

Astronauti e investimenti passivi

Autore



Robert M. Almeida

Portfolio Manager e
Global Investment Strategist

In breve

- La sottoperformance dei gestori attivi è dovuta a una riduzione dell'ampiezza del mercato.
- I tassi d'interesse contenuti hanno distorto l'allocazione del capitale, privando l'economia della sua forza di gravità e inibendo il ciclo naturale di "distruzione creatrice".
- I costi più elevati e l'aumento dell'ampiezza del mercato stanno creando opportunità per i gestori attivi competenti che desiderano differenziarsi.

Durante un recente incontro con un cliente ci è stata posta una domanda ricorrente:

"È dall'inizio della mia carriera che sento parlare di tesi rialziste a favore dei gestori attivi, eppure queste non si sono ancora concretizzate. I gestori attivi riusciranno mai a sovraperformare?"

Questa preoccupazione suonerà probabilmente familiare a molti professionisti dell'investimento che hanno iniziato la loro carriera dopo il 2008. Il mercato attuale rispecchia questa percezione: le strategie passive detengono oggi oltre il 50% del mercato azionario statunitense, un aumento significativo rispetto all'inizio degli anni 2010, quando rappresentavano meno della metà di tale livello. L'effettivo predominio degli investimenti passivi potrebbe essere persino maggiore se si considerano gli attivi dei portafogli "closet indexing" (fondi teoricamente attivi ma significativamente allineati all'indice di riferimento) e di altre strategie che prevedono un tracking error minimo.

I gestori attivi riusciranno mai a sovraperformare? Se i fatti parlano più delle parole, allora la risposta collettiva del mercato generale è "no". Se ciò fosse vero, significa che si è verificata una svolta fondamentale. La spiegazione deve essere una delle seguenti: o le competenze di investimento hanno subito un'erosione permanente, oppure le inefficienze di mercato che un tempo sostenevano la gestione attiva sono completamente svanite.

Definire l'alpha: competenze e ampiezza

Per comprendere l'alpha, dobbiamo prima ripassare la legge fondamentale della gestione attiva. Questo principio afferma che l'information ratio di un gestore (una misura del valore aggiunto) dipende dal suo coefficiente informativo (che ne rappresenta la competenza) e dalla radice quadrata delle opportunità di investimento (che rappresenta l'ampiezza dell'opportunità). In poche parole, l'alpha deriva da una combinazione di selezione dei titoli e variazione delle performance azionarie.





Erosione delle competenze o assenza di ampiezza del mercato

Storicamente, le competenze dei gestori di portafoglio, come altre abilità umane, hanno seguito una distribuzione normale, con una gamma di performance intorno alla media del mercato. A partire dagli anni 2010 questa distribuzione ha evidenziato una distorsione crescente, e i gestori attivi in grado di sovraperformare regolarmente i propri benchmark hanno iniziato a scarseggiare. I critici attribuiscono spesso questo fenomeno a un'erosione strutturale delle competenze, sostenendo che i progressi tecnologici hanno eliminato i vantaggi informativi di cui un tempo alcuni godevano.

Sebbene questa ipotesi possa sembrare plausibile, in quanto la tecnologia ha indubbiamente reso le informazioni più accessibili, credo che si tratti più di una coincidenza che di un rapporto di causalità. Le informazioni non sono altro che un insieme di dati o di fatti. La saggezza, la principale componente delle competenze dei gestori, è invece frutto dell'esperienza e di conoscenze approfondite. Rappresenta la capacità di sintetizzare, dedurre e prendere decisioni accorte sulla base di informazioni aggregate. Come scrisse il poeta inglese William Cowper: "La conoscenza nutre l'anima, ma la saggezza le dà sapore." Benché il divario informativo si sia assottigliato e potrebbe persino essersi chiuso, il divario di saggezza rimane significativo. L'abilità di trasformare le conoscenze in idee pratiche dovrebbe essere ancora ampia, nonostante le performance deludenti registrate dai gestori attivi negli ultimi 15 anni.

Se la causa non è l'erosione delle competenze, che dire dell'ampiezza dell'opportunità? La dispersione dei titoli e l'ampiezza di mercato sono cicliche. Anziché soffermarsi su grafici che mostrano misure di rischio idiosincratico inferiori alla norma o elevati livelli di correlazione azionaria tra coppie di titoli dovuti a fattori esterni, è possibile studiare questo concetto attraverso una lente più intuitiva, seppur forse meno convenzionale.

Viaggi spaziali e ampiezza di mercato: un parallelismo sorprendente

Pensiamo agli astronauti nello spazio. In un ambiente privo di gravità per un periodo prolungato, i loro muscoli iniziano ad atrofizzarsi; il loro corpo ha bisogno di un carico e, senza di esso, perde densità ossea. Gli effetti di un'atmosfera priva di gravità sono così dannosi che al ritorno sulla Terra gli astronauti devono essere sollevati e trasportati fuori dalla capsula di rientro, per poi essere sottoposti a settimane di allenamenti intensivi per ricostruire i muscoli atrofizzati.

I tassi d'interesse svolgono un ruolo simile alla gravità all'interno dell'economia. Si comportano come una resistenza portante, creando disparità di performance tra le aziende più in forma e quelle meno in forma. Quando la domanda di capitale supera l'offerta disponibile, o quando ci sono più mutuatari che risparmiatori, il costo del capitale aumenta, facendo salire l'asticella al di sotto della quale vengono scartate le potenziali idee di investimento, escludendo così i progetti meno sostenibili. Al contrario, quando l'offerta di risparmio supera la domanda di capitale, i tassi d'interesse diminuiscono, rafforzando l'attrattiva di varie opportunità di investimento. Questa dinamica aiuta la società a raggiungere un equilibrio, investendo il capitale in progetti che presentano una reale utilità economica. Come nel caso dell'atrofia muscolare in un ambiente privo di gravità, senza questo meccanismo di resistenza il capitale non viene investito a seconda dell'utilità che produce.

Sebbene i tassi d'interesse inferiori alla media prevalsi per tutti gli anni 2010 fossero verosimilmente imputabili a un eccesso di risparmio e all'indebolimento della domanda di capitali produttivi, le banche centrali hanno distorto il tasso naturale dei mercati dei capitali portandolo ai minimi storici. Tale distorsione è stata poi esacerbata dalle migliaia di miliardi di dollari di stimoli fiscali varati durante la pandemia. Questo periodo privo di attrito, architettato dalle autorità, ha prolungato la durata di vita di progetti di investimento e imprese che altrimenti sarebbero stati considerati non sostenibili o completamente eliminati. A nostro avviso, è stata questa prevenzione artificiale della resistenza e pertanto della perdita di capitale a sopprimere l'ampiezza del mercato. In quest'ottica, le difficoltà dei gestori attivi esperti appaiono cicliche e, probabilmente, imposte artificialmente.

Guardando al futuro: un ritorno delle opportunità

Sebbene non disponiamo di dati sul futuro, numerosi fattori suggeriscono una possibile svolta. Rispetto agli anni 2010, le aziende si trovano ad affrontare spese di manodopera, capitale e beni decisamente più elevate. Nonostante le banche centrali tentino di socializzare le perdite di capitale attraverso ulteriori tagli dei tassi, i deficit di bilancio pericolosamente elevati e il risveglio del mercato obbligazionario potrebbero agire come una nuova forza gravitazionale questa volta.

Molte cose sono cambiate rispetto agli anni 2010, e questa evoluzione darà luogo a risultati operativi ed economici divergenti per le imprese. Le aziende che offrono prodotti o servizi che i clienti effettivamente desiderano e di cui hanno bisogno saranno in grado di affrontare meglio questi cambiamenti, grazie alla capacità di fissare i prezzi oppure guadagnando quote di mercato. Le società caratterizzate da un'offerta sempre più obsoleta a causa della nuova concorrenza e dell'intelligenza artificiale dovranno invece fare i conti con una realtà ben diversa. Questa divergenza dovrebbe alimentare l'ampiezza di mercato e potenzialmente alterare l'attuale distorsione delle performance dei gestori attivi. ▲

Le opinioni espresse sono quelle del o degli autori e sono soggette a modifica in qualsiasi momento. Tali opinioni sono fornite a mero scopo informativo e non devono essere considerate una raccomandazione sulla quale basare l'acquisto di titoli né una sollecitazione o una consulenza d'investimento. Non vi è alcuna garanzia che le previsioni si avverino. I rendimenti passati non sono una garanzia dei risultati futuri.

INFORMATIVA GLOBALE

Salvo laddove diversamente indicato, i loghi e i nomi di prodotti e servizi sono marchi commerciali di MFS® e delle sue collegate e possono essere registrati in alcuni paesi.

Distribuito da: **Stati Uniti** - MFS Investment Management; **America latina** - MFS International Ltd.

Si noti che in Europa e nella regione Asia-Pacifico, il presente documento può essere distribuito solo a professionisti dell'investimento e clienti istituzionali. In Canada il presente documento può essere distribuito solo a clienti istituzionali. In Qatar questo documento è destinato esclusivamente a investitori sofisticati e a persone con un patrimonio netto elevato.

Nota per i lettori del Canada: pubblicato in Canada da MFS Investment Management Canada Limited. **Nota per i lettori di Regno Unito e Svizzera:** pubblicato nel Regno Unito e in Svizzera da MFS International (U.K.) Limited ("MIL UK"), una private limited company (società a responsabilità limitata) registrata in Inghilterra e Galles con numero 03062718, e autorizzata e soggetta alla vigilanza della Financial Conduct Authority britannica, che sorveglia sulla conduzione delle sue attività di investimento. MIL UK, una controllata indiretta di MFS®, con sede legale in One Carter Lane, Londra, EC4V 5ER. **Nota per i lettori europei (esclusi quelli di Regno Unito e Svizzera):** pubblicato in Europa da MFS Investment Management (Lux) S.à r.l. (MFS Lux) – autorizzata ai sensi del diritto lussemburghese come società di gestione di Fondi con sede in Lussemburgo. La società fornisce prodotti e servizi di investimento agli investitori istituzionali e ha sede legale come S.à r.l. al 4 Rue Albert Borschette, Lussemburgo L-1246. Tel.: 352 2826 12800. Questo materiale non deve essere diffuso o distribuito a persone diverse dagli investitori professionali (nei termini consentiti dalla normativa locale) e non deve essere utilizzato o distribuito in nessun caso, laddove tale utilizzo o distribuzione contravenga alla normativa locale; **Singapore** - MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M); **Australia/Nuova Zelanda** - MFS International Australia Pty Ltd ("MFS Australia") (ABN 68 607 579 537) è registrata con numero di licenza per servizi finanziari 485343. MFS Australia è soggetta alla vigilanza della Securities and Investments Commission australiana; **Hong Kong** - MFS International (Hong Kong) Limited ("MIL HK"), una private limited company (società a responsabilità limitata) autorizzata e soggetta alla vigilanza della Hong Kong Securities and Futures Commission (la "SFC"). MIL HK è autorizzata a negoziare in titoli e a svolgere attività di gestione patrimoniale, oltre che a fornire taluni servizi di investimento a "investitori professionali", come definiti nella Securities and Futures Ordinance ("SFO").

Per gli investitori professionali in Cina - MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, Cina, una società a responsabilità limitata cinese registrata per fornire servizi di consulenza in materia di gestione finanziaria; **Giappone** - MFS Investment Management K.K., è iscritta come società di gestione di strumenti finanziari (Financial Instruments Business Operator) presso Kanto Local Finance Bureau (FIBO) con numero 312, fa parte dell'Investment Trust Association giapponese e della Japan Investment Advisers Association. Dato che le spese a carico degli investitori variano in base a diversi fattori, come la tipologia di prodotti e servizi, il periodo di investimento e le condizioni di mercato, non è possibile indicarne in anticipo l'importo totale né i metodi di calcolo. Tutti gli investimenti comportano dei rischi, incluso quello di fluttuazione dei mercati, ed è possibile che gli investitori perdano il capitale investito. Gli investitori devono ottenere e leggere attentamente il prospetto informativo e/o il documento previsto dall'Articolo 37-3 del Financial Instruments and Exchange Act prima di sottoscrivere l'investimento; **Per i lettori in Arabia Saudita, Kuwait, Oman ed Emirati Arabi Uniti (esclusi DIFC e ADGM).** In Qatar questo documento è destinato esclusivamente a investitori sofisticati e a persone con un patrimonio netto elevato. In Bahrein questo documento è destinato esclusivamente a istituzioni sofisticate. **Le informazioni contenute nel presente documento sono destinate esclusivamente agli investitori professionali.** Le informazioni contenute nel presente documento non costituiscono e non devono essere interpretate come un'offerta, un invito o una proposta di offerta, una raccomandazione a presentare una richiesta, ovvero un parere o un'indicazione su un prodotto, un servizio e/o una strategia finanziaria. Sebbene sia stata posta la massima attenzione nell'assicurare l'accuratezza delle informazioni contenute nel presente documento, non ci si assume alcuna responsabilità per eventuali errori, sbagli o omissioni o per qualsiasi azione intrapresa facendo affidamento su di esse. È possibile riprodurre, diffondere e utilizzare questo documento (o parte di esso) solo con il consenso di MFS International U.K. Ltd ("MIL UK"). Le informazioni contenute in questo documento hanno scopo puramente informativo. Il presente documento non è destinato alla distribuzione al pubblico, che non vi deve fare affidamento. Le informazioni contenute nel presente documento possono includere dichiarazioni che non sono di natura puramente storica, ma che costituiscono invece "dichiarazioni previsionali". Queste includono, tra l'altro, proiezioni, previsioni o stime di reddito. Queste dichiarazioni previsionali si basano su determinate ipotesi, alcune delle quali sono descritte in altri documenti o materiali pertinenti. Se non dovete comprendere il contenuto del presente documento, vi consigliamo di rivolgervi a un consulente finanziario autorizzato. Si prega di notare che qualsiasi materiale inviato dall'emittente (MIL UK) è stato inviato elettronicamente dall'estero. **Sudafrica** - Il presente documento e le informazioni in esso contenute non sono da intendersi e non costituiscono un'offerta pubblica di titoli in Sudafrica e di conseguenza non devono essere interpretati come tali. Il presente documento non è destinato alla diffusione al pubblico in Sudafrica. Il presente documento non è stato approvato dalla Financial Sector Conduct Authority e né MFS International (U.K.) Limited né i suoi fondi sono registrati per la vendita al pubblico in Sudafrica.