

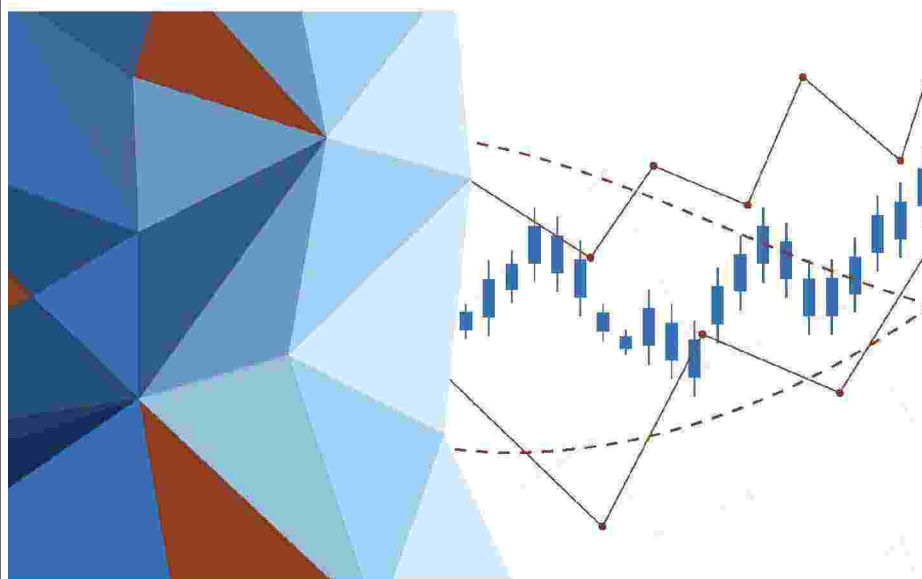


FOCUS ETF

I DIBATTITI DI FONDI&SICAV

Innovativi e risparmiatori

a cura di Pinuccia Parini



Proprio in un periodo di crisi come quello attuale, la nuova generazione di Etf sta dando il meglio di se stessa e soprattutto sta attirando l'attenzione dei money manager. Se i classici prodotti sui principali indici, con il sottostante selezionato sulla base della capitalizzazione, hanno chiaramente molto sofferto, i prodotti tematici più piccoli, creati ad hoc per cogliere, appunto, alcuni importanti temi, fanno ormai parte delle strategie attive di resilienza di molti fondi e gestioni patrimoniali. Con ciò, uno dei fondamentali punti di forza degli exchange traded fund resta il bassissimo costo, che proprio in un periodo di difficoltà del mercato, diventa un elemento in più che consente di migliorare le performance o almeno di diminuire le perdite. Di questi temi hanno parlato, nel dibattito organizzato da Fondi&Sicav, **Masimo Siano**, head of Southern Europe di **21 Shares** e **Demis Todeschini**, senior Etf sales specialist per l'Italia di **Franklin Templeton**. Si è aggiunta a loro con un intervento esterno **Ilaria Pisani**, head of sales Etf, indexing & smart beta di **Amundi Sgr**.

Ritenete che la forte pressione sui costi porterà a un sempre maggiore consolidamento? Quali caratteristiche dovrà avere un emittente per rimanere competitivo?

Demis Todeschini (Franklin Templeton): «La storia degli Etf è ormai lunga: quasi 30 anni negli Stati Uniti ed esattamente 20, in questo 2022, in Italia. Abbiamo dunque a disposizione un periodo storico piuttosto ampio per potere fare alcune valutazioni. La prima è che da sempre il contenimento dei costi è un elemento fondamentale per la competitività di un emittente. Questo aspetto non riguarda solo i prodotti più standard, come quelli sui maggiori indici obbligazionari o azionari: anche gli Etf più complessi, come gli smart beta o i tematici, non possono superare comunque 75-80 punti base di Ter.Va ricordato, infatti, che a questi costi vanno poi sommati quelli di intermediazione sui mercati e lo spread denaro-lettera quotato dal market maker. In alcune aree, basti pensare agli indici equity più comuni, come l'Msci World o l'S&P 500, il livello di saturazione dell'of-



DEMIS TODESCHINI
senior Etf sales specialist
per l'Italia
Franklin Templeton



ferta e, di conseguenza, la compressione dei costi, rendono il panorama estremamente competitivo. In questo ambito non avrebbe molto senso creare l'ennesimo strumento uguale agli altri. Pertanto, una società che offre strumenti passivi, a nostro avviso, deve concentrarsi su nicchie relativamente poco affollate, nelle quali offrire prodotti di alta qualità, limando al contempo fee laddove vi fosse ancora spazio di efficientamento. Questo approccio ha guidato noi di Franklin Templeton nella creazione di strumenti basati su singoli paesi emergenti. I nostri clienti possono dunque investire su Etf azionari di mercati come la Cina, il Brasile, la Corea del Sud, l'India e Taiwan, l'ultimo arrivato in termini cronologici. Questi prodotti presentano un Ter massimo di 19 punti base. Nel caso della Corea del Sud, scendiamo addirittura a 9: si tratta di un costo complessivo che alcuni investitori ci riferiscono che è persino inferiore all'accesso ottenibile tramite i future sul paese. Questo modello è replicabile anche in altre asset class, che possono essere soggette a efficientamento».

Massimo Siano (21 Shares): «Quanto detto dal mio collega mi trova completamente d'accordo. Sicuramente non ha senso lanciare, ad esempio, l'ennesimo Etf sull'S&P 500: per riuscire a competere è necessario puntare sull'innovazione a prezzi contenuti. Non sorprende, dunque, osservare da parte delle società emittenti

la tendenza sempre più frequente a creare indici propri sui quali costruire gli Etf proposti al mercato. In questa maniera, si può lavorare sull'innovazione e, allo stesso tempo, diminuire le spese (si evita di pagare l'index provider), trattenendo una quota maggiore del valore aggiunto. Per quanto riguarda noi di 21shares, siamo stati i primi a proporre Etf sulle crypto a replica fisica. Peraltro, difficilmente un prodotto come questo attrarrà un interesse significativo da parte di chi già usa prodotti passivi nel core della propria allocazione di portafoglio. L'obiettivo per noi è attirare l'attenzione di nuovi investitori, che, attraverso le nostre proposte, possono avvicinarsi a una nuova classe di attività. Il modello per certi versi si rifà a quanto visto nel 2007, con l'arrivo sul mercato degli Etc sulle materie prime. All'epoca, sembrava quasi impossibile che vi potessero essere ingenti masse gestite in materie prime e oggi siamo a un punto di sviluppo simile per quanto riguarda crypto e tecnologie blockchain».

I mercati finanziari sembrano andare nella direzione di una maggiore dispersione e di un minore livello complessivo dei rendimenti; ciò non rischia di favorire un ritorno ai prodotti attivi?

Massimo Siano (21 Shares): «Per rispondere dovrò fare qualcosa che trovo



MASSIMO SIANO
head of Southern Europe
21Shares

21SHARES

sgradevole, ma che in questo caso appare ragionevole, ossia rimproverare, a causa della scarsa lungimiranza, il pubblico degli investitori in Etf. Nello specifico mi riferisco al non diffuso utilizzo dei prodotti short. Questi ultimi, per certi versi, rappresentano uno dei punti di forza dell'intera industria, perché sono disponibili su quasi ogni asset class e sono quasi sempre ben congegnati. Anche noi e i nostri concorrenti abbiamo quotato strumenti di questo tipo in ambito crypto. Purtroppo, però, i volumi sono ancora decisamente modesti. Sostanzialmente, manca ciò che dovrebbe esserci in ogni asset class, ov-



ILARIA PISANI DI AMUNDI SGR

«Ormai superata la contrapposizione tra gestione attiva e passiva»

Gli Etf, secondo voi, stanno andando incontro a un maggiore consolidamento?

«L'intero settore finanziario sta vivendo cambiamenti strutturali, tra i quali una continua pressione sui costi. L'asset management è prevalentemente a costi fissi con forti economie di scala. Il raggiungimento di dimensioni critiche è una delle risposte alle restrizioni dei margini. Amundi è il più grande asset manager europeo e tra i primi 10 a livello mondiale. Nel giugno 2022 abbiamo completato l'acquisizione di Lyxor, creando così il più grande emittente europeo di Etf. Questa unione ci permette di servire ancora meglio i nostri clienti, offrendo loro prodotti efficienti dal punto di vista dei costi e una delle gamme di strumenti passivi più ampie del mercato. La nostra capacità unica di rispondere alla crescente domanda di exchange traded fund e di soluzioni passive da parte di clienti istituzionali e di distributori rappresenta un vantaggio competitivo fondamentale. Amundi è ben posizionata grazie alla sua potenza tecnologica e al suo forte Dna retail, fondato su una comprovata esperienza nel servire le reti di distribuzione con prodotti, servizi e soluzioni su misura. Infine, la transizione Esg è certamente un'evoluzione significativa dell'industria dell'asset management e del settore degli Etf: il passaggio a portafogli più Esg e rispettosi del clima è in corso. Amundi offre una delle più ampie gamme di Etf Esg e sul clima del mercato. Ha una politica di voto e di engagement solida e ben riconosciuta che applica, sia agli asset gestiti attivamente, sia a quelli passivi».

L'attuale situazione dei mercati finanziari, in cui si evidenziano una maggiore dispersione e un minore livello complessivo dei rendimenti, non è un ambiente più favorevole agli strumenti attivi?

«La storica opposizione tra gestione attiva e passiva, che Amundi ha sempre rifiutato, è ormai definitivamente superata. Entrambi gli approcci sono complementari e possono coesistere. Abbiamo sviluppato diverse soluzioni che combinano Etf, prodotti attivi e strumenti attivi interamente costruiti in Etf come mattoncini di allocazione. Esistono, infatti, exchange traded fund su tutte le classi di attività, sia su esposizioni ampie, sia specifiche o addirittura su nicchie di mercato, e possono essere utilizzati per comporre il core di un portafoglio o per assumere posizioni tattiche su temi o settori precisi. Si consideri, ad esempio, il grande sviluppo che gli Etf obbligazionari hanno avuto negli ultimi anni: oggi esistono prodotti esposti ai titoli di stato e alle obbligazioni societarie, con diverse scadenze, valute e livelli di qualità, ma anche esposizioni più granulari come gli Etf sui titoli a tasso variabile o sulle obbligazioni legate all'inflazione, che possono essere particolarmente utili in questo momento».

Quindi ritenete che ci sarà sempre più spazio per i prodotti passivi?

«In Amundi siamo sempre attenti alle esigenze dei nostri clienti e abbiamo un dialogo continuo con loro, sia sullo sviluppo dei prodotti e sulle esigenze di allocazione, sia sulle soluzioni disponibili nella nostra gamma, a livello di veicoli. A oggi, i nostri clienti in Europa e in Italia continuano a privilegiare gli Etf a gestione passiva. Naturalmente, continueremo a valutare il potenziale degli Etf

vero caratteristiche di simmetria nell'interesse del pubblico, sia nelle fasi rialziste, sia in quelle ribassiste. Queste ultime, infatti, potrebbero essere cavalcate con profitto proprio con gli Etf short. Invece, assistiamo a fenomeni di affollamento durante i bull market e a un sostanziale abbandono durante i bear. Il problema, dunque, non risiede tanto nella dicotomia fra attivo e passivo, quanto nelle capacità di cogliere i movimenti di mercato in entrambe le direzioni».

Demis Todeschini (Franklin Templeton): «Innanzitutto vale la pena ricordare una delle conclusioni più importanti cui è giunta la ricerca accademica in ambito finanziario. Nello specifico, il fatto che gli obiettivi di investimento nel lun-

go periodo dipendono in gran parte dalle scelte di asset allocation: sia il picking dei singoli titoli, sia il timing del mercato forniscono un contributo molto più modesto. Gli Etf, peraltro, sono stati concepiti proprio come mattoncini per andare a costruire l'allocazione di portafoglio desiderata. Detto ciò, è vero che, in un periodo di rendimenti complessivamente minori, accompagnati da una forte volatilità, la gestione attiva può assumere un ruolo più importante. Al riguardo, non va però dimenticato che gli stessi Etf si sono parecchio evoluti già da diversi anni. Nello specifico, quando si parla di indici, bisogna tenere a mente il fatto che essi possono svolgere due funzioni profondamente diverse. Da un lato ci sono benchmark classici, come l'Eurostoxx e

l'S&P 500, il cui scopo è fornire una rappresentazione di sintesi del mercato. Altri, invece, che esulano dal mero criterio della capitalizzazione, sono creati per portare avanti idee di investimento. Da questo approccio nascono, ad esempio, gli Etf smart beta, nei quali noi di Franklin Templeton facciamo rientrare anche quelli basati su criteri Esg. L'applicazione di questi principi porta, infatti, all'utilizzo di pesi nel portafoglio molto diversi rispetto a quelli dati dalla capitalizzazione del singolo titolo. Un altro esempio è costituito dagli indici high dividend, che rappresentano una precisa scelta di investimento. Nello specifico nostro, poi, abbiamo optato per un modello che prendesse in considerazione il livello di dividendi, la loro resilienza storica e la qualità dei bilanci delle aziende. Abbiamo

attivi e a esplorare tutte le opportunità nell'ambito del nostro continuo processo di innovazione di prodotto».

Aumenterà l'importanza dell'investitore fai-da-te nel vostro settore?

«In generale, il mercato retail è in crescita. La tendenza principale osservata in Italia è la sempre maggiore adozione di strumenti di gestione passiva da parte dei distributori, per comporre soluzioni come fondi di fondi, gestioni patrimoniali, unit-linked e portafogli modello, i cosiddetti 'wrapper'. Spesso i distributori, per comporre queste soluzioni, non cercano solo il prodotto, ma anche una partnership completa che comprenda la costruzione di soluzioni su misura. Un'area in cui Amundi è particolarmente ben posizionata. Per quanto riguarda gli investitori retail fai-da-te, si tratta di una tendenza in crescita, che osserviamo soprattutto in alcuni paesi europei, ad esempio la Germania, dove le piattaforme online sono sempre più sviluppate. È una tendenza che stiamo vedendo emergere anche in Italia. In questo contesto, gli Etf sono per loro natura strumenti ideali, grazie alla loro semplicità e trasparenza. Comunque, in Amundi crediamo che l'educazione finanziaria sia essenziale e per questo motivo lavoriamo a fianco dei distributori per fornire la formazione e il supporto digitale per accompagnare i loro consulenti e, in ultima analisi, aiutare gli investitori a fare scelte consapevoli».

Qual è la vostra proposta di asset allocation per la seconda parte dell'anno?

«Nella seconda metà dell'anno, riteniamo che sarà necessario prestare particolare attenzione al portafoglio obbligazionario, poiché la volatilità del mercato rimarrà elevata nel medio termine a causa della continua incertezza sul fronte politico e delle aspettative di ulteriori rialzi dei tassi. Riteniamo, quindi, importante adeguare il rischio di duration da breve a neutrale e scegliere strategie che proteggano il portafoglio dall'aumento dei tassi, come le obbligazioni a tasso variabile. Per quanto riguarda le azioni, preferiamo i titoli statunitensi, in quanto l'economia americana presenta ancora solidi fondamentali che dovrebbero consentirle di superare la tempesta dell'inflazione. Riteniamo possibile un atterraggio morbido, nonostante lo shock energetico e l'aggressiva stretta monetaria della Fed. Preferiamo, poi, i titoli value a quelli growth, in particolare le azioni di società di alta qualità e meno cicliche. Guardando a est, siamo convinti che la desincronizzazione dell'economia cinese (focalizzata sui consumi interni) rispetto a quella globale, unitamente alle politiche monetarie/fiscali accomodanti e alla riapertura, dovrebbero essere di supporto per le azioni del Paese. Sebbene i fattori alla base del calo dell'azionario cinese dall'inizio del 2021 richiedano tempo per attenuarsi e mantengano un contesto molto volatile, essi sono già prezzati nelle valutazioni dei mercati cinesi. Pertanto, segnali politici più favorevoli e una graduale rimozione delle restrizioni in vigore dovrebbero stabilizzare i mercati azionari locali nel prossimo futuro. Con la nostra gamma, gli investitori possono anche comporre la loro asset allocation senza sacrificare l'Esg. Infatti, abbiamo scelto di sviluppare una delle gamme di Etf Esg e sul clima più ampie del mercato, che consente anche una ricca scelta di diversi livelli di integrazione Esg. La nostra priorità è una sola: consentire a tutti di accedere agli investimenti sostenibili».



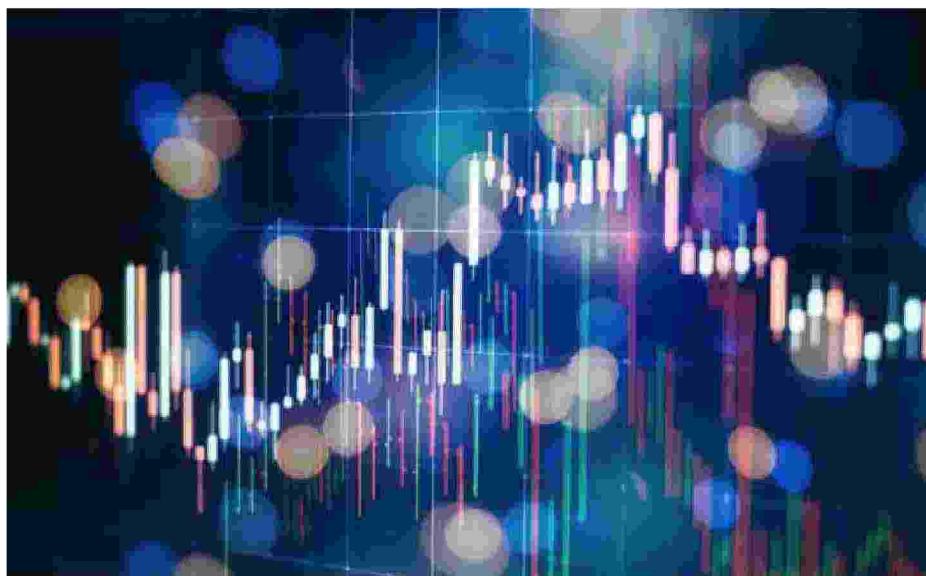
ILARIA PISANI
head of Etf
indexing & smart beta
Amundi Sgr



creato, dunque, un benchmark high dividend quality altamente personalizzato. In pratica, in prodotti di questo tipo vengono incorporati e resi sistematici principi e tecniche attive».

Dall'altra parte, pensate che gli Etf a gestione attiva siano una moda passeggera o che siano destinati a conquistare quote crescenti?

Demis Todeschini (Franklin Templeton): «Per quanto ci riguarda, la nostra definizione di Etf passivo riguarda un prodotto che replica pedissequamente un indice basato puramente sulla capitalizzazione. Nel caso in cui si investa, invece, in un benchmark costruito con regole differenti, si rientra nell'ambito degli



smart beta. Gli strumenti definibili come tematici si trovano in una zona per certi versi grigia. È vero che i loro indici di riferimento sono incentrati sulla capitalizzazione, ma è altrettanto fuori discussione che definire in maniera così specifica il contesto di lavoro li fa rientrare, a nostro avviso, nell'alveo degli smart beta. Detto ciò, gli Etf attivi costituiscono una categoria a parte rispetto a quelle appena descritte, che, appunto, investono comunque secondo regole rigide e predefinite. Gli strumenti che si basano su una vera e propria gestione hanno conquistato una loro nicchia negli Stati Uniti e anche in Europa, seppure con numeri decisamente minori rispetto a oltre oceano. Infatti, da queste parti essi rappresentano circa il 4% degli Aum dell'industria. Vi sono in ogni caso diverse applicazioni interessanti per questo tipo di strumenti, tanto che Franklin Templeton ha quotato tre Etf attivi (nell'ambito del reddito fisso) sui 18 totali che abbiamo portato sul mercato: gli attivi, di fatto, possono essere utili in determinate circostanze, nello specifico quando gli Etf più classici non riescono a soddisfare alcune esigenze specifiche degli investitori. Facciamo un esempio partendo proprio da uno dei nostri prodotti che investe sul mercato dei titoli euro a breve duration. La logica dietro la creazione di questo Etf nasce dal problema dei rendimenti negativi che gli istituzionali europei ricavano tuttora dalle parti a più breve scadenza delle curve obbligazionarie. La gestione della liquidità è stata dunque estremamente problematica negli ultimi anni: pertanto, riuscire a individuare, in questo ambito, le occasioni migliori con una gestione attiva può fornire un elevato valore aggiunto».

Massimo Siano (21 Shares): «Dal mio punto di vista parto da una considerazione: secondo me i gestori di fondi attivi tradizionali italiani ed europei hanno fatto male a non competere con gli Etf in termini di costi e capacità distributiva. Nello specifico, avrebbero potuto puntare maggiormente sulla quotazione in borsa, riducendo al contempo i costi. La riduzione dei margini sarebbe stata compensata da una maggiore facilità di distribuzione a livello pan-europeo e, di conseguenza, da un mercato aumento delle masse in gestione. Tutto ciò spiega in gran parte

il successo degli Etf a gestione attiva, in particolare su portafogli particolarmente innovativi. Il primo esempio che può essere citato è ovviamente quello di Cathie Wood e del suo Ark Investment. A mio avviso essi continueranno in futuro a contribuire al processo di disruption nelle strategie e nelle classi di attività più nuove, dove ovviamente anche i margini di profitto delle società di asset management sono più elevati».

Pensate che l'investitore retail fai-da-te sia destinato a occupare quote sempre più importanti dell'investimento in Etf? I piani di accumulo in prodotti passivi possono avere un avvenire?

Massimo Siano (21 Shares): «Per quanto riguarda la questione dei piani di accumulo in prodotti passivi, secondo me la problematica generale più importante riguarda il modo in cui il secondo pilastro della previdenza complementare è stato concepito in Italia e in Europa continentale (Svizzera inclusa). I lavoratori devono partecipare a schemi di investimento sui quali hanno pochissimo controllo: ad esempio, gli investitori non possono scegliere di optare per la collocazione di parte della propria liquidità in Etf. In prevalenza, questi prodotti sono concepiti per privilegiare la gestione attiva, che sovente fa capo a società di asset management a loro volta parte dello stesso gruppo delle istituzioni finanziarie che li promuovono.

Il risultato che si è generato, in particolare modo in Italia, è un certo grado di sfiducia verso l'industria delle pensioni alternative, le cui masse gestite stentano a decollare. In questa maniera, si sta facendo un pessimo servizio alla popolazione, dal momento che la necessità di una pensione integrativa è reale: più o meno tutti i sistemi pensionistici pubblici sono infatti insostenibili sul medio-lungo periodo. Una riforma da fare, dunque, sarebbe permettere ai privati di creare i loro piani previdenziali, all'interno dei quali potere investire in un vasto ventaglio di strumenti, fra cui gli Etf, cosa che avviene già nei paesi anglo-sassoni».

Demis Todeschini (Franklin Templeton): «In realtà, in Italia siamo ancora piuttosto lontani dal potere parlare di esplosione del trading fai-da-te su Etf attraverso piani di accumulo offerti da broker digitali. Nel nostro Paese le società che offrono servizi di questo tipo sono ancora poche, con volumi interessanti, ma ancora non rilevanti. Non bisogna neppure fare l'errore di pensare che ciò che si è rivelato popolare in Gran Bretagna o in Germania automaticamente, dopo qualche anno, si affermi anche dalle nostre parti. Parliamo, infatti, di realtà che presentano differenti culture finanziarie e digitali. Detto ciò, il fenomeno è sicuramente interessante, in quanto facilita il processo di distribuzione degli strumenti passivi. Non prevedo, però, dato il livello di cultura finanziaria della



maggior parte degli italiani, che questa evoluzione abbia come risultato masse di investitori che scelgono in autonomia il proprio Pac in Etf. Piuttosto, queste trasformazioni tecnologiche offrono la possibilità di fare emergere un nuovo tipo di consulenza finanziaria, magari in parte automatizzata, che possa andare a integrarsi con un modello di esecuzione degli acquisti di questo tipo. Già diversi gruppi si stanno muovendo per testare un simile approccio».

Qual è la vostra proposta di asset allocation per la seconda parte dell'anno

Demis Todeschini (Franklin Templeton): «Come indicato nel nostro ultimo "Allocation view" di maggio, a cura del nostro team investment solutions, i consumatori globali risentono gli effetti dell'aumento del costo della vita che ha già depresso i livelli di fiducia. È probabile che la crescita rallenti ulteriormente, su livelli tendenziali, aggravati dalle azioni poste in essere dalla politica monetaria e fiscale e dal conflitto tra Russia e Ucraina. Anche se non ci aspettiamo che ciò porti a una recessione nel breve termine, i policymaker sembrano camminare sul filo del rasoio. Nelle nostre ultime view di asset allocation esprimiamo una posizione più cauta verso gli asset rischiosi e, nonostante i fondamentali aziendali generalmente solidi, manteniamo una view nel complesso neutrale. Recentemente abbiamo rimosso la preferenza per l'azionario, spostandoci su un outlook più neutrale su questa asset class. Le politiche monetarie restrittive hanno generato un aumento della volatilità che potrebbe persistere nel tempo, controbilanciando i fondamentali aziendali che restano solidi. In ambito equity riteniamo che Stati Uniti, Canada, Giappone e area Pacifica siano meglio posizionati, mentre abbiamo una view più negativa su azionario europeo ed emergente ex-Cina. Crediamo, invece, che i titoli governativi e le obbligazioni corporate offrano rendimenti interessanti e benefici per una potenziale diversificazione, costituendo a oggi un'alternativa a lungo termine all'allocazione azionaria».

Massimo Siano (21 Shares): «Dopo la forte correzione che si è avuta



sui mercati, mi sento di dire che oggi, su diversi segmenti dell'equity e attraverso una moltitudine di strategie, cominciano a presentarsi opportunità interessanti. Altrettanto non si può dire del reddito fisso, dove vedo, invece, concentrarsi i problemi più numerosi, in particolar modo per il fatto che la maggioranza dei clienti che ha comprato grandi quantità di fondi fixed income, l'ha fatto in base a una scarsa propensione al rischio. Con un'inflazione così forte e banche centrali palesemente dietro la curva nel combatterla, vi è il fondato pericolo che molti portafogli obbligazionari siano destinati ad andare incontro a una volatilità molto elevata e assolutamente non preventivata, né gestibile, da parte di chi ha investito. Per quanto riguarda il mondo degli asset digitali, e nello specifico delle crypto, ovviamente mi aspetto che la volatilità

continui a essere robusta nei prossimi mesi. Si tratta, però, di un'asset class ancora nuova, per cui essa occupa, come è giusto che sia, una quota decisamente ridotta dell'allocazione totale della maggior parte delle persone. Sono convinto che la tecnologia blockchain rappresenti un'innovazione fondamentale, in grado di definire il futuro negli anni a venire. Di conseguenza, andremo incontro a uno scenario in cui emergeranno nuovi campioni di questo settore e in cui i grandi nomi oggi esistenti si espanderanno, diventando sempre più stabili. In fondo, la stessa Amazon nel 2000 o Google nel 2004 (quando si è quotata) rappresentavano un salto nel buio con quotazioni estremamente volatili. Oggi, invece, è vero l'opposto: molto spesso questi giganti della rete vengono inseriti in portafogli tematici di vario genere».