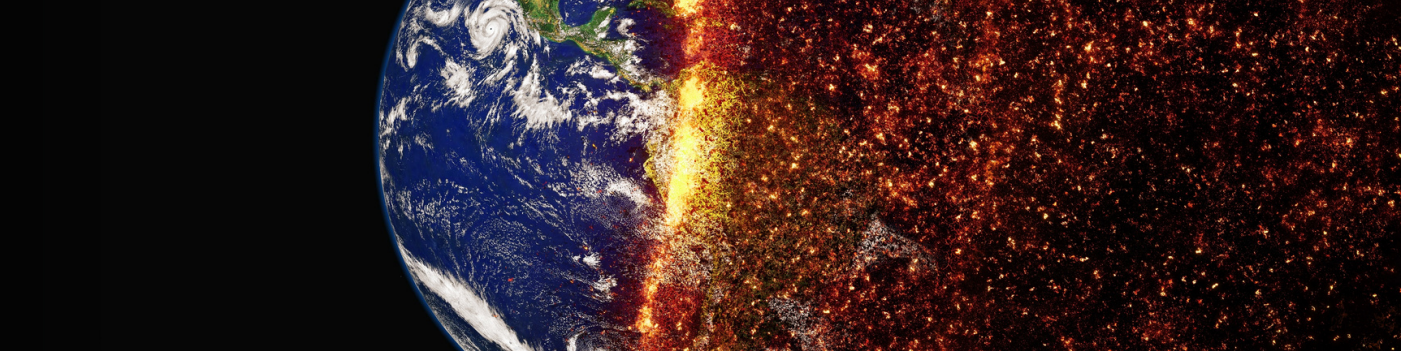


Investimento Custodito
Boutique Finanziaria S.r.l.

Authors:

Gabriele Galletta
Strategist, Analista,
CEO

Andrea Delle Foglie
Strategist, Analista,
CEO

LA VERITA' SUI FONDI INDICIZZATI

COME I FONDI INDICIZZATI POSSONO ESSERE LA VIA MAESTRA PER INVESTIRE I TUOI SOLDI

"Truths about indexing" – letteralmente "La verità sull'indicizzazione" - vuole essere un documento verità su quella che oggi è osteggiata da tutta l'industria finanziaria del risparmio gestito (in conflitto d'interesse), ovverosia l'investimento in fondi indicizzati, investimento che Tutte le ricerche in materia mostra essere più efficiente rispetto al classico investimento in fondi comuni bancari.

INVESTIMENTO CUSTODITO
Boutique Finanziaria

E, allora, perché le banche e i consulenti bancario/assicurativi continuano a proporre solo i fondi di matrice bancaria o assicurativa, sapendo che questi sono di gran lunga meno Inefficienti rispetto ai fondi indicizzati? Per due motivi, principalmente:

- Scarsa professionalità e scarsa competenza, per cui i consulenti bancari non ricevono formazione adeguata su come costruire portafogli di investimento complessi, bensì ricevono (purtroppo per loro) soltanto formazione tesa alla vendita dei prodotti di "casa";

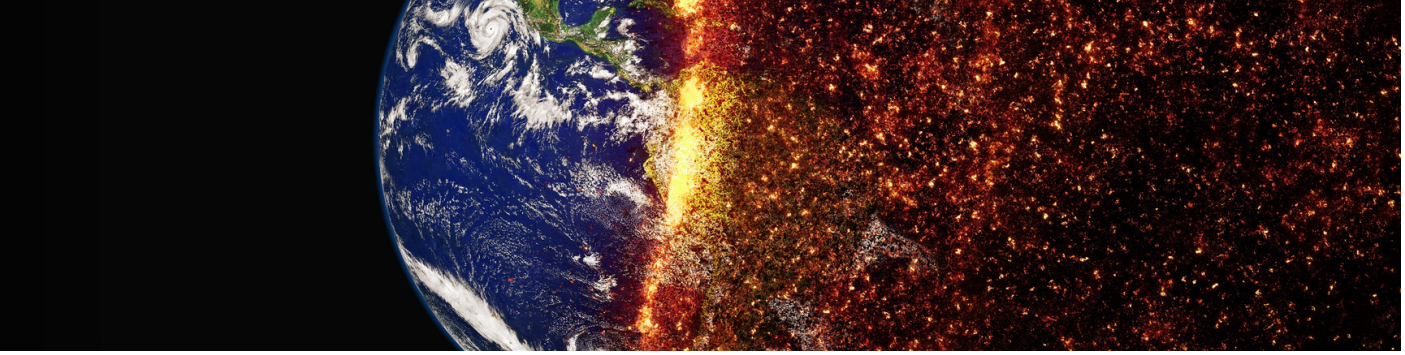
- Conflitto d'interesse, per cui i consulenti Bancario e assicurativi a cui ti affidi o ti sei affidato non vengono remunerati "a parcella", ma sul prodotto che riescono a vendere: quindi, cercheranno sempre di proporti quello che conviene loro, non a te.

Grazie a questa guida, vogliamo cercare di darti una risposta alle domande di cui sopra, fornendoti la soluzione che hai da sempre cercato per i tuoi investimenti. Grazie a questo paper, ti convincerai infatti riguardo tre verità:

- In questo documento dimostriamo come **le attività dei fondi indicizzati rappresentino ancora oggi solo il 10% del totale del mercato globale investibile** e il 5% del volume degli scambi sulle borse statunitensi. La loro diffusione è ancora veramente poco diffusa (benché abbiano conosciuto una rapida espansione negli ultimi anni) rappresentando quindi quasi un investimento di élite.

- In questo documento, **esaminiamo le motivazioni dell'efficacia dell'indicizzazione**, quantifichiamo i vantaggi dell'indicizzazione per gli investitori, chiariamo la definizione dell'indicizzazione ed esploriamo la validità delle affermazioni secondo cui l'indicizzazione ha un impatto negativo sui mercati dei capitali.

- Dimostreremo di non aver trovato alcuna prova al fatto che l'indicizzazione **contribuisca a minori opportunità di rendimento per gli investitori**, causi una maggiore volatilità del mercato o determini un contenimento del rischio minore rispetto ai classici investimenti bancari/assicurativi



LA CHIAVE PER I TUOI INVESTIMENTI

La crescita dell'investimento indicizzato è forse una delle modifiche più significative alla gestione patrimoniale negli ultimi 30 anni. Le attività indicizzate in gestione sono cresciute da quasi zero negli anni '80 a circa il 30% delle attività di fondi registrate a livello mondiale nel 2017. Gli investimenti in indici hanno offerto agli investitori nuove opportunità per portafogli più economici e diversificati.

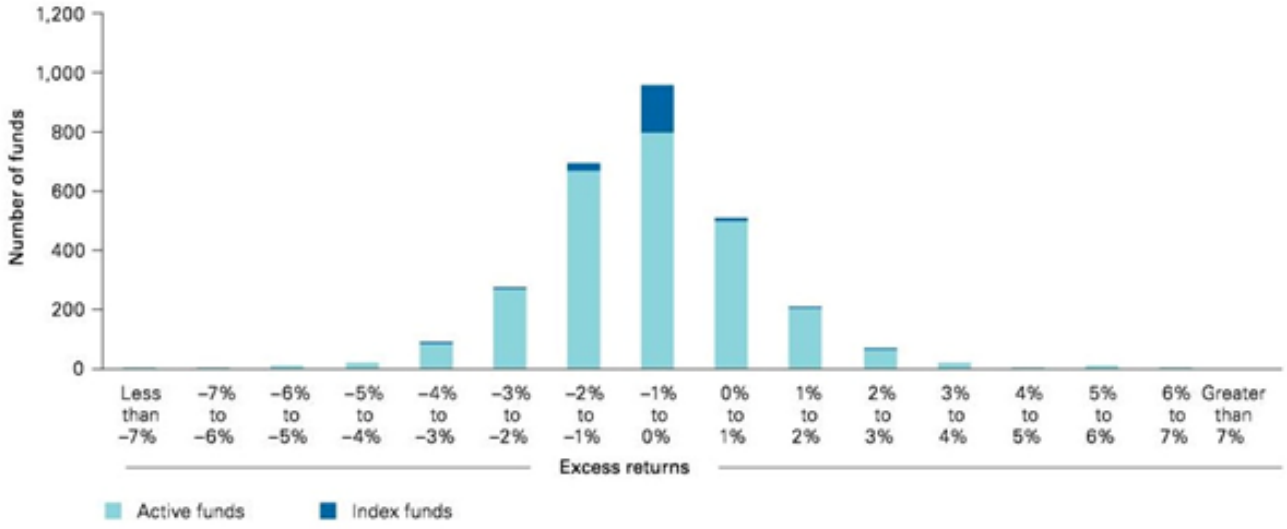
Tuttavia, nonostante i vantaggi dell'indicizzazione siano ormai chiari a tutti, l'industria del risparmio gestito - a causa del conflitto d'interesse perenne – stenta ancora a porporla agli investitori. In questo documento, riaffermiamo i vantaggi dell'indicizzazione ed esaminiamo il modo in cui i fondi indicizzati possano rappresentare la risposta (e la salvezza) che cercavi per i tuoi investimenti.

L'efficacia dell'indicizzazione è mostrata dalla teoria del "gioco a somma zero" e dall'effetto dei costi. Il concetto centrale alla base dell'investment fund index, la teoria dei giochi a somma zero (Sharpe, 1991), afferma che un mercato è costituito dalle partecipazioni cumulative di tutti i partecipanti al mercato, in modo tale che il rendimento medio ponderato di questi partecipanti sia il rendimento

del mercato. Per ciascuna posizione che sovraperforma il mercato, deve esserci almeno una posizione che sottoperforma il mercato di un importo uguale, prima dei costi di investimento. La figura 1 mostra che la performance storica dei fondi dimostra effettivamente la teoria, in quanto la media dei rendimenti complessivi si dispone attorno allo 0%.

Figure 1. Relative investing is a zero-sum game

Performance has been consistent with theory



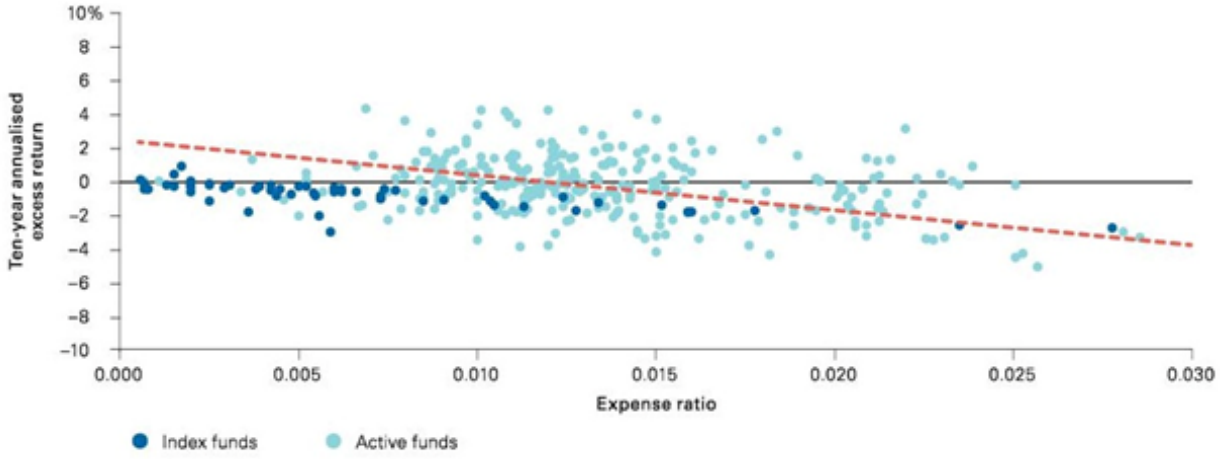
Questo significa che la media dei fondi attivi non è riuscita a battere i fondi indicizzati, per un motivo che Sharpe ha spiegato facilmente nella sua teoria. La teoria del gioco a somma zero pone un mercato ipoteticamente esente da costi. Tuttavia, nel mondo reale, gli investitori sono soggetti a costi, tra cui commissioni di gestione, costi amministrativi e costi di transazione, che riducono i rendimenti nel tempo. Il risultato aggregato di questi costi gioca un ruolo

significativo nella performance degli investimenti realizzati (Sharpe, 1966, Bryan and Rawson, 2014). Il rapporto spese è una considerazione chiave per gli investitori, dal momento che il suo valore è più prevedibile rispetto a quelli di altri costi. La figura 2 mostra che rapporti di spesa più elevati sono associati a rendimenti in eccesso più bassi.

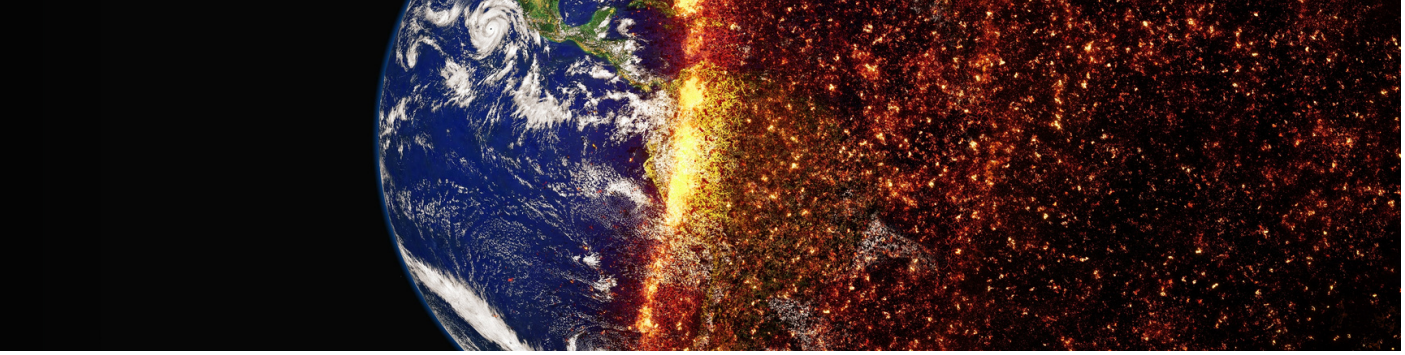
Questa relazione esiste anche per i fondi indice. Più cresce l'Expense ratio, ossia il costo complessivo del fondo, più si riduce il rendimento in eccesso annualizzato rispetto alla media di mercato. Come si vede, ancora, la media dei fondi si concentra al centro (nella zona con "più puntini"), ma se si vanno a sommare i costi, più quest'ultimi aumentano, più il rendimento diminuisce e il fondo si discosta dalla media.

Figure 2. Higher expense ratios are associated with lower excess returns

Small-cap-blend funds' excess returns versus expense ratios



Arriviamo ad un punto cruciale, quindi: in che modo gli investitori possono mitigare il rischio di sottoperformare un indice di riferimento? **Le prove supportano l'idea che la ricerca di fondi a basso costo è uno dei modi migliori per aumentare le possibilità di sovraperformance. (Wallick, Wimmer e Balsamo, 2015).**



I BENEFICI DELLA GESTIONE INDICIZZATA

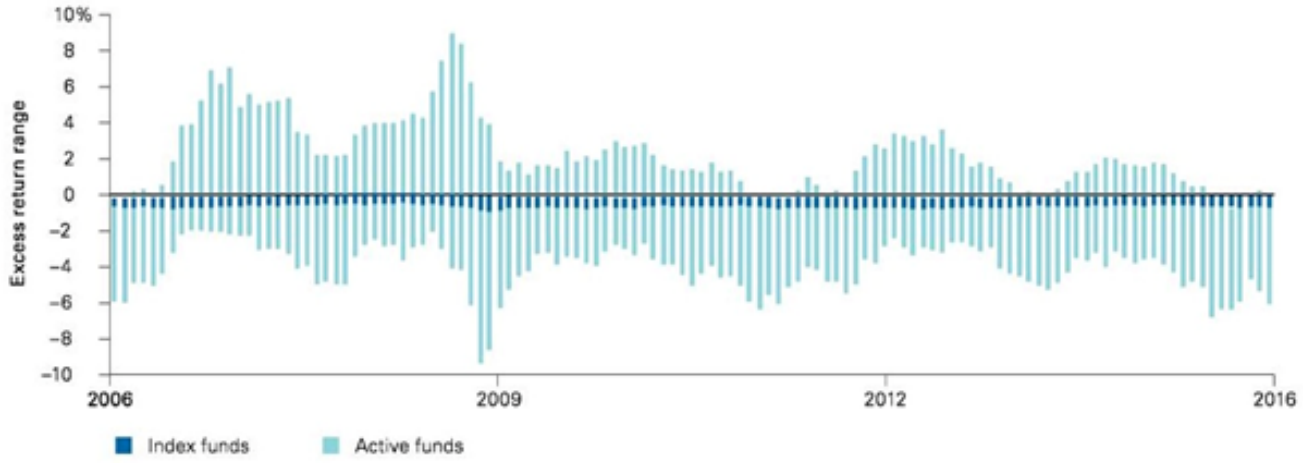
Studi di settore hanno dimostrato che una delle decisioni più importanti che un investitore può prendere è la composizione dell'asset allocation (Ibbotson, 2010; Donaldson, et al., 2017). È stato dimostrato che l'allocazione tra azioni, obbligazioni e liquidità spiega la maggior parte della variabilità dei rendimenti di portafoglio diversificati. Un'appropriata allocazione degli attivi consente agli investitori di formulare aspettative di rendimento e di rischio ed è la pietra angolare di un disciplinato processo di costruzione del portafoglio. Tuttavia, l'esposizione duratura verso una classe di attività prescelta (o di una classe di attività secondaria) e la permanenza in quel segmento di rischio per il "giusto tempo" (l'unico motore vero del rendimento) nella pratica non è certo.

L'esposizione attraverso un fondo indicizzato con capitalizzazione di mercato riduce tale incertezza perché l'obiettivo del fondo è quello di replicare la performance dell'indice di riferimento che riflette la classe di attività. La figura 3 mostra la maggiore prevedibilità relativa associata ai fondi indicizzati. La distribuzione dei rendimenti in eccesso del fondo dell'indice rimane All'interno di un intervallo molto ristretto perché l'obiettivo del fondo è di produrre un

rendimento simile a quello dell'indice. La gamma di rendimenti in eccesso del fondo attivo è più dispersa perché i fondi attivi tentano di sovraperformare un indice di riferimento e il tentativo di sovraperformare deriva dal rischio di sottoperformance. Investire attraverso fondi indicizzati, quindi, non solo è più efficiente e, come visto, maggiormente remunerativo, ma permette di raggiungere più facilmente i propri obiettivi finanziari di lungo termine.

Figure 3. Index funds provide relative performance predictability

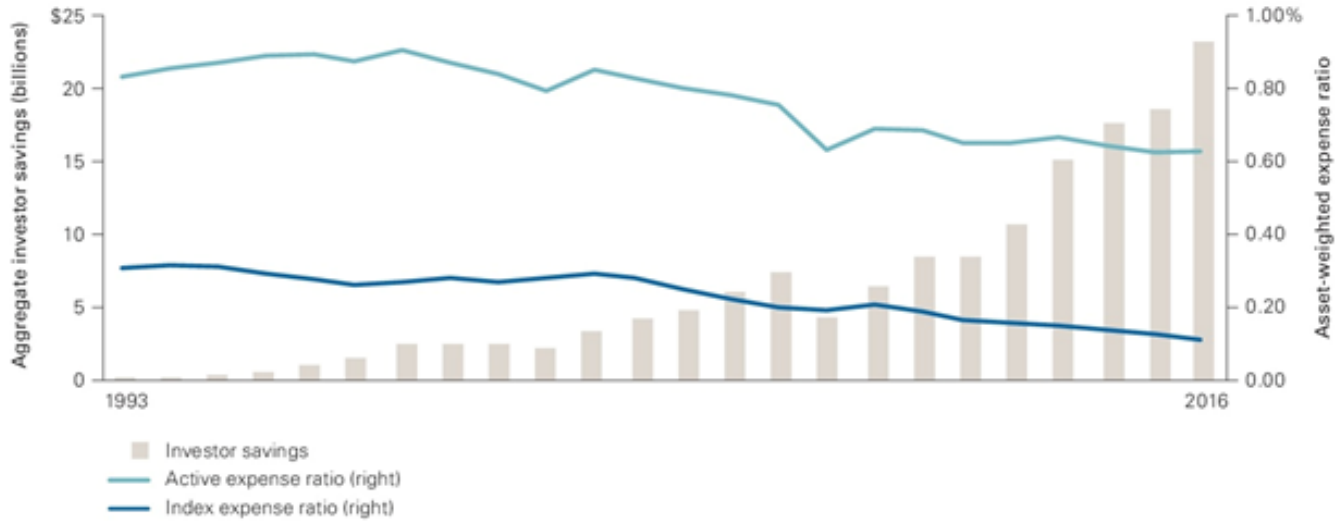
Range of excess returns

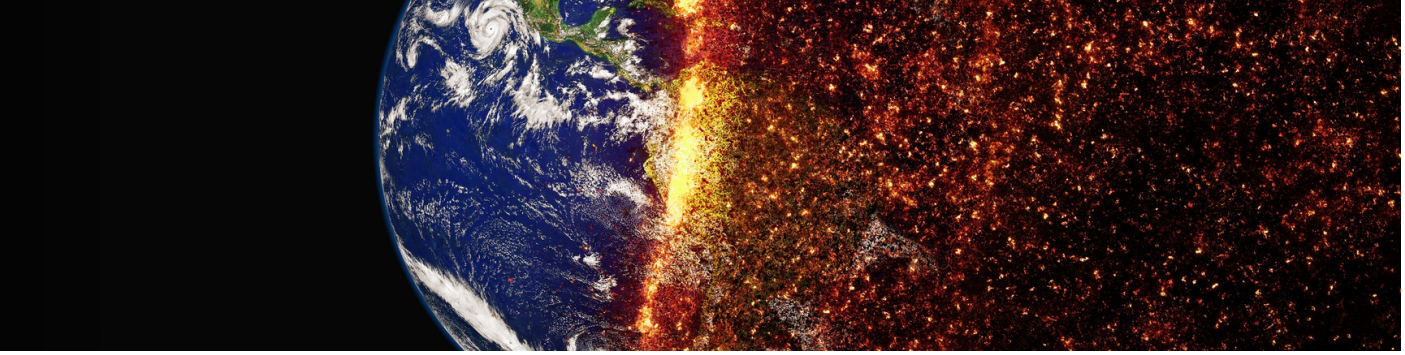


Un altro vantaggio dell'indicizzazione è sempre legato ai costi minori di investimento, ma è un vantaggio indiretto che spesso viene dimenticato: come sappiamo, l'investimento tramite fondi indicizzati è generalmente a più basso costo rispetto all'investimento attivo; ciò permette agli investitori di preservare e "risparmiare" più risorse per i propri investimenti, in un effetto moltiplicativo legato alla capitalizzazione composta. Riducendo sostanzialmente i costi di

accesso a investimenti di alta qualità, l'indicizzazione offre un enorme opportunità per la creazione di ricchezza. La figura 4 mostra che il coefficiente di spesa ponderato per le attività investite, i costi dei fondi indicizzati passivi sono stati costantemente inferiori a quelli attivi fondi. A partire dal 2016, i rapporti di spesa medi per i fondi indicizzati e i fondi attivi si attestano allo 0,11% e 0,63%, rispettivamente. La figura 4 mostra anche i risparmi annuali realizzati da investitori di fondi indicizzati: nel 2016, l'importo raggiunto $ 23 miliardi. Secondo le nostre stime e le stime della casa americana d'investimento Vanguard Inc., senza i fondi indice gli investitori avrebbero pagato più di $ 150 miliardi in costi di investimento aggiuntivi cumulativamente dai primi anni '90. Inoltre, riteniamo che i fondi indice abbiano introdotto una pressione al ribasso dei prezzi tipici dell'industria finanziaria, tendenza che spiega parzialmente la tendenza al ribasso dei coefficienti di spesa del fondo attivo: se così fosse, la pressione competitiva benevola dei fondi attivi avrebbe giocato un ruolo ben più forte della normativa di settore sul ribasso dei prezzi di investimento.

Figure 4. Indexing has helped to drive down the cost of investing





MA COSA SONO I FONDI INDICIZZATI

Le strategie di investimento attraverso i fondi indicizzati sono costruite per “legarsi” in modo passivo e seguire i movimenti e le variazioni di un dato indice di mercato (per questo sono detti “indicizzati”): di conseguenza, nella gestione del “fondo” che raccoglie i risparmi di chi vi investe non ci sarà qualcuno che “soggettivamente” dice cosa comprare e cosa vendere, ma ci sarà soltanto un meccanismo automatico di “replica” dell’indice di riferimento.

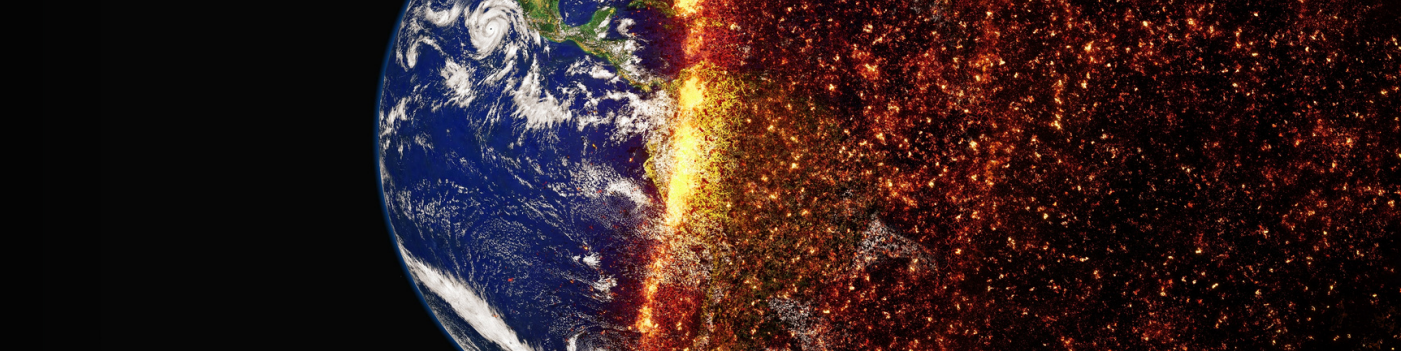
I fondi indicizzati “passivi” si distinguono dalla gestione di investimento “attiva”, che invece sceglie cosa comprare e cosa vendere: è chiaro che la gestione attiva costi di più dei fondi passivi (devi pagare qualcuno che gestisca attivamente il fondo); ma questo costo maggiorato è giustificato dal fatto che il “gestore attivo” riesce a fare meglio dell’investimento passivo? Come abbiamo visto prima, no. Non ci riesce.

E allora che senso ha investire attraverso uno strumento che costa di più e rende meno di uno strumento che costa meno?

“**Dati alla mano, investire attraverso strumenti di gestione attiva – come i fondi bancari italiani o i fondi assicurativi – è una pessima idea. E questa potrebbe essere la ragione per cui i tuoi investimenti non hanno mai reso a sufficienza. I dati confermano che l’investimento in strumenti passivi e indicizzati sia, invece, l’unico investimento sensato ed efficiente. Ecco perché un fondo indicizzato può salvare i tuoi risparmi**”.

Ma se l’investimento nei classici fondi bancari è inefficiente, perché vengono ancora proposti a mani basse? Con la definizione data, gli investimenti in Fondi passivi indicizzati rappresentano solo una piccola parte del mercato globale.

Il patrimonio gestito registrato rappresentava solo il 10% circa del valore dei titoli investibili globali e circa il 15% di Titoli statunitensi investibili al 30 settembre 2017. Perché, data la maggiore efficienza, non vengono Quindi proposti come la soluzione più efficiente per i tuoi investimenti? Per l’enorme conflitto di interessi su cui si basa l’industria finanziaria italiana.



L'ULTIMO BALUARDO DELLA GESTIONE ATTIVA

L’ultimo baluardo della gestione attiva attraverso fondi bancari/assicurativi – che giustificherebbe i costi più alti – è rappresentato dall’affermazione secondo cui il gestore attivo, cioè quel qualcuno che gestisce il tuo fondo e giustifica un prezzo pagato più alto, sarebbe bravo a contenere il rischio quando tutto scende: i fondi passivi riuscirebbero a sovraperformare i fondi attivi in condizioni di “crescita” perché “è semplice creare rendimento quanto tutto cresce”, ma risulterebbero battuti dai gestori attivi in condizioni di “decrescita”.

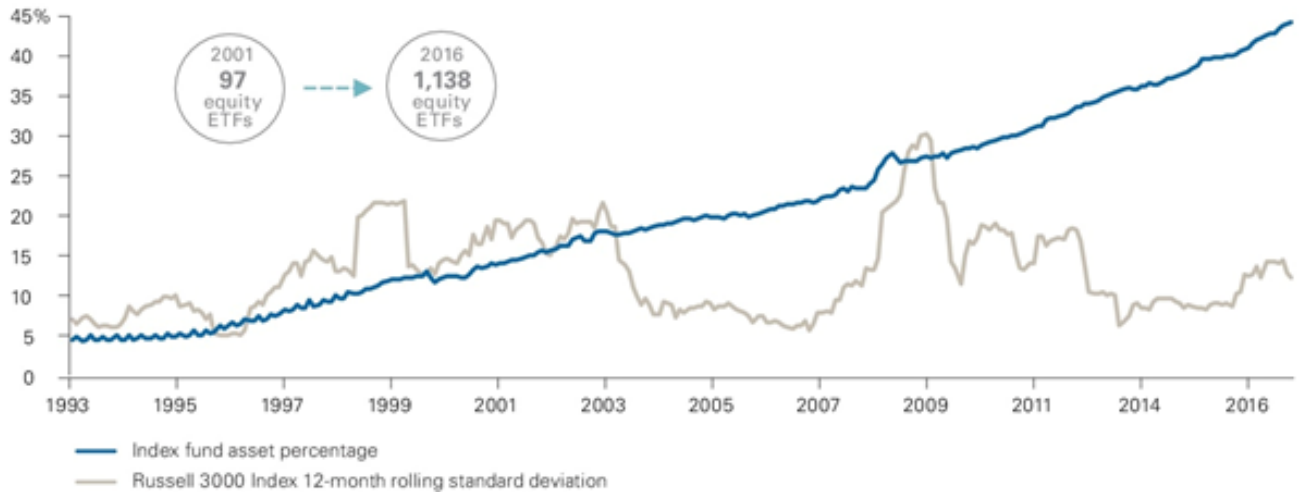
Il gestore attivo sarebbe quindi conveniente non perché crea maggiore rendimento, ma perché riesce a ridurre al meglio il rischio.

Tralasciando il fatto che questa affermazione non è suffragata da alcuna ricerca scientifica seria (come le precedenti che dimostravano il contrario), quanto sostenuto da questi ultimi strenui difensori dell’investimento tramite fondi bancario-assicurativi è un ennesimo non-sense che va ancora contro i dati presentati sopra.

L'affermazione di cui sopra presuppone il fatto che il gestore avrebbe la capacità di "predire" l'andamento del mercato e a) di coprirsi con titoli che diminuiscono di valore meno durante le recessioni e b) lasciare liquidità da parte prima dell'avvento di una crisi. Se ciò fosse vero, il gestore attivo riuscirebbe comunque a sovraperformare il mercato, in quanto, se avesse le capacità di cui sopra, potrebbe benissimo anche selezionare titoli a maggiore crescita durante le fasi di risalita e potrebbe benissimo utilizzare la liquidità prima accantonata per re-investire il tutto prima di una risalita del mercato. I dati confermano che ciò non accade.

Infine, l'affermazione che investire in fondi attivi significa voler non tanto aumentare il rendimento, quanto ridurre il rischio presupporrebbe che l'aumento delle masse gestite tramite ETF e fondi passivi si accompagnasse ad un aumento della volatilità del mercato: tale circostanza non è mai stata ravvisabile.

Figure 7. The growth of indexing and market volatility



References

- *The Impact of Passive Investing on Market Efficiency* (Bliebierg, Steven, Priest)
- *The Cost of Owning ETFs and Index Mutual Funds* (Morningstar)
- *Risk Based Asset Allocation: a new answer to an Old Question* (W. Lee)
- *Will My Risk Parity Strategy Outperform?* (M. Anderson, W. Bianchi, R. Goldberg)
- *Understanding Risk Parity* (The Clifton Group, Lee, Spellar, Bouchey)
- *On The Financial Interpretation of Risk contribution: risk budgets do add up* (E. Qian)
- *Risk Parity: Why We Lever* (AQR Capital Management, LLC)
- *Our thoughts about risk parity and All Weather* (Bridgewater)
- Minimum-Variance Portfolio Composition." Journal of Portfolio Management (Clarke, Roger, Harindra de Silva, and Steven Thorley)
- Speculative Leverage: A False Cure for Pension Woes (Sullivan, Rodney)
- Risk Parity Portfolios: Efficient Portfolios through True Diversification (Qian, Edward)
- Betting against Beta (Frazzini, Andrea, and Lasse H. Pedersen)
- *Truths about Indexing* (Vanguard)

Disclaimer

Investimento Custodito – Boutique Finanziaria s.r.l. (la "Società") è una società specializzata in servizi di formazione, divulgazione, studio e ricerca su temi finanziari nonché in servizi di consulenza generica. La Società non fornisce in nessun modo il servizio di consulenza finanziaria su investimenti Consulenza in materia di investimenti di cui all'art. 1, comma 5-septies, del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, né altri servizi di investimento oggetto di riserva di legge. La Società rimanda eventualmente tali rapporti a soggetti esterni quali consulenti finanziari abilitati con i quali può intrattenere rapporti di natura puramente commerciale. Tutti i contenuti presenti all'interno del sito, dei documenti, dei video, degli articoli e qualsiasi riferimento al logo della Società sono da considerarsi a scopo puramente informativo, educativo e divulgativo. Tutti i servizi offerti si ritengono esclusi dalle riserve di legge. Le informazioni, i prodotti, i dati, i servizi, gli strumenti e i documenti contenuti o descritti su questo documento/sito internet (i "Dati") rivestono esclusivamente carattere informativo e non sono da intendersi come sostitutivi del servizio di Consulenza in materia di investimenti di cui all'art. 1, comma 5-septies, del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, oggetto quindi di riserva di legge. Le informazioni fornite sul documento/sito internet non costituiscono, pertanto, né un'attività pubblicitaria o una raccomandazione né un'offerta o un invito ad acquistare o vendere strumenti di investimento, ad effettuare un'operazione o ad assumere un impegno giuridico. I prodotti e gli strumenti finanziari, nonché gli studi menzionati non sono idonei per tutti gli investitori in quanto standardizzati. Le informazioni contenute non costituiscono un parere finanziario, legale, fiscale e/o una raccomandazione di qualsivoglia altra natura. Le decisioni di investimento o di altra natura non devono essere assunte esclusivamente sulla base di tali informazioni. Prima di adottare tali decisioni di investimento, si consiglia di richiedere una revisione approfondita della documentazione e la consulenza di uno specialista qualificato. Il cliente è responsabile del proprio comportamento e delle decisioni intraprese nonché dei rischi derivanti dall'attività di investimento. La società declina ogni responsabilità derivanti da un utilizzo improprio di tali informazioni. Aderendo ai servizi proposti il cliente è consapevole di avere accesso a contenuti proprietari protetti da copyright e sollevando Investimento Custodito – Boutique Fiananziaria s.r.l. da qualsiasi utilizzo improprio di essi. I contenuti riportati appartengono al libero pensiero degli autori. Nella misura massima consentita dalle leggi e/o dai regolamenti vigenti, Investimento Custodito – Boutique Finanziaria s.r.l., nonché i suoi amministratori, agenti, dipendenti e appaltatori non assumano alcuna responsabilità per perdite o danni di qualsiasi natura derivanti da (i) l'accesso, l'utilizzo o la consultazione dei documenti e del Sito; (ii) qualsiasi inesattezza, errore, incompletezza o altra circostanza concernente i Dati contenuti; (iii) l'impossibilità di accedere o utilizzare i docmenti ed il Sito per qualsiasi ragione. Fatta salva l'ipotesi in cui siano accompagnati da una dichiarazione esplicita del contrario, tutti i materiali contenuti sono protetti da copyright, diritti relativi ai database o altri diritti di proprietà intellettuale di proprietà di Investimento Custodito – Boutique Finanziaria s.r.l.. Nessuna previsione è da intendersi come idonea a concedere alcuna licenza o diritto di utilizzare qualsiasi immagine, testo, marchio o logo. Il download o la copia dei Dati non è in alcuna forma idoneo a trasferire all'utente diritti di proprietà intellettuale su software o altri materiali. Qualsiasi riproduzione, pubblicazione o distribuzione dei contenuti è consentita esclusivamente nel caso di espressa autorizzazione scritta della Società e con specifica indicazione della fonte dei dati. I risultati passati non costituiscono un indicatore della performance futura di un investimento. Il valore degli investimenti può essere soggetto a fluttuazioni e gli investitori potrebbero non recuperare l'importo investito. Le variazioni dei tassi di cambio delle valute straniere possono altresì incrementare o diminuire il valore dell'investimento.

© 2020_ Investimento Custodito. All rights reserved.