

Strategie equity market neutral

Come implementarle tramite gli ETF



Andrea Cattapan

Andrea Cattapan è analista dell'Ufficio Studi e Ricerche Consultique SIM SpA. Consultique eroga servizi ad oltre 200 Studi e Società di consulenza finanziaria indipendente ed assiste gli operatori nell'avvio dell'attività di consulente finanziario indipendente "fee only", ovvero pagato a parcella esclusivamente dai propri clienti e che opera quindi in assenza di conflitti. Consultique è inoltre specializzata nell'analisi di prodotti finanziari e nell'elaborazione di perizie tecniche per contenziosi di carattere finanziario, assicurativo e previdenziale.

La strategia d'investimento Equity Market Neutral (EMN) rientra nelle strategie attuate da investitori istituzionali ed è una variante della più nota Long-Short Equity. Con la modalità long-short si intendono strategie nelle quali possono essere assunte posizioni sia lunghe che corte sugli strumenti utilizzati. In questo modo il portafoglio detenuto potrà essere completamente long o anche totalmente short. La variante EMN presuppone la medesima flessibilità operativa, con la differenza che, in questo caso, le esposizioni lunghe, come controvalore, sono esattamente pari a quelle corte. E' una strategia che cerca di ottenere guadagni costanti nel tempo, evitando l'esposizione a specifici rischi di mercato.

A tal proposito, è bene sottolineare che la neutralità al mercato non implica un'automatica neutralità al rischio. La tecnica in esame non annulla la relazione complessiva tra rischio e rendimento, ma limita l'esposizione ad uno specifico rischio rispetto ad un altro.

Nei classici portafogli azionari esistono due principali fonti di rischio: la selezione dei titoli operata dal gestore e l'esposizione al mercato che il gestore decide di assumere. La stock selection implica incertezza sulle sorti di un particolare titolo. Il rischio di mercato, invece, rappresenta l'incertezza rispetto ai futuri movimenti del mercato nel suo complesso.

Poiché i gestori ritengono di poter prevedere l'andamento di un particolare titolo con maggiore precisione rispetto alla tendenza generale del mercato, cercano di annullare i rischi legati al mercato a favore di quelli insiti nella selezione dei titoli.

Il successo di questo approccio alla gestione è testimoniato dal diffondersi dell'utilizzo di questa strategia tra gli operatori,

attratti dai possibili rendimenti slegati dal mercato. Sulla base di queste premesse, vediamo quali sono gli step necessari per implementare una strategia EMN.

Dopo l'individuazione del paniere da cui attingere gli strumenti operativi (utilizzando un criterio geografico o merceologico) occorre definire anche il criterio con cui assumere una posizione long o short: ad esempio l'analisi fondamentale o macroeconomica oppure un algoritmo matematico/quantitativo.

La strategia comporta la scelta di posizioni sia long che short in egual misura: sottostante una tale strategia vi è la scommessa che le posizioni long sovraperformino il settore o il mercato e viceversa per le posizioni short, producendo, quindi, una performance che sia indipendente dalla forza o direzione del settore/mercato di riferimento. Il valore generato dalla strategia dipende dalla capacità del gestore di individuare le tendenze relative ai vari titoli, settori o indici.

La bontà dell'operatività dovrebbe produrre rendimenti addizionali costanti nel tempo, dando al portafoglio una volatilità contenuta che deriva dall'esposizione neutra al mercato.

In questo modo la reale direzione del mercato non sarà determinante nel successo della strategia: la creazione di valore, il cosiddetto "alpha", sarà determinata dalla bontà della selezione iniziale dei titoli sia long che short.

Una strategia di questo tipo può essere implementata utilizzando sia singoli titoli azionari che ETF.

Essa può, anche, prevedere diverse direzioni:

- 1) Scegliere i titoli/settori che si ritiene possano fare meglio del mercato (sui quali assumere una posizione long) e shortare l'indice generale;
- 2) Scegliere i titoli/settori che si ritiene possano fare peggio del mercato (sui quali assumere una posizione short) e assumere una posizione long sull'indice generale;
- 3) individuare sia i titoli/settori long, sia quelli short.

Analizzando queste tre strategie appaiono evidenti le problematiche che gli investitori tradizionali incontrerebbero nella loro applicazione, legate alla difficoltà di poter vendere allo scoperto le azioni/settori/mercati che si ritiene essere sopravvalutati. Questa operazione non è consentita da tutti gli intermediari, e quando è consentita, è disponibile solo su determinati titoli e solo in modalità intraday, annullando, di fatto,



la logica di fondo di tale strategia.

E' in questa inefficienza del mercato che possono trovare terreno fertile i numerosi ETF Short, appartenenti alla tipologia "strutturati", ormai presenti nell'offerta di numerosi emittenti.

In particolare, la costruzione della strategia può incentrarsi sullo studio dell'andamento dei settoriali che compongono l'indice Stoxx 600 (comprendente i 600 titoli più capitalizzati dell'intero mercato europeo). L'operatività consiste nel delineare attraverso vari criteri, fondamentali o quantitativi, quali sono i comparti merceologici con i migliori fondamentali finanziari ed economici o a più alta forza relativa. Dall'altro lato, si procede con l'individuare i settori meno virtuosi. A questo punto è possibile utilizzare sia gli ETF long sia quelli short.

Volendo fornire un esempio operativo, si consideri un portafoglio ipotetico del valore di 100.000 € e un'ipotesi iniziale, (derivante da un'analisi macro o fondamentale o tecnica dei settori componenti l'indice), in cui si ritiene che i settori "non ciclici" (ossia meno legati alla congiuntura economica) siano in grado di sovraperformare quelli "ciclici".

Si consideri di investire 10.000 € in ogni posizione (sia long, sia short): avremo in questo modo un massimo di cinque posizioni long e cinque posizioni short, i cui rispettivi controvalori sono equivalenti.

Ipotizziamo che la view di mercato delinea una possibile sovraperformance dei settori Alimentare, Farmaceutico, Telecom, Utilities e dei Beni per la casa/persona rispetto a quella di altri comparti come quello Bancario, Assicurativo, Oil & Gas, Industriale e Risorse di base. Avremo in questo modo individuato cinque settori su cui assumere posizione long e cinque su cui assumere posizione short.

| Strategia | | | |
|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| Long | Controvalore | Short | Controvalore |
| Alimentare | € 10.000 | Bancario | € 10.000 |
| Beni casa/persona | € 10.000 | Assicurativo | € 10.000 |
| Farmaceutico | € 10.000 | Oil & Gas | € 10.000 |
| Telecom | € 10.000 | Industriale | € 10.000 |
| Utilities | € 10.000 | Risorse di base | € 10.000 |
| Totale | € 50.000 | Totale | € 50.000 |

Una volta costruito il portafoglio, esso andrà regolarmente monitorato, anche alla luce di possibili disallineamenti tra il controvalore destinato agli strumenti long e quello degli strumenti short. Quando opportuno (ossia quando si rilevano discrepanze significative) è utile procedere a dei piccoli ribilanciamenti. Nella costruzione di questo portafoglio come sopra indicato vengono in ausilio gli ETF settoriali sia long che short che consentono un'esposizione immediata e trasparente.

In particolare occorre che nell'utilizzo degli ETF short vi sia una completa comprensione del loro funzionamento al fine di farne un corretto uso. Questi strumenti, infatti, ribilanciano su base giornaliera la posizione corta affinché la performance giornaliera dell'ETF short sia costantemente pari a -1 la performance del mercato sottostante. Su periodi superiori al giorno entra però in gioco l'effetto "path dependency" (definito letteralmente come dipendenza dal percorso seguito dal mercato sottostante) in base al quale la performance dell'ETF short può risultare non speculare all'andamento inverso dell'indice in un orizzonte temporale superiore ad un giorno. Un esempio chiarirà meglio la fattispecie: ipotizziamo che l'indice sottostante quoti il primo giorno 100, il secondo 110 (performance +10%) e il terzo 88 (performance -20% dal secondo giorno), con una performance finale pari a -12%. Se ci fosse una totale specularità tra indice ed ETF short, dovremmo avere per quest'ultimo un rendimento pari a +12% e una quotazione che si attesta a 112 (al lordo di eventuali costi). Vediamo perché così non è: ipotizziamo un valore iniziale anche per l'ETF di 100.

| Indice | | ETF Short | |
|--------------------|-------------------------------|--------------------|------------------------------|
| Valore | Performance | Valore | Performance |
| T ₀ 100 | +10% | T ₀ 100 | -10% |
| T ₁ 110 | -20% | T ₁ 90 | +20% |
| T ₂ 88 | Performance complessiva: -12% | T ₂ 108 | Performance complessiva: +8% |

Alla fine del primo giorno, al guadagno dell'indice sottostante (+10%, come da esempio precedente) seguirà una perdita per l'ETF short del 10% ed una quotazione a fine giornata pari a 90. Il secondo giorno, sempre a seguito della performance dell'indice (-20%), l'ETF short avrà un guadagno del 20% che lo porterà a quotare 108. Complessivamente la performance sarà stata pari a +8%, ossia diversa dal valore che ci si attenderebbe se l'ETF short non fosse ribilanciato giornalmente. Di conseguenza gli investitori devono tenere in considerazione con particolare attenzione questo effetto nell'implementazione di una strategia di EMN procedendo quando necessario al ribilanciamento delle posizioni.

L'avvento degli ETF short ha, per la prima volta, aperto a tutti gli investitori l'opportunità di implementare strategie come l'Equity Market Neutral fino a pochi anni fa ad esclusivo appannaggio degli investitori istituzionali. Ad ogni modo le loro caratteristiche e meccanismi di funzionamento vanno afferrati correttamente al fine di sfruttarne opportunamente le potenzialità e nonché comprenderne i limiti.

Andrea Cattapan,
Analista Ufficio Studi e Ricerche Consultique