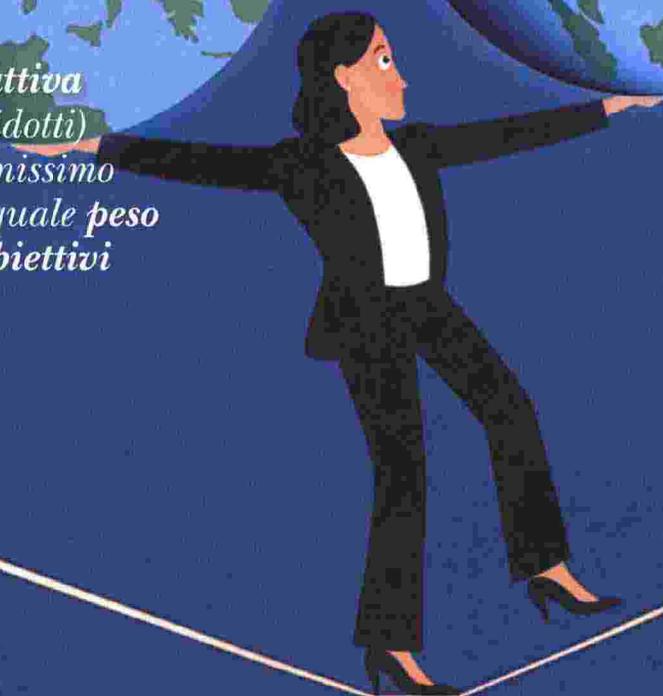


COVER STORY

Etf o fondi comuni? Convivenza felice

La contrapposizione tra gestione attiva e strumenti indicizzati (con costi ridotti) non sembra aver senso. Possono benissimo dividersi il portafoglio. Sapendo quale peso dare a ciascuno, a seconda degli obiettivi strategici e delle fasi di mercato



di Max Malandra e Aldo Bolognini Cobiانchi

Le previsioni di crescita del settore del risparmio gestito, nella sua accezione più ampia, negli scorsi anni erano tutte improntate all'ottimismo: PwC nel 2017 si attendeva che le masse globali dell'asset management superassero i **110mila miliardi di dollari** nel 2020 arrivando a quota 145mila miliardi nel 2025, mentre BlackRock, nel 2018, stimava che il settore degli Etf potesse raggiungere i **7mila miliardi** quest'anno e i 12mila a fine 2023. Numeri che probabilmente subiranno una battuta d'arresto a causa della pandemia e dell'impatto sui mercati che il Covid ha avuto, ma il trend rimane comunque tracciato. A PwC calcolano che, a livello mondiale, gli asset gestiti siano poco meno del 40% degli asset totali, quindi gli spazi di espansione sono ancora importanti, seppure, probabilmente,

con tassi di crescita più ridotti rispetto al passato.

Fondi comuni di investimento ed **Etf** sono i due strumenti che si contendono la fetta più grande del mercato, facendo nascere un dualismo che vede contrapporsi **gestione attiva** da una parte e **costi ridotti** dall'altra. Eppure i due strumenti possono convivere senza problemi, come evidenziato dal fatto che molti fondi hanno in portafoglio quote importanti di Etf. «A dare un'accelerazione al processo è stato sicuramente l'acquisto da parte di BlackRock degli Etf iShares, da Barclays nel 2009, con la dimostrazione che i due mondi, fondi a gestione attiva e passivi, possono essere complementari», ricorda **Corrado Caironi**, investment strategist di R&CA.

Ma quali utilizzare nelle diverse tipologie di investimento e fasi di mercato? E in che



Luca Giorgi,
head of wealth
BlackRock Italia,
Grecia, Malta

maniera? A questa domanda rispondono una serie di strategist di case di asset management e di emittenti di Etf, oltre che a gestori esterni e consulenti finanziari. «La scelta di utilizzare l'uno o l'altro strumento dovrebbe essere guidata dagli obiettivi strategici dell'investitore», mette in chiaro **Luca Giorgi**, head of wealth BlackRock Italia, Grecia, Malta. «Se l'obiettivo è quello di migliorare la performance di un dato indice di riferimento sulla base di una convinzione



Giuliano D'Acunti,
country head Italy
di Invesco



Vincenzo Sagone,
head of Etf, indexing
and smart beta
business unit
di Amundi Sgr

sizione su diverse asset class, siano esse all'interno di allocazioni strategiche o tattiche», aggiunge **Giuliano D'Acunti**, country head Italy di Invesco. «In Invesco cerchiamo di andare oltre l'individuazione del singolo prodotto finanziario e di rispondere a un'esigenza reale e concreta del cliente».

«Molti fondi indicizzati hanno un corrispondente Etf», spiega **Simone Rosti**, responsabile di Vanguard per l'Italia. «Entrambi i prodotti sono simili nello stile di gestione e nei ritorni, ma vi sono differenze che possono rendere un prodotto più adatto a diversi investitori. Queste sono principalmente legate alla liquidità degli Etf che in borsa sono negoziati in tempo reale e ai costi, che nel caso degli Etf è uguale per tutti, mentre nei fondi dipende dalla dimensione e dal cliente. Riteniamo che fondi attivi, fondi indicizzati ed Etf possano essere combinati all'interno di un portafoglio dove la parte core dovrebbe essere rappresentata dagli strumenti passivi, cioè fondi indicizzati o Etf, per abbassare il costo e avere una gestione efficiente del portafoglio, mentre per la parte satellite si dovrebbe ricorrere ai fondi attivi. Infatti, su alcune specifiche classi di attività, come le obbligazioni dei mercati emergenti, una gestione attiva del portafoglio può aggiungere valore, ma sempre mantenendo un basso costo di gestione». «La scelta tra Etf e fondi attivi dipende dagli obiettivi dei clienti in termini di costruzione del portafoglio», aggiunge **Vincenzo Sagone**, head of Etf, indexing and smart beta business unit di Amundi

Sgr. «Gli investitori si concentrano sul tracking error, rispetto al benchmark di un portafoglio globale, ma anche sui costi: sono aspetti che possono determinare l'uso di una soluzione d'investimento o di un'altra. Quello che osserviamo oggi è che gli Etf vengono utilizzati per asset allocation sia strategiche sia tattiche. In quanto ci sono molti modi di considerare gli Etf oltre all'allocation standard. Gli investitori istituzionali utilizzano ad esempio gli Etf per ottenere fra l'altro un'ampia esposizione ai mercati, per investimenti a lungo termine buy & hold, investimenti dinamici a breve termine e posizioni tattiche. È inoltre importante sottolineare che gli Etf sono ampiamente utilizzati come strumento di allocazione per la gestione attiva. Grazie alle loro caratteristiche low cost e all'ampia offerta esistente, gli Etf sono utilizzati per costruire un portafoglio core o per implementare strategie di diversificazione. Gli investitori possono quindi essere attivi nell'approccio gestionale utilizzando mattoncini passivi».

«I fondi comuni, infatti, sono gestiti da team di professionisti che, attraverso una gestione attiva e dinamica del patrimonio, puntano a battere sistematicamente il mercato di riferimento», interviene il manager di BlackRock, «al contrario gli Etf, replicando in modo passivo la composizione di un dato benchmark, mostrano una performance perfettamente allineata a quella del paniere di riferimento. Sebbene, dunque, possa venire spontaneo credere che gli strumenti a gestione attiva siano da preferire

forte verso le capacità di un gestore, allora lo strumento più adatto è il fondo comune; se l'obiettivo è, invece, replicare con precisione il mercato implementando una specifica asset allocation, allora l'Etf è lo strumento più idoneo».

«Penso siano due soluzioni di investimento complementari, la cui combinazione può funzionare al meglio per avere espo-

ATTIVI VS PASSIVI/1

Strumento	ISIN	Nome	Rendimento a 1 anno	Rendimento a 3 anni	Volatilità a 3 anni
Obbligazionario Emergente World					
Etf	IE0086TLBW47	iShares JPM S EM Corporate Bond Ucits Etf D S	5,51%	15,47%	9,15%
Etf	IE00BD4DX952	Xtrackers UsD EM Bond Qual. W. Ucits Etf 1D	5,41%	15,43%	8,60%
Etf	IE00BF541080	VanEck Vectors Em. Markets HY Bond Ucits Etf A	3,65%		
Fondo/Sicav	LU1697876206	T.Rowe Us Inv. Grade Corporate Bond Q S	10,43%		
Fondo/Sicav	LU1079021397	Multicoop. SICAV JB Fixed Inc. Em. Mkts HC B S	9,22%	17,75%	7,82%
Fondo/Sicav	LU0562246024	JPM Em. Mkts Investment Grade Bond A Acc S	7,68%	17,28%	7,68%

Fonte: Fida - Estrazione dati al 30/06/2020

COVER STORY

ATTIVI VS PASSIVI/2

Strumento	ISIN	Nome	Rendimento a 1 anno	Rendimento a 3 anni	Volatilità a 3 anni
Azionario Europa Large Cap					
Etf	LU1681041460	Amundi IS Msci Europe Mom. Factor Ucits Etf Eur	8,57%	21,10%	13,01%
Etf	IE008QNT1K786	iShares Edge Msci Europe Mom Fact Ucits Etf (Acc)	8,31%	20,78%	13,03%
Etf	LU1681041890	Amundi IS Msci Europe Quality Factor Ucits Etf Eur	4,66%	18,84%	12,56%
Fondo/Sicav	LU1387591305	MSIF Europe Opportunity A Eur	19,59%	27,16%	13,87%
Fondo/Sicav	LU0099161993	Carmignac Grande Europe A Eur Acc	14,70%	23,67%	13,52%
Fondo/Sicav	IE00BD5HXJ66	Comgest Growth Greater Europe Opp. R Cap Eur	14,67%	32,88%	17,55%
Azionario Europa Mid e Small Cap					
Etf	IE00B02KXM00	iShares Euro Stoxx Small Ucits Etf Eur (Dist)	-1,45%	6,71%	15,72%
Etf	FR0010900076	Amundi Etf Euro Stoxx Small Cap Ucits Etf	-1,69%	6,03%	15,70%
Etf	DE00A0D8QZ7	iShares Stoxx Europe Small 200 Ucits Etf (DE)	-3,97%	4,18%	17,42%
Fondo/Sicav	IE0004766014	Comgest Growth Europe Smaller Comp. Eur	13,96%	49,53%	17,94%
Fondo/Sicav	LU1160606635	SEB European Equity Small Caps C Acc Eur	13,08%	21,71%	19,54%
Fondo/Sicav	LU1366712609	DNCA Invest Archer Mid-Cap Europe N Cap Eur	12,95%		
Azionario Usa Large Cap					
Etf	IE00BX7RRJ27	UBS Etf Factor Msci Usa Quality Ucits Etf	17,55%	57,75%	15,60%
Etf	IE00BJQRDM08	Invesco Msci Usa ESG Univ. Scr. Ucits Etf Acc	14,89%		
Etf	LU1659681669	BNP P.Easy Msci Usa SRI S-series Ucits Etf D Eur	14,31%		
Fondo/Sicav	LU1121084831	MSIF Us Insight A Eur	50,56%	78,46%	22,88%
Fondo/Sicav	LU0073232471	MSIF Us Growth A Eur	48,88%	123,34%	23,39%
Fondo/Sicav	LU0225737302	MSIF Us Advantage A Eur	33,65%	92,41%	19,71%
Azionario Usa Mid e Small Cap					
Etf	IE00BJZ2DC62	Xtrackers Russell Midcap Ucits Etf 1C	-3,44%	15,76%	19,68%
Etf	IE00B3VWM098	iShares Msci Usa Small Cap Ucits Etf S	-5,32%	10,78%	22,47%
Etf	IE00BJ38QD84	SPDR Russell 2000 U.S. Small Cap Ucits Etf	-5,50%	6,71%	22,36%
Fondo/Sicav	LU0210535976	JPM Us Small Cap Growth A Acc S	15,99%	58,80%	24,30%
Fondo/Sicav	LU0458498135	MFS Meridian U.S. Concentrated Growth W1 S	12,21%	58,13%	15,91%
Fondo/Sicav	LU0049842262	UBS Lux Eq. Fd Mid Caps Usa P Cap S	11,39%	50,56%	21,41%
Azionario Cina					
Etf	IE00BHZRR147	Franklin Ftse China Ucits Etf	15,65%		
Etf	LU1841731745	Lyxor Msci China Ucits Etf - Acc	14,64%		
Etf	LU0514695690	Xtrackers Msci China Ucits Etf 1C	13,99%	27,93%	18,39%
Fondo/Sicav	LU0522352607	JPM China D Acc Eur	37,13%	60,17%	20,15%
Fondo/Sicav	LU1255011097	JPM China A-Share Opportunities A Acc Eur	34,58%	59,86%	21,03%
Fondo/Sicav	LU1831875205	SISF All China Equity C Cap S	32,60%		
Azionario Asia Large Cap					
Etf	IE00B5LP3W10	HSBC Msci EM Far East Ucits Etf	8,81%	15,29%	16,08%
Etf	LU1781541849	Lyxor Msci EM Asia Ucits Etf - Acc	6,28%		
Etf	IE00B466KX20	SPDR Msci EM Asia Ucits Etf	6,00%	13,18%	15,74%
Fondo/Sicav	LU0348784041	Allianz Oriental Income AT Cap Eur	43,38%	51,34%	19,82%
Fondo/Sicav	LU1378878430	MSIF Asia Opportunity A Eur	26,21%	72,78%	18,24%
Fondo/Sicav	LU0431685253	VitruviUs Greater China Equity B Eur Cap S	21,43%	49,84%	21,45%
Azionari Italia					
Etf	FR0010010827	Lyxor Ftse Mib Ucits Etf - Dist	-6,83%	2,13%	20,70%
Etf	LU1681037518	Amundi IS Ftse Mib Ucits Etf Eur	-6,84%	2,64%	20,68%
Etf	IE00B1XNH568	iShares Ftse Mib Ucits Etf Eur (Dist)	-7,00%	1,79%	20,69%
Fondo/Sicav	IT0005247132	Anthilia Small Cap Italia A	26,08%	22,73%	20,42%
Fondo/Sicav	IT0005342867	Euromobilare Equity Mid Small Cap A	4,94%		
Fondo/Sicav	IT0004464233	Symphonia Azionario Small Cap Italia	-0,21%	2,64%	17,40%
Tecnologia					
Etf	IE00BWBXM948	SPDR S&P Us Technology Select Sector Ucits Etf	37,30%	101,29%	18,64%
Etf	IE00B3VSSL01	Invesco Technology S&P Us Sel. S. Ucits Etf Acc	36,98%	100,94%	18,97%
Etf	IE0032077012	Invesco EQQQ Nasdaq-100 Ucits Etf Dist	35,37%	86,72%	17,66%
Fondo/Sicav	LU1917164938	BGF Next Generation Technology E2 Cap Eur	53,29%		
Fondo/Sicav	LU1819479939	Fin. Ech. Artificial Intelligence K Eur	51,50%		
Fondo/Sicav	LU0171310955	BGF World Technology E2 Eur	45,23%	126,37%	21,21%

Fonte: Fida - Estrazione dati al 30/06/2020

COVER STORY



Jeremy De Pessemier,
senior investment
strategist
di State Street
Global Advisors



Giacomo Calef,
country manager
di Notz Stucki



Corrado Caironi,
investment strategist
di R&CA

rispetto a quelli indicizzati alla luce della migliore performance attesa, nella realtà vediamo, invece, che a volte i fondi attivi potrebbero non sovraperformare in modo continuativo il proprio benchmark. In particolare, molte statistiche mostrano come possa risultare difficile per i gestori attivi battere sistematicamente il mercato quando si tratta di investire in ampie aree geografiche, ben diversificate e ben coperte dagli analisti come il mercato azionario Usa, mentre la probabilità di sovraperformance aumenta quando si tratta di investire in aree di nicchia, settori specifici o alcuni paesi emergenti. Il trend che vede un utilizzo di fondi passivi per la parte core del portafoglio e di fondi attivi per quella satellite dura ormai da una decina di anni, ed è guidato dalla necessità di tagliare i costi alla luce della riduzione dei rendimenti degli asset obbligazionari. La conferma di questa impostazione viene anche da **Jeremy De Pessemier**, senior investment strategist di State Street Global Advisors: «La tradizionale forte dipendenza dalla gestione attiva ha lasciato spazio ad approcci che prevedono un'allocazione core su strumenti indicizzati a cui si associano esposizioni satellite caratterizzate da tracking error più elevate, un approccio cosiddetto core and explore. Riteniamo che l'ultima turbolenza di mercato non cambierà questa dinamica. In altre parole la scelta tra gestione attiva o passiva non è binaria, ma gli investitori dovrebbero pensare a come e quando utilizzare la gestione attiva. In generale, riteniamo che si dovrebbe optare per la gestione attiva quando si verificano le giuste condizioni o quando una particolare asset class si trova ad affrontare sfide insolite».

Non è d'accordo, invece, **Giacomo Calef**, country manager di Notz Stucki: «La qualità dei fondi a gestione attiva dipende dalla capacità del gestore di generare alpha e battere il benchmark, rispondendo all'esigenza di apportare le opportune modifiche al portafoglio quando si verificano crolli sui mercati oppure importanti rotazioni settoriali. In

un'asset allocation strategica, se la selezione del gestore è accurata è premiante per la performance del portafoglio, al netto delle commissioni, sarebbero quindi più opportuni i fondi. Invece, per quanto riguarda l'asset allocation tattica, sarebbe meglio utilizzare gli Etf, in quanto, oltre ai costi ridotti, presentano una miglior liquidabilità e dunque sono più adatti al trading».

Ma il trend dei flussi da attivi a passivi è irreversibile? «Sebbene sia troppo presto per trarre conclusioni sull'impatto della recente crisi dei mercati, maggiore è il capitale che confluisce nelle strategie indicizzate, più alta è la probabilità che si verifichino anomalie di prezzo a beneficio dei gestori attivi più abili», dice il manager di Ssga. «Ciò, a sua volta, potrebbe attirare nuovamente i flussi verso le strategie attive, se dimostrano di essere in grado di aggiungere valore al netto delle commissioni».

«Gli asset manager attivi investono molto sulla **ricerca finanziaria** attraverso la costituzione di gruppi interni di analisti altamente qualificati e suddivisi in aree di studio interconnesse», aggiunge Caironi, «Questa ricerca serve per gestire e innovare i portafogli di investimento, ma anche per portare approfondimenti di cultura finanziaria a consulenti, private banker, manager aziendali, intermediari del credito e negozianti di mercato. Sembra evidente che gli algoritmi matematici che regolano il mondo dei fondi passivi abbiano meno esigenze di ricerca su questo lato e più su **algoritmi e motori automatizzati di negoziazione**, sebbene l'evoluzione di recenti modelli di asset allocation, governati da intelligenza artificiale e big data, porteranno ulteriori sfide a ricerca e analisi finanziaria».

STRATEGIE A CONFRONTO

«Nel modo classico di utilizzo degli uni e degli altri sono comunque rimaste divergenze», dice Caironi. «Analizzando il mercato in termini di nuovi fondi e di chiusure/fusioni, i gestori attivi con uno stile molto dinamico e semi passivo si so-

no dimostrati nel medio termine lontani dal battere i loro benchmark, forse anche per gli alti costi di gestione (basti pensare banalmente a gestori con l'obiettivo di sovraperformare gli indici statunitensi S&P500 o Nasdaq Composite), e sostituiti da un numero crescente di fondi passivi che si sono avvantaggiati dei modelli di asset allocation dei gestori attivi basati sulla selezione di asset growth/waluel, settori, capitalizzazione, momentum ecc. creando **Etf specializzati**. Godono buona salute i fondi attivi di asset allocation globali/regionali azionari e di aggregazione obbligazionaria per regione e rating, che offrono la capacità del gestore di picking e timing in una comprovata strategia di gestione dinamica, la combinazione trasversale di sub-settoriali innovativi, strategie Esg, Sri, private equity e alternative. In un bull market l'utilizzo degli Etf è per la maggior parte il modo migliore di performare almeno quanto il mercato, **meno in mercati laterali volatili e di bear market**. Il gestore attivo normalmente concilia meglio la sua selezione degli asset e le dinamiche di portafoglio nelle fasi difensive, tanto che i fondi attivi mostrano normalmente volatilità meno elevate».

«In linea generale, sarebbe saggio costruire un portafoglio improntato sugli Etf, limitando l'utilizzo dei fondi comuni di investimento solo a quei pochissimi che hanno dimostrato di generare alpha e di sovraperformare gli equivalenti Etf in modo abbastanza stabile», commenta **Gabriele Bellelli**, trader ed educatore finanziario indipendente. «Purtroppo i fondi che, dopo rigorose analisi statistiche, generano alpha e ottengono performance sistematicamente superiori a quelle di un Etf sono davvero pochi rispetto al numero dei fondi acquistabili. In base ai miei studi statistici, l'abilità di un gestore tende a emergere principalmente nei mercati **meno liquidi e meno efficienti**, come ad esempio l'obbligazionario oppure l'azionario dei paesi emergenti. Al contrario invece, sui mercati più liquidi e più efficienti, come ad esempio ▶▶

COVER STORY

ATTIVI VS PASSIVI/3

Strumento	ISIN	Nome	Rendimento a 1 anno	Rendimento a 3 anni	Volatilità a 3 anni
Energy					
Etf	FR0010524777	Lyxor New Energy Ucits Etf - Dist	21,57%	53,71%	16,58%
Etf	IE0081XNHC34	iShares Global Clean Energy Ucits Etf UsD (Dist)	20,24%	55,66%	21,84%
Etf	LU1291109616	BNP P.Easy Energy & Metals Enhanced Roll Eur	-7,94%	2,16%	12,38%
Fondo/Sicav	LU0823414718	BNP Paribas Energy Transition Clas Dis Eur	20,02%	14,87%	32,35%
Fondo/Sicav	LU0175571735	Multipartner SICAV RobecoSAM Smart Energy B Eur	19,83%	46,01%	20,23%
Fondo/Sicav	LU0280435461	Pictet-Clean Energy-R Eur	17,59%	24,59%	18,02%
Beni di consumo					
Etf	IE00BM67HP23	Xtrackers Msci World Cons. Discr. Ucits Etf 1C	10,13%	36,93%	18,32%
Etf	LU0533032008	Lyxor Msci World Cons. Discr. TR Ucits Etf - Acc	9,74%	36,29%	18,16%
Etf	IE00BWBXM278	SPDR S&P Us Cons.Discretionary Select S. Ucits Etf	8,88%	48,72%	20,19%
Fondo/Sicav	LU0187079347	Robeco Global Consumer Trends Eq. D Eur	21,82%	67,65%	14,84%
Fondo/Sicav	LU1809976522	LO Funds World Brands P Eur	16,61%	67,73%	16,65%
Fondo/Sicav	LU0115139569	Invesco Global Consumer Trends E Eur	15,54%	34,40%	23,09%
Healthcare					
Etf	IE00BQ70R696	Invesco NASDAQ Biotech Ucits Etf Acc	27,67%	35,52%	21,64%
Etf	IE00BK5BC677	L&G Healthcare Breakthrough Ucits Etf	26,29%		
Etf	IE00BF0H7608	L&G Pharma Breakthrough Ucits Etf	23,57%		
Fondo/Sicav	LU1683285750	CS (Lux) Digital Health Equity IB S	39,13%		
Fondo/Sicav	LU1269736838	Candriam Eq. L Biotechnology R Cap Eur	31,54%	43,83%	20,03%
Fondo/Sicav	LU0069152568	UBS Lux Eq. Fd Biotech P Cap S	31,06%	34,81%	20,92%
Obbligazionario globale Investment grade					
Etf	LU1437016204	Amundi IS J.P. Morgan GBI Gl. Gov. Ucits Etf DR	6,53%	14,30%	5,18%
Etf	LU0908508731	Xtrackers II Global Govern. Bond Ucits Etf 5C	6,06%	13,70%	4,90%
Etf	IE00B43QJ140	SPDR Bl. Bar. Gl. Agg. Bond Ucits Etf (Dist)	5,73%		
Fondo/Sicav	LU1670712956	M&G (Lux) Global Corporate Bond A Cap S	12,50%	22,85%	7,48%
Fondo/Sicav	LU0381556447	GS Global Credit Ptf (Hedged) P Cap S	11,66%	24,41%	8,94%
Fondo/Sicav	LU0905645791	TCW MeiWest Total Return Bond AE Cap Eur	10,04%	17,12%	6,51%
Obbligazionario globale High Yield					
Etf	IE00BZ0G8860	SPDR Bloom. Barc. 10+ Y U.S. Corp. Bd Ucits Etf	16,04%	31,56%	11,30%
Etf	LU1215461085	UBS-Etf Bl. Barc. Msci Us L. Co. S. Ucits Etf A S	12,92%	24,61%	8,09%
Etf	IE00BZ036H21	Xtrackers UsD Corporate Bond Ucits Etf 1D	12,73%	25,03%	8,62%
Fondo/Sicav	LU1567059180	Capital Group Us Corporate Bond Z Cap Eur	14,46%	25,64%	7,43%
Fondo/Sicav	LU0546920561	NN (L) Us Credit X Cap S	12,85%	23,15%	8,41%
Fondo/Sicav	LU1333038807	DWS Invest UsD Corporate Bonds LD Dis S	12,33%	20,58%	7,22%
Obbligazionario corporate Usa High Yield					
Etf	IE00BDR5HM97	Xtrackers UsD HY Corp. Bond Ucits Etf 1D	1,49%		
Etf	IE00BCRY6003	iShares S Short Dur HY Corp Bond Ucits Etf (Dist)	0,05%	8,71%	7,70%
Etf	IE00B4PY7Y77	iShares S HY Corp Bond Ucits Etf UsD (Dist)	0,03%	9,54%	8,84%
Fondo/Sicav	IT0004812514	Amundi Obbligazionario Corp. America Dis A Eur	8,77%	16,99%	9,23%
Fondo/Sicav	LU1105450883	AXA WF Us Dynamic High Yield Bonds F Cap S	5,48%	15,63%	11,72%
Fondo/Sicav	LU1697876974	T.Rowe Us High Yield Bond Q S	4,42%		
Obbligazionario Euro corporate					
Etf	IE00B388Q275	iShares EurCovered Bond Ucits Etf Eur (Dist)	0,76%	4,61%	1,95%
Etf	IE0032523478	iShares € Corp Bond Large Cap Ucits Etf Eur (Dist)	-0,39%	5,24%	5,28%
Etf	LU1681040066	Amundi IS Euro Corp. Fin. Iboxx Ucits Etf Eur	-0,48%	4,01%	5,04%
Fondo/Sicav	LU0966593005	DPAM L Bonds Universalis Unconstr. W Cap Eur	3,81%	14,00%	5,54%
Fondo/Sicav	LU0370787359	Fidelity Euro Corporate Bond Y Cap Eur	3,10%	9,07%	5,06%
Fondo/Sicav	LU0076315455	Nordea 1 European Covered Bond BP Eur	2,33%	9,06%	2,13%
Obbligazionario Euro corporate High Yield					
Etf	IE00BSKRR281	iShares EurCorp Bond BBB-BB Ucits Etf Eur (Dist)	-1,03%	4,52%	5,52%
Etf	LU1215415214	Lyxor iBoxx Eur Liquid HY BB Ucits Etf - Acc	-2,92%	2,13%	7,99%
Etf	IE00BD805H32	PIMCO Euro ST HY Corp.Bond Index Ucits Etf (Dis)	-3,08%		
Fondo/Sicav	LU0170473374	Franklin European Total Return A Eur	2,69%	5,18%	4,24%
Fondo/Sicav	LU0942153742	Candriam Bonds Euro High Yield R Eur	0,11%	7,06%	6,03%
Fondo/Sicav	LU0556617156	NAT Ostrum Euro High Income R Cap Eur	-0,61%	2,49%	8,17%

Crisi e volatilità ridanno slancio alla gestione attiva

Il crollo e il successivo rimbalzo dei mercati hanno creato situazioni di illiquidità degli strumenti del gestito e soprattutto dei titoli sottostanti in portafoglio. Cosa ha insegnato questa crisi, ma soprattutto ha cambiato i trend in corso nell'industria del gestito?

Luca Giorgi (BlackRock). L'Etf ha mostrato di saper rispondere con efficienza alle esigenze degli investitori, consentendo di scaricare velocemente il rischio e mantenendosi liquido nei momenti di alta volatilità. È stato proprio quando la liquidità dei titoli sottostanti ha cominciato a scarseggiare che gli investitori sono ricorsi agli Etf per modificare velocemente l'asset allocation e operare anche laddove non esistevano più prezzi a livello di singolo sottostante. La crisi ha però ribadito l'importanza di un approccio attivo per investire in settori e temi di investimento specifici come la tecnologia e l'healthcare, caratterizzati da opportunità di crescita in vari sottosectori ma, allo stesso tempo, da business model e successi aziendali non uniformi e da valutazioni mai troppo scontate.

Il successo di queste strategie attive è stato sancito dagli oltre 20 miliardi di dollari raccolti Ytd a livello Emea e dalla resilienza dei flussi rispetto all'andamento della crisi.

Giuliano D'Acunti (Invesco). La pandemia ha generato un'elevata volatilità sui mercati finanziari. Questa crisi è destinata a rimanere negli annali e ad accompagnare le nostre vite per sempre. Ma è importante mantenere la mente lucida per cogliere i fattori di cambiamento che consentono di guardare con sufficiente ottimismo al futuro. È in questi contesti che il gestore attivo può fare la differenza: per investire in un mercato che si sta profondamente trasformando, una ricerca bottom-up dei singoli titoli basata su un'attenta analisi dei fondamentali può aggiungere valore, sia nel mondo azionario che in quello obbligazionario. Come pure può contribuire ad aggiungere valore un approccio basato sui fattori, o una gestione attiva dell'asset allocation, che può essere popolata da fondi attivi e Etf.

Jeremy De Pessemier (Ssga). Nel 2019 la bassa volatilità delle azioni globali non ha favorito la gestione attiva, ma la crisi legata al Covid-19 ha portato a un forte aumento della volatilità che potrebbe favorire i gestori azionari attivi. In termini di asset allocation, la gestione attiva è più complessa visto l'aumento delle correlazioni medie tra azioni, obbligazioni e materie prime. Tuttavia, le correlazioni medie tra i settori sono diminuite a livello globale e in Europa creando opportunità di differenziazione grazie all'asset allocation tattica.

Vincenzo Sagone (Amundi). La contrazione ha rappresentato un trend generale che ha avuto un impatto sulle classi di attivo più rischiose e non si è limitata alla gestione passiva o attiva. Questa crisi ha dimostrato in particolare la resilienza e la robustezza degli Etf che hanno continuato a essere negoziati durante gli episodi di stress del mercato, fornendo liquidità agli investitori. La flessione generale dei mercati ha offerto ai manager attivi la possibilità di ripristinare l'esposizione attraverso gli Etf, sfruttando allo stesso tempo le opportunità di stock picking che emergono nell'ambito delle distorsioni tipiche delle crisi, offrendo così un ampio campo da gioco per i manager attivi.

Simone Rosti (Vanguard). Il crollo dei mercati finanziari globali negli ultimi mesi ha messo alla prova l'emotività degli investitori e la loro disciplina. Tra febbraio e maggio, più di nove investitori privati statunitensi di Vanguard su dieci non hanno negoziato in diretta

risposta al crollo dei mercati. Naturalmente, i volumi delle transazioni sono stati un po' elevati, ma la nostra ricerca ha dimostrato che gli investitori guardano al lungo termine. Tra coloro che hanno fatto trading, la metà ha effettuato una sola transazione e la maggioranza (7 su 10) ha deciso di spostarsi dalla liquidità all'azionario. Questo è fondamentale. Gli investitori che abbandonano la propria pianificazione finanziaria di lungo termine rischiano di perdere le opportunità della ripresa, subendo danni permanenti. La crisi ha dimostrato che quando non si poteva fare quasi nulla sui mercati nei giorni peggiori, solo due strumenti facevano eccezione: i titoli di Stato e gli Etf.

Michele De Michelis (Frame). Parafasando Warren Buffet, «chi nuota nudo lo si vede solo quando la marea scende» e questa crisi ha sicuramente dimostrato che la liquidabilità degli Etf sia un falso mito. Dipende, come per tutti gli altri fondi, dalla liquidità dei sottostanti e più sei grosso più difficoltà hai a trovare prezzi operativi. Se non fosse intervenuta la Fed a fare da compratore di ultima istanza non oso pensare cosa sarebbe potuto accadere. Ad esempio, l'ultima settimana di marzo, un Etf obbligazionario investment grade con asset superiori ai 20 miliardi di dollari è arrivato a perdere quasi il 22% in circa 15 giorni. Così come non amo investire nei monster funds come asset in gestione perché li ritengo inefficienti e ingessati nella gestione, allo stesso modo mi comporto con gli Etf cercando di analizzare il sottostante piuttosto che il bid-ask nei momenti di tranquillità.

Luca Valaguzza (Euclide). Non penso che la recente crisi abbia modificato le modalità d'Uso di fondi vs Etf: è stata una crisi economica improvvisa per un fattore esogeno come la pandemia, ma pur sempre crisi di mercato e non finanziaria, per cui non vi sono state criticità di liquidità o altro negli strumenti utilizzati. È ovvio che i picchi di volatilità aumentino le correlazioni nella caduta dei prezzi, a vantaggio degli Etf, ma nel rally dai minimi abbiamo avuto una forte dispersione di performance tra i settori che hanno avvantaggiato sia le scelte tematiche che i gestori attivi.

Giacomo Calef (Notz Stucki). La crisi recente ha sancito la vittoria per quei gestori attivi che si sono dimostrati abili nella selezione e rotazione di quei titoli che hanno catturato gran parte del rimbalzo degli ultimi quattro mesi. La pandemia ci ha insegnato che dare importanza meramente al costo di gestione del veicolo potrebbe portare a scelte d'investimento poco efficienti, poiché una buona selezione deve prendere in considerazione le performance ottenute al netto delle spese. Inoltre il 2020, rispetto al 2019, sta offrendo più opportunità alla gestione attiva e meno a quella passiva: l'anno scorso, si ricordi, tutte le asset class sono salite indistintamente, quindi era un buon contesto per investire utilizzando veicoli a bassi costi come gli Etf, quest'anno i gestori attivi capaci stanno avendo la possibilità di sovraperformare i benchmark.

Carlo de Luca (Gamma Capital). Non solo in questa crisi, ma tutte le volte che l'indice della volatilità Vix supera determinati livelli al rialzo come nelle fasi acute di risk-off possiamo constatare come gli Etf diventano totalmente inefficaci ed erratici, gli spread si allargano in maniera incredibile, la differenza denaro-lettera supera di gran lunga quello dei titoli sottostanti, il delta del Nav (ossia la differenza tra il prezzo di borsa e il valore del fondo sottostante) si allarga in maniera inaccettabile.

l'indice azionario americano S&P500 o Nasdaq, gli Etf tendono a fornire risultati decisamente migliori rispetto ai fondi». Strategia differente per Frame Am: «Tendenzialmente preferiamo utilizzare gestori attivi e quindi le nostre asset allocation

strategiche vengono costruire soprattutto con fondi», sottolinea **Michele De Michelis**, responsabile investimenti. «L'utilizzo degli Etf viene implementato solo se in un determinato mercato non riusciamo a trovare una strategia che generi alpha

con buona costanza. Se invece vogliamo prendere una posizione sul mercato in tempo reale con approccio tattico, allora in quel caso lo facciamo attraverso l'uso degli Etf poiché i fondi hanno un evidente gap temporale. Più in generale, »

COVER STORY



Gabriele Bellelli,
trader ed educatore
finanziario
indipendente

nei mercati particolarmente efficienti, coperti da migliaia di analisti, è estremamente difficile battere un benchmark o il mercato di riferimento: in quei casi è preferibile utilizzare gestioni passive e quindi Etf perché l'ottimizzazione dei costi può fare la differenza. Mentre nei mercati meno efficienti è vero il contrario essendo la gestione attiva a sovraperformare».

«Sarebbero da preferire i fondi attivi per l'esposizione a obbligazioni corporate e high yield, invece gli Etf quando si guarda ai mercati azionari sviluppati e a quelli obbligazionari governativi», mette in chiaro il country head di Invesco. «Il motivo principale va ricercato nel ruolo e nella fisicità del gestore. In mercati come quello azionario Usa, estremamente efficiente, è molto difficile fare meglio del mercato, mentre in altri, la figura del gestore è fondamentale poter trarre vantaggio dai movimenti di mercato, adeguando rapidamente la composizione del portafoglio.

Ma ancora una volta, crediamo che guardare solo all'asset class possa essere un criterio troppo limitato per la scelta di uno strumento. Qual è l'obiettivo del cliente? Quale tema di investimento identifica e realizza al meglio i suoi bisogni finanziari? Il punto di partenza e di arrivo è il cliente, al quale va offerto un approccio agnostico, supportato da un'ampia gamma di possibilità che permetta di costruire una proposta il più possibile personalizzata. Per esempio, un Etf passivo può essere un componente importante di un portafoglio in cui l'asset allocation è attiva».

AREE E SETTORI

Entrano nel dettaglio a Ssga: «Investire attivamente su determinate regioni geografiche è consigliabile solo quando sono presenti le condizioni per generare alpha, come per esempio la dispersione: una più ampia dispersione all'interno di un mercato azionario regionale può fornire maggiori opportunità per i gestori attivi e nei mercati azionari sviluppati



Michele De Michelis,
responsabile
investimenti
di Frame Asset
Management

la dispersione trasversale ha iniziato a riprendersi dai livelli storicamente bassi, creando opportunità favorevoli per i gestori attivi, in particolare negli Stati Uniti e in Giappone».

«In Euclidea consideriamo che il portafoglio più efficiente debba essere sempre composto da entrambi gli strumenti», rivela **Luca Valaguzza**, co-fondatore della Sim: «Abbiamo creato un nostro ranking proprietario che confronta per ciascuna asset class e area geografica (165 peer group) sia fondi che Etf, in modo che emergano nella valutazione sia la componente costo sia altri fattori quantitativi di valutazione come la performance, il rischio e altri fattori come le masse, gli inflow e gli outflow dal veicolo. Una volta fatta la nostra asset allocation, con un altro modello quanti-

tativo proprietario applichiamo quanto sopra, a prescindere che sia una scelta di asset allocation strategica o tattica. In linea di principio preferiamo utilizzare fondi passivi ed Etf quando investiamo in mercati molto efficienti (mercato azionario Usa o bond governativi) o in condizioni caratterizzate da alta volatilità in cui tipicamente i gestori attivi fanno fatica a far emergere il proprio valore aggiunto.

I fondi attivi, se di buona qualità, sono da preferire nel caso di mercati meno efficienti e di condizioni di mercato meno volatili, dove vi sono maggiori opportunità di creare valore con la selezione dei titoli, ad esempio in mercati più specialistici come il settore delle obbligazioni investment grade e high yield, dove troviamo società con qualità del debito molto diverso, o in quelli caratterizzati da alto grado di disomogeneità come i mercati emergenti».

Conferma Rosti: «Vi sono alcune classi di attività, come ad esempio il debito emergente e l'high yield, in cui una gestione attiva del portafoglio può aggiungere valore, ma con approccio a basso costo. Una buona gestione attiva di portafoglio



Simone Rosti,
responsabile
di Vanguard
per l'Italia



Carlo De Luca,
responsabile
asset management
di Gamma
Capital Markets



Luca Valaguzza,
co-fondatore
di Euclideia Sim

con costi elevati può erodere valore nel tempo. In alcune specifiche condizioni di mercato, la gestione attiva del portafoglio può aggiungere valore, se combinata con la gestione passiva.

Per esempio, dopo il lungo e recente rally dei titoli investment grade, crediamo che nel credito globale vi siano ora alcune opportunità per la gestione attiva.

«Se il sottostante del titolo, per esempio azioni large cap oppure obbligazioni governative o corporate, è molto liquido, possiamo utilizzare sia fondi sia Etf», dice Carlo De Luca, responsabile asset management di Gamma Capital Markets. «Ma non appena andiamo su small cap o, peggio ancora, su titoli high yield osserviamo che, mentre nelle fasi di risk on non ci sono problemi, nelle fasi di risk off gli spread sia di denaro/lettera sia del delta Nav aumentano a dismisura. Bisogna poi distinguere gli Etf delta 1 o plain vanilla (che replicano il sottostante esattamente come si muove) da quelli strutturati (a leva, short o quant): questi ultimi, infatti, sono utili solo se si detengono per ragioni tattiche per un breve periodo di tempo, altrimenti i costi sono troppo alti e i benefici diventano quasi nulli. Più in generale, gli Etf possono essere utilizzati nelle aree dove la liquidità del sottostante è molto ampia, mentre nei mercati meno liquidi gli Etf soffrono perché è più complicato per il market maker definire il prezzo: in questi casi quindi meglio affidarsi a un gestore specializzato che tratta giornalmente questi asset».

«Temi quali volatilità, orizzonte temporale e ritorni attesi sono oggi parte integrante della cultura dei risparmiatori», esemplifica Caironi. «Se quindi gli Etf sono passati da essere strumenti satellite a core asset nel portafoglio, sono oggi i gestori attivi con i temi d'investimento legati alla sostenibilità, ai trend settoriali che combinano technology e healthcare, intelligenza artificiale e robotica, a divenire complementari aggiungendo un grado essenziale di alpha al portafoglio».

TEMATICI E MEGATREND

Le due aree di investimento che stanno raccogliendo molto in termini di flussi di capitale, sono rappresentate dagli investimenti tematici e dai megatrend. In questi casi specifici, quali sono i suggerimenti dei manager? Meglio i fondi o gli Etf?

«In un mercato azionario che potrebbe avere difficoltà a crescere in maniera sostanziale entro la fine dell'anno, la selezione settoriale potrebbe rivelarsi una proposta interessante, ci aspettiamo che alcuni settori se la caveranno meglio di altri», spiega De Pessemier. «Inoltre, anche l'integrazione di prodotti Esg nei portafogli è oggi una priorità per molti investitori».

«Se pianificare gli investimenti su un orizzonte temporale esteso è sempre

INVESTIRE SU TEMI DI LUNGO PERIODO OGGI È UNA NECESSITÀ

stato un elemento importante, oggi lavorare su progetti di lungo periodo è una necessità», aggiunge D'Acunti. «Dobbiamo fare una riflessione su quelli che realmente pensiamo possano essere dei trend sostenibili nel lungo periodo, che vadano quindi al di là delle mode. Ad esempio la tecnologia, con il suo effetto dirompente in questi mesi sul comportamento dei consumatori su scala mondiale, oppure il progetto della Nuova via della seta, il grande piano economico cinese. È fondamentale procedere a una valutazione che prenda in esame progetti, iniziative, trend che implicino cambiamenti nell'economia reale, i cui effetti si trasferiscono sui mercati finanziari: questo ci consente di fare una valutazione pluriennale e di prendere in considerazione tematiche sostenibili». Entra nel dettaglio Calef: «Questi temi, secondo le nostre analisi, non sono tutti veramente profittevoli nel medio-lungo termine, quindi ci focalizziamo solo su quelli che possono dare davvero un valore aggiunto al portafoglio. Oppure,

nel caso di un fondo tematico, ad esempio il settore lusso, la gestione attiva potrebbe dare la possibilità di costruire il basket anche con titoli non inclusi nel benchmark, ma in grado di incrementare l'alpha, anche se in questo caso risulta opportuno appoggiarsi a un advisor esterno per la selezione qualitativa».

«Personalmente non utilizzo i prodotti multifactor perché, numeri alla mano, non generano risultati particolarmente brillanti e degni di nota, se confrontati con gli Etf classici», interviene Bellelli. «Al contrario invece, all'interno di strategie trend follower e rotazionali, utilizzo Etf che investono nei megatrend, in particolare su gaming ed e-sports, intelligenza artificiale, sicurezza informatica e information technology».

«Se l'investimento è tattico, meglio utilizzare Etf, così come se si vuole andare su mercati o settori dove non si conoscono gestori di fiducia», chiarisce De Michelis. «Per me la differenza tra un Etf e un fondo attivo è come quella che c'è tra un ristorante di una catena mondiale e quello ad autentica conduzione familiare, con cucina tipica regionale, e gestito da anni dalle stesse persone. Nel primo caso sai più o meno cosa aspettarti in qualunque posto del mondo, nel secondo tutto dipende dalla capacità del gestore». «Il nostro processo di gestione ha un ultimo passaggio qualitativo, e quindi umano, da parte nel nostro comitato investimenti», spiega Valaguzza. «Per questo motivo se vi sono delle condizioni di forte dispersione di rendimenti, come quelle riscontrate da aprile in poi, ci viene automatico scegliere un gestore attivo per una scelta tematica, in quanto si trova nelle migliori condizioni di mercato per creare alpha tramite lo stock picking». «Dipende dall'utilizzo», conclude De Luca. «Se si vuole investire a benchmark o in maniera tattica va benissimo un Etf, ma se si vuole cercare di generare alpha, meglio un fondo specializzato, tanto che ora esistono anche fondi azionari che investono in megatrend con approccio flessibile».