

20 settembre 2023 11:27

Come fare meglio degli indici di mercato

di [Alessandro Pedone](#)



Parafrasando una famosa frase, attribuita a Winston Churchill in merito alla democrazia, si potrebbe affermare che l'investimento negli indici di mercato è la peggior strategia d'investimento, eccezion fatta per tutte le altre strategie sperimentate finora. Come per la frase originaria di Churchill (1), c'è molto di vero, ma anche tantissimo da precisare. In questo articolo proviamo ad affrontare il tema da un punto di vista abbastanza originale rispetto al classico dibattito: gestione attiva vs gestione indicizzata.

Gestione attiva vs gestione indicizzata

Quando ho iniziato la professione di consulente finanziario indipendente, oltre vent'anni fa, se volevi investire in un paniere diversificato di titoli l'unica possibilità era affidarti ad un fondo d'investimento gestito da un gestore che sceglieva, all'interno di una categoria d'investimento, i titoli nei quali investire e le proporzioni in cui farlo. Non esistevano ancora - nel nostro paese - gli ETF e la gestione indicizzata.

Nel 2000 frequentai il Master in Pianificazione Finanziaria presso l'Università di Siena e chiesi al compianto prof. Franco Caparelli, allora ordinario della cattedra di "Tecnica di Borsa" (scomparso prematuramente e talmente amato che alla sua morte gli fu intitolata l'Aula Magna di Economia) di poter fare la tesina sugli allora nascenti ETF, cioè dei fondi comuni indicizzati negoziati in borsa. Mi ricordo come fosse ieri che il professore mi disse: "Pedone, se proprio vuole fare una tesi su questi ETF faccia pure, ma sappia che in Italia non avranno mai futuro perché per quanto siano ottimi strumenti, le banche non permetteranno mai che si diffondano." Il primo ETF debuttò in Italia il 30 settembre 2002 e per quanto il prof. Caparelli avesse perfettamente ragione e le banche abbiano fatto di tutto (ed in parte ancora lo fanno) per ostacolarne l'adozione, la tecnologia è così vincente e favorevole che oggi si sono fatti largo, in particolare fra gli investitori più evoluti oltretutto, paradossalmente, fra gli istituzionali.

Ho reputato necessaria questa premessa per chiarire che io sono un forte sostenitore dei vantaggi della gestione indicizzata, ma riconosco che – come tutte le cose – ha pregi e difetti.

Fra gestione indicizzata (detta anche passiva) e gestione attiva c'è stata – ed in parte sussiste ancora – una specie di "guerra di religione". Questo è accaduto perché nella maggioranza dei casi, i gestori svolgono una finta gestione attiva, facendola pagare come vera. Se gli indici hanno qualche problema, la gestione attiva – così come viene concretamente praticata – ha enormi problemi.

In astratto, però, gestione attiva e indicizzata sono due componenti sinergiche dei mercati finanziari in un continuo equilibrio dinamico.

Non sarebbe pensabile ipotizzare dei mercati finanziari nei quali esista esclusivamente la gestione indicizzata perché ciò significherebbe che qualsiasi titolo venga listato verrebbe acquistato solo perché esiste, qualunque sia il suo valore reale. E' chiaro che questo sarebbe paradossale, ma non avverrà mai poiché ci saranno sempre degli investitori che si potranno avvantaggiare delle inefficienze che indubbiamente si annidano anche nella gestione

indicizzata.

Acquistare panieri di titoli in base ad un indice significa essenzialmente rinunciare a scegliere, accettare che nel paniere ci sia anche qualche “uovo marcio” che verrà abbondantemente compensato da altre uova che avranno risultati straordinari e che non saremmo stati in grado di selezionare se ci fossimo messi in testa di fare noi una cernita ristretta.

La gestione indicizzata non è certo perfetta, ma ha due grandi vantaggi: l'estrema semplicità ed i bassissimi costi (monetari, ma anche informativi, cioè di tempo da dedicare alla cura del proprio portafoglio finanziario). Questo fa sì che anche qualora ritenessi che, in astratto, sia possibile fare meglio degli indici di riferimento, quando si fanno i conti includendo i costi (ripeto: monetari e informativi), per un investitore comune il piatto della bilancia pende quasi sempre a favore della gestione indicizzata.

E' possibile fare meglio degli indici?

La quasi totalità dei consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede che vendono prodotti finanziari a gestione attiva (con costi medi nell'ordine del 2% all'anno) tendono a raccontare che la gestione attiva praticata dai loro gestori sia in grado di far guadagnare più soldi rispetto agli ETF.

I consulenti finanziari indipendenti come il sottoscritto, in genere, hanno buon gioco a mostrare le statistiche, le quali dimostrano inequivocabilmente che applicando le metriche che solitamente si utilizzano (ovvero misure statistiche di rischio/rendimento rispetto all'andamento del fondo ed a quello dell'indice comparabile) ciò non è vero.

I vari venditori di fondi, però, replicano alle statistiche con altri numeri e considerazioni a favore della gestione attiva, molte delle quali sono pretestuose, ma altre sono invece sensate (ad esempio l'esistenza di casi - che non possono essere ascritti alla fortuna - di gestori o fondi che per periodi molto prolungati hanno fatto nettamente meglio degli indici di riferimento applicando strategie replicabili e che effettivamente sono state replicate con risultati similmente eccellenti).

Cosa se ne deve quindi concludere? E' possibile applicare strategie d'investimento che fanno meglio degli indici in modo ragionevolmente affidabile? Ni...

La questione, in realtà, non può essere risolta con un semplice sì o no. E' necessario scendere più in profondità e definire in modo più preciso cosa intendiamo per “fare meglio”.

A che gioco giochiamo?

Come vengono valutati - solitamente - i risultati dei gestori dei fondi comuni d'investimento? E' questa la domanda chiave dalla quale è necessario partire per comprendere se è - in primo luogo - **logicamente** possibile fare meglio degli indici, con una ragionevole affidabilità.

In finanza in genere si pone l'attenzione al rapporto rendimento/oscillazione del capitale (spesso chiamato “rischio” o più tecnicamente “deviazione standard”). Battere un indice, quindi, non significa semplicemente aver guadagnato percentualmente di più alla fine del periodo di riferimento, ma anche averlo fatto con una oscillazione che sia stata (idealmente) **inferiore o meno che proporzionalmente superiore** rispetto al maggior rendimento conseguito.

Vi è poi la questione del periodo temporale entro il quale i gestori vengono valutati.

Sebbene i vari venditori dei prodotti finanziari predichino ai loro clienti l'importanza del lungo termine (così in questo modo si assicurano commissioni per più tempo), quando le loro società mandanti valutano i gestori, razzolano molto male, valutandoli nel breve, talvolta brevissimo termine.

Se un gestore viene valutato nell'arco di un anno è già fortunato. Spesso può bastare un paio di trimestri “sotto il benchmark” affinché si inizi a mettere in discussione il suo posto di lavoro.

Questo fa sì che i margini di manovra dei gestori professionisti siano molto ristretti. Le loro strategie (che spesso sarebbe più corretto chiamare “scommesse”) devono produrre miglioramenti nel rapporto rendimento/oscillazione in tempi molto rapidi. Esistono, naturalmente, delle eccezioni. Ci sono rari casi di gestori che applicano strategie a più lungo termine e sono in grado di portarle avanti con uno respiro temporale più ampio, ma sono - appunto - eccezioni.

Vi è poi il capitolo dei costi applicati sulla gestione attiva. Oltre il 50% dei costi (spesso molto di più) non vanno a retribuire il lavoro del gestore e del suo team di analisti, ma finiscono nella rete commerciale che vende i prodotti, il cui lavoro fondamentale, purtroppo, è quello di sfruttare l'ignoranza dei clienti.

In queste condizioni, quindi, è chiaro che per un gestore battere gli indici diventa una sfida quasi impossibile e - quando ci riesce - è sostanzialmente qualcosa da ascrivere più alla fortuna che alle strategie. In genere, infatti, i fondi che fanno meglio dell'indice in un periodo, nel periodo successivo fanno peggio (2).

Se le regole del gioco sono queste è **logicamente impossibile** fare meglio degli indici (nel senso di rapporto rendimento/oscillazione valutato in archi temporali brevi) per il semplice motivo che esistono decine di migliaia di persone molto smart e dotate di tutti gli strumenti possibili che ci provano. Ciò rende tutte le ragionevoli strategie che si possono immaginare già tentate e quindi inefficaci perché il meccanismo della domanda e dell'offerta adegua i prezzi per rendere impossibili extra-rendimenti.

Cambiamo gioco?

Abbiamo visto che giocando con le regole dei gestori dei fondi comuni d'investimento, la speranza di fare meglio degli indici può essere affidata sostanzialmente alla fortuna. Si tratta di fare una scommessa. Qualche volta andrà bene, altre volte andrà male, ma mediamente - tolti i maggiori costi che si hanno nel fare questi tentativi - avremo fatto peggio rispetto a stare nell'indice a costi inferiori.

Ma siamo proprio sicuri che quelle sono le regole del gioco che interessano i comuni investitori?

Per l'industria del risparmio gestito, sintetizzare il concetto di "fare meglio di un indice" nel parametro di rendimento/oscillazione valutato nell'arco temporale di un anno è una cosa ragionevole e sensata per i loro scopi, ma è veramente quello che interessa il cliente (se correttamente informato)?

La questione delle oscillazioni degli strumenti finanziari può facilmente essere affrontata e tollerata con un minimo di progettazione delle proprie finanze (pianificazione finanziaria). Nella maggioranza dei casi è un falso problema che fa leva sull'ignoranza e l'emotività del cliente.

La questione dell'arco temporale, poi, è semplicemente folle. Se un investitore comune ha un solo anno di tempo non dovrebbe investire in niente che oscilla. Se ha più anni a disposizione, la valutazione delle strategie prima della scadenza dovrebbe includere **tutte le ragioni per le quali si è scelta quella strategia**, che non possono essere esclusivamente il rendimento poiché questo, per definizione, è incerto.

Se cambiamo le regole del gioco, **ci possono essere svariati modi di fare meglio degli indici di mercato**, poiché gli indici, come vedremo dopo, sono tutt'altro che ottimali.

Ciascun investitore, però, deve decidere che cosa è più importante per sé, oltre - ovviamente - al rendimento a scadenza.

A questo punto, il lettore non esperto potrà grattarsi il capo e chiedersi cos'altro ci può essere di importante in un investimento finanziario oltre al rendimento a scadenza?

Se vi fosse la certezza del rendimento a scadenza, allora l'unica cosa importante nella scelta sarebbe il risultato finale. Tutto sarebbe molto facile, non servirebbe complicarsi tanto la vita. E' preferibile il 5% o il 6%? La risposta è ovvia.

Purtroppo, però, la realtà dei fatti è che nessuno può sapere quale sarà il rendimento di un fondo comune d'investimento a gestione attiva, né dell'ETF che investe nel mercato corrispondente e neppure di un paniere di singoli titoli scelto dall'investitore o dal suo consulente.

In presenza dell'incertezza ineliminabile del risultato finale, nel definire ex-ante i criteri per valutare il risultato finale, non posso utilizzare solo il rendimento, ma devo prendere in considerazione anche come sono giunto a quel rendimento, ovvero **quale tipologia di rischi/incertezza** ho corso durante il viaggio.

Se guido in autostrada a 250km orari e giungo a destinazione sano e salvo prima di quanto avessi fatto rispettando i limiti di velocità, non posso giudicare "migliore" il risultato soltanto perché non ho subito conseguenze dai rischi che mi sono assunto.

Nel "gioco" tradizionale delle finanze, tutti i rischi che si possono assumere nel corso dell'investimento vengono convenzionalmente sintetizzati nel concetto di "oscillazione", ma questa convenzione è troppo semplicistica, nasconde diversi aspetti importanti da considerare.

Si può pensare di fare meglio degli indici se l'investitore diventa più informato e sceglie quale tipo di incertezza lo fa stare più comodo (o meno scomodo), rispetto alle varie forme di incertezza implicate in ciascun processo d'investimento.

Nell'applicare strategie d'investimento diverse da quelle espresse nei più comuni indici di mercato, si può trovare anche la piacevole sorpresa di avere un rendimento a scadenza più alto, ma anche qualora ciò non dovesse realizzarsi, la cosa importante è che il viaggio sarà stato fatto in modo più "comodo", minimizzando le incertezze più fastidiose per lo specifico investitore e/o minimizzando i possibili rimpianti, arrivando comunque alla destinazione prefissata (il rendimento necessario per raggiungere i propri obiettivi di vita).

Per comprendere bene come fare "meglio" degli indici è necessario conoscere bene quali sono i principali problemi degli indici stessi.

I difetti degli indici

Con l'aumentare del successo degli ETF, il numero e le tipologie degli indici si sono moltiplicati. In questo paragrafo ci riferiamo agli indici più diffusi, quelli a **capitalizzazione**.

Questi indici sono anche quelli che vengono utilizzati per valutare la capacità del gestore di fare meglio del mercato di riferimento. Possono essere gli indici di borsa come il famoso NASDAQ oppure indici costruiti da società specializzate a questo scopo come Morgan Stanley Capital Index (con il famoso MSCI World e centinaia di altri indici) o come l'indice più consultato al mondo, il famosissimo S&P500 realizzato da Standard & Poor's.

Lo scopo per i quali sono stati costruiti questi indici è quello di esprimere la **variazione complessiva** di un determinato mercato d'investimento, ed anche per questo si fondano sulla **capitalizzazione**.

Ad esempio, ipotizziamo di voler costruire un indice che rappresenti l'andamento di tutte le azioni negoziate in tutte le borse mondiali (lo scopo dell'indice MSCI World AC). Una volta che ho l'elenco delle migliaia di azioni esistenti avrei due opzioni fondamentali: costruire un indice equipesato, oppure costruire un indice a capitalizzazione. Nel primo caso, ciascun titolo ha un peso percentuale pari a tutti gli altri, nel secondo caso, ciascun titolo pesa nell'indice in proporzione al valore del complesso delle azioni in circolazione (capitalizzazione = numero di azioni moltiplicato il prezzo).

Costruire un fondo d'investimento seguendo un indice equipesato implica che ogni giorno è necessario vendere o comprare piccole quantità di titoli per mantenere costante il peso nonostante le variazioni dei prezzi di mercato. Per esempio, ipotizziamo di voler fare un indice delle borse dell'area Euro pesando equamente ciascuna nazione. All'inizio è tutto facile. Dal momento che le nazioni sono 20, a ciascun paese si assegnerà il 5%. Dopo il primo giorno di contrattazioni, però, il valore delle azioni di un paese sarà mediamente salito e quel 5% rappresenterà qualcosa in più. Contemporaneamente, il valore di altre nazioni sarà mediamente sceso ed il suo peso percentuale sarà inferiore al 5% iniziale. Sarà quindi necessario vendere i titoli in guadagno e comprare quelli in perdita.

Per questa ragione, si sono diffusi molto di più gli indici a capitalizzazione. Poiché la percentuale nell'indice di ciascun titolo non resta stabile rispetto a quella definita all'inizio, ma varia in funzione della capitalizzazione (che varia prevalentemente in funzione della fluttuazione dei prezzi). In questo modo, non è il gestore del fondo che deve adeguare il fondo all'indice, ma è l'indice che si adegua automaticamente alle variazioni di prezzo.

La domanda che ogni investitore evoluto, consapevole ed informato dovrebbe farsi, però è: la composizione di quell'indice rappresenta un tipo d'investimento che minimizza le incertezze ed i miei possibili rimpianti?

Ad esempio, nell'indice delle azioni mondiali, [MSCI World AC](#), alla fine del mese scorso, vi erano circa 3 mila titoli che rappresentano circa l'85% di tutto ciò che è investibile nel mondo.

I primi 10 titoli (cioè lo 0,3% dei titoli) pesano per oltre il 18% del valore complessivo. Dal punto di vista delle nazioni, il 62% dell'indice è composto da azioni degli Stati Uniti d'America. Il secondo paese più rappresentato è il Giappone con il 5% circa, poi il Regno Unito con il 3,5% e la Cina con il 3%. Le altre 43 nazioni comprese nell'indice hanno pesi modesti ed in alcuni casi irrilevanti.

Chi investe in questo indice (la grande maggioranza degli investitori), più o meno (in?) consapevolmente sta scommettendo che gli USA faranno meglio del resto del mondo in futuro. Nel recente passato è stato spesso così, ma non sempre. Soprattutto, è possibile tentare una diversa selezione dei pesi (rispetto a quella espressa dall'indice) che riduce il rischio che la nazione più rappresentata vada peggio ed al contempo esprima un rendimento paragonabile (e magari - perché no? - migliore) nell'arco di tempo definito per l'investimento.

Questo è solo un esempio per indicare il principale difetto degli indici maggiormente utilizzati, il **forte rischio di concentrazione** che è implicito negli indici a capitalizzazione.

Il secondo difetto degli investimenti indicizzati è molto più sottile da comprendere.

Non avendo approfondito questi temi con svariati anni di studio, qualche investitore (ma anche qualche collegata giovane) potrebbe ritenere paradossale (ed anche contraddittorio rispetto al punto precedente) il secondo difetto: **l'eccessiva diversificazione**.

La diversificazione è la regola più importante che gli investitori devono seguire. La funzione fondamentale della diversificazione di un portafoglio finanziario è quella di eliminare il rischio che un evento possa costituire un danno tale da rendere statisticamente impossibile recuperare la perdita con un normale andamento dei mercati finanziari. Il fatto che la diversificazione sia la più importante regola che un investitore deve seguire non implica - come tanti consulenti con scarsa esperienza tendono a credere - che più si diversifica il portafoglio e meglio è. Il fatto che una cosa sia buona, non significa (anzi, in genere è il contrario) che se raddoppio la quantità di quella cosa buona ottengo il doppio dei vantaggi.

Investire in un unico titolo tutti i propri investimenti è chiaramente un gravissimo errore. Investire in 2 titoli è sicuramente molto meglio, ma rimane sempre insopportabilmente rischioso. Investire in 20 titoli è molto meglio rispetto ad investire in 2 titoli, ma investire in 40 titoli è ugualmente molto meglio rispetto ad investire in 20 titoli?

Non è sicuro, certamente si minimizzano i rischi, ma si inizia anche a rendere poco efficace qualsiasi strategia d'investimento che si desideri applicare (che non sia quella della semplice diversificazione, che è sempre una buona strategia, ma non punta certo a migliorare i parametri scelti). Quando da 40 titoli si passa a 80, 160 o persino migliaia di titoli (come nel caso dell'MSCI World AC) i vantaggi aggiuntivi della diversificazione diventano trascurabili, ma lo svantaggio in termini di appiattimento del risultato finale rispetto alla media (oltre alla complessità nella gestione del numero di titoli) diventano sempre più grandi. Il rischio di mettere in portafoglio anche delle azioni chiaramente sulla strada del fallimento e chiaramente da scartare (come molte aziende che producono automobili a motore termico) diventa una certezza.

Oltre un certo numero, la diversificazione non porta più vantaggi, ma impedisce di applicare con successo qualunque strategia d'investimento.

Fare meglio degli indici di mercato

Avendo le necessarie competenze, fare "meglio" dei più famosi indici di mercato a capitalizzazione è più semplice di quello che possa apparire, a patto di definire bene cosa s'intende per "fare meglio".

La prima cosa da fare è conoscere bene gli indici che si desidera utilizzare come parametro di riferimento e definire quali sono le caratteristiche dell'indice che implicano rischi o incertezze non graditi (abbiamo già scritto dell'eccessiva concentrazione, un secondo aspetto potrebbe essere il drawdown storico, il rischio di cambio e tante altre cose).

Una volta analizzato bene il termine di paragone, si tratta di filtrare un sottoinsieme di titoli di quell'indice (applicando una qualche strategia d'investimento sensata) che minimizzi i rischi che non gradiamo. Non è fondamentale quale strategia d'investimento scegliamo, purché sia sistematica e ragionevolmente fondata sulla migliore ricerca accademica. Tutte le strategie ragionevoli funzionano purché siano applicate con coerenza per il tutto il tempo previsto dalla strategia.

Naturalmente questo processo non può in nessun modo "garantire" di avere a scadenza un rendimento geometrico superiore all'indice, ma - se abbiamo fatto le cose correttamente - avremo certamente avuto un "viaggio" più confortevole durante l'investimento ed avremo scartato i molti titoli dell'indice che chiaramente non erano in linea con la strategia scelta (ad esempio quelli pesantemente sopravvalutati). Questo non può certo essere una garanzia del risultato finale, ma è indubbiamente un ottimo punto di partenza.

Conclusione

E' ovvio che tutto il processo sopra descritto ha un costo informativo enormemente più alto rispetto al classico investimento passivo negli indici.

La grande maggioranza degli investitori troverà più conveniente (complessivamente) non porsi nessun problema di valutazione delle componenti dell'indice. I vantaggi della semplicità, scegliendo gli indici più comuni sono molti. Rappresenta pur sempre una scelta infinitamente migliore rispetto ad affidarsi ai prodotti classici dell'industria del risparmio gestito.

Ciò nonostante, è sbagliato affermare che non sia possibile, in astratto, migliorare i difetti degli indici. Tali difetti esistono e si possono migliorare, a patto di sostenere i costi informativi necessari per diventare un investitore informato, consapevole ed evoluto.

Note

(1) Nel pronunciare la citazione a lui attribuita, alla Camera dei Comuni nel novembre 1947, Winston Churchill sembrò disconoscerla. Infatti disse: "È stato detto che la democrazia è la peggior forma di governo, eccezion fatta per tutte quelle altre forme che si sono sperimentate finora." La frase mi ha sempre convinto poco se letta in chiave conservatrice che toglie ogni speranza alla possibilità di migliorare le (tantissime) lacune delle attuali forme di governo democratiche. A tal proposito, invito a leggere il libro di Jason Brennan, tradotto in Italia per i tipi di Luiss University Press con la prefazione di Sabino Cassese dal titolo "Contro la democrazia"

(2) Infatti, la strategia di scegliere i presunti "fondi migliori" (sulla base delle varie classifiche stilate da alcuni noti siti di finanza) è una strategia perdente che non tiene conto delle statistiche relative alla persistenza delle extra performance dei gestori. Si potrebbe pensare che se la strategia di prendere i migliori non funziona, dovrebbe funzionare la strategia opposta: quella di prendere i peggiori aspettando che diventino i "migliori". Purtroppo non funziona neppure questa per la ragione che fra i peggiori si annidano i fondi che vengono chiusi o inglobati. I fondi

comuni d'investimento, infatti, non sono un fenomeno fisico per il quale ha senso applicare questo tipo di statistiche. Sono qualcosa di dinamico e dopo pochi mesi può essere qualcosa di abbastanza diverso rispetto a quello che era nel periodo di valutazione ed anche all'inizio dell'investimento.

CHI PAGA ADUC

l'associazione non **percepisce ed è contraria ai finanziamenti pubblici** (anche il 5 per mille)

La sua forza economica sono iscrizioni e contributi donati da chi la ritiene utile

DONA ORA (<http://www.aduc.it/info/sostienici.php>)