

Volatilità degli spread: come difendersi e come sfruttarli con gli Etf a leva

In un contesto di elevata volatilità sui titoli di Stato, si sono create sia delle opportunità speculative sia delle esigenze di copertura: ecco alcuni suggerimenti operativi da Consultique

a cura dell'Ufficio Studi e Ricerche Consultique

Negli ultimi mesi abbiamo assistito a forti movimenti nei prezzi dei titoli obbligazionari, specie in riferimento ai titoli di Stato emessi dai principali paesi appartenenti all'Eurozona. In particolare, in un contesto caratterizzato dal problema dei debiti sovrani dei paesi meno virtuosi, il cosiddetto fenomeno del "fly to quality" ha determinato una riduzione significativa dei rendimenti dei titoli governativi emessi dalla Germania, in contrapposizione ai titoli di Stato emessi dall'Italia, che hanno subito copiose vendite, generando un calo generalizzato dei prezzi per tutte le scadenze, facendo schizzare al rialzo i tassi di rendimento. Come è possibile osservare nel grafico 1, da luglio scorso fino a oggi la curva dei rendimenti dei titoli di Stato italiani ha subito un forte movimento verso l'alto, più accentuato per le scadenze brevi, con variazioni di rendimento comprese tra i 200 e i 300 punti base, generando un appiattimento della curva con rendimenti oltre il 6% per scadenze superiori a 1 anno (vedi grafico 1, pag. 22). In un contesto di elevata volatilità sui titoli di Stato, si sono create sia delle opportunità speculative ma, soprattutto, delle esigenze di copertura. Ad esempio, per i portafogli di natura obbligazionaria con una elevata concentrazione in titoli governativi italiani e/o titoli bancari e industriali appartenenti al nostro paese, che hanno subito

La Società

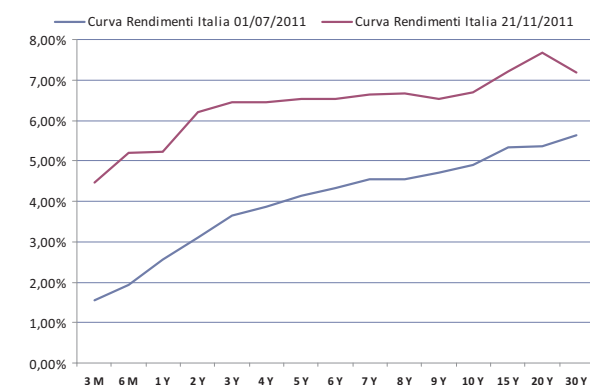
Consultique SIM è una società di analisi finanziaria indipendente ed eroga servizi di consulenza in materia di investimenti a risparmiatori privati, investitori istituzionali ed aziende. Consultique è leader nell'assistenza a consulenti indipendenti, studi professionali e società di consulenza fee only. Grazie alle competenze accumulate in 10 anni e agli strumenti di cui dispone, Consultique seleziona i migliori strumenti di investimento di gestione attiva, passiva ed alternativi per la creazione di asset allocation personalizzate per i propri clienti. Consultique ha effettuato perizie su 1.500 derivati sottoscritti da aziende ed enti locali; è stata inoltre nominata CTP in una decina di casi di giudizio e consulente tecnico per una Procura della Repubblica.

in modo indiretto il cosiddetto "rischio paese", si è manifestata in questi mesi la necessità di potersi coprire contro la pressione al ribasso cui, in generale, il mercato obbligazionario italiano è sottoposto. Sul mercato di Borsa Italiana, a partire dalla metà del giugno scorso, sono presenti due nuovi Etf strutturati obbligazionari che replicano, con leva 2, l'andamento giornaliero del contratto derivato Euro Btp Future, sia in modalità *long* sia in modalità *short*. In gene-

rale, il primo (versione *long*) si apprezza in caso di riduzione dei rendimenti sui Btp (ovvero aumento dei prezzi dei titoli di Stato), viceversa il secondo (versione *short*) consente di ottenere dei guadagni quando i tassi di rendimento sui titoli governativi italiani aumentano (ovvero quando i prezzi dei Btp scendono). Per misurare la sensibilità di questi strumenti e, dunque, l'oscillazione dei loro prezzi alle variazioni dei tassi di rendimento dei buoni dello Stato italiano, bisogna analizzare l'indice sottostante che viene replicato. Il contratto *future* sul Btp ha come sottostante un Btp teorico della durata costante pari a dieci anni e con cedola al 6% (così come il più ben noto *future* sul Bund), la cui *duration* modificata (la durata media finanziaria rapportata al tasso di rendimento) ha una durata abbastanza lunga, compresa mediamente tra i 7,3 e i 7,8 anni. Acquistare un Etf a leva 2 sul Btp *future* vuol

quindi dire posizionarsi su una scadenza medio-lunga caratterizzata di per sé da una sensibilità ai movimenti dei tassi di rendimento abbastanza elevata, resa ancor più elevata in presenza dell'effetto leva. Difatti, per l'effetto combinato di questi due elementi, la *duration* modificata di tali strumenti risulta superiore ai 15 anni. Ciò vuol dire che, in caso di una variazione di 30 punti base sui titoli di Stato italiani (supponiamo su tutta la curva dei rendimenti, un ipotesi non molto lontana dalla realtà di queste ultime settimane), tali strumenti avrebbero una oscillazione di circa il 4,5%. L'effetto leva, ai fini pratici di una copertura, assume un ruolo importante. Ad esempio, in presenza di un portafoglio obbligazionario pari a 1 milione di euro ben diversificato, dove la componente Stato Italia con scadenze medio-lunghe pesa il 20%, per poter coprire temporaneamente una pressione al ribasso sui Btp è necessario acquistare solo il 10% dell'Etf *double short*. Sempre ai fini di una copertura, se per esempio in un portafoglio obbligazionario è presente una esposizione pari al 20% in titoli di Stato italiani caratterizzati da scadenze medio-brevi (una *duration* modificata pari a 3,5 anni), in questo caso tale componente potrebbe essere coperta acquistando un Etf *short* a leva 2 con un peso pari al 5% del portafoglio. In questo tipo di valutazione possiamo tener presente anche un altro aspetto. In un contesto come quello attuale, dove il rischio

Variazione della curva dei rendimenti dei titoli di stato italiani

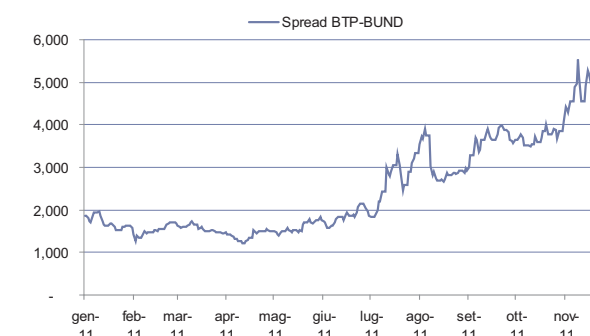


Fonte: Consultique, dal 01/07/2011 al 21/11/2011

grafico 1

paese si abbatta quasi indistintamente sia sul debito pubblico sia sul settore bancario e industriale del relativo Stato, la percentuale di utilizzo di un Etf *short* sul Btp *future* può essere calcolata anche considerando l'esposizione del portafoglio obbligazionario al rischio paese Italia. Come abbiamo visto nel grafico 1, ma più in generale dall'inizio della crisi dei debiti dei paesi della zona Euro, i titoli più sicuri – i cosiddetti *risk free* – dove confluiscono la maggior parte dei capitali, sono i titoli di Stato emessi dalla Germania. Non a caso, il termometro finanziario di qualsiasi paese è rappresentato dallo *spread* tra il rendimento dei propri bond decennali rispetto a quelli tedeschi. Nel grafico 2, possiamo osservare come lo *spread* tra Italia e Germania, rappresentato dalla differenza dei rendimenti dei rispettivi titoli decennali, abbia subito forti rialzi, a partire dal mese di luglio, fino a superare la soglia del 5% (vedi grafico 2). Tuttavia, l'aumento vertiginoso dello *spread* deriva da una correlazione negativa tra i rendimenti del Bund tedesco rispetto ai rendimenti del Btp italiano. L'allargamento dello *spread* tra il rendimento decennale del Btp rispetto al Bund è molto spesso determinato contemporaneamente dall'aumento del primo e dalla discesa del secondo. Quando le cose sembrano migliorare, viceversa il restringimento dello *spread* è provocato dalla flessione del rendimento dei titoli italiani e dalla contemporanea risalita di quelli tedeschi. Da un

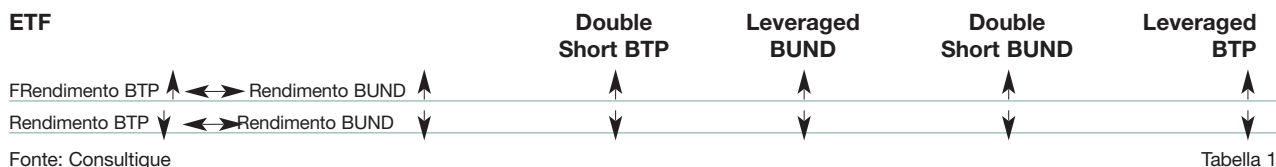
Andamento dello spread Btp - Bund decennali



Fonte: Consultique, da inizio 2011

grafico 2

Scenario "Fly to Quality": correlazione negativa tra i rendimenti di Italia e Germania



punto di vista speculativo, questi movimenti del mercato obbligazionario possono essere colti e ottimizzati anche combinando tra loro gli Etf a leva che replicano l'andamento giornaliero del Btp *future* e del Bund *future*. Infatti, su Borsa Italiana sono presenti i due medesimi strumenti *long* e *short* a leva 2 che replicano l'andamento del contratto derivato *future* sul Bund. Come è possibile osservare nella tabella 1, un allargamento dello *spread* Btp-Bund, a causa dell'accentuarsi della crisi di fiducia sul debito italiano, potrebbe rappresentare un'occasione di guadagno attraverso l'acquisto sia di un Etf *short* a leva 2 sul Btp *future* sia con l'acquisto un Etf *long* a leva 2 sul Bund *future*. Viceversa, in caso di un restringimento dello stesso *spread*, per effetto di un miglioramento dello scenario macro e/o apprezzamento dei mercati finanziari della politica economica adottata dal governo italiano, la soluzione per beneficiare di tale movimento potrebbe essere sia l'acquisto dell'Etf *short* a leva 2 sul Bund *future* sia l'acquisto dell'Etf *long* a leva 2 sul Btp *future* (vedi tabella 1). Fino a oggi, gli strumenti che hanno offerto una maggior volatilità sono stati gli Etf che hanno come sottostante il Btp italiano. Com'è possibile osservare nel grafico 3, nel periodo di maggior tensione che parte da inizio luglio, i rendimenti italiani hanno subito rialzi in termini assoluti molto più elevati rispetto alla contrazione dei rendimenti del Bund tedesco.

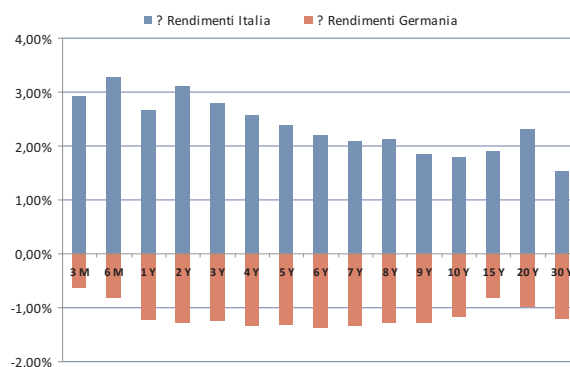
In particolare, dal 30/09/2011, gli Etf a leva

sul Btp *future* hanno avuto oscillazioni (in termini assoluti) di circa il 15% (*short* +15%, *long* -15%), mentre gli Etf sul Bund *future* hanno registrato performance attorno all'1-2% (*long* +1%, *short* -1,7%) (vedi grafico 3). Per i livelli dei tassi d'interesse sin qui (metà novembre, ndr) raggiunti, riteniamo che nel breve periodo, sia in caso di un ulteriore aumento dello *spread* sia nell'ipotesi di un'inversione di tendenza (ovvero restringimento dello *spread*), i rendimenti dei titoli di Stato italiani – e, di conseguenza, quelli degli Etf a leva sui Btp – avranno ancora una maggior volatilità rispetto ai rendimenti dei titoli tedeschi. Se si volesse fare una scommessa su una direzione o l'altra, l'acquisto di un Etf a leva 2 sul Btp *future* e di un Etf a leva 2 sul Bund *future*, secondo lo schema di tabella 1, ridurrebbe la volatilità (il potenziale guadagno e la potenziale perdita) della posizione assunta.

Una possibile alternativa ai fini di copertura, o a un'attività puramente speculativa, potrebbe essere l'accesso diretto ai contratti *future* sul

Btp o Bund. Tuttavia, come sappiamo, l'operatività in derivati è abbastanza complessa, sia dal punto di vista tecnico sia da quello regolamentare, il che molto spesso rende impraticabile l'accesso a questa tipologia di strumento. Sotto questo aspetto, gli Etf rappresentano un prodotto semplice, facilmente accessibile, per gestire fasi di mercato complesse come quella attuale senza dover far ricorso direttamente al mercato dei derivati.

Variazione dei rendimenti dei titoli di stato italiani e tedeschi



Fonte: Consultique, dal 01/07/2011 al 21/11/2011

grafico 3