



primosegno
edizioni Srl



ETF News
Il mondo degli Exchange Traded Funds

PERIODICO TRIMESTRALE
APRILE - GIUGNO 2017

PRESENTAZIONE



PERIODICO TRIMESTRALE APRILE - GIUGNO 2017

Con questo numero, nasce a metà anno, una nuova iniziativa editoriale di Primosegno Edizioni S.r.l.

L'innovazione che si registra nella scienza, nello sviluppo tecnologico, nella medicina non è isolata.

Gli strumenti finanziari interagiscono sistematicamente, e con grande carica, nelle dinamiche macroeconomiche, influenzando, con un vincolo di necessarietà, anche quelle microeconomiche.

Primosegno Edizioni, con l'indispensabile supporto di Markets Advisor, ha voluto quindi dare voce ad uno strumento finanziario che ha delle indubbie peculiarità: gli Exchanged Trade Funds hanno una capitalizzazione sul mercato mobiliare estremamente rilevante, ponendosi come concreta contropartita ai più diffusi titoli azionari ed obbligazionari.

Il magazine, con uscita trimestrale, raccoglierà articoli specifici sul tema realizzati da professionisti del settore e pubblicati sul nostro sito www.primosegno.com.

L'obiettivo di questa pubblicazione è consentire al lettore un'agile consultazione del materiale specialistico sul mondo degli ETF.

Buona lettura.

Il Direttore Responsabile
Giuseppe Politi

in collaborazione con

Markets **A**dvisor



UN DELICATO EQUILIBRIO, FORSE TROPPO: TASSI IN RIALZO E MERCATO DEL CREDITO USA

L'impennata nei prezzi di borsa delle banche americane dal dicembre dello scorso anno a seguito del primo incremento dei tassi di interesse che da anni erano fermi e dell'annuncio di altri due aumenti nel 2017 sulle aspettative di inflazione a medio oltre il 2%, è stato un chiaro segnale con il quale il mercato, accontentandosi di poche rassicurazioni concrete circa l'effettivo stato di salute dell'economia americana, ha valutato il sistema finanziario USA "pronto" a fronteggiare anche tutte le conseguenze negative derivanti dall'aumento dei tassi d'interesse. Parliamo ovviamente delle ripercussioni di tassi in crescita sui portafogli di bond e crediti in seno a banche e istituzioni, anche governative, e delle potenziali situazioni di stress sui medesimi che tassi di interesse più alti potrebbero far letteralmente deflagrare. Infatti, anche negli Stati Uniti, sia della ripresa che dello slogan "Make America Great Again" qualcosa



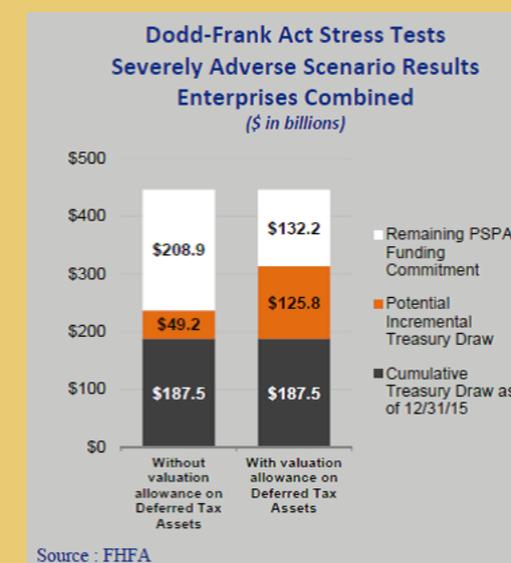
non sta andando per il verso giusto, ed alcune debolezze strutturali del passato sembrano riemergere mostrando una vulnerabilità al rialzo dei tassi, forse più marcata di quanto possa apparire.

Secondo fonti FED infatti, ci sono attualmente 1.4 mila miliardi di dollari in students loans per lo più detenuti da sussidiarie governative, per i quali anche piccoli incrementi nei tassi potrebbero scatenare un'ondata di default o parziali rimborsi in pochissimo tempo. Probabili scenari che scatenerebbero perdite non indifferenti per le casse dello stato, ripianabili solo con un aumento delle tasse o con tagli, che sarebbero in controtendenza con i proclami della presidenza Trump, oltre a serie e gravi ripercussioni per i milioni di studenti che non avrebbero accesso ad un'istruzione di livello. Se la situazione non è delle migliori sul piano dei prestiti agli studenti, cosa dire delle loro famiglie. Osservando i mutui ipotecari residenziali (residential mortgages), il tasso di default a 5 anni sui prestiti concessi nel 2010 non sembra particolarmente incoraggiante: con un indice FICO in media pari a 700, le classi più svantaggiate (FICO tra 600 e 624) vanno oggi incontro a un tasso di default del 19.8%, mentre, sotto la valutazione di 600 i default raggiungono addirittura il 26.4%. Eppure, nonostante l'aumento dei tassi, da luglio di quest'anno sono attesi aggiornamenti nei criteri di misurazione del merito creditizio che porteranno, grazie a provvedimenti "discutibili", (come la cancellazione parziale dal proprio credit score di questioni sui procedimenti civili a carico del cliente insolvente o che abbia questioni in sospeso con il fisco) 11 milioni di americani si vedranno aumentare il proprio credit score FICO di 20 punti, per altri 700.000 fino ad incrementi di 40 punti. Secondo il Board of Governors of the Federal Reserve System le concessioni di mutui ipotecari sono arrivate a superare nel 2016 la

cifra di 14 mila miliardi di dollari, il massimo toccato come nel 2007 (e perdurato fino al 2010) che diede inizio al crollo dell'economia USA, un sistema che, come 10 anni addietro, appare costruito sul ruolo predominante delle Government Sponsored Enterprises (GSE), ossia Fannie Mae e Freddie Mac, quali principali lenders e cartolarizzatori di mutui ipotecari. Secondo gli stress test effettuati

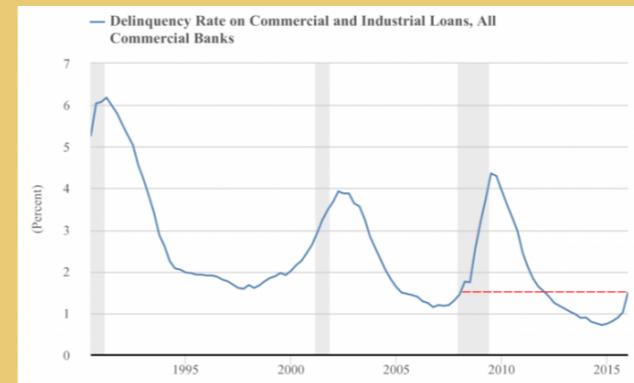
dalla Federal Housing Finance Agency su Fannie Mae e Freddie Mac, nel caso di una forte crisi finanziaria, il "bailout" necessario a salvare le due società sarebbe ridotto di molto rispetto agli oltre 187 miliardi di dollari sborsati nel corso dell'ultimo intervento, passando a circa 49 miliardi di dollari. La Federal Housing Finance Agency, come riporta Bloomberg, ha prodotto questo test anche prendendo in

considerazione che i due colossi iscrivono a bilancio come enormi asset anche la riduzione sulle tasse differite, asset che andrebbero a ridursi nel momento in cui le due società producessero, come stanno facendo, redditi per poi trasferirli sistematicamente al Tesoro (con poca euforia da parte degli azionisti minori). Senza questi assets gli stress test quantificano il bailout necessario per il salvataggio delle GSE in oltre 150 miliardi di dollari. Siccome si tratta di due aziende nazionalizzate, che dominano il mercato dei mutui ipotecari negli Stati Uniti, tale mercato, come osserva Matt Levine di Bloomberg, risulta di fatto quasi nazionalizzato. Questo artificio, durato anni, consente al governo di non iscrivere ancora "i



debiti” di queste enormi società nel bilancio, oltre a considerare eventuali perdite non come “bailout” ma piuttosto come semplici trasferimenti dal tesoro ad una controllata. Queste due società non sono peraltro pronte al ritorno al capitale privato (priorità in agenda della nuova amministrazione Trump considera una delle priorità in agenda), anzi secondo l’agenzia Moody's, sarebbero necessari "centinaia di miliardi di dollari" per ottenere questo risultato: infatti, l'outstanding debt di Fannie Mae a fine 2016 ammontava a 351.6 miliardi di dollari, mentre quello targato Freddie Mac si attestava a quota 378.1 miliardi. Le GSE hanno anche 4.6 mila miliardi di mortgage-backed securities in circolazione e ancora, secondo Moody's, qualsiasi problematica relativa a questi due colossi porterebbe al crollo del mercato immobiliare e dell'economia USA. La problematica dell'insolvenza comincia a farsi largo anche su altre categorie di prestiti rendendo ancor meno "trascurabile" l’aumento dei tassi. Si comincia in effetti a parlare di subprime car loans per almeno 1/5 dei prestiti concessi a chi sta comprando un automobile o più probabilmente un gigantesco pick-up. I prestiti destinati all’acquisto di auto hanno raggiunto nel 2016 un nuovo massimo a quota oltre mille miliardi di dollari con un aumento delle insolvenze di oltre il 20% dal 2012 e con un aumento del 17% dei clienti sotto i 600 pti FICO (ossia subprime e deep subprime loans) con ritardi tra il solo periodo 2015 - 2016, di oltre 60 gg nei pagamenti, secondo l'agenzia Fitch. Il mercato dei prestiti per auto sta crescendo, come il mercato immobiliare del resto ma insieme a questi anche le concessioni di prestiti di dubbia qualità. Le inadempienze cominciano ad aumentare anche su crediti commerciali e industriali concessi dalle banche (come si può vedere dal primo grafico) e per quanto riguarda i default sulle carte

di credito, si sono portati ai massimi livelli storici rispetto al 2013.



A livello aggregato siamo ormai a una posizione di “delinquency” visti in occasione dello scoppio della grande crisi (come si può vedere dal secondo grafico), e questo anche senza considerare le inadempienze sui mutui ipotecari delle GSEs.

Da ottobre 2016, in prossimità delle ultime elezioni e del primo aumento dei tassi dopo anni, l’intero sistema del credito a stelle e strisce ha preso come prevedibile una direzione univoca: meno domanda. Wells Fargo & Co. e Bank of America Corp., leaders del mercato residential privato, hanno dichiarato a gennaio che a seguito dell'intervento FED hanno assistito ad un crollo del 40% della domanda di nuovi mutui riflettendosi negativamente anche sui rendimenti derivanti da questo business di oltre 6 miliardi di dollari. Rispetto all'ultima misurazione trimestrale, con i ricavi tornati ai livelli più bassi dal 2009 (moltissimi borrowers decidono di non



rifinanziare il proprio debito ad un tasso più alto). Per quanto riguarda credit cards loans e Commercial & Industrial loans, tanto di breve che di medio lungo termine, la situazione è la medesima: un crollo verticale e violento a livelli

allarmanti come evidenziano i dati sulla domanda: auto loans da + 20% di ottobre a -13.3% di oggi, C&I loan dallo stallo di gennaio al - 6.50% di oggi e credit card loans da +15% di ottobre a -10% di oggi. Si tratta dei livelli più bassi mai toccati da ottobre 2011. Forse l'economia americana è pronta per tassi in rialzo e tanto il sistema bancario che il mercato del credito in generale sono in grado di assorbire gli effetti di questo cambio di rotta. Quello che è certo, è che il sistema si è dimostrato molto reattivo nel subire gli effetti negativi di questi provvedimenti.



Markets Advisor

TEMATICI ROBOTICA E AUTOMAZIONE: UN DECENNIO DI CAMBIAMENTI

Dieci anni. E' questo il lasso di tempo che robotica ed automazione d'avanguardia impiegheranno ad influenzare gli equilibri sociali ed economici a livello globale, nonché le abitudini di vita di miliardi di persone. Mentre negli ultimi 10 anni, a livello globale, il numero di sistemi automatizzati installati dall'industria manifatturiera, storico traino del settore, è cresciuto in media tra il 2 e il 3 per cento annuo, nel 2016 la sola Cina ha installato 90.000 nuove unità, ossia un terzo del totale e il 30% in più rispetto al 2015. Entro il 2025, si prevede che il mercato di robotica ed automazione, raggiunga addirittura i 12.000 miliardi di dollari di valore, con i settori manifatturiero, energetico, automobilistico e dell'elettronica considerata il traino. Megatrend come l'aumento e l'invecchiamento della popolazione, la globalizzazione dei mercati, la digitalizzazione e la necessità di ottimizzare lo sfruttamento delle risorse disponibili rendono il



ricorso a robotica e automazione un ingrediente basilare per il business nonché una delle discriminanti nella ridefinizione degli equilibri globali.

Nel decennio scorso, i principali limiti al ricorso all'automazione erano rappresentati dai costi di acquisto e gestione estremamente elevati (secondo McKinsey i soli costi per la messa in sicurezza degli impianti automatizzati erano spesso superiori al costo d'acquisto), dalle problematiche tecnologiche che ne limitavano l'impiego in determinate manifatture o settori ma, soprattutto, dalla maggiore convenienza del lavoro umano, specialmente quando delocalizzato in paesi meno ricchi. Oggi, molte di queste barriere sono pronte ad essere superate, spianando la strada ad un trend che secondo le stime, dovrebbe sostenere una crescita del 10% annuo.

Entro il 2025 addirittura un quarto delle tasks nel settore manifatturiero sarà automatizzato, soprattutto grazie ad una riduzione dei costi che si attesterebbe intorno al 22%. Attualmente la maggior parte dei robot impiegati dall'industria sono in grado di svolgere solo poche semplici tasks mentre i macchinari più versatili (e oggi più costosi) rappresentano solo l'8% del totale. Maggiore versatilità e costi ridotti saranno anche le parole chiave che faranno la differenza nel rendere queste tecnologie disponibili anche a piccole e medie imprese, uno dei business più interessanti secondo gli analisti.

Alcuni settori, come quello automotive verranno addirittura rivoluzionati: con l'avvento della guida autonoma su vasta scala, veicoli sempre connessi e il passaggio dagli odierni sistemi di condivisione (che già stanno impattando sulle vendite di nuovi veicoli) alle robocars. Queste ultime, secondo gli analisti, in crescita

fino al 27% entro il 2030, segneranno il passaggio definitivo all'era del MaaS (Mobility as a Service) ossia alla mobilità percepita essenzialmente come un servizio in larga parte automatizzato. Gli sviluppi dell'AI (intelligenza artificiale) renderanno i nuovi robot sempre più autonomi in tutta la filiera produttiva, come ad esempio nel settore dell'agricoltura, con farm bots capaci di valutare le condizioni del terreno, del meteo, e procedere alla piantagione e alla gestione delle colture in totale autonomia, portando il mercato globale delle automazioni dedicate a questo settore a valere da solo oltre 28.056 miliardi di dollari entro il 2025, con una crescita media del 12% annuo.

Il settore della logistica continuerà ad assecondare la crescita del commercio on line puntando sempre più sull'automazione in massa di magazzini e consegne quindi su una gestione degli ordini sempre più rapida e flessibile in quanto gestita in tempo reale. Anche in questo settore, infatti, l'automazione è ormai alla base del successo come evidente nel caso di Amazon che nel 2012 con l'acquisizione di KIVA per 700 milioni di dollari ha privato tutti i suoi concorrenti, dei più avanzati se non gli unici, robot per la gestione di magazzino presenti sul mercato. Bloccando le vendite KIVA, Amazon ha guadagnato almeno quattro anni di vantaggio sulla concorrenza, che solo oggi è in grado di fruire di tecnologie allo stesso livello.

Come per le energie rinnovabili, il trattamento delle acque e altre tematiche della massima rilevanza, suscettibili di fare la differenza nella capacità di un paese di affrontare e trarre vantaggio dai megatrend, anche l'automazione e le sue dinamiche, visto l'impatto intersettoriale che sicuramente avranno nel prossimo futuro, devono essere lette in un'ottica di nuovi equilibri globali.

Negli Stati Uniti, oggi insieme a Sud Corea Giappone e Germania, i principali produttori di robotica avanzata, tra crescita dei salari e riduzione dei costi di accesso alle nuove tecnologie, la convergenza tra costo del lavoro e costi dell'automazione è già alle porte in molti settori, come ad esempio nell'electronics and electrical-equipment manufacturing per il quale secondo BCG il 2018 dovrebbe essere l'anno della svolta. In altri, come in quello delle forniture, solo a partire dal 2020 / 2023. Secondo PWC il 40% della forza lavoro



attualmente impiegata negli Stati Uniti potrebbe, entro il 2030, essere sostituita da sistemi automatizzati con una vulnerabilità maggiore per settori come i trasporti, la logistica e il manifatturiero, con quasi il 50% della forza lavoro attualmente impiegata.

Se l'amministrazione Trump ha davvero intenzione di riportare le aziende a stelle e strisce a produrre sul suolo americano, mantenendo competitività e margini, non potrà certo farlo senza un adeguato incentivo all'automazione, visto che i salari USA non sono ancora oggi lontanamente paragonabili a quelli cinesi, ne tantomeno, a quelli di altri paesi emergenti o di frontiera. Non si tratta solo di ridurre i costi incentivando l'automazione nelle fabbriche, ma anche di spingere con decisione la produzione e gli investimenti in ricerca e sviluppo nel settore della robotica, al fine di

evitare che i nuovi impianti domestici, una volta faticosamente rivitalizzati, siano basati su linee d'assemblaggio made in China (il paese con la crescita più marcata nel settore).

Pechino vuole infatti diventare il principale produttore nel settore della robotica e dell'automazione d'avanguardia e ridurre il più possibile il ricorso all'importazione di linee di assemblaggio dall'estero.

In riferimento a quanto previsto nell'ultimo piano quinquennale per lo sviluppo diffuso dalla Repubblica Popolare, questi obiettivi sarebbero raggiunti tramite la realizzazione di centri di ricerca e sviluppo distribuiti per il paese (la produzione cinese non è oggi ai livelli di sofisticazione di quella di USA, Giappone e Germania) e di incentivi, che dovrebbero spingere l'industria manifatturiera locale a passare dai 36 robot su 10.000 lavoratori attualmente presenti, fino e oltre il livello della Corea del Sud, ossia 478 sullo stesso campione (Stati Uniti 164, Germania 292, Giappone 315 dati dell'ultimo report dell'International Federation of Robotics). Secondo stime Bloomberg, se fino al 2012 l'automazione era importata quasi totalmente dall'estero, già nel 2013 l'aumento dell'import era inferiore allo slancio dimostrato dalla produzione cinese interna mentre nel 2014 e 2015 è triplicata pur coprendo solo 1/3 del fabbisogno interno. L'obiettivo dichiarato è quello di raggiungere nel 2021 il 50% della domanda interna, soddisfatta da linee di produzione domestica per poi dare l'assalto ai mercati internazionali. Investimenti strategici all'estero riducono già oggi il gap con USA, Germania e Giappone in termini di know how: l'acquisizione per 5 miliardi di dollari del dicembre scorso della tedesca KUKA (uno dei 3 maggiori player globali) da parte della cinese Midea per 5 miliardi di dollari del dicembre scorso ne è un

esempio.

Questa evoluzione dalla manodopera low skilled all'automazione d'avanguardia, avrebbe però implicazioni ancora più profonde. Se già oggi la produzione cinese sta perdendo l'attributo di cheap, grazie alla delocalizzazione di molte aziende occidentali e all'implementazione dei loro alti standard di qualità, è pur vero che il passaggio dalla manodopera umana all'automazione di alto livello annullerebbe del tutto questa percezione, togliendo ulteriori vantaggi competitivi ai brand occidentali.

Tuttavia, anche la Cina vede in automazione e robotica, non solo un opportunità, ma pure un'esigenza.

L'aumento dei salari in Cina, mediamente nell'ordine del 10% annuo dall'inizio del nuovo millennio, ha portato il paese a perdere competitività rispetto a concorrenti come Vietnam, Thailandia, Indonesia e India, mentre l'accesso di più ampie fette della popolazione ad un'istruzione di livello, hanno quasi dimezzato la quantità di lavoratori che considerano "allettante" la possibilità di un lavoro in fabbrica.

Se consideriamo che oltre 100 milioni di persone sono attualmente impiegate in Cina nel settore manifatturiero (rispetto ai 12 milioni USA) e che questo fa da traino all'economia della Repubblica Popolare, rappresentando oltre il 40% del prodotto interno lordo, ci rendiamo conto dell'importanza vitale degli investimenti in robotica e automazione al fine di scongiurare un ulteriore prevedibile aumento dei costi di produzione dovuto al costo del lavoro.

Nel settore automotive ad esempio, uno di quelli maggiormente interessati dal cambiamento, impianti costruiti per sfruttare il lavoro a 1 dollaro all'ora lasciano già oggi il posto a fabbriche automatizzate costruite in loco per sfruttare l'immensa domanda

interna di cui l'import ne soddisfa solo il 5%. I produttori occidentali sono costretti a produrre in Cina le auto destinate a tale mercato, per evitare di perdere competitività trasmettendo al cliente gli enormi aumenti di prezzo (addirittura del 100%) dovuti ai dazi cinesi. Tra salari competitivi e dazi sull'import la Cina è oggi il primo produttore mondiale di autoveicoli.

Volendo prendere in considerazione un'esposizione su prodotti tematici focalizzati sul tema della robotica e dell'automazione d'avanguardia e sul suo impatto su diversi settori, le alternative ETF costituiscono prodotti "di nicchia" ma comunque non semplicemente "di moda", in quanto sostenuti da megatrend globali di lungo termine. Lo scopo di tali strumenti resta principalmente quello di completare una posizione tech pura o su megatrend, con un focus particolare su robotica e automazione. iShares Automation & Robotics UCITS ETF, in valuta base USD, replica in modo fisico ottimizzato lo iSTOXX® FactSet Automation & Robotics, un indice composto da un minimo di 80 società localizzate in paesi avanzati ed emergenti che derivino più del 50% dei loro ricavi annuali da settori collegati ad automazione e robotica. Oltre alla provenienza dei ricavi, l'indice si serve di criteri di capitalizzazione (200 milioni di euro minimo) e liquidity (ADTV in 3 mesi mai sotto il milione di euro) minimi per l'inclusione delle società poi in portafoglio equiparate. Attualmente, le attività nette, pari a 531.138.984, sono investite per circa 300 milioni in aziende large cap (oltre 10 miliardi USD) mentre mid cap (da due a dieci miliardi USD) e small cap (meno di due miliardi USD) si spartiscono equamente i restanti 200 milioni circa di risorse. Mentre la composizione settoriale punta con decisione sui produttori di elettronica e software (IT 70% e 29% industriali), la composizione paese rivela oltre il 70% delle risorse investito in paesi

avanzati, oggi leader di mercato: Stati Uniti 34.420% Giappone 26.620% Germania 5.930% Taiwan 5.680% Regno Unito 5.480% Corea del Sud 5.06% Francia 3.290% Finlandia 2.420% Canada 1.840% Cina 1.820%. La composizione dell'indice è rivista con cadenza annuale. Il prodotto, lanciato solo nel settembre scorso, replica comunque un indice in crescita dal 2011.



Altri dati sono: P/E 24.5, P/B 2.82 e TER allo 0.40%. Il Robo Glob Robotics And Auto Go Ucits Etf di ETFSecurities, anch'esso in valuta base

USD, replica invece il Robo Global Robotics and Automation GO UCITS (in modo fisico) e, pur considerando come il precedente la soglia di capitalizzazione minima a 200 milioni, prevede una composizione effettiva meno focalizzata sulle large cap: nel dettaglio, small cap 41% mid cap 36% e large cap 23%. La composizione del portafoglio, più aperta a business di minori dimensioni, risulta però accompagnata da alcune caratteristiche atte a rendere più stabile e monitorata la posizione. Ai fini del processo di selezione, le società in portafoglio sono classificate in "bellwether", nelle quali la maggior parte delle attività aziendali è nel settore della robotica e dell'automazione (almeno il 50% dei ricavi

come il prodotto ishares) oppure "non bellwether", ovvero società per le quali una parte più consistente delle attività aziendali non è nel settore della robotica e dell'automazione. L'allocazione dell'Indice è 40% in "bellwether" e 60% in "nonbellwether" riprendendo la metodologia equal weighted all'interno di entrambe. Se da una parte, rispetto al prodotto precedente, questo ETF valuta la provenienza dei ricavi con un criterio più bilanciato, questo propone anche un numero di componenti minimo inferiore, in questo caso pari a 65. Secondo la metodologia adottata, le società sono suddivise al 50% tra quelle il cui prodotto o servizio è finalizzato a supportare la macchina nello svolgimento del suo compito ed anche nella possibilità di quest'ultima di farlo in modo autonomo (sensing 10.5%, processing 10.8% actuation 14.4% computing 6.5% integration 5.3%) e quelle definibili come "application providers", ossia quelle società che incorporano tecnologie robotiche o di automazione multiple nel proprio prodotto o nella realizzazione del medesimo al fine di migliorarne l'efficienza o addirittura sviluppare ex novo prospettive in quelli tradizionali (manufacturing & industrial automation 16%, healthcare 9%, logistics automation 8%, security 5%, 3D printing 4%, energy 4%, consumer products 3%, agriculture 3%). La composizione paese è molto simile alla precedente, con Stati Uniti al 41%, Giappone al 27%, Taiwan al 7%, Germania al 5%, Svizzera al 5%, Israele al 3%, Francia al 3%, Svezia al 2%, e Canada al 2%. Altri dati: P/E 27.51 P/B 3.32. Il TER allo 0.80% si spiega anche con la frequenza di ribilanciamento trimestrale (non annuale come il precedente) implicita nella preferenza dell'ETF per capitalizzazioni medio piccole e quindi più soggette ad acquisizioni, fusioni etc. Nessuno dei due prodotti distribuisce dividendi.

AUTOMOTIVE E MAAS: TRA EVOLUZIONE E RIVOLUZIONE SI SCEGLIE LA COLLABORAZIONE

Immaginate un settore, uno di quelli in assoluto più difficili da scalare, che in un intervallo compreso tra i prossimi 5 e 13 anni si prevede subisca cambiamenti maggiori di quelli visti negli ultimi 50, se non 100, tanto da spingere i propri executives a dividersi tra chi propende per l'evoluzione e chi per una completa rivoluzione di business models ormai secolari. Questo è oggi il settore dell'automotive, destinato a costituire parte indispensabile di una catena del valore che nei prossimi anni impareremo a conoscere come MaaS (Mobility as a Service), combattuto tra la competizione e la necessaria collaborazione con i giganti di altri settori e, come mai prima d'ora, dipendente dalle esigenze di una clientela che chiede insistentemente che anche gli autoveicoli entrino nell'era dell'online. Quello dell'automotive è oggi un settore all'apparenza sano che solo nel 2016 ha generato un aumento complessivo di veicoli venduti



quasi del 4% e con margini di profitto per molti produttori ai massimi da 10 anni. Sarà tuttavia necessaria una rivoluzione a livello di business model capace di integrare sempre più servizi affianco alla sola produzione di autovetture. Gli analisti concordano infatti che la mobilità condivisa acquisterà sempre un maggior peso riducendo il numero di auto destinate ad uso privato. Tuttavia, è pur vero che, secondo previsioni McKinsey, entro il 2030 il mercato dell'automotive sarà ancora in crescita: se le vendite di nuove autovetture sono in evidente calo rispetto al 3.6% annuo registrato negli ultimi 5 anni, si prevede comunque un aumento medio del 2% annuo delle vendite nei prossimi 13 anni e il passaggio dai 2750 miliardi di dollari di ricavi del 2015 ai 4000 miliardi previsti nel 2030 mentre il mercato dell'usato passerà da 75 miliardi a 1200 miliardi. Se a sostenere l'aumento della domanda di nuove autovetture saranno soprattutto le economie emergenti con il 70% della domanda entro il 2025, a lungo termine, anche i servizi di sharing (un'auto su 10 nel 2030 sarà condivisa) ed e-healing (UBER), se da una parte riducono oggi la richiesta di autovetture di proprietà, domani genereranno sempre flussi in ingresso da parte di società terze (ad esempio il gruppo ENEL con il car sharing Enjoy basato su modelli FCA e forse i colossi tech in prospettiva) per il sostegno di questo nuovo tipo di mobilità, siano queste vetture vendute o in leasing. I servizi di sharing, infatti, presentano un tasso di ricambio molto più elevato in quanto le vetture condivise saranno soggette a utilizzo senza



dubbio più intensivo oltre a dover necessariamente rimanere aggiornate per questioni di competitività del servizio.

Il servizio, pertanto, viene spesso offerto dagli stessi produttori come nel caso di BMW con DriveNow (e ReachNow negli USA), di Daimler con CarToGo oppure dell'offerta GM con il servizio Maven e, anche se i bilanci si chiudono oggi con perdite di esercizio a causa degli elevati costi e della diffusione non ancora sufficiente, le

società confidano di chiudere gli esercizi 2017 o al più tardi nel 2018 in attivo. In sostanza, la partecipazione dei colossi dell'auto al business del car sharing offre loro, in prospettiva, un "hedging" contro la fisiologica diminuzione delle vendite di veicoli di proprietà, modificando gradualmente le fonti di reddito e dando loro la possibilità di

partecipare attivamente al MaaS ben oltre la sola, per quanto fondamentale, realizzazione di automobili. McKinsey stima addirittura che i rendimenti derivanti dalla vendita di questo servizio ma pure di quelli legati alla connettività come apps e aggiornamenti software, faranno registrare al settore un' aumento dei ricavi superiore a quello derivante dalle vendite di auto nuove, pari a 1.500 miliardi di dollari contro i 1.250 miliardi di aumento previsti sulle vendite entro il 2030. La sola GM stima che già entro il 2020, addirittura il 75% dei propri modelli a listino sarà provvisto di connettività 4G e Wi-Fi impiegata tanto per l'accesso alla rete tanto

per comunicazioni tra veicoli. La connettività sarà la linfa vitale di questa rivoluzione che, inevitabilmente, porterà a breve ad un confronto con i colossi tecnologici mondiali, desiderosi di entrare in un mercato, quello della mobilità appunto, ad alti margini, con prospettive di crescita ed ormai profondamente influenzato anche da quello che rappresenta il loro core business. Questi, oltre a valutare l'ipotesi di entrare nel MaaS con veicoli dotati di tecnologia software proprietaria commissionati alle stesse case automobilistiche, sono anche molto interessati alla creazione di valore dall'incredibile mole di informazioni che i nuovi veicoli, sempre connessi, saranno in grado di fornire, informazioni, queste, sia sull'utilizzo del prodotto sia sull'utilizzatore stesso. Questi dati potrebbero avere molti impieghi tanto ai fini di migliorare l'esperienza utente quanto per la loro possibile monetizzazione:



basti pensare all'interesse delle compagnie di assicurazione per questi dati o alla vendita altri servizi altamente customizzati in base alle rilevate preferenze. Secondo Accenture, la connettività aumenterà fino a coprire il 98% dei veicoli entro il 2020 e nei 5 anni successivi tutti gli autoveicoli saranno connessi: questo porterà a revenues derivanti dall'impiego di queste informazioni, potenzialmente intorno a 5000 euro per ogni singola auto (nel corso della sua vita utile). Il sistema dunque, nel suo complesso, sarà più efficiente ed in grado di portare benefici concreti anche all'utente finale: il consumer potrebbe infatti partecipare alle revenues ad esempio con una riduzione nei costi dei servizi digitali stessi, del costo di acquisto del veicolo oppure nei costi della manutenzione o dell'assicurazione.

Secondo l'ultimo Global Automotive Executive Survey report di KPMG, in base alle opinioni di 1000 executives raccolte in 42 paesi, l'idea che si possa davvero assistere ad una completa fusione del settore automotive con quello tecnologico digitale è da escludersi. Piuttosto i due settori manterranno la propria indipendenza diversificando entrambi il proprio business per conquistare i propri spazi nel MaaS. Dal campione intervistato, emerge infatti la volontà di mantenere alti i livelli di competizione con il settore tech, senza però sminuire l'importanza della collaborazione con questo. I protagonisti del tech, dall'altra parte, sembrano riconoscere i propri limiti in termini di progettazione e realizzazione di autovetture, puntando quindi più sui software per la connettività sulla guida autonoma. Nella sola California della Silicon Valley, sono ben 30 le licenze rilasciate per test sulla guida autonoma. Google sta testando il sistema della controllata Waymo anche su modelli FCA, mentre

Apple comincia da prodotti Lexus, mentre i produttori di automobili continuano a sviluppare e implementare sistemi proprietari. Le case produttrici, per ora, consentono l'esecuzione di software esterno sui propri prodotti ma limitatamente ad applicazioni che non riguardano l'interazione con il veicolo ossia limitate alla navigazione, all'entertainment, alla messaggistica o ai comandi vocali come nel caso di Apple Car Play o di Google con Android Auto. Secondo McKinsey l'introduzione dei primi esemplari a guida completamente autonoma dovrebbe avvenire entro il 2025 ma, a causa di questioni normative o tecniche, l'introduzione su larga scala potrebbe slittare anche di 10 anni. Un altro fattore da tenere in debita considerazione è l'impatto della mobilità elettrica. Infatti, se il primo trend di settore risiede nella connettività e nella digitalizzazione delle autovetture, l'efficientamento delle tecnologie sulle batterie e sulle motorizzazioni a combustione costituisce un trend parallelo ed equamente importante. Se ad oggi il 94% del mercato è coperto da ICE (Internal Combustion Engines), questi sembrano destinati a perdere nei confronti dell'alternativa elettrica totale e ibrida il 2% entro il 2019, con quest'ultima in grado di raggiungere una quota di mercato del 7% già entro il 2021. Se India e Cina, che dovrebbero sostenere la domanda nei prossimi anni, puntano con decisione sull'elettrico, restando in Europa, Volkswagen ha promesso 30 nuovi modelli elettrici entro il 2025 mentre BMW, che con Tesla e Toyota è leader riconosciuto nel campo dell'elettrico e ibrido, ha dichiarato che, sempre nel 2025, dai suoi impianti non usciranno più veicoli a propulsione esclusivamente termica (BMW, solo nel 2016, ha investito in ricerca e sviluppo su elettrico e guida autonoma oltre il 5% del fatturato ossia oltre 5 miliardi di euro). Nel caso le politiche di incentivo che

verranno applicate sulle emissioni diano i frutti sperati, secondo KPMG, il ricorso all'elettrico, nello scenario più ottimistico, potrebbe addirittura raggiungere la quota del 37% entro il 2023. Tali politiche avranno un impatto disincentivante specialmente sul segmento diesel, che entro il 2023 dovrebbe veder circoscritta la sua applicazione a determinati settori come quello agricolo o dei trasporti pesanti. Reale "conditio sine qua non" per l'acquisto di una vettura elettrica, prezzo a parte, rimane però la presenza di un'adeguata rete di ricarica ad alta velocità. A tal proposito, in Europa il Trans European Transport Network (TEN-T) monitora costantemente le attività mirate a creare una rete autostradale in grado di supportare la mobilità elettrica ad ampio raggio e ad alta tecnologia tra paesi membri anche tramite gli importanti finanziamenti del Connecting Europe Facility e sono molti i progetti in essere che vedono la collaborazione degli stessi produttori di automobili. Anche in Cina si progetta l'ampliamento da 15.000 a 800.000 punti di ricarica rapida entro il 2020, per la maggior parte, grazie ad investimenti privati delle stesse case produttrici di veicoli elettrici. Lo stesso accade negli Stati Uniti, dove, ad esempio, BMW e Nissan solo nel 2017 dovrebbero installare centinaia di colonne di ricarica. Tesla offre i suoi Superchargers (centri di ricarica ad alta velocità) in tutto il mondo e Enel ha da poco introdotto una tecnologia che promette tempi di ricarica simili (intorno ai venti minuti per una carica quantificabile in metà della capacità della batteria e in un'autonomia di oltre 200 chilometri) nelle sue stazioni.

Anche la sfida tra Battery Electric Vehicles (BEVs) e Fuel Cell Electric Vehicles (FCEVs) sarà decisa da quali progressi saranno effettivamente registrati nella diffusione sul territorio della rete di

approvvigionamento, rispetto in questo caso, alla rapidità con la quale saranno risolte le problematiche che ancora impediscono la diffusione sicura della tecnologia delle celle a combustibile. Secondo molti analisti saranno proprio le celle a combustibile ad avere la meglio. Nonostante i costi esorbitanti delle centrali di ricarica, infatti, la tecnologia a idrogeno consente velocità di carica e percorrenza pari a quella di un pieno di benzina. Da parte loro, i produttori di auto elettriche cercano di compensare l'assenza di una rete sufficientemente sviluppata anche con progressi sulla capacità delle batterie, anche in questo caso, con importanti alleanze con i più grandi manufacturers di queste ultime, come nel caso della collaborazione che lega Panasonic (primo produttore mondiale con quasi il 40% del mercato) e Tesla o di BMW con la coreana Samsung. Per concludere la trattazione, in riferimento all'effettivo stato di salute del settore dell'automotive, è bene dedicare qualche riga ai servizi finanziari erogati dalle branch dedicate dei gruppi automobilistici stessi. Il gruppo BMW, a titolo di esempio, ha chiuso il 2016 con ricavi imputabili a questi servizi ad oltre 24 miliardi di euro segnando un +8.2% rispetto al 2015. Si tratta di risultati positivi, diffusi anche nei bilanci di altri top players, e derivanti dal successo del noleggio a lungo termine, ma, più in generale, dai finanziamenti a tassi 0 di cui le case automobilistiche potevano e possono avvalersi per rendere sempre più conveniente la propria offerta per la clientela finale.

Con la presumibile fine del QE a settembre 2018 sarà inevitabile un aumento nei costi di finanziamento che si trasmetterà inevitabilmente prima sulle finanziarie delle case automobilistiche e poi sulla clientela, secondo alcuni analisti, mettendo in difficoltà

quest'ultima con un conseguente aumento del tasso di delinquency o peggio di default. Secondo The Guardian, solo nel Regno Unito i prestiti sono triplicati dal 2009, raggiungendo quota 31 miliardi di sterline. Grandi quantitativi di finanziamenti per l'acquisto di auto vengono poi cartolarizzati e venduti alle banche (anche la BCE compra ABS costruite su auto loans nell'ambito del QE, come ad



esempio nel caso di Volkswagen): PSA Group (Peugeot e Citroen principalmente) ha cartolarizzato grandi quantità di auto loans ora in mano a primari istituti bancari mentre FCA ha venduto sul mercato pacchetti di finanziamenti per oltre un miliardo di euro solo nel 2016. Il rischio sarebbe accentuato dal fatto che, nel caso di aumento delle insolvenze e dei default, le case automobilistiche rientrerebbero non di un immobile (come nel caso dei famigerati mortgages) ma soltanto di un bene con un valore di mercato suscettibile di crollare in brevissimo tempo per natura intrinseca e anche per il conseguente eccesso di offerta sul mercato dell'usato. Negli USA gli auto loans sono in assoluto la forma di credito che ha subito il maggior impulso dal 2010 ad oggi (oltre 1000 miliardi di dollari di valore) e mentre Bloomberg spiega che, sempre, negli

Stati Uniti, i concessionari di prestiti subprime per l'acquisto di auto stanno registrando le più alte perdite dal 2008 (secondo dati S&P), Morgan Stanley osserva che dal 2010 ad oggi i prestiti definibili subprime o deep subprime cartolarizzati sono passati dal 5.1 % al 32.5 % del totale. In generale, secondo S&P il rischio sarebbe mitigato dalla breve durata dei prestiti auto rispetto a quelli ipotecari mentre fonti interne al settore automotive parlano di cifre riassorbibili in pochi anni a differenza di quanto visto per i mutui ipotecari in passato. Volendo investire nel business del MaaS e della mobilità elettrica, in assenza di ETF transettoriali che coprano l'intera catena del valore derivante da questo business ancora in fase di definizione, il mercato non offre ancora alternative ai canonici settoriali consumer discretionary. I prodotti replicanti il MSCI Europe Consumer Discretionary Index propongono circa il 27% del capitale investito in Automobile Manufacturers e Autoparts Equipment con una distribuzione incentrata su Francia, Germania e Regno Unito e con focus sulle grandi capitalizzazioni mentre il corrispondente indice globale, il MSCI World Consumer discretionary, vede l'investimento sull'automotive addirittura inferiore al 20%: il focus di quest'ultimo prodotto è naturalmente sugli Stati Uniti con il 62% mentre quote ridotte sono riservate al resto del mondo con Toyota unico produttore tra le maggiori 10 partecipazioni con il 3% del portafoglio. Lo Stoxx Europe 600 Automobiles e Parts, principale indice di settore a livello europeo, costituisce il sottostante di un solo prodotto negoziato su Borsa Italiana. Lo strumento, è a firma Lyxor ETF e grazie al focus sull'automotive raggiunge il 100% investito nel settore con una distribuzione paese così ripartita: 61% Germania, 26.3% Francia, 7.7% Italia, 2.8% Regno Unito e Finlandia al 2.1%. Purtroppo il Lyxor Stoxx Europe 600 Automobiles e Parts evidenzia

anche asset molto ridotti e pari a 47.67 milioni di euro. L'indice è anche sottostante del Source STOXX Europe 600 Optimised Automobiles & Parts UCITS ETF negoziato su Deutsche Boerse AG con fund size a 52.91 milioni di euro, del ComStage STOXX Europe 600 Automobiles & Parts NR UCITS ETF negoziato sulla Swiss Exchange con fund size 12.95 milioni di euro e del BNP Paribas Easy Stoxx Europe 600 Automobiles & Parts UCITS ETF quotato su Euronext Paris con poco più di 10 milioni di size. Si differenzia dai precedenti l' iShares STOXX Europe 600 Automobiles & Parts UCITS ETF (DE), negoziato su Deutsche Boerse AG, grazie agli oltre 176 milioni di euro di asset netti. Per un'esposizione sul mercato statunitense, lo S&P US Consumer Discretionary Select Sector non presenta purtroppo alcun produttore di auto tra le principali partecipazioni di un portafoglio estremamente diversificato e limita l'investimento in automotive ad una quota di poco inferiore al 7%. Negli Stati Uniti il Global X Lithium & Battery Tech ETF fornisce un'interessante focus tematico sulla filiera produttiva del litio, dal mining fino alla produzione delle batterie, che saranno poi impiegate anche nella produzione di auto elettriche. Riportiamo di seguito la composizione del portafoglio con le top 10 holdings: 24.61% FMC CORP, 14.72% QUIMICA Y MINERA CHIL-SP, 6.49% SAMSUNG SDI CO LTD, 6.23% TESLA MOTORS IN, 5.00% ALBEMARLE CORP, 4.66% LG CHEM LTD, 4.55% ENERSYS, 4.40% PANASONIC CORP, 3.92% GS YUASA CORP, 3.84% SIMPLO TECHNOLOGY.Z.

LYXOR ALLARGA L'OFFERTA PIR COMPLIANT: FOCUS SULLE LARGE CAP

Dopo l'evoluzione del suo Lyxor Ftse Italia Mid Cap Ucits Etf (masse in gestione da 46 milioni ad oltre 600 da inizio anno con una performance del +26% nello stesso ridotto periodo di tempo) nel primo Exchange Traded Fund PIR compliant nel marzo scorso, ora quotato sotto la denominazione Lyxor Ftse Italia Mid Cap Pir Ucits Etf, la società francese amplia la propria gamma con un nuovo (data di lancio del fondo maggio 2017) prodotto questa volta attivamente gestito e capace anch'esso di sfruttare a pieno i vantaggi potenziali dell'esenzione fiscale concessa ai possessori di quote di Piani Individuali di Risparmio, il Lyxor Italia Equity Pir Ucits Etf. Con questo nuovo prodotto, l'investimento si sposta dal focus sulle sole 60 mid cap incluse nel FTSE Italia Mid Cap, indice replicato passivamente dal Lyxor Ftse Italia Mid Cap Pir Ucits Etf, alle capitalizzazioni più elevate ossia le 40 large cap del FTSE Mib. L'ETF, che conta oggi un



paniere di 100 società quotate, replica infatti un indice attualmente investito per il 25% nel FTSE Italia Mid Cap e per il 75% in società large cap incluse nel Mib 40, suscettibile di aggiornamento e ribilanciamento nei pesi relativi dei due indici in base alla performance osservata ma sempre nel costante rispetto della normativa PIR. La normativa, che Lyxor interpreta in modo necessariamente stringente, prevede che almeno il 70% del portafoglio sia investito in strumenti finanziari emessi da società italiane ed estere (UE e SEE) con stabile organizzazione in Italia. Di questo 70%, almeno il 30% (che equivale al 21% del valore complessivo degli investimenti del PIR) deve essere investito in strumenti finanziari emessi da società italiane ed estere (UE e SEE) con stabile organizzazione in Italia diverse da quelle rilevanti ai fini del FTSE MIB o di altri indici equivalenti con l'evidente finalità di privilegiare le piccole medie imprese italiane (quelle che oggi presentano le maggiori difficoltà di finanziamento ma che hanno pure ottenuto impressionanti performance in borsa negli ultimi mesi). Il 30% rimanente può essere investito in qualsiasi strumento finanziario. Vi sono poi limiti alla concentrazione: il patrimonio del PIR non può essere investito per una quota superiore al 10% del suo valore complessivo in strumenti finanziari emessi o stipulati con lo stesso emittente o con altra società appartenente al medesimo gruppo. Tale vincolo è posto a presidio della adeguata diversificazione del portafoglio che l'intermediario professionale deve garantire al risparmiatore. I prodotti Lyxor investono il 100% del proprio portafoglio in titoli a tutti gli effetti rispondenti alle caratteristiche della parte vincolata dell'investimento (70%) rispettando in ambedue i casi la quota minima del 21% nelle small cap italiane e offrendo poi differenti esposizioni alle

capitalizzazioni mid o large a seconda delle esigenze del cliente. La composizione del portafoglio del nuovo ETF, visto il focus sulle large cap, è come prevedibile incentrata sul settore finanziario italiano: financials 33.7%, utilities 15.8%, industrials 13.6%, consumers discretionary 13.5%, energy 11.6%, information technology 3.5%, telecommunication services 3% e altro per il 5.3%. Il 91.81% investito in Italia e il resto ripartito tra Regno Unito 4.55%, Svizzera 2.9%, Lussemburgo 1.56%. Per quanto riguarda il Lyxor Ftse Italia Mid Cap Pir Ucits Etf, invece, il portafoglio presenta la seguente ripartizione: industrials 23.5, financials 22.4, consumer discretionary 19%, utilities 9.9%, healthcare 6.9%, information technology 5.5%, energia 3.8%, altro 9%, con il 100% dell'investimento in Italia.

Entrambi i prodotti Lyxor utilizzano necessariamente la metodologia di replica fisica dell'indice, acquistando materialmente i titoli per godere dei potenziali benefici fiscali ma, mentre il Lyxor FTSE Italia Mid Cap Pir Ucits Etf mantiene una replica a campionamento e pratica prestito titoli, la stessa cosa non avviene invece nel nuovo Lyxor Italia Equity Pir Ucits Etf che applica una metodologia di replica fisica pura ed evita il ricorso al prestito titoli pur senza ricorrere ad aumenti nei costi (TER 0.45% nonostante la gestione attiva rispetto al passivo Lyxor Ftse Italia Mid Cap Pir Ucits Etf con TER pari a 0.5%). Il Lyxor Ftse Italia Mid Cap Ucits Etf aveva appositamente abbandonato la replica sintetica dell'indice in favore di quella fisica al momento di diventare PIR compliant. Ricordiamo che la replica sintetica viene spesso impiegata per la gestione di repliche per mercati poco liquidi come appunto quello delle mid cap italiane. Naturalmente, prevedendo la normativa il mantenimento del

prodotto in portafoglio per 5 anni al fine di godere dei potenziali benefici fiscali come ulteriore "conditio sine qua non" oltre la sopracitata composizione di portafoglio, anche la valutazione di rischio assume particolare rilevanza: il KIID evidenzia per entrambi i prodotti un SRRI pari a 6 sulla scala da uno a sette. In un'ottica di investimento quinquennale i rischi sono da valutare attentamente considerato l'investimento in mercati e prodotti estremamente reattivi a stress del sistema bancario come appunto quello italiano.

I prodotti PIR compliant di Lyxor sono disponibili tanto per gli investitori privati che per gli istituzionali, principale target, per i quali costituiscono senza dubbio una soluzione interessante garantendo il rispetto della normativa PIR sulle somme investite anche senza continue e costose verifiche sull'intero portafoglio. Gli intermediari possono infatti avvalersi del semplice investimento nell'ETF per fornire al cliente finale, tramite unit linked, gestioni patrimoniali, depositi titoli ma pure casse previdenziali e fondi pensione, una soluzione in toto composta da ETF o fondi PIR compliant oppure in una soluzione mista tra un 70% PIR compliant e un ulteriore 30% in altri strumenti, fermi restando i suddetti vincoli, risparmiando sui costi di gestione del prodotto (ricordiamo che proprio gli istituzionali e la gestione attiva costituiscono i principali acquirenti di ETF). Anche la capitalizzazione dei proventi, che accomuna entrambi gli ETF, va letta in chiave di maggior fruibilità del prodotto per la clientela istituzionale che anche sotto questo aspetto potrà gestire con maggior semplicità flussi e potenziali importi dovuti. Per l'investitore privato invece sarà l'istituto a dover garantire un deposito titoli in grado di gestire la parte fiscale. Sempre in data 24 maggio, oltre al nuovo prodotto Lyxor, entrano in quotazione su

Borsa Italiana anche altri due prodotti PIR compliant: un fondo flessibile di Acome A e un bilanciato a firma New Millennium. Indipendentemente dal fatto che il "sistema Italia" costituisca nonostante tutto una buona opportunità in termini di rischio rendimento per l'investitore, il Governo stima una raccolta cumulata di 18 miliardi entro il 2021 e il volume degli scambi ha subito un deciso rialzo negli ultimi mesi. Anche in considerazione dei dubbi circa il reale impatto dei PIR sull'economia reale e dei rischi di bolla speculativa (aumentati anche da fattori come l'esenzione dalle tasse di successione implicita nei PIR) di cui si comincia a parlare, consigliamo un atteggiamento prudente.

CRIPTO VALUTE E ETF: ENTRO IL 15 IL VERDETTO IN "APPELLO" SUL PRODOTTO DEI WINKLEVOSS MENTRE LA SEC PENSA E "ETHER"

L'offensiva delle cripto valute alla conquista della liquidità dei mercati regolamentati non si arresta, anzi entra nel vivo. Mentre ancora si attende il verdetto SEC sulla proposta di quotazione di un ETF sul Bitcoin formulata da Grayscale, e la stessa commissione diffonde un comunicato in cui si definisce "in fase di valutazione" su una proposta ETF costruita su Ethereum, torna sotto i riflettori anche la proposta Bitcoin targata Winklevoss. Lo scorso 24 aprile, la Securities and Exchange Commission aveva approvato la proposta di revisione avanzata dalla Bats Exchange circa la decisione della commissione di non consentire la quotazione del primo ETF legato al Bitcoin sul circuito BZX (datata il 10 marzo scorso). La proposta, avanzata congiuntamente dalla borsa valori azionaria alternativa di proprietà della Chicago Board Options Exchange e dai fratelli Winklevoss, titolari della borsa valori Bitcoin e Ethereum chiamata



Gemini, era stata rifiutata principalmente in funzione dei timori che la SEC aveva esposto riguardo le problematiche legate alla sicurezza nella struttura sottostante la cripto valuta che la renderebbero vulnerabile, come peraltro già accaduto, ad episodi di manipolazione e vere e proprie frodi. Anche evidenti incompatibilità con i criteri di sorveglianza attualmente applicati avevano sostenuto la decisione della commissione di vigilanza: qualsiasi approvazione avrebbe infatti comportato una revisione della normativa. La proposta avrebbe dato vita ad un ETF strutturato come un



tradizionale Delaware Trust negoziato sulla BZX con sottostante il prezzo del Bitcoin come elaborato da Gemini (con un valore per quota di 0.01 Bitcoin). Inizialmente, la proposta dei Winklevoss era stata costruita per una quotazione dell'innovativo prodotto al NYSE Arca, il mercato tradizionale per questo tipo di strumenti, ma la natura alternativa dello strumento aveva poi portato ad optare per una piattaforma di negoziazione altrettanto innovativa come appunto

la BZX, ormai consolidata negli Stati Uniti e presente anche in Europa da diversi anni. Difficilmente il NYSE avrebbe proposto formalmente una revisione della decisione presa dalla SEC come ha invece fatto la Bats Exchange.... In questi giorni, la SEC, sta valutando anche l'approvazione e la quotazione proprio al NYSE di un altro ETF, anch'esso basato su una cripto valuta, in questo caso Ethereum, e anch'esso strutturato come un Delaware Trust. Ethereum quota già presso Gemini stessa, prima borsa autorizzata a livello mondiale (dalla NY State Department of Financial Services) alla trattazione della valuta da maggio dello scorso anno. Questa cripto valuta, che oggi rasenta i 100 dollari, è basata, come il più noto Bitcoin, su una blockchain network ed è già disponibile sul mercato dei fondi con l' Ethereum Classic Investment Trust (attivo dal marzo scorso) di Grayscale, società che da anni quota anche il Bitcoin Investment Trust e che, come sopra ricordato, attende anch'essa il verdetto SEC per trasformare proprio questo suo prodotto Bitcoin in un ETF.

Le differenze tra Ethereum e Bitcoin, senza prendere in esame quelle propriamente tecniche, sono riconducibili innanzitutto al fatto che mentre il Bitcoin è, almeno nelle intenzioni, una criptocurrency pura e alternativa alle tradizionali valute, Ethereum (spesso abbreviato Ether) è piuttosto strutturato come un metodo di pagamento utilizzato all'interno di un network, "l'Ethereum network", e pertanto, a differenza del Bitcoin, non è di per sé un "contenitore di valore" in senso stretto. Mentre il Bitcoin è quindi più "versatile" in prospettiva in quanto cripto valuta pura, ma è spesso considerato una commodity oltre che ancora immaturo, Ethereum è forse già oggi meglio strutturato per essere impiegato a livello pratico come

metodo di pagamento. Non a caso Ethereum gode anche dell'appoggio di un consorzio di società di primaria importanza denominato Enterprise Ethereum Alliance che si propone di sostenere lo sviluppo di questo metodo di pagamento virtuale: fanno parte del consorzio, che ormai conta oltre 30 componenti, anche Microsoft, JPMorgan Chase, Intel, Accenture, UBS, Thomson Reuters, ING, Santander, Credit Suisse, BNY Mellon, CME Group (che già lavora con molte borse Bitcoin e ha già lanciato indici e prodotti dedicati). Altra questione di assoluta rilevanza che andrà ad influenzare le decisioni SEC saranno le decisioni già prese da altre autorità di vigilanza come la stessa New York State Department of Financial Services che già regola Ether su Gemini. Tuttavia, anche continuare a sostenere limiti di sicurezza nelle negoziazioni di un prodotto quando questo è proposto da un operatore autorizzato come la Bats Exchange, oltre che da Gemini, anch'essa già autorizzata a trattare Ethereum, potrebbe diventare problematico per la SEC.



Servizi di consulenza alle società ed alle imprese.

Visita il nostro sito cliccando sul logo

ETF EMERGENTI : IL DRAGO NON DORME, MA ANCHE L'ELEFANTE, LENTAMENTE, SI MUOVE

I mercati emergenti quest'anno sono previsti in crescita e i dati circa i flussi di cassa in ingresso negli ETF (dati BlackRock) confermano la fiducia degli investitori per questi mercati, orientandosi da inizio anno principalmente verso il settore mid small dell'equity USA e verso gli strumenti che consentono l'esposizione a queste economie. Osservando i ritmi di crescita globale, secondo l'OCSE, sarà nuovamente l'India con un Pil atteso a + 7.6%, in linea con gli anni precedenti, a conseguire i risultati migliori seguita dalla Cina con il 6.4% e dagli USA con il 2.3%. Il paese attraversa tuttavia un momento delicato in cui la demonetizzazione (finalizzata anche a combattere l'evasione oltre che a dare impulso al sistema finanziario locale) e i mutamenti strutturali voluti dal primo ministro Narendra Modi insieme con le incertezze USA, primo partner commerciale del paese, portano gli operatori ad essere molto cauti seppur con



pochi dubbi circa l'interesse generale che il paese potrebbe ricevere una volta effettuate le riforme necessarie. La borsa di Mumbai, peraltro nuovamente ai massimi storici rispetto al 2015 ma in ascesa ormai dal 2000, non risulta pertanto un mercato particolarmente rappresentato se si decide di avvalersi di ETF esposti anche ad altri paesi BRIC o emergenti in generale. Questi ETF vedono, prendendo in esame a titolo di esempio l'indice MSCI BRIC, un ruolo sempre dominante della Cina nella loro composizione con il 56.8% mentre India e Brasile, entrambi solo al 17%, assumono un peso solo marginale con la Russia fanalino di coda. I prodotti Asia emergente ex Japan sono certo più diversificati ma, anche in questo caso, resta indiscutibile la preminenza della Cina e un ruolo marginale dell'India che nell'indice MSCI Asia ex Japan non supera nemmeno il 10% (come del resto accade nel portafoglio del MSCI Emerging Markets Asia, 10.7%). Volendo un'esposizione più diretta, 4 sono le possibili alternative su Borsa Italiana. L'indice proprietario di Wisdom Tree, il Wisdom Tree India Quality Index, comprende le società quotate a Mumbai che si posizionano nel primo terzile sulla base della media triennale degli indici di redditività ROE (redditività del capitale proprio) e ROA (redditività delle attività) pesate su capitalizzazione aggiustata per il flottante. In sostanza uno Smart Beta orientato prima di tutto alla redditività e pertanto aperto a tutte le capitalizzazioni al di sopra dei 200 milioni e che, con i suoi 100 componenti, mantiene una buona diversificazione. Il portafoglio di questo indice propone un'allocazione settoriale complessivamente molto bilanciata che vede nelle prime posizioni IT 22%, consumer staples 18.8%, consumer discretionary 12.5% health care 15% e servizi finanziari solo al 5.1%. Il peso assai ridotto e comunque non preminente del

settore finanziario discosta notevolmente questo indice dalla quasi totalità della concorrenza sull'equity India, dove i servizi finanziari ricoprono generalmente un ruolo di spicco. L'offerta di db x trackers si basa invece sul Nifty 50 che comprende 50 best companies large cap sempre quotate alla National Stock Exchange of India (NSE) coprendo il 65% della capitalizzazione totale aggiustata per il flottante, questa volta però senza strategie Smart Beta (soltanto il BSE Sensex offre un'esposizione ancora più ristretta alle 30 aziende più capitalizzate in assoluto per i vari settori).

In questo caso, sono proprio i servizi finanziari a dominare il portafoglio con il 32.2% mentre seguono IT 13.54%, energetici 12.74% e automotive 11.28%. Infine l'indice MSCI India, sottostante ai prodotti quotati su Borsa Italiana da Amundi e Lyxor, propone 76 costituenti coprendo large e mid cap con le maggiori allocazioni, anche in questo caso, nei finanziari 22% e nell'IT 16%.

Gli ETF corrispondenti a tali indici sono a replica sintetica (fully funded per i db x trackers mentre unfunded i prodotti Amundi e Lyxor), mentre rappresenta anche in questo caso un'eccezione lo strumento Wisdom Tree, che opta per la replica fisica.

Tra poco sarà davvero il momento dell'elefante?

ALGORITHMIC TRADING, I MERCATI FINANZIARI E "L'OPINIONE" IN MATEMATICA

La matematica non è un'opinione, si argomenta spesso, volendo intendere che la sua applicazione porta a risultati esenti da considerazioni soggettive e intendendo anche rimarcare il divario tra la capacità oggettivante del calcolo rispetto alla visione soggettiva tipicamente umana. Eppure questo è vero solo e soltanto date le variabili inserite e considerate le ipotesi alla base del modello, e questa non è certo una questione da poco bensì una premessa indispensabile. Un qualsiasi modello matematico, in sostanza, approssima la realtà mancando di considerare alcune variabili viste come "ingestibili" per natura o capacità di calcolo oppure dimentica fattori "apparentemente estranei" alle sue finalità di indagine. La capacità di oggettivare la realtà è quindi limitata dalla capacità di leggere il contesto di applicazione da parte di chi ne applica i principi, ma, in tal senso, trova oggi un potente alleato nella tecnologia, in grado quest'ultima di ampliare di molto i confini di indagine dei modelli grazie a capacità di calcolo e di sintesi mai viste e potenziate poi



anche con l'accesso ai Big Data. La matematica è oggi un'opinione (per quanto strutturata), "l'opinione della macchina" ed è un punto di vista che, nonostante i suoi molti limiti, conta più di quanto si immagini.

Oggi gestire enormi quantità di informazioni in millisecondi, modelli matematici estremamente complessi, e affidare la maggior parte dei capitali investiti sui mercati ad algoritmi estremamente sofisticati è la norma (oltre la metà dei capitali è in mano a trading systems automatizzati). Con l'avvento del machine learning, ossia la capacità di apprendere in modo autonomo da parte delle macchine (che poi si sostanzia nella capacità di queste di sondare enormi masse di dati al fine di scoprire schemi efficienti e profittevoli da proporre o creare sistemi di trading ex novo semplicemente osservando cosa funziona sul mercato in quel momento), la corsa al vantaggio competitivo rappresentato dalla fruizione dei più innovativi, rapidi e "intelligenti" strumenti si è resa più accesa, con i principali hedge funds che assumono quant e specialist al più che esperti interni al settore finanziario. Mentre dare nuovo impulso a strategie note grazie all'impiego di nuove tecniche basate su algoritmi di ricerca come avviene oggi per il Momentum (la macchina cerca connessioni tra aziende basandosi su sentiment e andamento delle quotazioni oppure correlazioni con fattori economici), le Value (la macchina analizza un determinato universo di dati strettamente specifico per un'industria o settore per esplicitare il valore intrinseco del titolo) o le Profitability (la macchina può sondare i dettagli del traffico web di siti di e-commerce aziendali per identificare, in tempo reale, i business che stanno accrescendo la loro quota di mercato on line) costituisce una

semplice ottimizzazione, l'operatività gestita da un algoritmo ha invece un impatto sui mercati. Insomma, se si macinano dati sul meteo non è che cambia il tempo, ma se con un algoritmo si fa trading allora l'impatto sui mercati c'è eccome. La capacità dell'High Frequency Trading di influenzare i mercati è un dato di fatto: un numero enorme di ordini in acquisto e in vendita vengono immessi in pochissimi millisecondi ed aggiornati in tempo reale arrivando ad impattare sul mercato in maniera solo apparentemente (e volutamente) limitata tramite lo "spacchettamento" di enormi posizioni long o short in una miriade di posizioni più piccole al solo scopo di evitare movimenti di prezzo repentini e dannosi per gli interessi della macchina stessa (eseguire ad un prezzo più basso possibile l'intera posizione ad esempio) ma pure con la precisa intenzione di influenzare il comportamento degli altri operatori (nei riguardi dei quali la macchina più evoluta più rapida e dotata di maggiori risorse avrà sempre un vantaggio competitivo). A parte gli evidenti rischi derivanti da un errore di programmazione o da una variabile non considerata (Knight Capital docet), con gli algoritmi c'è poi un effetto concatenazione che potrebbe portare all'amplificazione immediata e inarrestabile di qualsiasi ampio movimento di prezzo al ribasso, sostenuta prima dalla risposta di altri robotraders magari meno aggressivi, ma con certamente contromisure attive su oscillazioni fuori norma e poi pure dalla tardiva reazione degli operatori umani senza ordini in macchina e a quel punto già in preda al panico. Dall'altra parte, l'algoritmo, in parte comune a molte macchine, potrebbe influenzare a tal punto il mercato con la sua implementazione in massa e muovere nella stessa direzione capitali tanto ingenti da creare un circolo vizioso tale da spingere con insistenza le quotazioni (anche di indici molto

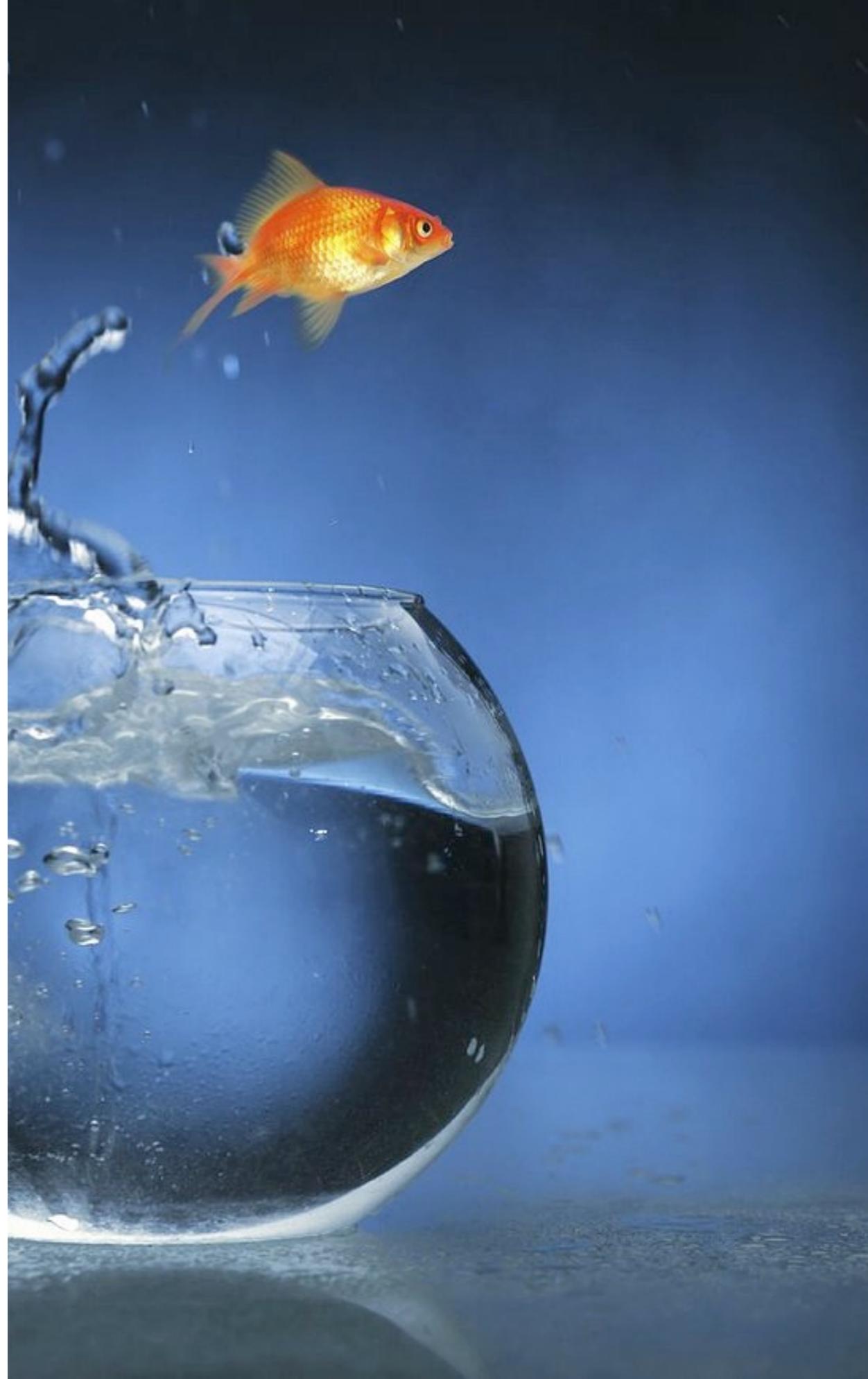
molto importanti) al rialzo senza accorgersi di essere lui stesso e la sua diffusione la ragione del successo di tali investimenti. Parliamo cioè di una bolla, il caso opposto al panic sell visto in precedenza, creata da un algoritmo e proseguita grazie alla sua diffusione e magari all'appetito al rischio di tanti altri investitori. Risulta evidente dunque come le limitazioni imposte dai listini sulle fluttuazioni quotidiane di un titolo possano poco o nulla di fronte a stimoli di questo tipo soprattutto se protratti nel tempo. Maggiore volatilità certo ma anche mercati meno efficienti, o meglio, efficienti nella misura in cui le macchine inizieranno a considerare una maggior varietà di informazioni visto che, in tale contesto, i mercati non sarebbero più terreno di incontro e scontro tra view differenti, orizzonti temporali di investimento variegati, diversa percezione dell'evoluzione degli eventi o emozioni ma piuttosto solo incontro di una domanda e un'offerta snaturate. Come potrebbe una macchina leggere dati macro, fondamentali o valutare positivamente il potenziale di una nuova tecnologia?

In tale contesto, che ruolo potrebbe avere il gestore umano se non principalmente quello di accettare passivamente l'operato di questa "mano invisibile tecnologica" che orienta tutto senza sentir ragioni sulla base di ogni informazione da lei processabile? Del resto, solo per sopravvivere, anche il gestore fruirebbe massicciamente di questi strumenti e di conseguenza le sue scelte sarebbero anch'esse, in buona parte, automatizzate. Quest'ultima constatazione rimanda alla probabile e provata ascesa di investimenti che spostano il focus dalla "gestione attiva" (che in tale contesto si rivelerebbe un inutile quanto costoso passaggio intermedio), ad un robo advisor che sappia semplicemente

"leggere" il mercato oggi o meglio ancora ad un portafoglio di ETF ben capitalizzati e liquidi (con anche un evidente risparmio in termini di spese). Non è un caso che in Europa ad investire maggiormente in questi strumenti siano proprio i fondi e gli istituzionali. Gli ETF non hanno certo la selezione soggettiva e dinamica di una gestione attiva ma già oggi con gli ETF "intelligenti", i così detti Smart Beta, si ottiene l'applicazione meccanica di logiche di ponderazione delle componenti basate su dividendi, fondamentali o volatilità minima. Esistono persino ETF che periodicamente scelgono di entrare in settori sottovalutati e chiudere le posizioni su quelli sopravvalutati come l'Ossiam Shiller Barclays CAPE® Europe Sector Value. E se in futuro arrivassero sulle borse addirittura ETF incorporanti specifiche strategie di trading basate su algoritmi?

ETF TROPPO GRANDI: QUANDO IL BENCHMARK O IL MERCATO NON SONO ABBASTANZA

Può un ETF diventare troppo grande per il proprio indice o addirittura per il proprio mercato sottostante? Ormai non si tratta più di una domanda o di un'ipotesi ma piuttosto di un'evidenza. Gli ETF sono spesso soggetti a cambiamenti nei benchmark di riferimento per le più svariate ragioni ma l'evidenza degli ultimi anni ha portato alla luce nuove complicazioni dovute principalmente all'incremento delle masse investite in alcuni degli ETF di maggior successo a livello globale. Il VanEck Junior Gold Miners ETF, quotato al NYSE ARCA e secondo ETF al mondo nel segmento di nicchia dei produttori di materials small cap, che traccia mediante replica fisica il MVIS Global Junior Gold Miners Index, ha visto incrementare le masse investite da 1 miliardo di dollari di inizio 2016 fino ai 5.4 miliardi di inizio aprile con un aumento di prezzo di quasi il 90% (assets a + 60 %) su un mercato che nel suo complesso vale appena 30 miliardi. Un



successo, senza dubbio, ma di difficile gestione. Se l'incremento di prezzo e la domanda erano in buona parte dovuti ai prezzi del metallo giallo allora in netta ascesa, l'allontanamento dall'indice era dovuto a ben altre cause. Se gli AUM di questo ETF sul mercato di riferimento sembrano già eccessivi, andando ad osservare le singole partecipazioni, le problematiche di questa crescita assumono proporzioni ancora più evidenti. Secondo gli analisti di Scotiabank, l'ETF costretto da un simile afflusso di capitali, ha assunto facilmente partecipazioni "rilevanti" in molte di queste piccole compagnie di estrazione e lavorazione del metallo giallo arrivando in molti casi oltre il 10% del capitale e, sporadicamente, addirittura quasi al 20% andando incontro al limite di legge imposto in Canada (la composizione paese dell'indice risulta 66% Canada, 16% Australia, 7.7% Stati Uniti e per finire solo Sud Africa e Perù oltre il 3 %) per il lancio dell'OPA obbligatoria su tali compagnie.

Limitato nella sua possibilità di allocare le enormi masse in gestione nelle aziende più promettenti dai suddetti limiti di legge e dalle poche alternative di investimento disponibili su un mercato ristretto e di nicchia come quello junior miners, l'ETF è stato addirittura criticato da alcuni commentatori che hanno definito la composizione del portafoglio come molto mal realizzata esprimendo non pochi dubbi sulla qualità stessa delle azioni insite nell'ETF, molte delle quali non davano neppure segnali operativi rassicuranti su medie mobili o, tantomeno, ricavi o utili in crescita. Oltre alla semplice difficoltà di allocare i fondi sul mercato di riferimento e di farlo in maniere efficiente e potenzialmente profittevole, a motivare questi investimenti si aggiunge naturalmente la questione inerente la diversificazione dell'investimento. Molte di queste partecipazioni

sono state infatti acquistate più per tentare una sufficiente diversificazione piuttosto che per effettiva qualità delle stesse fino all'inclusione di società e strumenti che neppure rientravano nella composizione dell'indice stesso, pur essendovi correlati (consentito non oltre il 20%).

Questi prodotti hanno poi generato pesanti scostamenti indice/ETF.



La performance ottenuta, come è stato rilevato, derivava per lo più dal Direxion Daily Junior Gold Miners Index Bull 3X Shares (che durante il 2016, aveva decuplicato i suoi assets) costruito sul medesimo MVIS Global Junior Gold Miners Index, ossia da un prodotto concorrente in leva tripla sullo stesso settore (quindi ancora, in parte, replicante le stesse azioni senza nessun miglioramento oggettivo in termini di effettiva diversificazione se non solo "sulla carta"). Il famoso VanEck Vectors Gold Miners ETF, replicante il NYSE Gold Miners Index, ovvero un indice diverso e

con capitalizzazione media di mercato delle aziende di 8.9 miliardi miliardi \$ (insomma ben oltre la soglia delle micro/small cap del MVIS Global Junior Gold Miners, è un altro di questi investimenti extra indice: un prodotto analogo, con medesimo emittente, ma senza il vincolo della capitalizzazione a limitare il campo delle possibili alternative di investimento. L'investimento da parte del VanEck Junior Gold Miners ETF in altri ETF che abbracciano tutto lo spettro delle capitalizzazioni, risulta una questione particolarmente rilevante proprio per la natura volutamente "ad altro rischio/rendimento" dello strumento, derivante proprio dal focus su micro/piccole capitalizzazioni (SRRI pari a 7 ossia massimo rischio, per la variante UCITS del prodotto registrata anche in Italia da novembre). VanEck ha optato pochi giorni fa per un cambio indice atto a modificare la policy dello strumento con il passaggio da un range di capitalizzazione tra 75 milioni e 1.5 miliardi ad uno che porta la barriera superiore fino a 3 miliardi (2.5 miliardi è la soglia per le small cap, ora si includono anche le mid cap) a partire dal prossimo 17 giugno con il conseguente passaggio da 48 a 62 compagnie. Secondo Scotiabank queste nuove inclusioni rappresenteranno addirittura il 60% del nuovo portafoglio. Se un ETF costruito su un mercato di piccole dimensioni raggiunge grandi dimensioni si pongono però anche evidenti problemi di riferimento all'efficienza del meccanismo di liquidazione delle quote e all'influenza che l'ETF stesso può avere sul mercato sottostante, a maggior ragione se di ridotte dimensioni. A tal proposito, ha ottenuto particolare risalto uno studio di Ullan Investments Advisors sull'ETF iShares US Preferred Stock, sempre quotato al NYSE. Come il prodotto VanEck, lo strumento era arrivato a crescere enormemente rispetto al mercato di nicchia sottostante, quello delle così chiamate

"Preferred Stocks" americane ossia titoli appartenenti alla categoria fixed income collocabili a metà tra bond e equity con maturity molto molto estese. Si tratta infatti di titoli che pagano un dividendo fisso (che vanta un pagamento anticipato rispetto agli adempimenti previsti verso i comuni azionisti) oltre a rappresentare una ownership in società (pur non incorporando diritti di voto). Secondo Ullan Investments Advisors, firm particolarmente attiva sul segmento preferred, l'ETF, che ha raggiunto a marzo 2017 assets per oltre 17 miliardi di dollari (settimo ETF sul fixed income USA per AUM), detiene oltre il 10% di ciascuna emissione nella quale l'indice ha investito. Il problema della liquidità sul mercato ne è la diretta conseguenza se consideriamo che ad una vendita massiccia di quote dell'ETF seguirebbe la vendita dei titoli del paniere con un naturale crollo delle quotazioni. Secondo Ullan Investments Advisors, stando ai volumi di trading giornalieri, sarebbero necessarie tre settimane per rimborsare anche solo il 10% di ciascun titolo con pure il rischio che le vendite, eccedendo il volume medio giornaliero, portino ad un ulteriore e repentino crollo dei prezzi magari in una fase in cui le vendite sono già avviate a causa di un rialzo dei tassi (trattandosi di fixed income).

Se con il prodotto VanEck il problema era l'allocazione dei flussi troppo ingenti su un mercato (indice) troppo ristretto, e con l'ETF iShares i dubbi si allargano al corretto funzionamento dei meccanismi di base dello strumento (creation & redemption) per date dimensioni e condizioni di mercato avverse, un altro problema si rivela essere la compatibilità tra le dimensioni degli ETF e la sua effettiva capacità di replicare l'indice di riferimento (magari in leva) anche se su un mercato più vasto. Next Funds Nikkei 225

Leveraged Index, aveva interrotto a fine 2015 le sottoscrizioni di nuove quote in quanto, come riporta Bloomberg, “il mercato dei futures non era più in grado di garantire una performance giornaliera doppia dell’indice Nikkei 225”. Anche in questo caso gli assets dell’ETF erano cresciuti enormemente in poco tempo portandolo ad essere uno dei più grandi ETF a leva a livello globale. Secondo gli analisti di JPMorgan Securities Japan, sembrava che il mercato non solo subisse i trade dell’ETF con una pericolosa amplificazione dei movimenti, ma addirittura fosse orientato dall’ETF stesso. La liquidità sul mercato dei future restava la stessa ma non era più sufficiente per le esigenze dell’ETF e la situazione ormai influenzava pesantemente la volatilità. Tra l’altro, essendo un prodotto in leva spesso usato in situazioni di volatilità già in partenza elevata, non è difficile immaginare che effetti devastanti avrebbe potuto avere questo strumento con mercati agitati o in forte calo, tanto per il mercato sottostante quanto per gli investitori stessi, che comunque godono sulla carta della liquidabilità quotidiana dello strumento.



MBA
Consulting & Services Srl

Valutare il rapporto con la banca è generalmente molto complicato. Come puoi tutelarti?

Sapere cosa si paga è un dovere, verificarne la correttezza è un diritto.

I NOSTRI SERVIZI :

- Analisi Centrale dei Rischi
- Corsi di formazione
- Analisi conto corrente
- Analisi derivati
- Analisi contratti bancari
- Riduzione oneri bancari

MBA Consulting & Services S.r.l.
soluzioni d'impresa per un mondo che cambia
Sede Legale e Operativa
Via Teodoro Frizzoni, 22 | 24121 Bergamo
www.mba.srl
opportunity@mba.srl

ENERGIE RINNOVABILI: TRA AMBIENTE, INDIPENDENZA E POTERE

E' passato ormai più di un anno dalla Conferenza sul Clima che si è tenuta a Parigi (COP21) nel dicembre 2015, la prima in assoluto, dagli accordi di Kyoto del '97, a vedere la partecipazione dei paesi emergenti. I 195 paesi che hanno preso parte all'incontro, hanno siglato accordi al fine di ridurre entro il 2030 le emissioni di CO2 fino a ritenersi disponibili ad investire in tal senso una cifra che, nel caso le promesse vengano mantenute, l'International Energy Agency ha calcolato essere intorno a complessivi 13.500 miliardi di dollari. Promesse, certo, che danno però l'idea di un preciso intento politico e soprattutto di quanto concreta sia oggi la possibilità nonché l'esigenza di derivare dalle rinnovabili una fetta importante del fabbisogno energetico globale. La risposta degli emergenti e dei paesi in via di sviluppo, arrivata per bocca della Cina, è stata però chiara e poco rassicurante: in sostanza Pechino, in assoluto il primo



produttore di CO2 a livello mondiale (25%), si è detta sensibile al problema ma non disponibile al negoziato. Pechino, piuttosto, sostiene il diritto degli emergenti ad inquinare per sostenere il proprio sviluppo come è stato a suo tempo per i paesi sviluppati. Tuttavia il modus operandi dei cinesi rivela un atteggiamento favorevole al cambiamento, se non propriamente per questioni inerenti il clima, quantomeno per opportunismo. Anche per questo il 2016 ha visto, a livello globale, un aumento dell'8.7% del ricorso a energie rinnovabili: la crescita è stata guidata dal solare che per la prima volta dal 2013 ha sorpassato l'eolico per ritmi di crescita ma dati in aumento si sono riscontrati anche per l'idroelettrico e per il bioenergy che addirittura ha incorniciato il 2016 come l'anno migliore in assoluto (con il geotermico fanalino di coda ma leader indiscusso in Italia).

Se guardiamo ai paesi con il maggior incremento di capacità produttiva, proprio l'Asia, a dispetto delle dichiarazioni riportate, domina la scena con il 58% ed è suo anche il 41% della capacità globale erogata da fonti rinnovabili. Cina, USA, Germania e India hanno installato da soli il 75% dei nuovi impianti eolici ma la Cina stravince anche nel fotovoltaico contando da sola per oltre la metà delle nuove installazioni del 2016 (34GW contro gli 11GW erogati negli USA). Il bioenergy asiatico ha raggiunto invece lo scorso anno quello europeo, fino ad allora leader quanto a capacità erogata dai nuovi impianti. Il piano varato da Pechino a gennaio prevede ulteriori investimenti per 361 miliardi di dollari nelle fonti energetiche alternative fino al 2020 al fine di dirottare la produzione energetica del paese sulle rinnovabili per almeno un terzo del totale. Come evidente nell'ultimo report dell'International Renewable Energy

Agency, il ruolo dominante di Pechino, nonostante le dichiarazioni non proprio ambientaliste (come quelle di Trump), è ormai un'evidenza, non solo con la leadership mondiale nella produzione di celle fotovoltaiche e di batterie agli ioni di litio (oggi anche il più grande produttore di pale eoliche è cinese), ma anche perché Pechino, nel 2016, ha dimostrato di essere intenzionata ad estendere la propria influenza sulle rinnovabili in tutto il mondo con importantissimi investimenti per complessivi, secondo The Guardian, 32 miliardi di dollari con un salto del 60% rispetto al 2015. No, non hanno investito in altri paesi per salvaguardare l'ambiente e non si tratta nemmeno di semplici dichiarazioni programmatiche o di una novità per la Cina che, secondo Bloomberg, nel 2015 aveva già investito internamente 102 miliardi nel settore (per farsi un'idea, il doppio di quanto nello stesso periodo abbiano destinato gli USA alle energie alternative). Si tratta piuttosto, di un percorso programmato con implicazioni interne fondamentali per l'economia cinese (il programma prevede infatti la creazione di nuovi posti di lavoro per 13 milioni di persone, dai circa 4 milioni attuali coinvolti in questo settore) ma pure con l'obiettivo di instaurare una vera e propria egemonia a livello globale per dominare le tecnologie, la produzione e i servizi connessi a questo inarrestabile trend, a mezzo di investimenti verso altri paesi come ad esempio il Brasile. L'India, invece, si prefigge di arrivare al 2030 con oltre il 50% del proprio fabbisogno energetico soddisfatto da energie rinnovabili anche grazie al deciso supporto governativo per lo sviluppo dell'eolico che presto sarà esteso anche al solare con un investimento che tra il 2016 e il 2022 dovrebbe già triplicare con una media di 14 miliardi annui secondo le intenzioni di Nuova Delhi. Tuttavia, ci sono in questo caso alcuni elementi in grado di rendere più complessa

questa evoluzione: c'è infatti la mancanza di una rete elettrica sufficientemente vasta e addirittura 300 milioni di persone non connesse, problemi nel reperire fondi (si parla anche da emissioni di bond governativi dedicati) e un mercato finanziario e bancario immaturo. Da queste premesse dovrebbe essere evidente quanto davvero in questi paesi l'interventismo statale giochi ad oggi un ruolo decisivo per il ricorso alle rinnovabili e quanto la vera partita sia quella dell'indipendenza energetica e del controllo globale sulle nuove fonti energetiche, quelle rinnovabili appunto (per definizione, "indipendenti" dall'estero). Altro che ambiente. Quest'ultima considerazione ci rimanda all'amministrazione Trump e alla cancellazione del Clean Power Plan di Obama (in vigore sei mesi poi bloccato dai ricorsi di 27 stati) e al presunto supporto per l'industria dei combustibili fossili. Il nuovo corso repubblicano non ha nulla contro le rinnovabili, ma, nel caso degli Stati Uniti si tratta di un mercato ormai maturo e con costi di produzione ormai in ribasso e assolutamente competitivi. Mentre negli emergenti non sarebbe immaginabile una svolta "green" senza un massiccio interventismo del governo, non è privo di logica ipotizzare che ciò accada invece in un paese avanzato che già destina storicamente una parte considerevole del proprio sostegno a queste energie (da sempre, anche sotto la presidenza Obama, è stata l'industria dei combustibili fossili a godere del maggior supporto) e che già gode di importanti sinergie con infrastrutture esistenti, mercati finanziari avanzati e della presenza delle aziende tecnologicamente più avanzate del globo. La stessa indipendenza energetica sbandierata da Trump, se combinata con la futura fisiologica supremazia delle energie rinnovabili su quelle fossili, giocherà un ruolo di incentivo a favore di queste tecnologie. La posizione di Trump potrebbe certo avere

oggi l'effetto di mitigare la crescita delle rinnovabili sul territorio americano e fornire alla Cina un minimo distacco ma, nel lungo termine, garantirà un'autonomia totale e un impulso enorme al settore.

Una soluzione di sintesi riguardo a quali paesi prendere in considerazione per esporsi al trend delle energie rinnovabili, ci viene fornita dall'indice RECAI (Renewable Energy Country Attractiveness Index) realizzato da EY e capace di ponderare un elevato numero di variabili, da quelle politiche alle variabili macro, dalle risorse naturali a disposizione alle reali possibilità di finanziamento fino alla competitività di prezzo che l'offerta riesce a raggiungere nelle aste per le concessioni energetiche. Comparando la classifica e gli outlook stilati da EY con i portafogli degli strumenti ETF negoziati su Borsa Italiana siamo di fronte a due alternative: l'investimento in strumenti tematici strettamente connessi alle energie alternative oppure prendere in considerazione indici settoriali broad emerging scontando il fatto che il progresso energetico necessario allo sviluppo di questi paesi passa anche dal ricorso sempre maggiore a queste energie (privilegiando sempre i portafogli con la migliore allocazione paese).

Il SGI World Alternative Energy Index investe per il 45% in USA per poi suddividere il restante 55% in una allocazione molto diversificata con percentuali che vanno dal 4 al 9 per cento a paese ma con solo il 4% alla Cina. Una distribuzione che combina la stabilità degli USA quanto a maturità del mercato, sinergie e infrastrutture esistenti con una grande diversificazione su 11 altri paesi, forse in prospettiva più dinamici, 10 dei quali compresi nell'indice EY e di cui ben 6 tra i primi 20 (sui 40 che compongono l'indice). Sono 4 i

paesi con outlook positivo per il 2017 compresi nel portafoglio. L'indice si propone di investire nelle energie alternative a tutto tondo dalla produzione all'immagazzinamento fino alle tecnologie per l'efficienza e a quelle dedicate alla distribuzione decentralizzata. In tal senso colpisce l'assenza dell'India, paese in cui la produzione decentralizzata è fondamentale, a detta dello stesso Governo, per compensare anche evidenti carenze della rete di distribuzione in termini di copertura rete. La presenza degli emergenti è davvero esigua e limitata alla sola Cina. L'indice ha ormai da poco superato i massimi del 2014. Lo S&P Global Clean Energy propone invece un portafoglio che vede metà del capitale quasi equamente ripartita tra USA e Cina, scommettendo sulle esigenze e sulle ambizioni cinesi



senza farsi scoraggiare dalle politiche trumpiane (28% Cina, 24% USA, 10.7% Brasile e 7.5% Giappone, queste le principali componenti). L'indice conta 7 paesi compresi nell'indice RECAI tra i

primi 20, ma, con solo un paese, la Norvegia, provvisto di un outlook positivo. Cina e Brasile sono gli unici paesi emergenti considerati. L'indice ha di nuovo raggiunto i massimi assoluti del 2007 coronando un trend partito ormai nel 2009. Anche in considerazione del peso ridotto degli emergenti nei portafogli visti, nel caso si voglia investire su un settore emergente broad per sfruttare l'enorme mole di investimenti che transiteranno prima di tutto sul settore energetico e indirettamente anche sulle energie rinnovabili, lo S&P Emerging Markets Infrastructure Index replica l'andamento di 30 delle maggiori società dei mercati emergenti operanti nel settore delle infrastrutture: 22.25% energia con una composizione in cui si evidenzia il 38% della Cina, il 20% del Brasile, l'11.24% del Messico, il 7.28% della Corea del Sud, il 7% della Malesia, il 7% della Thailandia, il 5% della Russia e il 3% del Cile. Ben 4 sono nelle prime 10 posizioni dell'Indice RECAI e tutte le componenti a parte la Russia rientrano nello stesso a rimarcare come lo sviluppo degli emergenti passi necessariamente dal ricorso a queste energie. Anche questo indice, come i precedenti, è quasi ai massimi storici toccati nel 2015 e 2007. MSCI World Low Carbon permette di investire nelle energie green seguendo una logica differente atta a detenere in portafoglio solo i titoli che si sono dimostrati più attenti a contenere le proprie emissioni di CO₂. L'indice non offre un'importante esposizione agli emergenti (con Usa, Giappone e Regno Unito le principali componenti) limitando alla sola Francia con il 3.64.% la presenza di paesi con outlook positivo secondo il RECAI index. Anche prodotti SR (Socially Responsible) e ESG (Environmental, Social and Governance) possono essere presi in considerazione anche se il peso degli energetici in senso stretto è spesso marginale.

ANCHE LE ABS SU CREDITI AL CONSUMO AVRANNO IL LORO ETF? LA PROPOSTA DI BLACKROCK AL VAGLIO DELLA SEC

"Con la disoccupazione ai minimi storici non siamo preoccupati di dover fronteggiare un incremento ulteriore del tasso di delinquency sui crediti al consumo erogati tramite carta di credito o altra forma: tassi di default anche più alti di quelli attuali risultavano già sostenibili negli anni antecedenti la crisi ossia con un'economia in crescita e derivano oggi dal fisiologico assestarsi del mercato del credito dopo un periodo prolungato di tassi bassi." E' quanto sostenuto dalla schiera di analisti che non considera l'aumento del tasso di delinquency sui crediti al consumo subprime e deep subprime un segnale chiaro di stress e non vede il pericolo di forti e ulteriori svalutazioni su credit cards loans, auto loans e student loans come una possibilità concreta. Questi prestiti sono infatti sotto la lente d'ingrandimento (vedi <https://www.primosegno.com/single-post/2017/05/12/Un-delicato-equilibrio-forse-troppo-delicato>) non solo



BLACKROCK

per l'evidente aumento delle insolvenze ma anche, e soprattutto, per il ruolo di precursori che gli è stato attribuito da diversi analisti in base alle evidenze portate alla luce dalla crisi del 2008.

Questo tipo di prestiti mostra infatti segnali di sofferenza ben prima che altri settori come quello di mutui ipotecari, molto più rilevante per l'economia, entrino in condizione di stress evidente. Se a questo aggiungiamo l'impennata del tasso di default registrata da tutte le categorie di prestiti (anche nei mortgages) a seguito del rialzo dei tassi dal novembre scorso e la prospettiva di ulteriori aumenti, il quadro diventa ancora più scuro. Secondo l'American Institute for Economic Research il debito detenuto dalle famiglie americane ha infatti superato ad aprile il record precedente che fece deflagrare la bolla del mercato immobiliare. La crescita delle sottoscrizioni di nuove carte di credito ha invece subito negli USA un incremento di oltre il 13% solo tra marzo 2016 e marzo 2017 a fronte di un credit card default rate che l'indice S&P/EXPERIAN BANKCARD DEFAULT INDEX individua pari a quello registrato nel 2013 (ai massimi da 4 anni) ma soprattutto in crescita da 6 mesi consecutivi. Mentre gli episodi di default su prestiti per l'acquisto di auto sono ai massimi dal 2008, per quanto riguarda i prestiti allo studio federali, nonostante la relativa semplicità di trovare occupazione, bisogna scontare anche il fatto che le rette richieste per l'accesso ad un'istruzione superiore sono cresciute negli ultimi anni e che questi prestiti costituiscono solo una parte dell'effettivo indebitamento di quella che è riconosciuta come la classe di borrowers più vulnerabile in assoluto (esposta anche a tutte le altre categorie di loan oltre agli stessi prestiti allo studio non federali, non conteggiati in questa analisi). L'aumento dei casi di delinquency è in

quest'ultimo caso evidente osservando le richieste di accesso ai cosiddetti "repayments plans" basati sul reddito che consentono di rientrare dalla condizione di default (con molti sacrifici): negli ultimi quattro anni la percentuale di studenti che hanno avuto accesso a questi piani, peraltro molto discussi, è quadruplicata. Eppure, secondo quanto dichiarato da BlackRock, la controllata iShares, leader mondiale e pioniere nel mercato ETF, ha sottoposto in questi giorni al vaglio della SEC l'iShares Consumer Asset Backed Securities ETF, uno strumento destinato ad investire in ABS (in titoli fixed income che derivano il loro valore da un paniere di assets sottostanti di varia natura) costruite proprio su pacchetti di student loans, auto loans e credit card loans. Non si tratta del primo ETF costruito su ABS, tantomeno per iShares: l'emittente quota infatti con successo strumenti fixed income su altre due categorie di cartolarizzazioni MBS ossia pass through securities su prestiti ipotecari di tipo commercial e residenzial. IShares US Mortgage Backed Securities UCITS ETF, (corrispondente europeo del fratello maggiore da oltre 10 miliardi di dollari di asset quotato al NYSE ARCA sotto il nome di iShares MBS ETF), replicante il Bloomberg Barclays US Mortgage Backed Securities Index, quota infatti da un anno anche su piazze europee ed ha ormai superato i 250 milioni di dollari di asset netti investendo il 100% del capitale sui titoli AAA emessi o garantiti dalle GSEs ossia Fannie Mae, Freddie Mac e Ginnie Mae (le sole emissioni Ginnie Mae hanno la piena e completa garanzia del Governo Federale mentre per le altre due società questa rimane solo implicita anche dopo il bailout e la nazionalizzazione). Il prodotto, a fronte di una maturity media ponderata di 6.14 anni ha una duration effettiva di 4.17. La metodologia di replica dell'indice è fisica ottimizzata e lo strumento

paga dividendi semestrali. Il TER è dello 0.28%. Il fatto che il prodotto limiti le partecipazioni alle sole emissioni con garanzia governativa (oltre alla presenza delle ipoteche) lo rende ad oggi estremamente liquido.

Nel caso di approvazione, iShares Consumer Asset-Backed Securities ETF sarebbe invece il primo ETF a trarre il proprio valore da prestiti al consumo. L'underlying index, secondo quanto si apprende dai documenti trasmessi alla SEC, sarà il J.P. Morgan Consumer Core Asset-Backed Securities Index che misura la performance di bond a tasso fisso e variabile denominati in US dollars con rating investment grade. Per l'inclusione nel portafoglio indice, la policy richiede anche che le tranche senior non siano inferiori per dimensione ai 25 milioni di dollari e che quelle subordinate, le cosiddette mezzanine, superino almeno il milione di dollari. Le tranche devono comunque avere una vita media ponderata di 0.3 anni. L'elenco delle componenti dovrebbe essere rivisto mensilmente come accade anche per il prodotto corrispondente su mutui ipotecari. L'ETF, che adotta una gestione passiva e una metodologia di replica fisica semplificata, prevede la possibilità di prestito titoli fino a un terzo del valore del fondo. La possibilità, per le ABS, di accedere al mercato borsistico sotto forma di quote di ETF ne aumenterà la liquidità mentre diversificazione nella tipologia dei loans, standing creditizio elevato (ex subprime) e rendimenti potenzialmente maggiori di altre categorie fixed income dovrebbero attrarre investitori con un forte appetito al rischio, magari quegli stessi investitori che oggi puntano sui bond emergenti proprio tramite ETF. Alcuni analisti individuano una similitudine con il lancio di iShares High-Yield Bond index iShares High-Yield Bond

index nel 2007: già allora BlackRock era stata aspramente criticata per l'impulso dato alla diffusione dei "rischiosissimi" prodotti high yield con i suoi fondi e i suoi ETF, soprattutto per questioni inerenti la trasparenza dei bond stessi e la loro scarsa liquidità. Oggi il settore high yield è uno di quelli che hanno osservato la maggior crescita negli ultimi 10 anni, è maturo e in quanto tale stratificato in base al rischio e al rendimento di sottostanti sui quali i livelli di trasparenza sono pari a quelli di settori più classici. Forse BlackRock tramite gli ETF intende fare del mercato delle ABS su crediti al consumo un nuovo importante canale di finanziamento, un'alternativa all'high yield con specificità proprie dovute alla particolare asset class sottostante. Sicuramente più versatili di comuni bond corporate o sovrani, le ABS si prestano bene alla creazione di strumenti ETF altamente customizzati. Certo si dovrà evitare che tra ABS e ETF si crei il legame già visto durante la crisi tra le stesse ABS e i famigerati CDO: questi ultimi vennero usati come contenitore di tranche di svariate ABS con valutazioni di credito estremamente differenti e, come poi venute alla luce, del tutto scollegate dalla realtà e da considerazioni sistemiche, addirittura difficili da prezzare. L'investitore retail non potrebbe ne aspettare un piano di intervento del governo ne nasconderli nel 3rd level per anni come certi istituti e non ci sarebbero nemmeno immobili o garanzie federali a sostenerne le valutazioni.

Le ABS saranno davvero diventate "buone"?

Markets Advisor

E' un marchio di Rhiannon Ltd.



© PRIMOSEGNO EDIZIONI S.R.L.

Via Teodoro Frizzoni, 22 - 24121 Bergamo

www.primosegno.com

primosegno@icloud.com

Direttore Responsabile: Giuseppe Politi

Direttore Scientifico: Emanuele Basso Ricci

ETFNews è un periodico trimestrale

registrato al Tribunale di Bergamo

n. 13/2017 il 05 luglio 2017