

Come usare strumenti passivi, quali gli Etf, in maniera attiva

Pur essendo tra le massime espressioni della gestione passiva, gli Etf possono essere utilizzati per implementare delle strategie d'investimento multi asset piuttosto raffinate e variegata

di Marco Ciatto

Chiunque si occupi d'investimenti conosce l'importanza, nella realizzazione di un portafoglio, dell'asset allocation, della diversificazione tra gli attivi e della stima del rischio complessivo dello stesso. Gli Etf sono dei "mattoncini" perfetti per un'efficiente gestione dei risparmi, se combinati correttamente tra loro, grazie all'ampia varietà di prodotto, alla trasparenza, economicità e precisione di replica che offrono. Ed è qui che entra in campo la figura del gestore, o consulente agli investimenti, che dopo aver pianificato un portafoglio di base, si prodigherà, secondo le varie fasi del contesto economico, nel mettere in atto le strategie più appropriate alle esigenze del cliente. MondoETF ha organizzato un forum con tre primarie società di consulenza italiane, per illustrare alcuni esempi di come avere un approccio attivo con questi strumenti passivi, in ambito sia azionario sia obbligazionario; vi hanno partecipato **Marco Aboav**, Macro Portfolio manager di MoneyFarm, **Matteo Bussa**, analista Risparmio Gestito di Consultique SpA, e **Marcello Rubiu**, partner di Norisk.

MoneyFarm: dagli Etf di stile e misura ai fattoriali

L'industria degli Etf ha cambiato il modo in cui vengono utilizzati gli indici di mercato. Grazie agli Etf, ora l'investitore può con facilità replicare qualsiasi indice, cosa che una volta richiedeva l'acquisto di un fondo attivo più costoso. Un Etf replica un indice in modo passivo. L'idea sembra semplice, ma una volta decisa l'asset class su cui si vuole investire, ci si trova davanti a una grande varietà di prodotti disponibili su Borsa Italiana, che seppur in grado di garantire l'esposizione verso la categoria desiderata, differiscono l'uno dall'altro in modo anche rilevante. Ed è qui che la delega a un consu-

lente qualificato, in grado di ottimizzare la selezione degli strumenti in linea con il profilo rischio/rendimento prescelto, fa la differenza. Anche una scelta tra l'indice Msci Europe e Stoxx Europe 600, entrambi benchmark di riferimento per l'equity europeo, implica una selezione attiva in termini di allocation settoriale e ulteriori caratteristiche dell'investimento azionario (es. *momentum, value, growth, quality, low volatility, dividend*). Di recente, oltre agli indici tradizionali, e alla loro declinazione settoriale, stanno guadagnando quote di mercato significative anche un gran numero di indici non tradizionali (in alcuni casi definiti "smart beta"), che selezionano e pesano le azioni sulla base di criteri come il dividendo pagato, la profittabilità, la rischiosità o altri fattori. Molti di essi replicano stili di gestione attiva che col tempo hanno guadagnato molta notorietà, come gli Etf Style (*value, growth*) e Size (*small o large cap*). I primi a essere quotati sono stati Etf su strategie Growth (aziende con alte prospettive di crescita, di solito caratterizzate da alto P/E e *dividend yield* minore) e Value (società con una solida storia aziendale, caratterizzate solitamente da P/E basso e *dividend yield* più elevato) in America e Europa, ma subito dopo vi hanno fatto seguito Etf focalizzati su Small Cap, alto dividendo, Low volatility e Momentum. Ciascuno stile tende a performare in condizioni di mercato diverse. In mercati molto direzionali e caratterizzati da volatilità storicamente bassa e un trend molto definito, la scelta di un Etf Growth, o anche Small Cap, potrebbe permettere di ottenere rendimenti superiori rispetto al benchmark. Al contrario, periodi incerti portano a preferire strumenti Value e Low volatility che, se aggiustiamo le performance per il rischio, tendono a premiare. Etf con un approccio di tipo *dividend*

yield hanno performato bene in un contesto storico caratterizzato da bassi tassi interessi. Etf basati su strategie Momentum (selezione di titoli che hanno fatto bene nel recente passato) sono più efficaci in periodi in cui il contesto di mercato è stabile e l'appetito degli investitori per il rischio sta aumentando. Molti di questi stili di gestione contengono titoli simili nei rispettivi panieri, diventa quindi fondamentale sapere selezionare e combinare adeguatamente questi Etf, per poter meglio navigare le diverse fasi di mercato. La diversificazione rimane l'elemento centrale e un'oculata comprensione dei rischi della componente, rispetto a un portafoglio multi asset caratterizzato da Etf su azioni, obbligazioni e commodity, pone le condizioni per poter generare rendimenti positivi nel medio-lungo termine.

Consultique: dagli Etf tradizionali agli alternativi o smart beta

L'offerta di Etf presenti sul mercato ha raggiunto un livello tale da consentire ormai una gestione totalmente dinamica e flessibile del portafoglio. A differenza degli Etf "tradizionali", che replicano indici basati sulla capitalizzazione di mercato, la nascita degli Etf *smart beta* ha reso possibile la replica di indici basati su una serie di strategie proprietarie alternative, che hanno l'obiettivo di produrre "alpha" aggiuntivo rispetto agli indici standard, e di ottenere un miglior profilo di rischio/rendimento.

Gli emittenti hanno creato nuovi modelli di indici che selezionano i titoli con particolari metodologie quantitative, basate, ad esempio, sulla minimizzazione della volatilità del portafoglio, sulla sua massima diversificazione o sull'esposizione verso particolari caratteristiche dei titoli. L'ampia offerta di Etf in ambito *smart beta* rende possibile implementare strategie *long only* sul mercato azionario, che consentano di interpretare in modo attivo alcune fasi particolari di mercato.

Consideriamo, ad esempio, una fase di sopravvalutazione dei mercati azionari a livello mondiale, con prezzi dei titoli particolarmente cari, quale può verificarsi all'avvicinarsi della fine di un ciclo economico. Tale fase è di solito identificabile, tra gli altri, anche tramite l'analisi di alcuni indicatori fondamentali di mercato che tendono a registrare valori particolarmente

elevati rispetto alla loro media storica, e un andamento grafico crescente, ma vicino a un possibile punto di svolta al ribasso. Tra gli indicatori di natura fondamentale utili per una valutazione del mercato azionario, ritroviamo l'indicatore "Q - Ratio", che confronta la capitalizzazione di mercato con il patrimonio netto delle società, oppure il "Buffett Indicator", che confronta la capitalizzazione di mercato delle società di un dato mercato con il prodotto interno lordo del paese. In aggiunta, oltre al tradizionale impiego del multiplo P/E (Price/Earning), può risultare più adeguato l'utilizzo di una sua versione modificata (*cyclically adjusted price-to-earning*, o Cape), per smussare l'eventuale variabilità degli utili aziendali. L'indice Cape compara il valore corrente di un portafoglio con i rendimenti complessivi adeguati per l'inflazione dei suoi componenti, sulla media degli ultimi dieci anni, per eliminare gli effetti dei cicli economici. In tale ottica, e considerato anche l'attuale livello delle valutazioni sui mercati azionari, l'uso degli Etf *smart beta* consente di strutturare un portafoglio azionario estremamente diversificato a livello globale: accanto a una componente di indici di mercato tradizionali (35% equipartito tra Europa e Usa), inseriamo una quota pari al 30% di Smart Beta Cape e pari al 20% di Smart Beta Equal Weight. Gli Etf che sfruttano l'indicatore Cape hanno l'obiettivo di evitare i settori più sopravvalutati del mercato: partendo dall'analisi di dieci settori, vengono identificati sistematicamente i quattro settori al momento più sottovalutati. La strategia Equal Weight, invece, assegna la stessa ponderazione a ogni componente dell'indice, evitando in tal modo di concentrare il portafoglio su pochi titoli ad alta capitalizzazione, così da ottenere la massima diversificazione. La componente residuale del portafoglio (vedi tabella 1, pag. 9) è suddivisa tra una quota pari al 5% di Etf sui mercati emergenti (anche di frontiera, oltre ai classici Bric) e una quota pari al 10% di Etf che selezionano i titoli su scala globale in base a criteri sostenibili (*socially responsible investing*, o SRI): l'obiettivo è quello di diminuire le fonti di rischio da investimenti in società con condotte poco attente alla sostenibilità e di evitare i rischi reputazionali di imprese che operano in settori economici controversi.

Norisk: multi strategie sui bond Etf

Gli Etf, pur essendo espressione della gestione passiva, possono essere utilizzati per implementare delle strategie d'investimento piuttosto raffinate, a 360°. È importante conoscere in modo dettagliato tutti i prodotti disponibili e, in particolare, come siano composti i vari sottostanti, al fine di elaborare una strategia consapevole sul segmento obbligazionario. Ogni prodotto ha, infatti, caratteristiche peculiari in termini di esposizione geografica e settoriale, nonché per quanto riguarda la scadenza delle obbligazioni e il loro rendimento annuo atteso. Partendo dalla dinamica dei tassi d'interesse, è possibile coprirsi *in toto* dall'innalzamento dei saggi del *risk-free* attraverso l'uso di Etf che offrono il "servizio completo", come, ad esempio, l'iShares Euro Corporate Bond Interest Rate Hedged Ucits Etf (IRCP); in alternativa è possibile esporsi nei confronti del reddito fisso della zona Euro (*sovereign* e *corporate*) e coprirsi attraverso l'uso del Lyxor Ucits Etf Daily Double Short Bund (BUND2S), anche in modo parziale e incompleto, adeguando la reattività del portafoglio al grado d'incertezza del mercato (considerando anche la natura a leva corta 2x dello strumento; ndr.). Per i pessimisti nei confronti del nostro paese è anche possibile effettuare un *hedging* sul rischio Italia, attraverso il Lyxor Ucits Etf Daily Double Short Btp (BTP2S). La stessa strategia di copertura è possibile effettuarla utilizzando gli Etf inversamente correlati ai *future* sui Treasury, sui Gilt e sui titoli di Stato giapponesi. Per chi non volesse effettuare la copertura con fondi a leva, Comstage ha quotato sullo Xetra di Francoforte alcuni Etf Ucits rialzisti sui tassi d'interesse di tipo *delta* 1, mentre sono disponibili in Borsa Italiana le Etn di Boost ETP con

una reattività tripla e anche quintupla. La rotazione settoriale è, al momento, solo parzialmente attuabile con i bond Etf. È possibile, ad esempio, decidere di escludere i *corporate* della zona Euro emessi da società finanziarie, attraverso prodotti come il db x-trackers II iBoxx Eur Liquid Corporate 100 Non-Financials Sub-Index Tr Ucits Etf (XB4N), oppure di sovraesporsi al settore finanziario con l'iShares Euro Corporate Bond Financials Ucits Etf (IS3B, sullo Xetra). È, poi, possibile escludere i titoli finanziari anche dal segmento *high yield*, investendo nell'Amundi Etf Euro High Yield Liquid Bond iBoxx Ucits Etf (AHYE). Va ricordato, tuttavia, come gli indici più speculativi in Euro possano essere anche esposti nei confronti dei titoli subordinati. I ribassisti sui saggi, ma non sugli *spread*, possono invece utilizzare gli Etf che investono nelle obbligazioni *corporate* a tasso variabile, disponibili sia sulle emissioni in euro sia in dollari. Vi sono, infine, anche fondi che offrono la copertura dal rischio di cambio, come l'Ubs Etf - Barclays Us Liquid Corporates 1-5 Year Ucits Etf (Hedged to Eur) A-acc (CBUS5E), attraverso cui l'investitore scommette sul restringimento dello *spread*, escludendo la volatilità del cambio euro/dollaro. Anche la strategia sul debito emergente può essere ben articolata, decidendo, ad esempio, di privilegiare, a seconda del momento, le emissioni in dollari o quelle in valute locali. È importante notare come gli emittenti in valuta forte possano essere sostanzialmente diversi, rispetto a quelli che sono presenti negli indici "local": oltre a considerazioni sulla liquidità, gli Stati che si indebitano nelle loro valute sono, in genere, strutturalmente più robusti e solitamente meno dipendenti dal ciclo delle materie prime.

ETFplus: gli Etf azionari su indici SRI e smart beta Cape ed Equal Weight

Area geografica	Bbg code	Etf	Fattore	Ter
Azioni Europa	CAPE	Ossiam Shiller Barclays Cape Europe Sector Value Tr Ucits Etf	Cape	0,65%
Azioni Stati Uniti	CAPU	Ossiam Shiller Barclays Cape Us Sector Value Tr Ucits Etf 1C (Eur)	Cape	0,65%
Azioni Europa	EUMV	Ossiam Stoxx Europe 600 Equal Weight Nr Ucits Etf	Equal Weigh	0,35%
Azioni America del nord	ASREUA	Ubs Etf - Msci North America Socially Responsible Ucits Etf A	SRI	0,33%
Azioni Asia/Pacifico	PSREUA	Ubs Etf - Msci Pacific Socially Responsible Ucits Etf A-dis	SRI	0,40%
Azioni Emea	ESREUA	Ubs Etf - Msci Europe & Middle East Socially Responsible Ucits Etf A-dis	SRI	0,28%
Azioni mondo sviluppato	WSREUA	Ubs Etf - Msci World Socially Responsible Ucits Etf A-dis	SRI	0,38%

Fonte: MondoETF, al 31 marzo 2016.

Tabella 1