



REPLICANTI SU MISURA

Speculatore o cassetista? Nel portafoglio non manchino ETFs settoriali.

L'analisi svolta valuta l'offerta attuale di ETFs settoriali armonizzati sulle principali piazze finanziarie europee.

PERCHÉ ARMONIZZATI?

Questa scelta è dettata da criteri di imposizione fiscale: **gli ETFs armonizza-**

ti, infatti, sono tassati al 12,5% dal sostituto d'imposta senza obbligo di portarli in dichiarazione.

Diversa è invece la tassazione degli ETFs non armonizzati, ad esempio quelli americani, i cui proventi vanno portati in dichiarazione e tassati all'aliquota IRPEF dell'investitore.

Per tale motivo non abbiamo considerato questi strumenti, spesso tra i più efficienti sul mercato dal punto di vista finanziario.

Ricordiamo che sono armonizzati tutti gli strumenti finanziari conformi alla Direttiva europea 85/611/CEE e quindi contrassegnati dalla sigla UCITS (*Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*). ▶▶

TABELLA 1 - CORRELAZIONE INDICI GEOGRAFICI

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1 MSCI World Free	1	0,95	0,80	0,85	0,74	0,49	0,84	0,56	0,86	0,68
2 S&P 500	0,95	1	0,82	0,78	0,65	0,33	0,76	0,44	0,78	0,58
3 Nasdaq Composite	0,80	0,82	1	0,64	0,59	0,37	0,65	0,48	0,66	0,62
4 S&P Europe 350	0,85	0,78	0,64	1	0,87	0,41	0,97	0,53	1,00	0,61
5 Mibtel	0,74	0,65	0,59	0,87	1	0,37	0,88	0,49	0,88	0,56
6 Nikkey 225	0,49	0,33	0,37	0,41	0,37	1	0,41	0,55	0,41	0,52
7 DJ EuroStoxx 50	0,84	0,76	0,65	0,97	0,88	0,41	1	0,52	0,97	0,61
8 MSCI Asia	0,56	0,44	0,48	0,53	0,49	0,55	0,52	1	0,54	0,89
9 MSCI Europa	0,86	0,78	0,66	1,00	0,88	0,41	0,97	0,54	1	0,62
10 MSCI Emerging markets	0,68	0,58	0,62	0,61	0,56	0,52	0,61	0,89	0,62	1

Fonte elaborazione ufficio studi Consultique su dati Bloomberg - dati aprile 2004

TABELLA 2 - CORRELAZIONE INDICI SETTORIALI EUROPA

	1	2	3	4	5	6	7	8
1 MSCI Eu Energy	1	0,56	0,51	0,52	0,59	0,17	0,52	0,43
2 MSCI Eu Materials	0,56	1	0,82	0,49	0,79	0,31	0,51	0,54
3 MSCI Eu Industrials	0,51	0,82	1	0,46	0,83	0,57	0,56	0,55
4 MSCI Eu Healthcare	0,52	0,49	0,46	1	0,61	0,25	0,63	0,45
5 MSCI Eu Financials	0,59	0,79	0,83	0,61	1	0,47	0,63	0,59
6 MSCI Eu Telecom	0,17	0,31	0,57	0,25	0,47	1	0,38	0,24
7 MSCI Eu Utilities	0,52	0,51	0,56	0,63	0,63	0,38	1	0,51
8 MSCI Eu Real Estate	0,43	0,54	0,55	0,45	0,59	0,24	0,51	1

Fonte elaborazione ufficio studi Consultique su dati Bloomberg - dati aprile 2004

MANAGER & ADVISOR	CODICE ISIN	ETF	VALUTA	BENCHMARK	COMMISSIONI ENTRATA USCITA PERFORMANCE
STREETTRACKS EUROPE www.statestreetfrance.com/ streettracks	FR0000001752	MSCI Europe Consumer Discretionary ETF	EUR	MSCI Europe Consumer Discretionary Index	NO
	FR0000001745	MSCI Europe Consumer Staples ETF	EUR	MSCI Europe Consumer Staples Index	NO
	FR0000001810	MSCI Europe Energy ETF	EUR	MSCI Europe Energy Index	NO
	FR0000001703	MSCI Europe Financials ETF	EUR	MSCI Europe Financials Index	NO
	FR0000001737	MSCI Europe Health Care ETF	EUR	MSCI Europe Health Care Index	NO
	FR0000001778	MSCI Europe Industrials ETF	EUR	MSCI Europe Industrials Index	NO
	FR0000001695	MSCI Europe Information Technology ETF	EUR	MSCI Europe Information Technology Index	NO
	FR0000001794	MSCI Europe Materials ETF	EUR	MSCI Europe Materials Index	NO
	FR0000001687	MSCI Europe Telecommunication Services ETF	EUR	MSCI Europe Telecommunication Services Index	NO
FR0000001646	MSCI Europe Utilities ETF	EUR	MSCI Europe Utilities Index	NO	
AXA INVESTMENT MANAGERS www.easyetf.com	FR0010018333	Easy ETF Euro Stoxx Automobile	EUR	DJ Euro Stoxx Automobile Index	NO
	FR0007068077	Easy ETF Euro Stoxx Bank	EUR	DJ Euro Stoxx Bank Index	NO
	FR0010018341	Easy ETF Euro Stoxx Construction	EUR	DJ Euro Stoxx Construction Index	NO
	FR0007068085	Easy ETF Euro Stoxx Energy	EUR	DJ Euro Stoxx Energy Index	NO
	FR0007068093	Easy ETF Euro Stoxx Health	EUR	DJ Euro Stoxx Health Index	NO
	FR0007068101	Easy ETF Euro Stoxx Insurance	EUR	DJ Euro Stoxx Insurance Index	NO
	FR0007068051	Easy ETF Euro Stoxx Media	EUR	DJ Euro Stoxx Media Index	NO
	FR0007068069	Easy ETF Euro Stoxx Tecnology	EUR	DJ Euro Stoxx Tecnology Index	NO
	FR0007068044	Easy ETF Euro Stoxx Telecom	EUR	DJ Euro Stoxx Telecom Index	NO
FR0007068036	Easy ETF Euro Stoxx Utilities	EUR	DJ Euro Stoxx Utility Index	NO	
XMTCH MANAGEMENT COMPANY CRÉDIT SUISSE ASSET MANAGEMENT www.csam-europe.com	LU0154141468	XMTCH on DJ Banks Titans	USD	DJ Banks Titans	NO
	LU0154140650	XMTCH on DJ Helthcare Titans	USD	DJ Helathcare Titans	NO
	LU0154141542	XMTCH on DJ Technology Titans	USD	DJ Technology Titans	NO

PERCHÉ I "SETTORIALI"?

L'esigenza nasce dalla constatazione che ad oggi **la diversificazione settoriale (meglio se su indici Globali) porti a risultati migliori della classica diversificazione geografica** basata su 4 grandi macroaree: USA, Europa, Giappone, Asia.

Tale constatazione parte dall'analisi delle correlazioni degli indici "geografici" molto alte e tendenti ad 1. Ciò non avviene per gli indici "settoriali".

Gli ETFs settoriali ad oggi sul mercato europeo rappresentano una **gamma suf-**

ficientemente esauriente di strumenti dal momento che, come notiamo nella **tabella 3**, replicano i principali 10 settori in cui si suddivide l'MSCI Europe e 10 settori dei 18 in cui è scomposto il DJ Euro Stoxx. L'offerta attuale comprende inoltre 3 ETFs "settoriali Globali" sui comparti: *Bank; Healthcare; Technology*.

Le possibilità d'investimento sono quindi variegata per poter attuare soprattutto una buona asset allocation settoriale che abbia come focus il mercato europeo.

L'analisi proposta in seguito non si limita a censire gli strumenti a disposizione del risparmiatore, ma si pone l'obiettivo l'individuazione degli ETFs più efficienti da un punto di vista finanziario.

ANALISI FINANZIARIA

Come tutti gli strumenti finanziari, anche gli ETFs vivono un loro ciclo di vita che comporta una **fase iniziale di rodaggio**, per poi arrivare alla **piena maturazione in un arco di tempo ragionevolmente breve**.

Così è avvenuto negli Stati Uni- ➤

TABELLA 3 - MAPPA DEGLI ETFs SETTORIALI ARMONIZZATI E RISULTATI DELL'ANALISI

COMMISSIONI TOTALI ANNUE	DIVIDENDI	MERCATO DI QUOTAZIONE	CODICE BLOOMBERG	TE SETTIMANALE	SPREAD ANNUO	ETF	CODICE ISIN
0,500%	Annuale	Francia	STV FP	2,97%	2,68%	State Street Global Advisors	FR0000001752
		Germania	STVS GR	0,57%	2,26%		
0,500%	Annuale	Francia	STS FP	1,89%	1,19%	MSCI Europe Consumer Staples ETF	FR0000001745
		Germania	STSS GR	0,47%	1,22%		
0,500%	Annuale	Francia	STN FP	1,75%	1,62%	MSCI Europe Energy ETF	FR0000001810
		Germania	STNS GR	4,02%	6,28%		
0,500%	Annuale	Francia	STZ FP	2,44%	2,92%	MSCI Europe Financials ETF	FR0000001703
		Germania	STZS GR	0,56%	3,54%		
0,500%	Annuale	Francia	STW FP	2,06%	1,25%	MSCI Europe Health Care ETF	FR0000001737
		Germania	STWS GR	0,59%	0,47%		
0,500%	Annuale	Francia	STQ FP	1,81%	1,65%	MSCI Europe Industrials ETF	FR0000001778
		Germania	STQS GR	0,56%	1,47%		
0,500%	Annuale	Francia	STK FP	1,41%	-0,15%	MSCI Europe Information Technology ETF	FR0000001695
		Germania	STKS GR	1,71%	1,14%		
0,500%	Annuale	Francia	STP FP	2,32%	1,82%	MSCI Europe Materials ETF	FR0000001794
		Germania	STPS GR	0,66%	3,01%		
0,500%	Annuale	Francia	STT FP	1,81%	0,79%	MSCI Europe Telecommunication Services ETF	FR0000001687
		Germania	STTS GR	0,59%	0,81%		
0,500%	Annuale	Francia	STU FP	2,05%	1,43%	MSCI Europe Utilities ETF	FR0000001646
		Germania	STUS GR	0,56%	2,46%		
0,450%	Annuale	Francia	SYA FP	1,61%	6,15%	Easy ETF Euro Stoxx Automobile	FR0010018333
0,450%	Annuale	Francia	SYB FP	3,57%	1,77%	Easy ETF Euro Stoxx Bank	FR0007068077
0,450%	Annuale	Francia	SYC FP	1,46%	-1,69%	Easy ETF Euro Stoxx Construction	FR0010018341
0,450%	Annuale	Francia	SYE FP	3,50%	3,05%	Easy ETF Euro Stoxx Energy	FR0007068085
0,450%	Annuale	Francia	SYH FP	3,65%	-1,00%	Easy ETF Euro Stoxx Health	FR0007068093
0,450%	Annuale	Francia	SYI FP	2,80%	3,39%	Easy ETF Euro Stoxx Insurance	FR0007068101
0,450%	Annuale	Francia	SYM FP	2,85%	-0,85%	Easy ETF Euro Stoxx Media	FR0007068051
0,450%	Annuale	Francia	SYQ FP	4,40%	0,51%	Easy ETF Euro Stoxx Tecnology	FR0007068069
0,450%	Annuale	Francia	SYT FP	2,97%	1,33%	Easy ETF Euro Stoxx Telecom	FR0007068044
0,450%	Annuale	Francia	SYU FP	2,05%	2,23%	Easy ETF Euro Stoxx Utilities	FR0007068036
0,850%	Semestrale	Svizzera	XMTBK SW	2,04%	-0,19%	XMTCH on DJ Banks Titans	LU0154141468
		Germania	XMTBK GR	2,05%	1,51%		
0,850%	Semestrale	Svizzera	XMTHC SW	2,18%	0,14%	XMTCH on DJ Helthcare Titans	LU0154140650
		Germania	XMTHC GR	2,40%	-0,60%		
0,810%	Semestrale	Svizzera	XMITTE SW	2,61%	0,73%	XMTCH on DJ Technology Titans	LU0154141542
		Germania	XMITTE GR	2,96%	0,57%		

	NUMERO	MEDIA COMMISSIONI TOTALI ANNUE	TE SETTIMANALE MEDIO	SPREAD ANNUO MEDIO
ETFs settoriali armonizzati	23	0,522%	2,05%	1,53%
ETFs armonizzati	77	0,438%	1,60%	0,44%

STATISTICHE

ti, dove questi strumenti sono comparsi già da tempo ed oggi sono tra i più scambiati (i più scambiati sono lo "Spider" sull'S&P500 e il "QQQ" sul Nasdaq Composite). In Europa gli ETFs sono comparsi da pochi anni, in Italia dalla fine del 2002.

La **replica fedele dell'andamento dell'indice sottostante** "giorno per giorno" e tick by tick "sull'intraday" viene colta in finanza da un indicatore, il Tracking Error, che costituisce la base delle nostre analisi.

Da notare che gli ETFs sono stati creati per replicare nel modo più efficiente (bassi costi) un mercato: l'unica variabile che può inficiare tale meccanismo è la scarsa liquidità del prodotto sul mercato secondario. Se infatti manca liquidità, il valore dell'ETF si discosta dal valore dell'indice replicato (sostanzialmente un basket di titoli).

Il problema della liquidità, di cui soffrono alcuni ETFs settoriali, è dato dalla scarsa diffusione e conoscenza dello strumento tra il pubblico.

LA METODOLOGIA

Abbiamo confrontato gli ETFs con i rispettivi *benchmark* dichiarati, cioè con gli indici sottostanti replicati.

- Il *benchmark* dichiarato è infatti l'unico parametro oggettivo di confronto per qualsiasi strumento finanziario, sia a gestione attiva sia a gestione passiva.
- Lo scopo dei classici prodotti finanziari (fondi e Sicav) a gestione attiva è quello di sovraperformare tale indice di riferimento.
- Lo scopo degli strumenti finanziari a gestione passiva invece è quello di replicare la performance dell'indice di riferimento, rispettando quindi il profilo di rischio del mercato in cui si investe.

"Rendimento dell'ETF" e "Rendimento dell'Indice".

E' stata nostra cura operare confronti omogenei:

- ETFs a distribuzione con *benchmark* netti dei dividendi;
- ETFs ad accumulazione con *benchmark* comprensivi dei dividendi.

	NUMERO ETFs	SUL TOTALE
ETFs con TE < 0,6%	7	30%
ETFs con SPREAD < 1%	13	57%
ETFs settoriali armonizzati	23	100%

Fonte Elaborazione ufficio studi Consultique su dati Bloomberg - dati aprile 2004

TABELLA CONCLUSIVA - RIEPILOGO RISULTATI OTTENUTI

RISULTATO

Di tutti gli ETFs, raggruppati per *manager & advisor*, sono state riportate le seguenti infor-

GLI INDICATORI

- **TE** - Per gli ETFs selezionati abbiamo calcolato il **Tracking Error (TE) settimanale sull'intera serie storica (All History)**. Il Tracking Error è la Deviazione standard delle differenze calcolate tra i rendimenti degli ETFs ed i rendimenti dei rispettivi *benchmark* dichiarati.
- **SPREAD** - Per gli ETFs selezionati abbiamo calcolato lo **Spread annualizzato**, cioè la differenza annualizzata tra il rendimento degli ETFs e il rendimento dei rispettivi *benchmark* dichiarati. La granularità dei rendimenti considerata è settimanale e il *frame d'analisi* è sempre **All History**, ovvero tutto l'arco di vita dell'ETF in questione.

OBIETTIVI

Nell'analisi fatta (*e riassunta visivamente nella tabella a pagina 36-37*) sono stati individuati gli ETFs che replicano meglio l'andamento del proprio *benchmark* di riferimento:

- **per l'investitore con ottica "speculativa" (breve periodo): ETFs con un Tracking Error settimanale inferiore allo 0,6%;**
- **per l'investitore con ottica di "posizionamento" (medio-lungo periodo): ETFs con Spread inferiore, in valore assoluto, all'1% annuo tra**

mazioni:

- Codice ISIN, nome e valuta di negoziazione degli ETFs;
- *benchmark* di riferimento;
- se sono presenti costi di entrata/uscita/performance;
- i costi di gestione;
- la politica dei dividendi: se sono reinvestiti nell'indice stesso o se sono distribuiti, e in tal caso la frequenza di distribuzione.
- i mercati europei in cui sono quotati;
- il "TE settimanale", cioè il Tracking Error calcolato con granularità settimanale;
- lo "SPREAD annuo", cioè la differenza tra il prezzo dell'ETF e il valore del *benchmark* di riferimento.

STATISTICHE

Gli ETFs settoriali armonizzati sono circa il 30% degli ETFs armonizzati presenti nei principali mercati europei.

CONCLUSIONI

L'analisi condotta ci porta a concludere come gli ETF "settoriali" siano un interessante strumento offerto ai risparmiatori per diversificare i propri investimenti.

di Cesare Armellini
Consultique - www.consultique.com