

FACCIA A FACCIA CON IL GESTORE

GILBERT KESKIN

HEAD OF CONVEX SOLUTIONS

AMUNDI

Esporsi
al vega

a cura di Boris Secciani

**Su quali principi è basata la vostra strategia di investimento?**

«I fondi volatilità di Amundi comprendono due prodotti, uno che investe sulle opzioni dell'Eurostoxx 50 e un altro che detiene sempre opzioni, ma su una serie di indici azionari globali. Il nostro scopo è offrire ai clienti un'esposizione al cosiddetto vega, ossia la sensibilità dei prezzi delle opzioni al variare della loro volatilità implicita. Per fare ciò investiamo sia su put sia su call con una scadenza intorno a un anno, nello specifico dai nove ai 15 mesi. Di conseguenza dobbiamo rinnovare le posizioni man mano che esse vedono scemare la loro vita residua. Il nostro obiettivo è offrire un'esposizione a un'asset class che offre chiari vantaggi di decorrelazione rispetto all'andamento dell'azionario. Ci tengo a precisare che le nostre strategie hanno un bias verso un'esposizione lunga nei confronti della volatilità. Non si tratta, però, di un must assoluto: usiamo un approccio quantitativo che lascia ampio spazio alla gestione attiva. Essenzialmente dividiamo la volatilità in diverse bande, che etichettiamo come bassa, moderata ed elevata. In casi in cui essa raggiunga livelli che consideriamo eccessivi, non esitiamo ad assumere una posizione negativa in termini di vega. Così, ad esempio, è successo durante la crisi di Lehman Brothers alla fine del 2008 e in quella del debito sovrano europeo nel 2011. Lo stesso tattica, però, non è stata adottata durante le fasi più acute di instabilità sui mercati, generate dallo scoppio della pandemia. La volatilità costituisce una delle poche asset class caratterizzate da una persistente mean-reversion».

Il vostro obiettivo è dunque offrire agli investitori una pura esposizione all'andamento della volatilità, ma come gestite i rischi originati da altri elementi che influenzano il prezzo delle opzioni, quali delta, convessità ed effetto del decadimento temporale?

«I nostri portafogli sono sempre delta neu-



trali. Per fare ciò utilizziamo future a più breve scadenza (uno-tre mesi) con cui ricalchiamo il tutto almeno giornalmente. Nel caso di situazioni di particolare turbolenza, possiamo riposizionare i nostri attivi sulla delta-neutralità a livello intraday. In generale poi costruiamo posizioni hedging anche per quanto riguarda la nostra esposizione al gamma e al theta; la loro gestione è però altamente discrezionale. Se la volatilità realizzata è bassa, di solito copriamo, sia gamma, sia theta, vendendo opzioni a breve scadenza. Se invece, come nel caso attuale, vi sono forti oscillazioni sul sottostante, allora gestiamo l'esposizione al calo del prezzo delle opzioni generato dal passare del tempo attraverso l'aggiustamento giornaliero del delta, che si lega a sua volta al gamma».

Il grado più elevato di vega si trova negli strike at the money: vi concentrate esclusivamente su questi?

«No, in realtà ripartiamo il nostro portafoglio su vari livelli di strike price, con ovviamente un maggiore focus su livelli intorno alla soglia at the money. È vero, infatti, che questi ultimi presentano una sensibilità al cambiamento della volatilità implicita maggiore: al tempo stesso, però, vogliamo stabilizzare il vega complessivo del portafoglio, evitando così che subisca forti sbalzi, a fronte di movimenti rapidi e improvvisi del sottostante».

Come mai vi concentrate su scadenze intorno a un anno?

«Perché la volatilità implicita su questo orizzonte temporale tende a essere maggiormente influenzata da fattori fondamentali come il ciclo economico. All'origine del fenomeno vi è il fatto che la base degli investitori sulle opzioni con scadenze fino a tre mesi è diversa rispetto a quelle che si muovono con strategie

su un anno di vita. Nel primo caso si ha una forte presenza di hedge fund che vogliono coprire scommesse a breve termine. Nel secondo si trovano soprattutto investitori istituzionali, come fondi pensione e assicurazioni, caratterizzati da un respiro più ampio. Quanto asserito trova conferma nel range degli ultimi 15 anni del Vix costruito con strumenti a un mese e l'equivalente a un anno. Nel primo caso si è registrato un minimo intorno a 10 e un massimo sopra 80 durante la crisi finanziaria del 2008. Nel secondo, invece, l'oscillazione è stata nella fascia compresa fra circa 13-14 e 45. Questa discrepanza ha trovato conferma anche nelle prime settimane dell'anno: in quel periodo il Vix è salito di 10-15 punti, fino a circa 30. Contemporaneamente, l'aumento della volatilità implicita a un anno è stato solo di 3-4 punti. Ciò è stato dovuto proprio agli investitori istituzionali cui accennavo in precedenza: essi hanno infatti approfittato della forte crescita dei corsi azionari del 2021 per coprire i guadagni acquistando opzioni. Di conseguenza, la volatilità implicita a un anno è rimasta, nel corso degli ultimi mesi, piuttosto costante all'interno di una fascia di livello medio».

Come avete affrontato il 2017, un anno che ha visto la volatilità scendere all'improvviso ai livelli più bassi mai registrati?

«Non abbiamo problemi ad ammettere che il 2017 è stato in assoluto l'anno peggiore nella storia della nostra gestione. A fine 2016 il mondo appariva piuttosto instabile, con il referendum sulla Brexit appena avvenuto e l'elezione di Trump. Non pensavamo che saremmo andati incontro a una crisi conclamata, però eravamo dell'opinione che ci sarebbero state turbolenze e che la volatilità si sarebbe mantenuta in una fascia intermedia. Infatti ci siamo posizionati lunghi, il che si

è rivelato un errore: la volatilità implicita a un anno a inizio 2017 era intorno a 20, alla fine il valore realizzato è stato intorno a 15. Inoltre, il crollo della volatilità non ci ha permesso di fare hedging del theta delle nostre posizioni, quindi abbiamo dovuto sostenere interamente il cost of carry delle nostre posizioni. Infine, quel periodo è stato caratterizzato anche da uno dei maggiori gradi di ripidità nella curva della volatilità implicita (Term structure), pertanto i costi di rollover delle posizioni in opzioni (per mantenerle nel range di vita residua da noi desiderato) furono all'epoca elevatissimi. A fine 2017 si arrivò ai minimi storici di volatilità: ciò indusse molti investitori a pensare che quel trend potesse proseguire ulteriormente. Si assistette, infatti, a un forte afflusso di liquidità su un Etn ribassista sulla volatilità. Quando il mercato corresse velocemente nei primi mesi del 2018, le rapidissime perdite accumulate da tale strumento amplificarono l'effetto. Il nostro fondo performò bene in quella fase di stress e il recupero fu molto rapido. Un altro esempio riguarda il periodo precedente lo scoppio della pandemia all'inizio del 2020. Eravamo fortemente rialzisti sulla volatilità implicita, perché il suo livello era estremamente basso, il che ci permise di mettere a segno un rendimento di circa +25% nel marzo del 2020, sfruttando le caratteristiche di mean reversion di questa asset class».

Allo stato attuale c'è una crescente dispersione dei rendimenti fra settori e fra aziende dello stesso comparto: questo fenomeno potrebbe rendere difficile la vostra gestione?

«In effetti non si tratta di una situazione ideale. Vi è infatti la possibilità che gli indici rimangano privi di una vera direzione a lungo, a fronte di una significativa rotazione all'interno dei vari segmenti di mercato e da un'azienda all'altra dello stesso comparto. Alcuni settori sono però decisamente importanti per diversi indici: basti pensare al value in Europa o alla tecnologia in Usa. Una rotazione dentro o fuori di essi è destinata a generare significative oscillazioni della volatilità complessiva. Per quest'anno ci aspettiamo che rimanga in una fascia intermedia, con fasi di instabilità innescate dai timori legati alla politica monetaria e alle sue conseguenze economiche. Ovviamente a questo scenario si aggiunge l'irrompere della guerra che dovrebbe aggiungere volatilità agli indici in generale».