



SPECIALE ETF

Tanti driver di crescita

a cura di Paola Sacerdote

Per il quinto anno consecutivo la redazione di Fondi&Sicav ha organizzato una tavola rotonda sugli Etf con i manager di alcune delle società leader nell'industria dei fondi indice. Insieme a **Marcello Chelli**, referente per **Lyxor Etf** in Italia, **Mauro Giangrande**, head of passive distribution southern Europe di **Dws**, e **Vincenzo Sagone**, head of Etf, indexing e smart beta business unit di **Amundi Sgr** è stato fatto il punto sull'andamento del mercato in questa prima parte dell'anno. È molto interessante anche l'analisi sull'evoluzione dell'industria dei prodotti passivi, focalizzata in particolare sull'inserimento di questi strumenti nello sviluppo nel mondo del risparmio gestito nel suo complesso.

È un dato di fatto che il settore degli exchange traded product sta crescendo a ritmi sempre più sostenuti. Basti pensare che nei primi anni 2000 a livello globale gli investimenti in Etf ammontavano a 100 miliardi di dollari; oggi il patrimonio complessivo dell'industria ammonta a 4.700 miliardi (fonte Etfgi, dati al 31 marzo 2018) e, secondo le previsioni di alcuni importanti asset manager, l'incremento è destinato ad accelerare a un ritmo esponenziale, con gli asset under management degli Etf che potrebbero più che raddoppiare nei prossimi cinque anni, arrivando a toccare la quota di 12 mila miliardi di dollari.

Se restringiamo il campo all'Italia e combiniamo queste previsioni con i numeri della gestione passiva nel nostro paese, è evidente che lo spazio di crescita è davvero ampio. Sulla base dei dati di Assogestioni, a fine 2017 gli Etf pesavano sull'industria italiana del risparmio gestito nel suo complesso per il 2,8%, una percentuale davvero minima, se confrontata agli Stati Uniti, dove gli asset investiti negli strumenti passivi (compresi gli index fund) rappresentano il 37% dell'industria del gestito, o all'Europa, dove la percentuale si attesta al 16%. Un gap che, prima o poi, specialmente rispetto ai dati europei, è destinato a chiudersi. Vediamo allora che cosa prevedono per il futuro i principali emittenti di Etf e quali potranno essere i driver che guideranno i trend di un settore sempre più protagonista nel panorama del risparmio gestito a livello globale.

Alla luce dell'andamento del mercato nei primi mesi dell'anno che cosa vi aspettate per il resto del 2018?

Vincenzo Sagone: «Nella prima parte dell'anno i flussi si sono diretti principalmente verso l'azionario, specialmente europeo. Dietro la spinta dei buoni fondamentali espressi dall'economia dell'Eurozona, la clientela istituzionale continentale, non vedendo opportunità nell'ambito obbligazionario che offriva rendimenti ormai nulli, ha iniziato il 2018 con un sovrappeso sull'equity europeo. Tuttavia con il ritorno della volatilità, grande assente del 2017, gli investitori sono tornati a inserire la componente



VINCENZO SAGONE
head of Etf, indexing
& smart beta business unit
Amundi Sgr



Sede italiana della società

Via Cernaia 8/10, 20121 Milano

Website

www.amundi-etf.it

Aum in Europa al 30/04/2018: 40 miliardi di euro

Etf con le maggiori masse in Europa al 30/04/2018:

Amundi Msci Emerging Markets Ucits Etf

(5,6 miliardi di euro di masse in gestione)

Etf più scambiato in Europa:

Amundi Msci Emerging Markets Ucits Etf

obbligazionaria nei portafogli, soprattutto Treasury americani, a discapito proprio

dell'azionario europeo. Per quanto riguarda la seconda metà dell'anno è difficile fare previsioni, ma l'andamento dei flussi degli Etf sul mercato europeo sarà probabilmente condizionato, almeno in parte, dalla direzione che prenderanno le politiche del nuovo governo italiano sul futuro dell'Unione Europea».



Mauro Giangrande: «Un altro elemento di novità del 2018 è stato il ritorno delle commodity. Nel contesto attuale, caratterizzato da una crescita globale ancora robusta e da aspettative di ripresa dell'inflazione, avere un'esposizione a un basket di materie prime può aggiungere un importante elemento di diversificazione nel portafoglio. Infatti da inizio anno sulle risorse di base sono entrati flussi per circa 4,5 miliardi di euro, di cui 2,5 sugli indici di commodity e altri 2 sull'oro. Il metallo giallo continua ad attrarre flussi perché è diventato un'asset class ormai imprescindibile nei portafogli degli investitori: da una parte è considerato un bene rifugio, al pari dei titoli di stato, e dall'altra protegge dall'inflazione. L'ultimo tema da sottolineare è il dollaro. Molti analisti finanziari a inizio anno sostenevano che il biglietto verde fosse sottovalutato e che ci sarebbe quindi stata un'inversione di tendenza; i flussi di investimento nei Treasury visti negli ultimi mesi probabilmente rispecchiano questa view ed effettivamente nelle ultime settimane abbiamo assistito a un'importante rivalutazione del biglietto verde nei confronti dell'euro. Ricollegandomi al discorso politico, è chiaro che una destabilizzazione dell'Eurozona favorirebbe



MAURO GIANGRANDE
head of passive distribution
Southern Europe
Dws



Sede italiana della società
Via Turati 25/27, 20121 Milano
Website
www.dws.it e www.dws.com

Aum in Europa al 15/05/2018: 73,26 miliardi di euro

Etf con le maggiori masse in Europa al 15/05/2018:

Xtrackers Euro Stoxx 50 (5,96 miliardi di euro); Xtrackers Dax (3,96 miliardi di euro); Xtrackers Msci Japan (4,11 miliardi di euro); Msci Usa (3,45 miliardi di euro)
Etf più scambiato in Italia: Xtrackers Euro Stoxx 50

un ulteriore rafforzamento della divisa Usa. Tra gli altri elementi di rischio per i prossimi mesi si può citare il prezzo del petrolio, che è cresciuto molto, ma pure i multipli del mercato azionario prossimi ai massimi storici, anche se al momento i dati economici sono ancora positivi e gli utili aziendali continuano a crescere in maniera robusta.

Chelli: «Da inizio anno, sul fronte della raccolta, si sono registrati rilevanti flussi sull'azionario globale, sull'equity dei mer-

cati emergenti e su quello statunitense. Anche gli Etf tematici hanno riscosso un buon successo (in particolare quelli sulla robotica), così come gli strumenti sul settore information technology. Infine flussi significativi sono stati rilevati sui Treasury americani. Con l'incremento della volatilità si è assistito a un ritorno di interesse per gli strumenti a leva che, nonostante la necessità di gestione periodica del compounding effect, rimangono molto utilizzati. Così come gli Etf short che sono tornati centrali negli scambi di Borsa Ita-

liana con un peso che non si osservava da tempo. Molti investitori, in questa fase di incertezza dei mercati, sono poi alla ricerca di soluzioni per la gestione della liquidità e, da questo punto di vista, l'industria degli Etf è in grado di offrire un'ampia gamma di strumenti: dalle obbligazioni a tasso variabile in euro o in dollari (con o senza copertura dal rischio di cambio) agli strumenti di liquidità classici come gli Etf Smart Cash. È sempre complesso anticipare i potenziali trend futuri, ma il vantaggio principale dell'industria degli Etf è che, qualunque direzione prenda il mercato, esistono strumenti adeguati su cui posizionarsi in maniera immediata, semplice e poco costosa.

BOOM DEGLI OBBLIGAZIONARI

Uno dei trend emersi negli ultimi anni e che sembra non rallentare è la crescita dei flussi verso gli Etf obbligazionari. Il primo prodotto sul reddito fisso venne lanciato una decina d'anni dopo il primo Etf azionario e oggi un quinto degli asset totali del mercato americano e addirittura un terzo di quelli europei sono investiti in strumenti sul reddito fisso. Il dato che colpisce è il tasso di crescita: secondo i



numeri di BlackRock al 31 dicembre 2017, negli ultimi cinque anni il patrimonio gestito degli Etf obbligazionari è aumentato a un tasso annuo del 19% negli Stati Uniti e del 24% in Europa, un ritmo decisamente più sostenuto rispetto agli strumenti azionari, che nello stesso periodo sono cresciuti a un tasso annuale del 16% negli Usa e del 14% in Europa.

Lo sviluppo degli Etf obbligazionari è visto da molti come uno dei driver principali che guideranno la crescita dell'industria nel prossimo futuro. Qual è il vostro giudizio e come si spiega secondo voi questo fenomeno?

Chelli: «Se guardiamo all'asset allocation tipica dei clienti del private banking, che dispongono di capitali significativi su cui è possibile realizzare una diversificazione ottimale, si nota che è indicativamente composta per il 70% da obbligazioni e per il 30% da azioni. Nell'industria europea degli Etf questo rapporto è praticamente invertito (storicamente questi strumenti sono nati per coprire il mondo azionario) e, pertanto, è plausibile ritenere che la crescita delle masse degli Etf obbligazionari continuerà significativamente anche nei prossimi anni. Bisogna poi considerare che oggi molti bond societari, per ragioni regolamentari o di opportunità, vengono emessi solo con tagli professionali (ad esempio 100 mila euro) e ciò costringe

gli investitori, per preservare la diversificazione del portafoglio, a optare per gli Etf allo scopo di coprire asset class come i corporate bond investment grade, gli high yield bond e gli emerging market bond (in dollari o in valuta locale)».

Giangrande: «Quando si parla di sviluppo degli Etf obbligazionari, bisogna considerare anche un paio di aspetti importanti: il primo è legato alla compressione dei rendimenti cui abbiamo assistito negli ultimi anni, perché chiaramente in un contesto di interessi così bassi non è facile per la gestione attiva riuscire a coprire i costi e contestualmente consegnare una sovraperformance agli investitori. L'altro aspetto importante da considerare è che uno dei maggiori punti di forza degli Etf è la trasparenza, e questo elemento emerge soprattutto in fasi di mercato particolarmente complicate. Il grande vantaggio degli Etf da questo punto di vista è che, quando si inseriscono in portafoglio, si sa esattamente che cosa si acquista in quel momento. Un ultimo punto importante è la flessibilità che strumenti come questi sono in grado di fornire ai gestori e mi riferisco soprattutto ai fondi di fondi e alle gestioni patrimoniali, che li vogliono utilizzare in maniera tattica, per entrare e uscire con una frequenza elevata. Gli Etf consentono di investire o di smobilizzare le posizioni in maniera molto efficace e con il timing desiderato. Sommando tutti questi elementi è chiaro l'indirizzo che sta prendendo lo sviluppo di questa asset class all'interno del mondo degli Etf».

Sagone: «Se consideriamo che l'asset allocation degli investitori in Europa e in Italia è composta principalmente da obbligazioni, chiaramente in un mondo che si sta muovendo sempre più verso gli strumenti passivi, la componente del reddito fisso è quella verso cui la domanda è più consistente e sulla quale noi emittenti dobbiamo fare ancora sviluppo per completare la gamma, anche con posizioni plain vanilla. Faccio l'esempio degli strumenti sui bond floating rate, che non esistevano sul mercato e che abbiamo emesso due anni fa: si sono rivelati una componente fondamentale nei portafogli, e lo si è visto immediatamente in termini di flussi: Amundi ha raccolto sugli Etf floating rate masse per 5 miliardi in tre anni. Questo esempio dimostra che nel mondo obbligazionario c'è ancora tutta una serie di esposizioni che necessitano di essere coperte e sulle quali gli emittenti di prodotti passivi hanno ancora molto spazio di crescita. A tutto ciò si aggiunge il tema dei tassi bassi, dei rendimenti sempre più irrisori sul reddito fisso e della capacità dei vari player di offrire soluzioni in un contesto di mercato così complesso. E da questo punto di vista il mondo degli Etf, rispetto a quello, ad esempio, dei certificate o dei fondi attivi, si trova in una posizione di vantaggio, perché è più innovativo e versatile e riesce a muoversi più velocemente nel rispondere alle esigenze degli investitori, promuovendo con grande rapidità soluzioni adatte al contesto di mercato del momento».

FOCUS SULLA SOSTENIBILITÀ

Un tema che lo scorso anno ha riscosso un grande successo e sul quale si è assistito a un vero e proprio boom di investimenti è quello della sostenibilità e del rispetto dei criteri ambientali, sociali e di governance. La popolarità degli strumenti che investono in strategie Esg è una moda passeggera o un trend ormai consolidato e quindi destinato a proseguire?

Giangrande: «È sicuramente un trend



MARCELLO CHELLI
referente per l'Italia
Lyxor Etf



Sede italiana della società
Via Olona 2, 20123 Milano
Website

www.lyxoret.it

Aum in Italia al 30/04/2018: 11,72 miliardi di euro
Etf con le maggiori masse in Italia: Lyxor Ftse Mib Uci Etf
(603,4 milioni di euro)
Etf più scambiato in Italia: Lyxor Ftse Mib Uci Etf

solido, soprattutto se si pensa che su questo tema negli ultimi anni i regulator a livello globale hanno introdotto nuovi quadri normativi, anche in termini di reporting, per tutta una serie di investitori. Inoltre sono state numerose le iniziative su base volontaria cui hanno aderito diverse realtà. Questo fatto ha inizialmente riguardato gli investitori istituzionali puri, soprattutto i fondi pensione, i fondi sovrani e le assicurazioni. Infatti se fotografiamo il mondo Esg, oggi c'è sicuramente un fortissimo interesse proprio da parte di questa tipologia di investitori, cui si sta affiancando un interesse in crescita che proviene dal mondo delle banche, dalla clientela retail e dal private banking. L'ambito Esg negli ultimi anni si è evoluto moltissimo, nel senso che, se nella fase iniziale le soluzioni proposte erano generalmente basate solo su criteri di esclusione e facevano riferimento in particolare a temi etici, queste nel tempo sono state sostituite da selezioni più avanzate, che noi chiamiamo "best in class": il processo di investimento prevede l'analisi di ciascuna società secondo i tre criteri fondamentali, sociale, ambientale e di governance. Su ciascuno di questi tre aspetti si assegna un punteggio e, infine, si selezionano le aziende che hanno uno score maggiore, proprio nell'ottica di premiare le migliori».

Chelli: «Ci auguriamo e crediamo che sia un trend destinato a perdurare e, quanto

alla diffusione delle soluzioni Esg, mi permetto un paio di riflessioni. Prima di tutto è necessario che gli investitori professionali siano disponibili a sostituire i propri benchmark a capitalizzazione con altri Esg o che, alternativamente, siano aperti ad accettare una fisiologica tracking difference tra il proprio indice a capitalizzazione e il prodotto Esg acquistato. Inoltre gli strumenti sostenibili non dovrebbero essere acquistati con il solo obiettivo di ottenere rendimenti migliori (eventualità che non può essere garantita a priori), ma con il desiderio e la speranza che le soluzioni Esg possano generare un impatto positivo sull'environment complessivo. Scendendo nel dettaglio, distinguerei tra strategie tematiche e quelle classiche. Gli Etf su temi specifici sono stati sviluppati dall'industria già diversi anni fa (ad esempio i prodotti di Lyxor sull'acqua e sulle energie rinnovabili hanno 10 anni di vita e un patrimonio di mezzo miliardo di euro), mentre, più recentemente, sul fronte Esg gli emittenti hanno sviluppato metodologie molto diverse tra loro, per le quali ci si attende una maggiore standardizzazione e un'indicazione chiara, da parte dei clienti, delle soluzioni più apprezzate».

Sagone: «Sul tema Esg va innanzitutto evidenziata una difficoltà per noi emittenti, legata al fatto che la valutazione dei parametri di sostenibilità non è uniforme in tutta Europa, ma varia da stato a stato. Questo elemento crea un problema og-

gettivo alle società provider, che puntano a sviluppare strumenti che vadano bene su tutti i mercati e non che siano specifici per ogni singolo paese. Detto ciò, io ho una posizione ancora più radicale, nel senso che mi aspetto che in futuro non ci sarà più bisogno di mettere il marchio Esg su un prodotto finanziario, perché tutti gli investimenti rispetteranno i criteri di sostenibilità e ciò che è nato inizialmente come un'innovazione probabilmente diventerà lo standard. D'altronde il rispetto di questi parametri non è più solo una questione etica: gli investitori vedono sempre più la mancanza di interesse per l'Esg come una fonte di rischio potenziale, dal momento che un cattivo rating su quel piano può impattare sulla performance. Lo vediamo nelle conversazioni che abbiamo regolarmente con i nostri clienti parlando di Etf, ma anche di soluzioni su misura: una buona parte dei clienti vuole prendere in considerazione specifici criteri Esg. Un tema sul quale **Amundi** ha costruito un'expertise importante è la riduzione delle emissioni inquinanti, con lo sviluppo di indici low carbon, che escludono dal loro universo di investimento i titoli delle aziende più dannose per l'ambiente in termini di emissioni di anidride carbonica e di riserve. Questi benchmark hanno un basso tracking error rispetto a quelli tradizionali e in un contesto nel quale la lotta al riscaldamento globale si fa sempre più serrata ci si può aspettare che le società più inquinanti ver-





ranno in qualche modo impattate. Di conseguenza strumenti che fanno hedging sulle emissioni di anidride carbonica diventano non solo eticamente ma anche finanziariamente vantaggiosi. In generale i driver che guideranno lo sviluppo dell'industria degli Etf nei prossimi anni sono molteplici e tra i più importanti va menzionata anche l'innovazione di prodotto. Si pensi, ad esempio, allo sviluppo degli Etf smart beta, che si basano su indici alternativi a quelli tradizionali a capitalizzazione e sono costruiti sulla base di strategie di tipo quantitativo che fino a qualche anno fa venivano offerte solo dai fondi a gestione attiva. Un'evoluzione che nel mondo del risparmio gestito odierno rende sempre più anacronistica e obsoleta la contrapposizione tra prodotti attivi e passivi, perché i primi continuano a essere fondamentali nella costruzione dell'asset allocation, mentre gli Etf diventano i building block, i mattoncini che vengono utilizzati per comporre materialmente le soluzioni d'investimento».

LA SPINTA DELLA MIFID II

L'universo dell'asset management sta cambiando sempre più a favore dell'utilizzo degli Etf non solo sulla spinta di fattori endogeni legati all'innovazione di prodotto e

all'evoluzione tecnologica, in particolare la digitalizzazione, che assumerà in futuro un ruolo sempre più importante. A sostenere la crescita degli strumenti passivi un ruolo fondamentale sicuramente lo svolge l'evoluzione regolamentare, in particolare la normativa Mifid II, che è entrata in vigore il 3 gennaio di quest'anno.

Quale impatto ha avuto finora l'avvio della nuova regolamentazione sull'industria degli Etf?

Chelli: «La Mifid II si focalizza sui costi e sulla loro trasparenza ed è pertanto plausibile attendersi che molte soluzioni di investimento inizieranno a usare gli Etf, o ne incrementeranno l'impiego, allo scopo di ridurre il loro costo complessivo senza pregiudicare i margini del manufacturer e del distributore. Al riguardo riteniamo che i prodotti assicurativi, nello specifico le unit linked, rappresentino un significativo bacino di risparmio che potrebbe essere intercettato dall'industria degli Etf. Da questo punto di vista Lyxor offre una gamma di Etf core a basso costo (Ter a partire da quattro punti base all'anno), a replica fisica e senza prestito titoli, per evitare qualsiasi

rischio di controparte. Questi strumenti si rivelano una soluzione ottimale per le gestioni separate e le unit linked delle assicurazioni: infatti, sul medio/lungo termine, il cosiddetto total cost of ownership (Tco), cioè il costo totale comprensivo di Ter e spread bid/ask, risulta estremamente competitivo».

Giangrande: «C'è sicuramente un tema di costi legato all'introduzione della Mifid II e il primo effetto è proprio l'interesse da parte di chi struttura soluzioni d'investimento di tipo wrapper, analogamente a quanto successo con l'introduzione della prima Mifid alle gestioni patrimoniali e che pian piano vediamo anche in altri contesti, come ad esempio le unit linked. Dove, invece, c'è ancora da lavorare è nell'ambito dell'advisory puro, perché la maggior parte dei distributori attivi sul mercato italiano, soprattutto i più grandi, ha scelto la strada della consulenza su base non indipendente, quindi da questo punto di vista per ora non ci sono grosse novità. Un elemento interessante per noi emittenti di Etf, che ultimamente sta assumendo sempre maggiore importanza, è l'interazione con gli advisory desk dei più grossi distributori attivi sul mercato italiano, una collaborazione che in passato era abbastanza limitata, nel senso che i nostri interlocutori erano prevalentemente i gestori di portafoglio di fondi di fondi e gestioni patrimoniali. D'altro lato stiamo notando che alcuni consulenti finanziari, anche autonomamente, iniziano a interessarsi al mondo degli Etf, si informano sugli strumenti, approfondiscono, nell'ottica di fornire un buon servizio ai propri clienti. Quanto questo possa tradursi in effettivi flussi è difficile sapere, però è indubbio che sia un segnale importante per il futuro».

Sagone: «Gli effetti dell'entrata in vigore della normativa Mifid II si stanno già cominciando a vedere in termini di aumentata trasparenza sulla struttura di costo dei prodotti. Questo fatto contribuisce a rendere appetibili gli Etf, il cui costo contenuto e la cui semplicità, essendo strumenti Ucits, sono ben noti. Questa pressione sulla visibilità dei costi fa sì che anche le reti di distribuzione stiano aumentando la loro offerta di soluzioni wrapped a base di Etf, al fine di proporre ai propri clienti pacchetti efficienti in termini di costo e più trasparenti».