

ETF a replica diretta o sintetica? Quali sono i veri vantaggi e quali sono le credenze popolari

Andrea Bornaghi, CS ETF Product Specialist
ETPD Lugano, 13 Ottobre 2011



Programma

1. Metodi di replica disponibili e loro utilizzo sul mercato Europeo degli ETF
2. Vantaggi veri o solo apparenti? Esempi
3. Conclusione

Strategie di replica ETF

Replica diretta

Replica completa

- Tutti i titoli dell'indice vengono acquistati in base alle rispettive ponderazioni
- Tracking error basso
- Utilizzato principalmente per gli indici liquidi o in generale per indici accessibili e replicabili senza problemi

Replica ottimizzata

- Attraverso l'ottimizzazione viene costruito un portafoglio che include soltanto i titoli più liquidi dell'indice, con l'obiettivo di minimizzare il tracking error
- Non tutti i titoli dell'indice sono inclusi nel portafoglio
- Utilizzata per indici con titoli poco liquidi (ad es. mercati emergenti) che potranno essere replicati con replica diretta, senza ricorrere agli swaps

Replica sintetica

Replica swap-based

- Replica dell'indice con swap
- L'ETF detiene fisicamente il cosiddetto "paniere azionario" o "substitute basket"
- Il rendimento del paniere azionario è scambiato con il rendimento dell'indice sottostante
- Metodo utilizzabile per replicare tutti gli indici

ETF providers in Europa – chi usa quale metodo?

	Provider	AuM (USD mia.)	Marketshare	Metodo replica
1	iShares	119.2	37%	Diretta*
2	db x-trackers	52.1	16%	Swaps
3	Lyxor Asset Management	50.1	15%	Swaps
4	Credit Suisse	18.9	6%	Diretta*
5	ZKB	14.6	5%	(Diretta)
6	UBS AG	11.7	4%	Diretta e Swaps
7	Amundi	9.9	3%	Swaps
8	ComStage (Commerzbank)	9.3	3%	Swaps
9	Source Markets	8.1	2%	Swaps

Totale replica diretta	174.5	54%
Totale Swaps	150.0	46%
Totale mercato europeo	324.4	

- Top 4 providers: due offrono ETF a replica diretta, due a replica sintetica
- AuM Split di ~55/45% tra replica diretta e swaps

*utilizzo di replica swaps per alcuni ETF su indici con titoli poco liquidi (es. alcuni Emerging Markets)

Fonte: Credit Suisse, Blackrock. Per fine luglio 2011

Strategie di replica ETF

Replica diretta (fisica)

- Vantaggi
 - Massima trasparenza (solo i titoli dell'indice vengono acquistati)
 - Nessun rischio di controparte riguardo al metodo di replica
 - Facile da comprendere
 - Tracking Error basso
- Svantaggi
 - Gestione intensiva da un punto di vista delle risorse
 - Costi di gestione dell'ETF più alti vs. swap-ETFs ?

Replica sintetica (swaps)

- Vantaggi:
 - Tracking Error basso/nulla
 - Tracking Error più basso rispetto agli ETF a replica diretta ?
 - Liquidità migliore rispetto a ETF a replica diretta (spreads più bassi) ?
 - Facile da gestire da un punto di vista delle risorse
- Svantaggi:
 - Rischio di controparte legato allo swap
 - Trasparenza spesso ridotta (composizione e liquidità del paniere azionario, controparti dello swap, fully vs. unfunded swap, ecc.)

Caso 1: “Gli ETF a replica diretta hanno costi di gestione più alti rispetto agli ETF-swap?”

Giappone (MSCI Japan/Topix)

ETF	Metodo replica	TER p.a.
iShares MSCI Japan	Diretta	0.59%
CS ETF MSCI Japan	Diretta	0.48%
HSBC MSCI Japan	Diretta	0.40%
Lyxor Topix	Swaps	0.50%
db x-trackers MSCI Japan	Swaps	0.50%
UBS ETF Plc. MSCI Japan	Swaps	0.50%
ComStage MSCI Japan	Swaps	0.45%

USA (MSCI USA)

ETF	Metodo replica	TER p.a.
iShares MSCI USA	Diretta	0.40%
CS ETF MSCI USA	Diretta	0.33%
HSBC MSCI USA	Diretta	0.30%
Lyxor MSCI USA	Swaps	0.35%
UBS ETF Plc. MSCI USA	Swaps	0.32%
db x-trackers MSCI USA	Swaps	0.30%
ComStage MSCI USA	Swaps	0.25%

Europa (MSCI Europe)

ETF	Metodo replica	TER p.a.
iShares MSCI Europe	Diretta	0.35%
CS ETF MSCI Europe	Diretta	0.33%
HSBC MSCI Europe	Diretta	0.30%
Lyxor MSCI Europe	Swaps	0.35%
db x-trackers MSCI Europe	Swaps	0.30%
ComStage MSCI Europe	Swaps	0.25%

Emerging Markets (MSCI Emerging Markets)

ETF	Metodo replica	TER p.a.
iShares MSCI Emerging M.	Diretta	0.74%
CS ETF MSCI Emerging M.	Diretta	0.67%
Lyxor MSCI Emerging M.	Swaps	0.65%
db x-trackers MSCI Emerging M.	Swaps	0.65%

- **Gli ETF a replica diretta NON sono sistematicamente più cari di quelli a replica sintetica/swap**
- Il livello del TER dipende da altri fattori (e.g. data di lancio dell'ETF, qualità del prodotto)

Caso 1: “Gli ETF a replica diretta hanno costi di gestione più alti rispetto agli ETF-swap?” – altri esempi

Asia Pacific ex-Japan (MSCI Pacific ex-Japan)

ETF	Metodo replica	TER p.a.
iShares MSCI Pacific ex-Japan	Diretta	0.60%
CS ETF MSCI Pacific ex-Japan	Diretta	0.48%
HSBC MSCI Pacific ex-Japan	Diretta	0.40%
db x-trackers MSCI Pacific ex-Japan	Swaps	0.45%
ComStage ETF MSCI Pacific ex-Japan	Swaps	0.45%

Giappone (Nikkei 225)

ETF	Metodo replica	TER p.a.
iShares Nikkei 225	Diretta	0.52%
CS ETF Nikkei 225	Diretta	0.48%
ComStage ETF Nikkei 225	Swaps	0.45%

Zona-Euro (MSCI EMU)

ETF	Metodo replica	TER p.a.
UBS ETF MSCI EMU	Diretta	0.41%
CS ETF MSCI EMU	Diretta	0.33%
Lyxor MSCI EMU	Swaps	0.35%
ComStage MSCI EMU	Swaps	0.25%

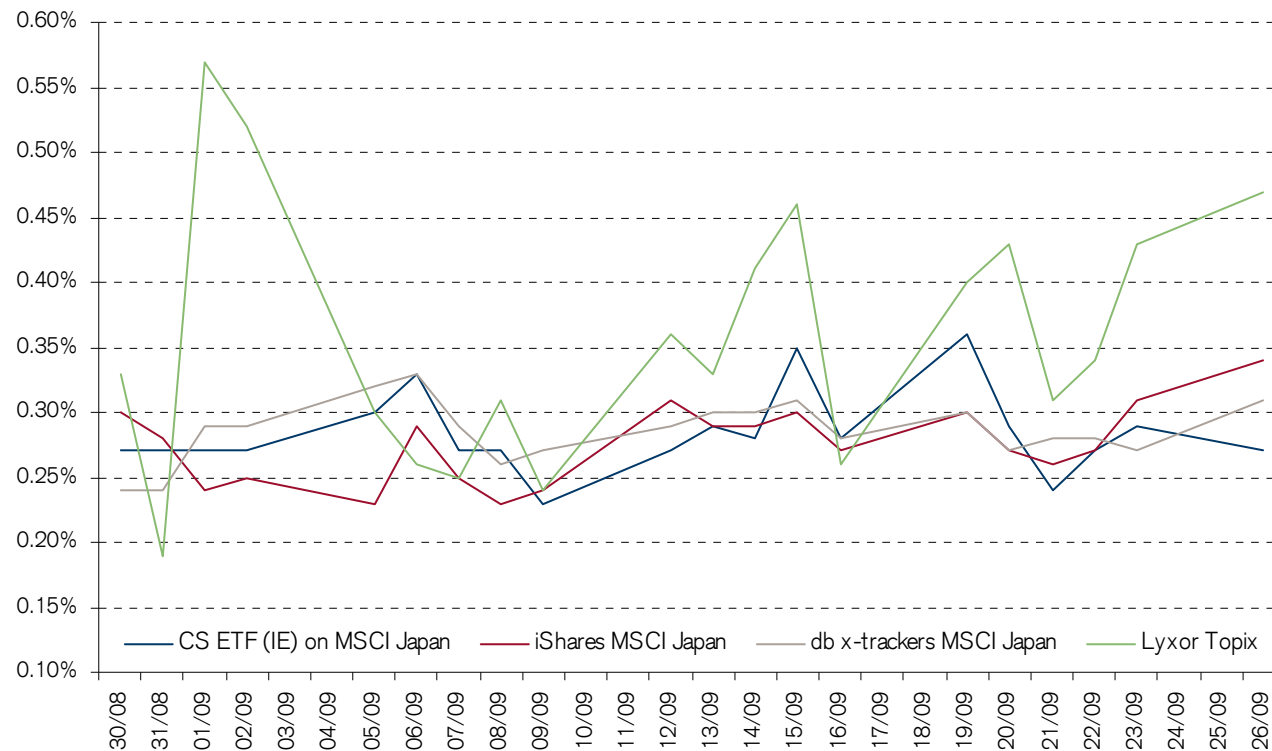
USA (Nasdaq 100)

ETF	Metodo replica	TER p.a.
iShares Nasdaq 100	Diretta	0.32%
CS ETF Nasdaq 100	Diretta	0.33%
Lyxor Nasdaq 100	Swaps	0.30%
ComStage Nasdaq 100	Swaps	0.25%

Caso 2: “Gli ETF a replica swaps hanno spread più bassi di quelli a replica diretta?”

- Motivo (?): il market maker di uno swap-ETF è spesso anche la controparte dello swap e gestisce quindi di fatto l'ETF. Questo dà il vantaggio di gestire sia i prezzi dell'ETF (bid/ask), ma anche la struttura dello swap (paniere di sostituzione e indice sottostante)
- Le analisi seguenti comparano gli spread su SIX Swiss Exchange per i primi 4 ETF provider in Europa

Evoluzione dello **spread medio giornaliero** ETF sul Giappone (MSCI Japan/Topix)



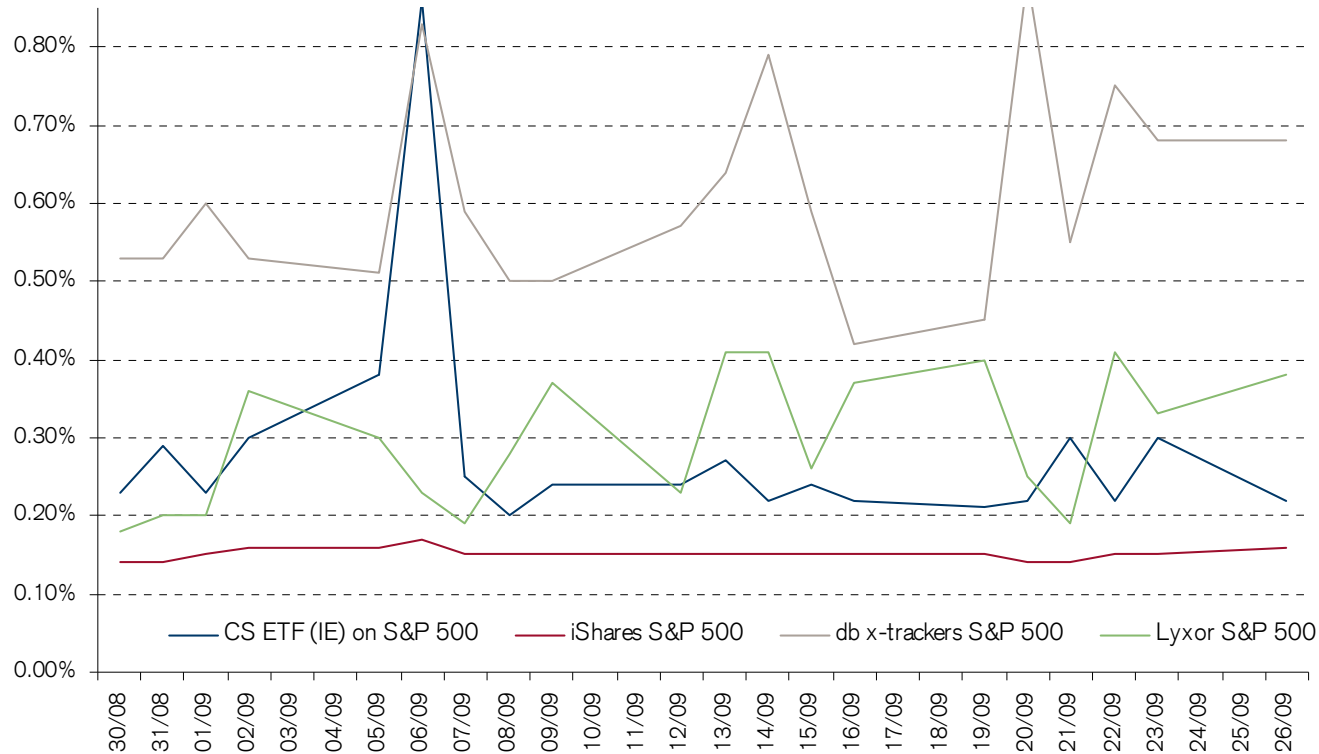
Spread medio sul periodo:

CS ETF (diretta):	0.28%
iShares (diretta):	0.28%
Db x-trackers (swap)	0.29%
Lyxor (swap):	0.36%

Gli ETF a replica diretta mostrano spreads comparabili o addirittura migliori degli ETF swap

Caso 2: Altri esempi – USA

Evoluzione dello **spread medio giornaliero** ETF su USA (S&P 500)



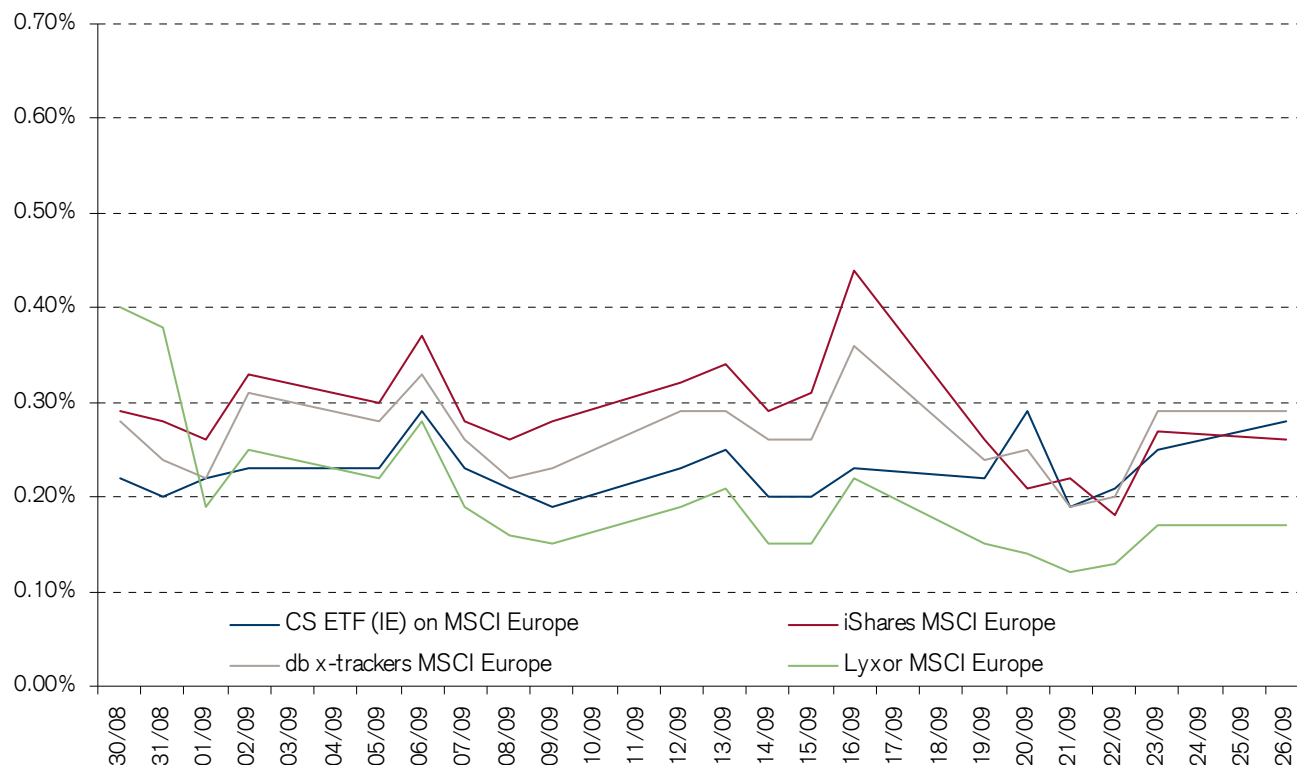
Spread medio sul periodo:

CS ETF (diretta):	0.28%.
iShares (diretta):	0.15%
Db x-trackers (swap)	0.61%
Lyxor (swap):	0.30%.

Gli ETF a replica diretta mostrano spreads comparabili o addirittura migliori degli ETF swap

Caso 2: Altri esempi – Europa

Evoluzione dello **spread medio giornaliero** ETF su Europa (MSCI Europe)



Spread medio sul periodo:

CS ETF (diretta): 0.23%.

iShares (diretta): 0.29%.

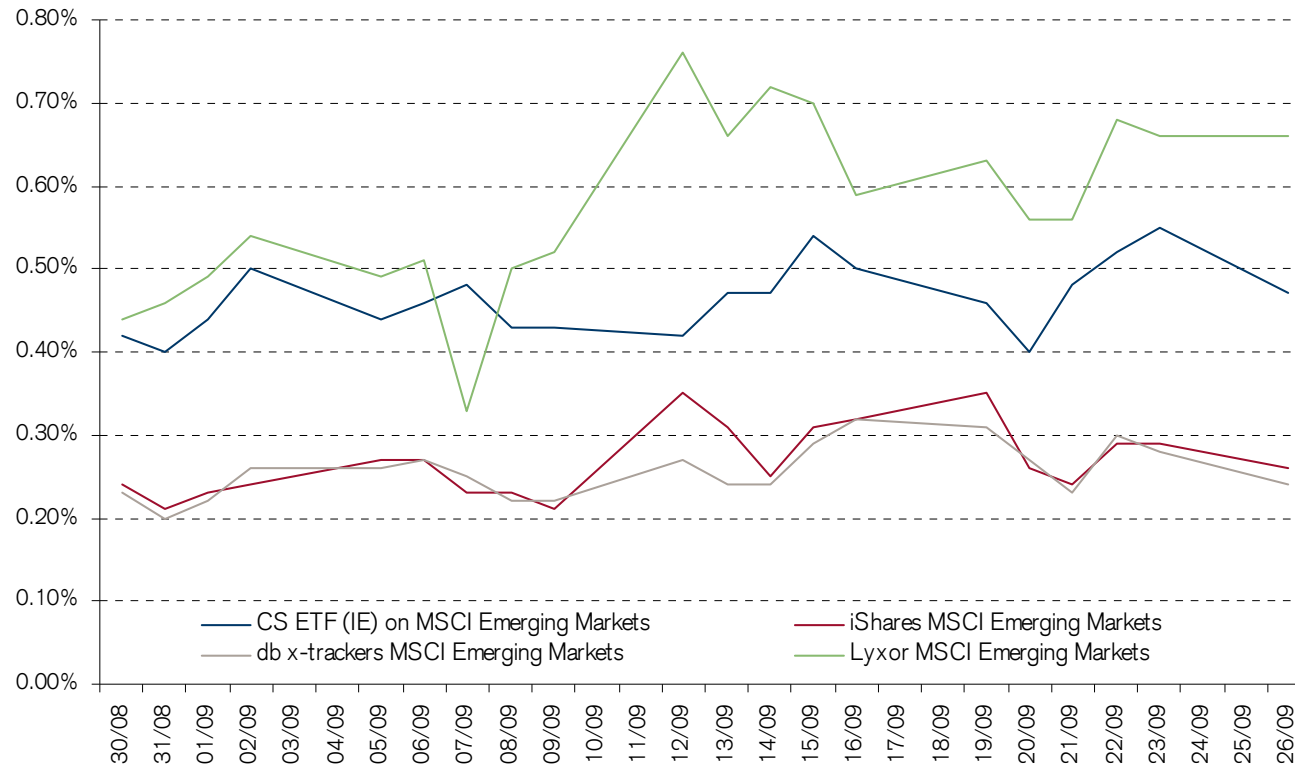
Db x-trackers (swap) 0.26%.

Lyxor (swap): 0.20%.

Gli ETF a replica diretta mostrano spreads comparabili agli ETF swap

Caso 2: Altri esempi – Emerging Markets

Evoluzione dello **spread medio giornaliero** ETF su Emerging Markets (MSCI Emerging Markets)



Spread medio sul periodo:

CS ETF (diretta): 0.47%.

iShares (diretta): 0.27%

Db x-trackers (swap) 0.26%

Lyxor (swap): 0.57%.

Gli ETF a replica diretta mostrano spreads comparabili agli ETF swap

Conclusione – Gli ETF a replica diretta hanno spreads comparabili (a volte più bassi) di quelli a replica swap/sintetica.

Caso 3 : “Gli ETF a replica swaps hanno un tracking error più basso di quelli a replica diretta?”

Evoluzione storica ETF su USA (Indice: **S&P 500 Total Return Net**)



Rendimento netto p.a.:

S&P 500 Index:	7.98%
CS ETF (diretta) :	8.09%
iShares (diretta):	7.85%
Db x-trackers (swaps)	8.01%

Tracking Error p.a.:

CS ETF :	0.07%
iShares:	0.08%
Db x-trackers	0.06%

- Il tracking error di un ETF swap non è nullo! Anche in un ETF-swap esiste un tracking error dovuto in particolare allo swap-spread e ai recuperi dell'imposta alla fonte sui dividendi fatti dall'ETF (ma non dall'indice, che include i dividendi ma è al netto delle imposte!)
- Gli ETF a replica diretta hanno anch'essi un tracking error molto basso!
- Altre fonti di tracking error: introiti dal securities lending, cash (ETF a replica diretta), costi di gestione

Caso 3 : Altri esempi – Giappone (MSCI Japan)

Evoluzione storica ETF sul Giappone (Indice: **MSCI Japan TR Net**)



Rendimento netto p.a.:

MSCI Japan Index: -12.95%

CS ETF (diretta) : -13.51%

Db x-trackers (swap) -13.44%

Tracking Error p.a.:

CS ETF : 0.13%

Db x-trackers 0.04%

- Stesse conclusioni da trarre come nello slide precedente!

Caso 3 : Altri esempi – Europa (MSCI Europe)

Evoluzione storica ETF su Europa (Indice: **MSCI Europe TR Net**)



Rendimento netto p.a.:

MSCI Europe Index: -6.91%

CS ETF (diretta) : -7.04%

iShares (diretta): -7.12%

Db x-trackers (swap) -6.84%

Lyxor (swap) -7.44%

Tracking Error p.a.:

CS ETF : 0.14%

iShares: 0.19%

Db x-trackers 0.06%

Lyxor 0.29%

- Stesse conclusioni da trarre. Attenzione: un ETF con tracking error più alto non ha per forza la performance peggiore!

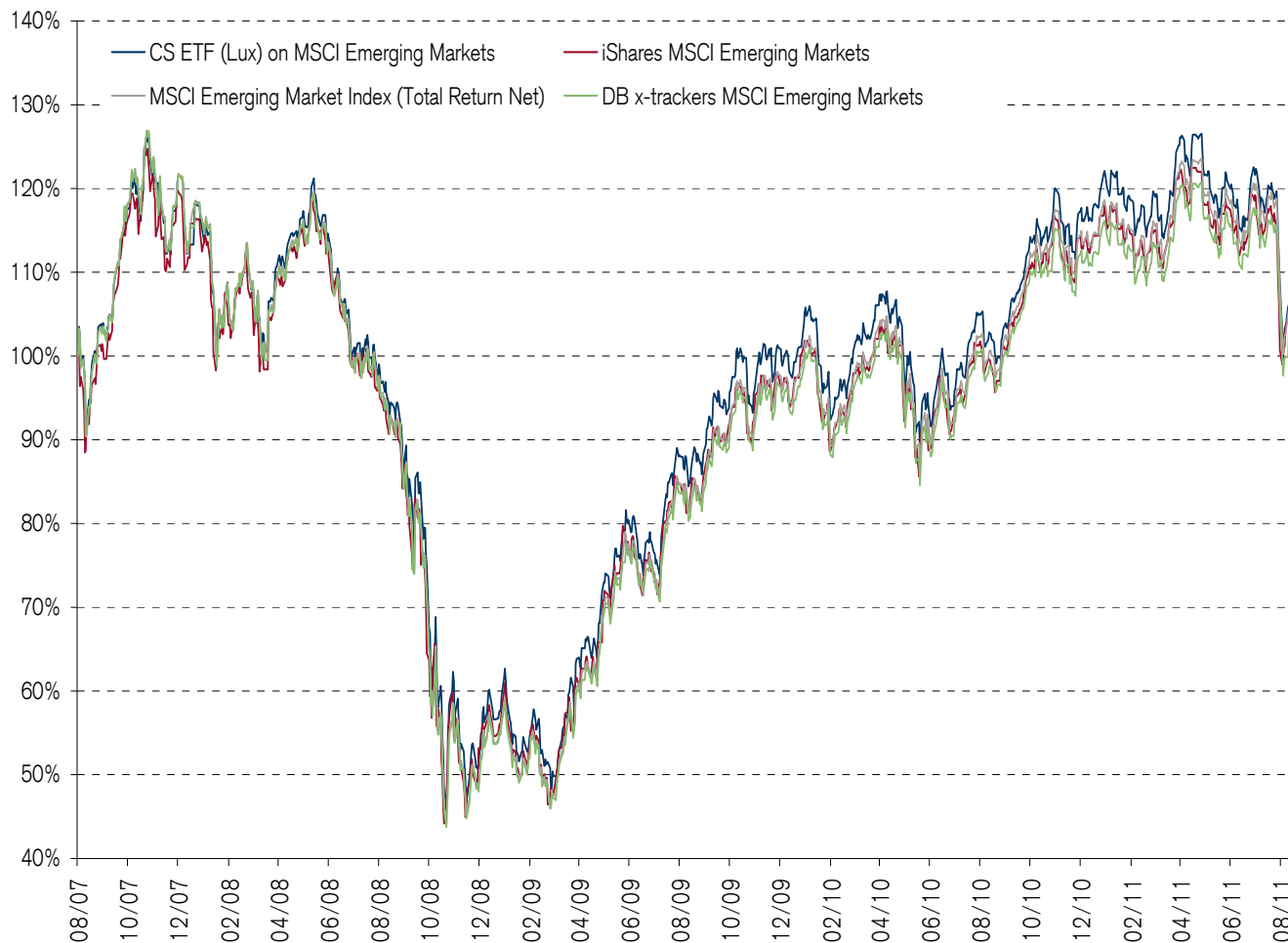
Quando un ETF a replica diretta ha un tracking error? Il caso dell'optimized sampling

- Come visto, gli ETF a replica diretta (completa) hanno un tracking error molto basso
- Su alcuni mercati poco o meno liquidi (e.g. Emerging Markets, Small Caps), chi vuole offrire un ETF a replica diretta utilizza per motivi di liquidità ed efficienza il metodo del sampling, cioè investe direttamente nei titoli dell'indice, ma non in tutti
- Questo crea del tracking error, ma in che misura?

Nome	TER p.a.	Replica	AuM (USDm)	# di titoli*
CS ETF (Lux) on MSCI Emerging Markets	0.67%	Diretta (sampling)	1,337	225
iShares MSCI Emerging Markets	0.75%	Diretta (sampling)	5,922	430
Db x-trackers MSCI Emerging Markets	0.65%	Swap	4,416	(824)
Lyxor MSCI Emerging Markets	0.65%	Swap	1,272	(824)

*per gli ETF swaps, numero di titoli nell'indice. Dati per fine Agosto 2011. Fonte: Credit Suisse

Rendimenti storici e Tracking Error



Rendimento netto p.a.:

MSCI EM Index:	2.2% p.a.
Db x-trackers MSCI EM	1.4% p.a.
CS ETF MSCI EM:	2.5% p.a.
iShares MSCI EM:	2.0% p.a.

Grazie al sampling (**CS ETF, iShares**) solo i titoli più liquidi sono inclusi nell'ETF. I rendimenti degli ETF a sampling ne hanno approfittato. Il tracking error è più elevato, ma lo sviluppo è in linea con l'indice.

*rendimento dal 06.08.2007, lancio del Db x-trackers MSCI Emerging Markets. Rendimento sul periodo 06.08.2007-31.08.2011. Fonte: Credit Suisse

Conclusione

- Caso 1 - „Gli ETF a replica diretta hanno costi di gestione più alti rispetto agli ETF-swap”
 - No, i costi di gestione sono comparabili e non sono sistematicamente più alti rispetto agli ETF swap
 - Il livello dei costi di gestione dipende da altri fattori, in particolare il momento di entrata sul mercato dell'ETF
- Caso 2 – „Gli ETF a replica swaps hanno spread più bassi di quelli a replica diretta”
 - No, in generale non è possibile affermare che gli swap-ETF hanno sistematicamente degli spread migliori
 - Il livello degli spread dipende soprattutto dalla liquidità del mercato sottostante, in parte, dai volumi trattati nell'ETF e dal numero di market makers
- Caso 3 – “Gli ETF a replica swaps hanno un tracking error più basso di quelli a replica diretta”
 - Gli ETF-swap hanno un tracking error basso (ma non nullo!)
 - Anche gli ETF a **replica diretta (completa)** hanno dei tracking error estremamente bassi (<0.20% p.a.)
 - Fonti di Tracking Error: swap-spread, recuperi imposta fatti dal fondo, securities lending, cash, costi di gestione
 - **Special Case:** Gli ETF a **replica diretta ottimizzata** hanno un tracking error più elevato. Tuttavia la qualità del tracking e il livello di diversificazione (# di titoli nell'ETF) rimangono alti e si è esposti solo ai titoli più liquidi
 - Tracking Error dà indicazioni imperfette...Comparare la performance di diversi ETF!

Conclusione – Ricapitolazione dei veri vantaggi!

Replica diretta (fisica)

- Vantaggi
 - Massima trasparenza (solo i titoli dell'indice vengono acquistati)
 - Nessun rischio di controparte riguardo al metodo di replica
 - Facile da comprendere
 - Tracking Error basso
- Svantaggi
 - Per gli ETF ottimizzati, tracking error più elevato
 - ~~Gestione intensiva da un punto di vista delle risorse~~
 - ~~Costi di gestione dell'ETF più alti vs. swap ETFs~~

Replica sintetica (swaps)

- Vantaggi:
 - Tracking Error basso/~~nullo~~
 - ~~Tracking Error più basso rispetto a ETF a replica diretta~~
 - ~~Liquidità migliore rispetto a ETF a replica diretta (spreads più bassi)~~
 - ~~Facile da gestire da un punto di vista delle risorse~~
- Svantaggi:
 - Rischio di controparte legato allo swap
 - Trasparenza spesso ridotta (composizione e liquidità del paniere azionario, controparti dello swap, fully vs. unfunded swap, ecc.)



Credit Suisse ETFs
Expect Expertise

www.csetf.com

ETF Hotline

+41 44 333 68 68

cs.etf@credit-suisse.com

Head ETF Switzerland

Thomas Merz +41 44 334 18 07

thomas.merz@credit-suisse.com



ETF Product Specialist

Andrea Bornaghi +41 44 333 18 29

andrea.bornaghi@credit-suisse.com



Disclaimer

Il presente documento è stato redatto dal CREDIT SUISSE AG (di seguito denominato «CS») con la massima accuratezza e secondo scienza e coscienza. Il CS non fornisce tuttavia alcuna garanzia circa il suo contenuto e la sua completezza e declina qualsiasi responsabilità per eventuali perdite connesse all'uso di queste informazioni. Le opinioni espresse nel presente documento sono quelle del CS al momento della redazione e sono suscettibili di modifiche in qualsiasi momento senza comunicazione. Salvo altrimenti indicato, le cifre qui riportate non sono state verificate. Il documento ha scopo puramente informativo ed è destinato all'uso del destinatario. Esso non costituisce né un'offerta né una raccomandazione di acquisto o di vendita di strumenti finanziari o di servizi bancari e non esonera il destinatario dalla valutazione personale del contenuto. Al destinatario viene in particolare raccomandato di verificare, eventualmente ricorrendo a un consulente, le informazioni in merito all'adeguatezza in rapporto alla sua situazione personale e alle conseguenze legali, normative, fiscali e di altro genere. La riproduzione integrale o parziale del presente documento è vietata senza l'autorizzazione scritta del CS. Esso si rivolge esplicitamente soltanto alle persone la cui nazionalità o il cui domicilio danno diritto ad attingere a tali informazioni in base alle leggi vigenti. Tutti gli investimenti comportano rischi, in particolare per quanto riguarda le fluttuazioni del valore e del rendimento. Gli investimenti in valuta estera comportano il rischio aggiuntivo che tale moneta possa perdere valore rispetto alla moneta di riferimento dell'investitore. I dati storici relativi ai rendimenti e agli scenari sui mercati finanziari non costituiscono nessuna garanzia per i risultati attuali e futuri. I dati relativi alla performance non tengono conto delle commissioni e dei costi applicati al momento dell'emissione e del riscatto. Non è inoltre possibile garantire che la performance raggiunga o superi l'indice di riferimento. Per la direzione dei fondi d'investimento di diritto svizzero e in qualità di rappresentante della distribuzione pubblica degli investimenti collettivi di capitale esteri autorizzati in Svizzera è responsabile il CREDIT SUISSE ASSET MANAGEMENT FUNDS AG, Zurigo. Banca depositaria dei fondi d'investimento di diritto svizzero nonché ufficio di pagamento in Svizzera degli investimenti collettivi di capitale esteri autorizzati in Svizzera è il Credit Suisse, Zurigo. Le sottoscrizioni sono considerate valide solo se effettuate in base all'attuale prospetto di vendita e all'ultimo rapporto annuale (o al rapporto semestrale qualora quest'ultimo sia più recente). Il prospetto, il prospetto semplificato, le condizioni contrattuali e gli statuti, il rapporto annuale e il rapporto semestrale possono essere ottenuti gratuitamente presso il CREDIT SUISSE ASSET MANAGEMENT FUNDS AG, Zurigo, e presso tutte le banche di Credit Suisse Group AG in Svizzera. Xmtch® è un marchio registrato di CREDIT SUISSE ASSET MANAGEMENT FUNDS SA, Zurigo. I titoli descritti nel presente documento non sono supportati, ceduti, venduti o pubblicizzati dalla SIX Swiss Exchange. Si esclude ogni responsabilità. L'SMI®, l'SMIM®, l'SLI®, l'SBI® o il rispettivo indice è un marchio depositato della SIX Swiss Exchange. Il suo utilizzo è soggetto a licenza. La correttezza dei dati MSCI non è garantita. I prodotti qui descritti non vengono né raccomandati né commentati in altro modo da MSCI, che non li ha né controllati né intermediati. Si esclude qualsiasi responsabilità di MSCI o di una società legata a MSCI in relazione ai dati e ai prodotti qui descritti. La riproduzione e la trasmissione dei dati MSCI sono rigorosamente vietate. Il Credit Suisse può ricevere o versare contributi unici e/o ricorrenti in relazione a questi prodotti, circostanza che potrebbe influenzare l'evoluzione del valore dell'investimento. Informazioni più dettagliate sulle commissioni di distribuzione e le commissioni successive di distribuzione possono essere fornite su richiesta. Possono inoltre crearsi conflitti d'interesse in relazione all'investimento. L'iBoxx® menzionato nel presente documento è un marchio registrato di International Index Company, e il suo impiego avviene su licenza. Gli ETF qui presentati non sono supportati, ceduti o pubblicizzati da parte di International Index Company Limited. Copyright © 2011 Credit Suisse Group AG e/o aziende a esso collegate. Tutti i diritti riservati.