

TREN D

Fatti, fenomeni, studi, ricerche che fanno tendenza

ANDARE SHORT CON GLI ETF L'ULTIMA MODA DEGLI HEDGE USA

E' la moda dell'anno presso gli hedge fund americani. Che hanno rimpiazzato le affollate e rischiose strategie di vendite al ribasso sui singoli titoli con la più efficiente e meno costosa attività di shortare. Come si dice in gergo, i fondi quotati. Sempre con lo scopo di generare extra-rendimenti. Detto più semplicemente, vendere allo scoperto un Etf puntando al ribasso. E c'è da scommetterci che tra alcuni mesi questa metodologia di investimento prenderà piede anche nel Vecchio Continente. Ma chi pensa che si tratti soltanto della classica americanata operativa degli investitori istituzionali speculativi, in cerca sempre di nuovi modi per far soldi, deve correggere il tiro. I vantaggi sono notevoli.

SCOPERTO A RISCHIO CON LE AZIONI

Ma da dove nasce la nuova moda? Niente di strano, solo dalle crescenti difficoltà e costi dell'attività di vendita allo scoperto di singole azioni. Diversi hedge fund azionari hanno smesso di andare corti (short) sui singoli titoli perché a conti fatti si è dimostrata nel 2007 una strategia troppo rischiosa e costosa. Da un lato, in un mercato rialzista come è stato quello di Wall Street fino allo scorso maggio sbagliare la scelta del titolo da shortare può essere pagato caro. Si va contro il trend dominante e solo poche azioni non prendono l'onda rialzista del mercato. Quando il mercato azionario sale, come nei primi cinque mesi dell'anno in corso, la strategia di short selling su un'azione (vendita allo sco-

La vendita allo scoperto di fondi quotati invece di azioni permette ai fondi alternativi di speculare al ribasso con meno rischi e meno costi. Il fenomeno dilaga: +44% in quattro mesi. Presto in Europa? La strategia, la tecnica e i vantaggi operativi

perto puntando a guadagnare ricomprando a prezzi più bassi) diventa quanto impegnativa. Basti pensare che i fondi che usano questa strategia hanno perso in media il 7% nei primi quattro mesi dell'anno, mentre lo S&P 500 nello stesso periodo ha guadagnato il 5%. C'è anche un altro motivo per cui gli short seller su singole azioni hanno sofferto: il boom del merger & acquisition, fusioni e acquisizioni, che ha interessato il mercato azionario. Se una società pesantemente shortata diventa oggetto di acquisizione, spesso a prezzi ben più alti di quelli di mercato, tutti i venditori allo scoperto devono ricoprire rapidamente la posizione ricomprando il titolo ma anche accelerando così a loro volta il rialzo dei prezzi e di conseguenza aumentando

le perdite di chi ancora non è riuscito a ricoprire la posizione short. D'altro canto, cresce anche la questione costi. Andare allo scoperto sui singoli titoli si sta rivelando via via più caro. Il mercato è sempre più affollato di fondi che seguono strategie d'investimento alternative come lo short sui titoli. Troppa folla implica un listino azionario con sempre meno occasioni, pure con prezzi meno convenienti di una volta vista l'elevata domanda su questi titoli. Così la competizione per trovare le azioni più convenienti da prendere in prestito e vendere porta ad assottigliare notevolmente i titoli a disposizione. La soluzione a questi problemi è stata però prontamente trovata. Quella, appunto, di shortare direttamente i singoli Etf. L'approccio operativo, in effetti, non differisce poi troppo da quello fatto sulle azioni: si prende un fondo quotato a prestito, magari da un gestore che investe in Etf in ottica di lungo periodo, pagandogli una commissione, e si vende allo scoperto il fondo stesso. Se le quotazioni scendono, l'hedge fund ricompra l'Etf a un prezzo più basso di quello a cui l'ha venduto, lo restituisce alla controparte che l'ha prestato, e tiene per sé l'utile generato dalla differenza tra prezzo di riacquisto e il precedente prezzo di vendita. Ma perché prendersi questa briga e non più semplicemente abbandonare le strategie di short selling? Perché i gestori dei fondi alternativi usano queste strategie per generare Alfa, cioè extraguadagni al di fuori del trend di fondo dei mercati finanziari.

continua a pagina 8

Qui New York

■ di Coleman S. Kendall*

La mia visita alla BCE

Fra i più profondi cambiamenti che la finanza globale ha visto negli ultimi 30 anni, c'è senza dubbio quello della politica delle banche centrali. Non più di una generazione fa le banche centrali avrebbero tranquillamente tollerato un tasso d'inflazione del 5 o 10%, convinte del fatto che un taglio dell'inflazione sotto questo livello avrebbe portato ad un aumento drammatico del tasso di disoccupazione.

Oggi, le banche centrali più importanti (Fed, BCE e Bank of Japan) concordano sul livello d'inflazione da mantenere, intorno al 2%. Ma, a fronte di questo obiettivo comune, ogni banca centrale deve fronteggiare problemi specifici che rendono il lavoro di ognuno piuttosto difficile.

Sembra la Bundesbank

La Banca Centrale Europea (BCE) è responsabile per la politica monetaria dell'Eurozona, che (ad oggi) include 13 paesi economicamente molto diversi tra loro. Visitando di recente la BCE, a Francoforte, nel cuore del paese più grande dell'Unione, mi è sembrato strano pensare che quella non fosse la Bundesbank (la banca centrale tedesca).

La linea prevalente della BCE è quella di limitare il tasso di crescita dell'e-

conomia europea a circa il 2,5%, il massimo tasso non-inflattivo. Se la crescita all'interno dell'UE è sensibilmente superiore a questo valore, ci si aspetta allora una crescita dell'inflazione; se la crescita sarà invece più lenta, potrà essere agevolata con un abbassamento dei tassi.

Troppa crescita fa paura

L'opinione della Banca Centrale Europea è che la crescita all'interno dell'area Euro oggi è quanto più sostenuta possibile, e che un altro anno a crescita 2,5% potrebbe riaccendere l'inflazione. E per questo che la BCE ha avuto una politica così restrittiva in questi anni, e minaccia di continuarla per i prossimi. La grande paura è quella di cadere dietro la curva, dando il via ad un'impennata della crescita dei prezzi. E questo è senz'altro sensato visto che gli errori sono asimmetrici: se i tassi vengono alzati troppo velocemente, si può correggere il problema tagliandoli; una crescita invece troppo modesta potrebbe comportare anni nella conseguente lotta all'inflazione.

Armonia

Un altro problema abbastanza complesso che la BCE si trova a fronteggia-



re è quello di una crescita armoniosa all'interno dell'Unione: la crescita prevista per la Germania è intorno al 3%, decisamente superiore a quella attesa in Francia e Italia. E una politica monetaria che può essere adatta ad una parte dell'Eurozona potrebbe essere troppo restrittiva per altre.

Quando ho sollevato la questione, la risposta che mi è stata data era che in Germania l'industria è stata completamente ristrutturata negli anni recenti, ed ora è pienamente competitiva: ci si aspetta lo stesso da Francia ed Italia.

Riuscirà a restare dura?

La BCE ricorda sotto molti aspetti la Bundesbank, a cominciare dalle aspettative sulla ristrutturazione economica.

Ma negli ultimi tempi la Banca Centrale è soggetta a pressioni politiche proprio su questo atteggiamento: la domanda è dunque se potrà conservare questa posizione dura anche verso i governi fuori dalla Germania.

La mia previsione sulla Banca centrale europea è che rimarrà relativamente "hawkish" nei prossimi mesi, anche se il quadro è molto meno chiaro per gli anni a venire.

*Economic Strategies, New York
c.kendall@estrats.com

segue da pagina 7

SHORT SUGLI ETF +44% IN QUATTRO MESI

A fronte alla crisi dello short su azioni, è invece esploso il fenomeno della strategia di vendita allo scoperto di Etf. Un numero sempre crescente di hedge fund sono passati dalla prima metodologia alla seconda. Secondo quanto sottolineato da Paul Mazzilli di Morgan Stanley il livello di short interest sugli Etf (cioè il controvalore dei fondi indice venduti allo scoperto) è balzato del 44% raggiungendo gli 85 miliardi di dollari a fine aprile 2007 rispetto a fine 2006. E non è tutto. Sempre negli Usa si sono registrati nel secondo trimestre 2007 almeno otto fondi indice con uno short interest superiore al 100%. Il che indica che sono state vendute allo scoperto un numero di quote di questi Etf superiore al numero totale di quote in circolazione. Evidentemente ci sono hedge fund che hanno venduto allo scoperto ricorrendo alla leva. I livelli più elevati di short interest hanno riguardato Etf legati al comparto delle banche americane locali, al settore azionario retail, al settore dei titoli delle costruzioni e al settore degli immobiliari. In particolare ha impressionato vedere un numero di quote vendute allo scoperto pari al 1.838% delle quote in circolazione dell'Etf Kbw Regional Banking. L'Etf Retail Holdrs, indicizzato al settore retail di cui fanno parte giganti come Home Depot e Wal-Mart, ha visto uno short interest a 466%.

I VANTAGGI OPERATIVI

Gli Etf offrono diversi vantaggi rispetto alle azioni come oggetto di vendite allo scoperto. Un numero rilevante di fondi quotati registrano volumi superiori a molte singole azioni, rendendo più facile, e quindi meno caro, trovare quote da prendere in prestito da vendere allo scoperto. Fino a poche settimane fa c'era poi anche un altro vantaggio tecnico che però è appena venuto meno. Gli Etf non sono sottoposti alla cosiddetta uptick rule, quella regola introdotta dopo il crack di Wall Street del 1929 che invece restringe la possibilità

continua a pagina 10

segue da pagina 8

tà di vendere allo scoperto al New York Stocks Exchange e al Nasdaq un'azione fino a quando il prezzo non registra prima un rialzo di almeno un tick, lo scostamento minimo tra due prezzi di un titolo. Sostanzialmente, questo vuol dire che non si potrebbe "shortare" un'azione la cui quotazione sta scendendo tick dopo tick. Mentre sull'Etf lo si può fare. Questo vantaggio è però appena svanito. L'uptick rule è stata tolta a metà giugno, pare proprio per effetto della differenza di regole rispetto allo short su Etf. Insomma, gli short seller su azioni devono ringraziare i venditori allo scoperto su fondi quotati perché con il loro boom hanno spinto la Sec a dare la stessa libertà a chi usava andare al ribasso su singoli titoli per rendere omogenei i regolamenti. Ma ci sono tanti altri vantaggi nell'andare corti con un Etf. Come accennato, permette di evitare le forti perdite legate allo short di un solo titolo nel caso questo salga sul treno rialzista del mercato o per effetto di una delle numerose opa che caratterizzano il 2007 di Wall Street.

STRATEGIA BUONA PERTUTTI I MERCATI

Grazie al gran numero di differenti Etf in circolazione la strategia di shortare un fondo quotato è ormai diventata una metodologia buona per tutte le stagioni del mercato, indifferentemente dal fatto che il trend di fondo sia in generale rialzista, ribassista, laterale, volatile o piatto. Da un punto di vista più pratico si può anche sottolineare il vantaggio di come l'uso al ribasso degli Etf consenta di andare corti su un titolo difficile da prendere a prestito da shortare ma che magari ha un peso rilevante in un benchmark sottostante a un fondo quotato. Come agisce il gestore in questi casi? Va short sull'Etf e va long sugli altri titoli più importanti che fanno parte dell'indice settoriale di riferimento, ottenendo così una posizione netta short sul singolo titolo che non si riusciva a vendere al ribasso direttamente. E' un po' costoso, ma permette di fare un'operazione al ribasso altrimenti non replicabile. ■



Insider

■ di Luca La Ferla*

Bill, Steve e il futuro prossimo venturo

"Sai Bill, l'unica cosa di cui mi rammarico è che quando ci siamo incontrati la prima volta eravamo i più giovani della sala." Così Steve Jobs apre l'incontro tra lui e Bill Gates organizzato dal WSJ qualche settimana fa.

Vecchi amici

Infatti, i due titani, anzi per essere più precisi i due "pirati" di Silicon Valley si sono ritrovati a parlare di tecnologia passata, presente e futura come vecchi amici che s'incontrano in un bar dopo un po' di tempo che non si vedevano. Gli angoli sono smussati e l'atmosfera è tranquilla e rilassata, sono lontani i tempi in cui si odiavano (per modo di dire) apertamente. Anzi, all'inizio sono solo complimenti reciproci senza far riferimento agli attriti delle loro personalità che hanno caratterizzato il loro lungo rapporto di odio-amore. Ma come dicono loro, sono passati da nipoti a nonni dell'IT. Ma qual è il futuro che ci hanno descritto in questo incontro? La prima delusione è: niente teletrasporto! Argh! Ci contavo. Poi iPhone e Surface, i due cavalli di battaglia delle rispettive aziende. Mobilità, entertainment e convergenza digitale. Il primo è la rivoluzione copernicana dello smartphone e dei

telefonini in generale, pensate ci sono stati migliaia in coda per giorni per il lancio del 29/06/2007. Il secondo quella dei Pi, dove tastiera e mouse scompariranno e avremo bisogno solo delle nostre mani per interagire con essi. Tutto qui? Quasi, a parte il fascino delle due personalità i contenuti sono stati un po' sui generis, senza seffetti speciali e ripetendo un po' di cose già sentite.

Un caschetto impressionante

Visto che il teletrasporto ci è negato, quali le novità più interessanti del prossimo futuro oltre a quelle già citate? Mentre sto scrivendo leggo della dimostrazione di caschetto che riesce a collegare il cervello (o quello che ne rimane) con degli oggetti elettronici predisposti e... controllarli. Insomma una specie di telecomando telepatico. Cool!!! Il caschetto è un po' ingombrante e si porta dietro una serie di strumenti che non lo rendono proprio comodo, ma a giudicare dagli entusiasmi prodotti dal test deve essere stato veramente impressionante. Il progetto è una joint venture Hitachi/Honda, ed una sogna i propri elettrodomestici comandati dal pensiero mentre l'altra vuole applicare la tecnologia al-

l'auto intelligente in grado di fermarsi in caso di malore o altre funzione di back-up per il guidatore. Una decina d'anni e andremo in giro con il caschetto? Forse.

Palloni intelligenti (?)

Di tutt'altro genere sono i "Blubber Bots", i "palloni intelligenti" (?), almeno così li chiamano. Non mi è ancora chiara la loro collocazione nel campo dell'innovazione, ma la loro caratteristica è quella di essere dei palloni aerostatici dotati di motori direzionali, antenna, un processore di comandi e un altoparlante. Cosa fanno questi intelligentoni? Al momento cercano luce e segnali di telefonia mobile e poi... cantano e ballano! Cosa si fa per finire sui giornali. In altre parole, voi siete vicini a questi oggetti, accendete il vostro telefono mobile, fate una telefonata e... questi inizieranno a ballare e cantare a ritmo di una melodia registrata. A che cosa servono è tutto da scoprire e spero solo che non siano parte dei nuovi gadget a disposizione di eserciti e truppe speciali. Nel dubbio, se state facendo una telefonata e vi si avvicina uno di questi strani palloni, spegnete il telefono e...corri Forrest! Corri!!!
*Fondatore Digitaltrust

Mondo ETF

■ QUESTO 2007 È DA INCORNICIARE

Secondo una recente ricerca effettuata da Morgan Stanley, l'emissione e i volumi legati agli Etf stanno accelerando nel 2007 grazie al fatto che i gestori istituzionali vanno sempre più alla ricerca di prodotti che permettano di allargare il campo degli investimenti con estrema efficienza soprattutto in ordine di costi. I volumi scambiati in tutto il mondo su Etf sono cresciuti di più del 70% nel corso dell'anno arrivando a 42,7 miliardi di dollari nel primo trimestre del 2007. Nello stesso periodo si è registrato il lancio di oltre 115 nuovi fondi quotati. Il 2007 si candida così a essere un anno record per gli Etf. Le nuove emissioni potrebbe a fine anno potrebbero superare i 500 fondi quotati che si aggungeranno agli oltre 800 Etf già in circolazione.

■ OBBLIGAZIONARI, NEGLI USA SALE L'INTERESSE

Dopo un lungo periodo nel limbo gli Etf obbligazionari quotati negli Usa sono arrivati al centro dell'interesse degli investitori. La salita dei rendimenti dei Tbond decennali oltre il 5% ha fatto scendere le quotazioni dei fondi quotati obbligazionari a livelli molto interessanti, alimentando una corrente di acquisti che era già aumentata negli ultimi mesi. Negli ultimi anni la mancanza di interesse verso fondi indicizzati ai bond ha frenato il lancio di Etf di questa famiglia. Basti pensare che a maggio erano quotati ben 475 Etf sulle Borse Usa e che solo 20 di questi era legato a benchmark di natura obbli-

gazionaria. Con il ritorno di interesse per investimenti a reddito fisso gli Etf legati ai bond sono stati riscoperti dagli investitori fai-da-te che ne hanno apprezzato soprattutto la qualità del basso costo rispetto ai normali fondi comuni obbligazionari.

■ MATERIE PRIME, MEGLIO I SETTORIALI

Si fa presto a dire di puntare sulle commodity prendendo un Etf. Soprattutto in un mercato come quello americano dove i fondi quotati legati alle materie prime sono numerosi. Secondo gli analisti questo è il momento di non puntare direttamente sulle commodity tramite Etf ma piuttosto è preferibile scommettere su fondi quotati legati a settori azionari legati alle materie prime. La prova più evidente è nel settore petrolifero. Il fondo quotato sul greggio United States Oil a giugno perdeva da inizio anno il 4% mentre nello stesso periodo due Etf settoriale sui titoli legati all'oil hanno segnato rialzi intorno al 23%. È il caso del PowerShares Dynamic Energy Exploration e dello Ishares Dow Jones Us Oil Equipment. In sostanza, anche se la materia prima rimane ferma ci pensano gli utili delle singole società a tenere alto l'interesse del mercato. Lo stesso dicasi per l'oro. Più che l'Etf legato al metallo giallo stanno risultando vincenti lo Spdr S&P Metals & Mining.

■ SI ARRICHISCE L'OFFERTA DI COMMODITY ALL'ETFPLUS

Dal 20 Giugno 2007 sono entrati in negoziazione nel segmento Etc del mercato Etfplus di Piazza Affari alcu-

ni nuovi fondi quotati legati alle commodity denominati "Etf Physical Platinum" (platino), "Etf Physical Palladium" (palladio), "Etf Physical Silver" (argento), "Etf Physical Gold" (oro), "Etf Physical PM Basket" (paniere di metalli preziosi). I nuovi strumenti completano la gamma di Etc che replicano metalli preziosi presenti in Italia. Questi Etc sono emessi da Etf Securities Ltd a fronte dell'investimento diretto nella materia prima fisica. Ogni nuovo Etc è appoggiato fisicamente a barre di metallo custodite da Hsbc Bank Usa, leader mondiale nella custodia di Etc. Tutti i metalli si conformano alle regole del "Good Delivery of the London Bullion Market Association (Lbma)" e del "London Platinum Palladium Market (Lppm)". Graham Tuckwell, presidente di Etf Securities, ha dichiarato: "La nostra decisione di lanciare una varietà di metalli preziosi fisici è dovuta a due ragioni. La prima è la forte crescita della domanda globale dei metalli preziosi attraverso gli Etc aumentata stabilmente negli ultimi quattro anni di oltre 16 miliardi di dollari. Secondo motivo, vogliamo offrire agli investitori l'esposizione ad una vasta gamma di metalli preziosi a cui è difficile accedere per il privato. Pietro Poletto, responsabile del segmento Etfplus di Borsa Italiana, ha dichiarato: «Attraverso la partnership con Etf Securities il nostro mercato si è arricchito di nuove importanti classi di attivo per gli investitori sia retail che istituzionali. I nuovi Etc appoggiati ai metalli preziosi fisici sull'oro, argento, platino

e palladio assieme agli altri 32 titoli sulle commodity già presenti nel nostro mercato offrono una grande e diversificata varietà di negoziazione e quindi un'opportunità ulteriore di investimento nel settore delle commodity».

■ LA FEBBRE ETF CONTAGIA ANCHE ABU DHABI

La Borsa di Abu Dhabi e il londinese Ftse Group, gruppo controllato dal Financial Times e dal London Stock Exchange, hanno stretto un accordo finalizzato alla creazione di indici per exchange traded funds che contribuiscano a stabilizzare il mercato del piccolo stato mediorientale dominato dagli investitori privati. L'idea è quella di creare con un brand condiviso degli indici che serviranno a impostare un'infrastruttura per un mercato locale degli Etf. Negli Emirati Arabi Uniti c'è certamente un'elevata liquidità ma pochi titoli quotati, mentre gli investitori individuali rappresentano il 60% circa del mercato.

■ QUOTATO IL PRIMO INDICIZZATO LATIN AMERICA

Dal 29 Giugno 2007 è in negoziazione sul mercato Etfplus - segmento OICR aperti indicizzati classe 2 - Lyxor Etf Msci Latin America. Si tratta del primo fondo indicizzato legato all'andamento di un indice rappresentativo dei mercati azionari del Sud-America. L'indice MSCI Emerging Markets Latin America è costituito da titoli quotati nei principali stati dell'America Latina quali Argentina, Brasile, Cile, Colombia, Messico e Perù.