

FINANZA

La settimana finanziaria

di Mediobanca S.p.A.



MEDIOBANCA

IL PUNTO DELLA SETTIMANA: il mercato riscopre la volatilità

- **La correzione dei mercati azionari è stata guidata da un *repricing* dell'equilibrio tra rischio e rendimento amplificato da fattori tecnici**
- **La volatilità implicita a breve termine sui mercati è tornata ad aumentare.**
- **L'aumento della volatilità implicita non preoccupa la Federal Reserve che non modificherà la propria strategia di politica monetaria**

La marcata correzione del mercato azionario di questa settimana è stata innescata dal timore che una fiammata inflazionistica possa portare ad un cambiamento della funzione di reazione delle banche centrali, aumentando il ritmo di inasprimento della politica monetaria, con un contestuale aumento del premio per il rischio di inflazione, del *term premium* (quindi dei rendimenti dei titoli governativi) e un conseguente restringimento delle condizioni finanziarie. **Il movimento ha portato con sé un aumento della volatilità implicita a breve termine, risultandone a sua volta amplificato.** Lunedì il VIX è balzato in sole due sedute da livelli storicamente compressi (sotto i 15 punti) a 37,32 punti (chiusura di lunedì) segnando con un +116%, la variazione percentuale più alta di sempre. In passato, il VIX ha registrato una variazione superiore al 50% in sole altre quattro occasioni (il 8/8/2011 in occasione del downgrade da parte di S&P del debito degli Stati Uniti, il 27/02/2007 in occasione del calo nel

mercato azionario cinese, oltre che il 15/11/1991 e durante la guerra del Golfo il 23/7/1990). L'aumento della volatilità implicita a breve termine ha innescato chiusure delle posizioni lunghe da parte dei gestori sistematici (*volatility targeting, risk parity, CTAs, short volatility*), esacerbando ulteriormente il movimento ribassista sui mercati azionari. Anche **il secondo calo del mercato azionario, verificatosi giovedì, ha coinciso con un altro aumento della volatilità**, con il VIX salito di un altro 21% a 33.5. Nell'ultimo periodo del 2017 il clima esuberante e la solidità dei fondamentali macroeconomici erano coincisi con ripetuti cali della volatilità implicita delle azioni e delle obbligazioni. Statisticamente si rileva che la bassa volatilità tende a formare dei *cluster* e di solito riflette fondamentali macroeconomici solidi, facendo aumentare la propensione al rischio degli investitori. Negli ultimi cinque anni, gli investitori di fatto, alla ricerca di rendimento, sono stati venditori giornalieri di volatilità (il volume giornaliero delle opzioni sul VIX è passato da 23.000 nel 2006 ai 3 milioni di oggi) e **la pressione al ribasso sulla volatilità implicita si era tradotta sistematicamente in una spinta rialzista per le attività rischiose.**

Nel contesto di aumento della volatilità implicita registrato in settimana, la crescita della volatilità sui tassi di interesse è stato invece moderato. Questo grazie anche ai messaggi rassicuranti provenienti dai **vari esponenti della Fed, che hanno smentito qualsiasi preoccupazione per l'aumento della volatilità sui mercati**, indicando che il recente *sell-off* non avrà implicazioni economiche e non modificherà la strategia di politica monetaria. **Ci aspettiamo che le banche centrali continuino ad operare con estrema cautela e gradualità.** Inoltre, anche se la Fed dovesse accelerare il ritmo di rialzo del costo del denaro, i tassi di interesse a lungo termine probabilmente non sono ancora a livelli tali da rendere restrittive le condizioni finanziarie (il *term premium* è ancora negativo).