fasi i prezzi delle opzioni esotiche sono "relativamente cari" rispetto alle opzioni *plain vanilla*. Al prevalere di attese di aumento della volatilità, gli investitori potrebbero privilegiare soprattutto i certificati a capitale protetto (*Equity Protection, Double Win, etc.*) rispetto alle altre tipologie. Nella selezione dei certificati a capitale condizionatamente protetto, in particolare, occorrerà prestare una maggiore attenzione ai livelli delle barriere/*trigger*, in quanto il prevedibile aumento della volatilità rende più probabile il raggiungimento delle stesse;
- **Fasi di elevata volatilità:** in tali fasi i prezzi delle opzioni esotiche sono particolarmente bassi rispetto alle opzioni *plain vanilla*. I certificati a capitale condizionatamente protetto e quelli a capitale non protetto (*Benchmark, Outperformance, etc.*) potrebbero assicurare una maggiore redditività attesa rispetto ai certificati a capitale protetto, tenuto conto anche della prevedibile riduzione della volatilità dei mercati. **A**

Mauro Camelia - Facoltà di Economia, Università di Siena



re la differenziale sensibilità del prezzo delle opzioni *put* con barriera (*put down and out*) e *plain vanilla* in relazione alla volatilità delle attività sottostanti. Un aumento della volatilità causa, a parità degli altri fattori di mercato, un aumento del prezzo delle opzioni *put plain vanilla*, mentre genera un effetto negativo sulle opzioni con barriera. Quest'ultimo effetto si spiega considerando che una maggiore volatilità determina un aumento della probabilità di raggiungimento del livello barriera, con conseguente

