

BlackRock

Prospettive di investimento

Asset allocation strategica

Febbraio 2024

Un ruolo più ampio per le strategie attive

Il nuovo regime di maggiore volatilità macro e di mercato premia un approccio attivo. Per gli investitori capaci di scegliere i gestori più competenti, riteniamo che le strategie attive possano assumere oggi un ruolo di maggior rilievo nei portafogli.

BlackRock
Investment
Institute

Sintesi

- **I mercati finanziari si stanno adattando al nuovo regime di maggiore volatilità, incertezza e divergenza della performance di mercato.** È necessario un approccio più dinamico al portafoglio e a nostro avviso, se gli investitori hanno fiducia nella loro capacità di selezionare i gestori migliori, le strategie attive dovrebbero avere un ruolo maggiore all'interno dei portafogli. Le strategie attive comprendono gli approcci di namici all'indicizzazione.
- **Le asset allocation statiche – o portafogli “set-and-forget” – sono un punto di partenza ragionevole, ma non crediamo possano essere remunerative come in passato.** L'era dei tassi d'interesse estremamente ridotti è ormai alle nostre spalle e i rendimenti attesi appaiono meno interessanti. Riteniamo che l'extra-rendimento rispetto alla liquidità sarà dunque molto inferiore per le esposizioni statiche.
- **L'incertezza macroeconomica è aumentata notevolmente dopo la pandemia, così come la dispersione dei rendimenti.** Il nuovo regime, più volatile e incerto, ha portato a una maggiore dispersione in alcuni mercati. C'è meno certezza sulle prospettive future e le stime sui dati macro chiave come l'inflazione si è ampliata. La forbice dei rendimenti azionari statunitensi si è notevolmente allargata, e questo a nostro avviso significa che i gestori più competenti hanno maggiori opportunità di individuare e generare rendimenti attivi. Definiamo i rendimenti attivi come rendimenti superiori al benchmark che non possono essere riconducibili a esposizioni statiche a fattori macro e di stile azionario.
- **A nostro avviso, i gestori orientati all'alpha che agiscono più frequentemente sulla base delle loro intuizioni saranno più premiati in questo nuovo regime.** Questo significa che i gestori *competenti* hanno prodotto rendimenti attivi in misura superiore? La nostra ricerca sembra confermarlo, anche escludendo i periodi di maggiore volatilità della pandemia.
- **I gestori professionali non sono in generale diventati più abili nell'offrire rendimenti attivi, tuttavia riteniamo che il contesto odierno sia più propizio per la generazione di rendimenti attivi superiori da parte dei gestori più competenti.** I migliori gestori di hedge fund e fondi azionari dei mercati sviluppati realizzano rendimenti attivi in misura superiore sfruttando l'incertezza e la dispersione che caratterizzano il nuovo regime. •Per i fondi attivi nei mercati azionari sviluppati ipotizziamo una commissione determinata sulla base di un sondaggio sulle commissioni, dato che le commissioni possono variare e sono oggetto di negoziazione. Per gli hedge fund i rendimenti attivi sono al netto delle commissioni, poiché i rendimenti complessivi sono riportati al netto delle commissioni.
- **Tutto questo è importante solo se gli investitori sono in grado di scegliere in modo affidabile i gestori migliori.** Perché? Ottenere rendimenti attivi di alto livello in modo costante è difficile. Individuare gestori che sappiano farlo richiede ricerche e monitoraggi approfonditi, potenzialmente costosi. Questo è ancora più importante ora che il nuovo regime separa più chiaramente i risultati migliori dagli altri. Gli investitori che preferiscono le strategie basate su regole o che dispongono di un budget limitato per la governance possono scegliere di mantenere l'intero portafoglio in strumenti indicizzati.

Autori



Vivek Paul
Head of Portfolio
Research – BlackRock
Investment Institute



Devan Nathwani
Portfolio Strategist –
BlackRock Investment
Institute



Andreea Mitrache
Portfolio Strategist –
BlackRock Investment
Institute



**Simona Paravani-
Mellinghoff**
Chief Investment
Officer of Solutions –
BlackRock Multi-Asset
Strategies & Solutions



Daniel Sandersley
Head of Multi-Asset
Investment Risk –
BlackRock Risk and
Quantitative Analysis



Shams Orr-Hruska
Director of
Quantitative Due
Diligence – BlackRock
Manager Research

Indice

Oltre gli approcci più semplici	3
L'incertezza alimenta la dispersione	4
La competenza è potenzialmente più remunerativa	5
Appendice	6-9

Oltre gli approcci più semplici

Da tempo sosteniamo che la caratteristica distintiva dell'era post-pandemia è una maggiore volatilità macro e di mercato. A nostro avviso, le persistenti limitazioni sul fronte dell'offerta insieme alle mega forze o i grandi cambiamenti strutturali, come la transizione verso un mondo a basse emissioni di carbonio e le divergenze demografiche, non consentiranno il ritorno alla stabilità di crescita e inflazione della Grande Moderazione. Un simile contesto aveva spinto al rialzo i mercati azionari e obbligazionari nei quattro decenni che hanno preceduto la pandemia.

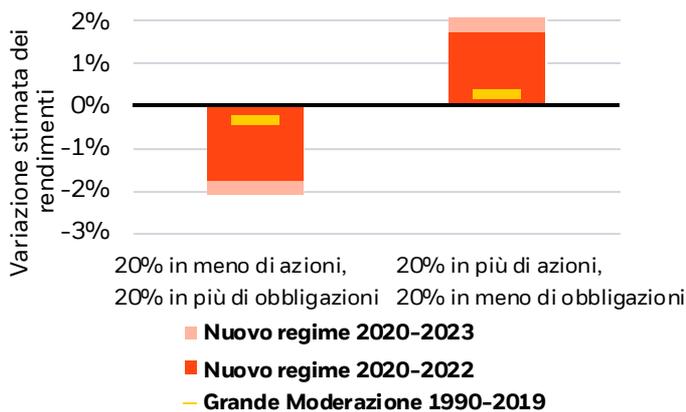
Non riteniamo che azioni e obbligazioni saliranno in tandem allo stesso modo in futuro. Nel decennio precedente la pandemia, le azioni e le obbligazioni dei mercati sviluppati hanno sovraperformato i rendimenti della liquidità di circa 10 e 2 punti percentuali rispettivamente, in base ai dati di Bloomberg al 31 dicembre 2023. A nostro avviso l'extra-rendimento futuro dell'azionario rispetto alla liquidità sarà molto inferiore, poiché le persistenti pressioni inflazionistiche e le mega forze manterranno i tassi di interesse al di sopra dei livelli pre-pandemia. **Individuare il giusto mix di asset è oggi molto più importante.** Il grafico di sinistra mostra l'impatto stimato della scelta di detenere il 20% in più o in meno di azioni rispetto a un ipotetico portafoglio tradizionale (con il 60% di azioni e il 40% di obbligazioni) – indicato a scopo illustrativo – durante la Grande Moderazione (linee gialle) e il nuovo regime (barre arancioni). L'impatto sui rendimenti, anche con un mix di asset diverso, era probabilmente molto più basso in passato. Non è che il punto di partenza di un portafoglio tradizionale sia oggi migliore o peggiore – questo dipenderà sempre dagli obiettivi dell'investitore. Tuttavia modificare il mix di portafoglio ha oggi un impatto molto maggiore rispetto al passato: queste scelte contano di più.

Gli approcci semplici e statici non sono altrettanto efficaci quando si combinano azioni e obbligazioni, che difficilmente saliranno insieme nello stesso modo. Ma questo vale anche per le singole asset class? Il nostro lavoro spiega perché un approccio di investimento dinamico che fa più frequentemente leva su intuizioni e competenze possa dare risultati migliori nel nuovo regime. Passiamo ora al grafico di destra. Presuppone che le previsioni dell'investitore sui futuri rendimenti del segmento azionario statunitense si rivelino esatte. Agire più frequentemente sulla base di questa ipotetica competenza sarebbe risultato molto più remunerativo dal 2020 (barre di destra) rispetto ai quattro anni precedenti (barre di sinistra). Anche escludendo dall'analisi il 2023 (anno in cui una manciata di titoli tecnologici mega-cap ha contribuito fortemente ai rendimenti azionari complessivi degli Stati Uniti) si ottengono gli stessi risultati. Le barre arancioni – un approccio buy-and-hold semplice e statico – sono molto più ridotte delle barre gialle e verdi, anche con questa ipotetica competenza. Quale conclusione possiamo trarre? Non solo avere buone intuizioni, ma anche agire tempestivamente sulla base delle stesse, avrebbe dato maggiori frutti rispetto alle strategie buy-and-hold dal 2020. Questo esercizio ipotetico sottolinea come la competenza e l'intuizione possano essere più premiate nel nuovo regime: a nostro avviso, la competenza d'investimento può dare una marcia in più ai portafogli.

Definiamo come rendimenti attivi le sovraperformance sui benchmark di mercato che non sono riconducibili a fattori macro, di mercato e di stile. Calcoliamo i rendimenti attivi in linea con il nostro [quadro di riferimento](#) per il blending dei rendimenti: depurati dall'esposizione ai fattori e ipotizzando una commissione per i rendimenti attivi nell'azionario (i rendimenti degli hedge fund sono riportati al netto delle commissioni). Quando applicate, le commissioni possono ridurre e potenzialmente eliminare i rendimenti attivi. Per ulteriori informazioni si rimanda alla sezione Ipotesi dell'appendice. Abbiamo rilevato che i rendimenti attivi presentano una maggiore dispersione tra alcuni gestori orientati all'alpha nel nuovo regime. Questo significa che i gestori più competenti stanno ottenendo più rendimenti attivi – a differenza degli altri – dal 2020.

Un impatto maggiore

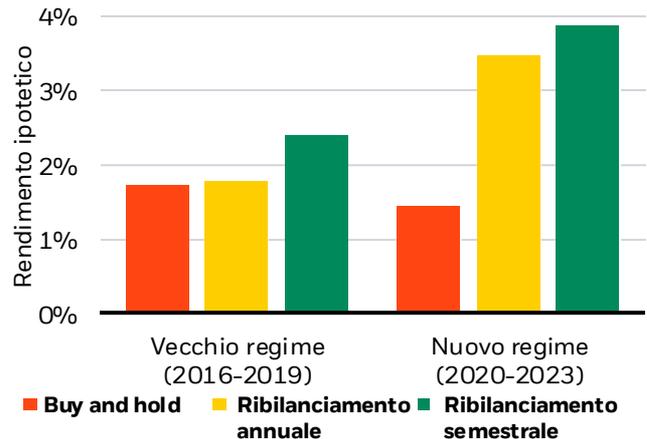
Scostamento da un ipotetico portafoglio 60/40



Le performance passate non rappresentano un indicatore affidabile dei risultati attuali o futuri. I rendimenti degli indici non tengono conto delle commissioni. Non è possibile investire direttamente in un indice. Solo per scopi illustrativi. Questi dati non rappresentano i portafogli reali e non costituiscono una consulenza d'investimento. Le presenti informazioni non costituiscono una raccomandazione a investire in determinate asset class o strategie, né una promessa - o una stima - di performance future. Fonte: BlackRock Investment Institute con dati di LSEG Datastream e Morningstar. Dati sui rendimenti a settembre 2023. Note: Il grafico illustra il contrasto tra le performance relative media annua stimata di due ipotetici portafogli rispetto a un portafoglio 60-40 di azioni e obbligazioni globali da gennaio 2020 rispetto all'era della Grande Moderazione (gennaio 1990-dicembre 2019), caratterizzata da crescita e inflazione stabili. Illustra le performance ipotetiche di portafogli composti da un 40% di azioni globali e un 60% di obbligazioni globali e da un 80% di azioni globali e un 20% di obbligazioni globali. Indici: MSCI ACWorld per le azioni e Bloomberg Global Aggregate per le obbligazioni. Per stimare i rendimenti del portafoglio, consideriamo i rendimenti effettivi di entrambi gli indici utilizzando i dati LSEG.

Le buone intuizioni danno maggiori frutti

Impatto ipotetico di una gestione basata su intuizioni nel segmento USA



Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri. I rendimenti degli indici non tengono conto delle commissioni. Non è possibile investire direttamente in un indice. Fonte: BlackRock Investment Institute, MSCI con dati Bloomberg, gennaio 2024. Note: Il grafico mostra i rendimenti mensili delle azioni statunitensi – basati sull'indice MSCI USA – nel vecchio e nel nuovo regime in tre scenari: mantenimento delle partecipazioni invariate (buy-and-hold), ribilanciamento annuale e ribilanciamento semestrale. I ribilanciamenti ottimizzano il portafoglio ipotetico in termini di rendimento, diversificazione e rischio, con una perfetta previsione dei rendimenti del settore azionario nell'indice MSCI USA. Questa analisi utilizza i rendimenti storici ed è stata condotta con un approccio retrospettivo. I rendimenti futuri possono variare e i risultati potrebbero non essere gli stessi per altre asset class. Non considera i potenziali costi di transazione che possono ridurre i rendimenti. Inoltre, non rappresenta un portafoglio reale e ha scopo unicamente illustrativo.

L'incertezza alimenta la dispersione

Perché oggi una maggiore dinamicità potrebbe essere più remunerativa? Un aspetto che caratterizza il contesto odierno è la maggiore incertezza macroeconomica. L'ampliamento della gamma di stime degli economisti su dati come l'inflazione è un indicatore dell'incertezza che caratterizza il nuovo regime. Il grafico di sinistra mostra la dispersione delle previsioni sull'inflazione a breve termine negli Stati Uniti e nell'Area euro, secondo un sondaggio condotto tra gli economisti. Dal 2020, la dispersione è aumentata. Pur essendo improbabile che l'inflazione si mantenesse su livelli così elevati dopo la pandemia, riteniamo che le limitazioni strutturali dell'offerta e la frammentazione geopolitica comportino un minore consensus sulle variabili macro chiave rispetto al passato. Mega forze come la transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio, le divergenze demografiche e la frammentazione geopolitica sono destinate a rendere più volatile l'inflazione – che a nostro avviso si muoverà in entrambe le direzioni, con un recupero nel 2025. In ragione dell'incertezza del nuovo regime, gli esperti sono meno sicuri di ciò che ci aspetta.

Un altro driver alla base del contesto attuale è la maggiore dispersione dei rendimenti di mercato nel nuovo regime. Passiamo ora al grafico di destra, che illustra lo scostamento dei rendimenti mensili dei singoli titoli dell'indice S&P 500 rispetto alla media generale. I rendimenti hanno evidenziato una maggiore dispersione dal 2020 (linea verde) rispetto al decennio precedente (linea gialla). A nostro avviso, questo riflette l'elevata incertezza macro del nuovo regime e il modo in cui le aziende stanno affrontando l'aumento dei costi di finanziamento e la maggiore pressione sui margini di profitto.

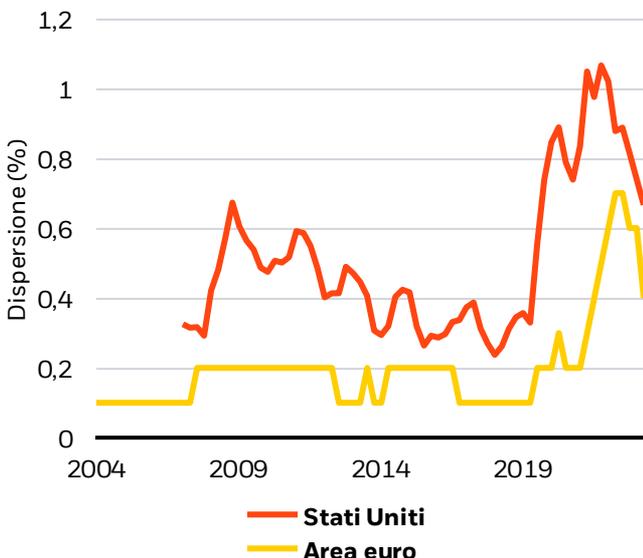
Qual è il potenziale vantaggio di una maggiore incertezza? La competenza di investimento può rivelarsi più preziosa, in quanto coloro che hanno una conoscenza più approfondita del mercato potrebbero sfruttare l'aumento della dispersione che ne deriva. Per questo motivo riteniamo che oggi le strategie attive possano avere un ruolo più importante in alcuni portafogli, alla luce della maggiore remunerazione derivante dal combinare un approccio dinamico con una solida competenza d'investimento.

Ci sono diversi modi per generare rendimenti attivi. Riteniamo che gli investitori che dispongono delle risorse e delle competenze necessarie per individuare i gestori più performanti possano orientare i portafogli verso strategie attive e allontanarsi dall'esposizione statica al mercato più ampio, il cosiddetto beta. Anche la dinamicità nell'ambito di strategie indicizzate è fonte di rendimenti attivi. Un approccio attivo all'indicizzazione consentirebbe agli investitori di sfruttare la loro abilità a livello di market timing e la loro capacità di selezionare sistematicamente l'esposizione ai settori, alle regioni e agli stili giusti. Ma questa preferenza per le strategie attive fa leva sulla capacità di scegliere in modo affidabile i gestori più competenti e dipende dai vincoli commissionali, dagli obiettivi del portafoglio e dal budget di governance stanziato per coprire i costi legati alla ricerca dei migliori gestori orientati all'alpha e al monitoraggio delle loro prestazioni.

In ragione dell'accresciuta incertezza e della maggiore dispersione del nuovo regime, l'intuizione e la competenza di investimento potrebbero essere meglio remunerate oggi rispetto al passato. Come se la sono cavata i gestori orientati all'alpha in questo nuovo contesto?

Maggiore incertezza

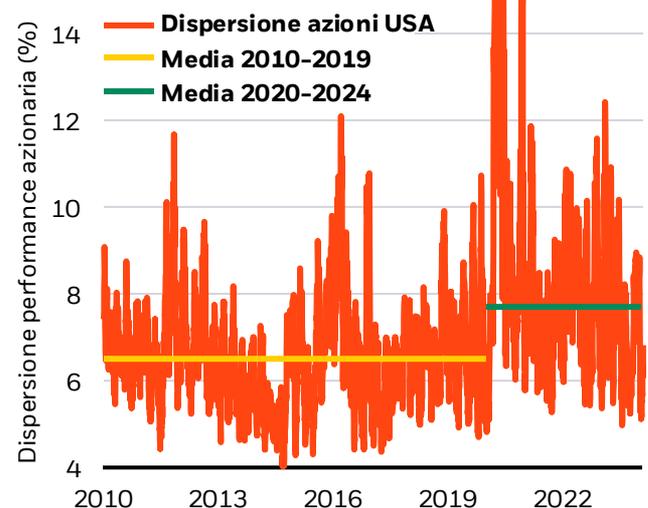
Dispersione delle previsioni sull'inflazione, 2004-2024



Fonte: BlackRock Investment Institute, Banca Centrale Europea, Federal Reserve di Philadelphia, con dati di Haver Analytics, febbraio 2024. Note: Il grafico mostra la dispersione delle previsioni di inflazione a breve termine negli Stati Uniti e nell'Area euro, ricavate dai sondaggi delle banche centrali agli esperti in questo tipo di previsioni.

Aumento della dispersione

Dispersione della performance dell'indice S&P 500, 2010-2024



La performance passata non è un indicatore attendibile dei risultati attuali e futuri e le performance degli indici non tengono conto delle commissioni. Non è possibile investire direttamente in un indice. Fonte: BlackRock Investment Institute, con dati di LSEG Datastream, febbraio 2024. Note: Il grafico mostra la dispersione dei rendimenti azionari mensili dell'indice S&P 500 su base giornaliera e il livello mediano di dispersione da luglio 2010 dopo la crisi finanziaria globale fino al 2019, e dal 2020 fino al 31 gennaio 2024.

La competenza è potenzialmente più remunerativa

Il nostro esperimento concettuale a pagina 3 denota che le intuizioni d'investimento saranno più premiate in questo nuovo regime. La maggiore incertezza macro e la dispersione sui mercati indicano che i gestori competenti con una visione più approfondita possono sfruttare a loro vantaggio il contesto attuale. Ma i dati dimostrano che oggi la competenza è più premiata rispetto al passato?

Per scoprirlo abbiamo valutato un ampio universo di gestori di azioni, obbligazioni ed hedge fund. I rendimenti attivi dei gestori azionari dei mercati sviluppati (MS) e di hedge fund hanno evidenziato una maggiore dispersione dopo la pandemia. Il grafico di sinistra mostra che l'intervallo interquartile dei rendimenti attivi – la differenza tra il primo 25% e l'ultimo 25%, o quartili – per i gestori azionari dei MS si è ampliato dal 2020. Lo stesso vale per i gestori di hedge fund. Per i gestori di fondi azionari dei MS, l'intervallo interquartile dei rendimenti attivi è salito al livello massimo dell'ultimo decennio. I gestori meglio performanti stanno ottenendo rendimenti attivi superiori a quelli dei gestori all'altro estremo dello spettro. Possiamo dunque concludere che la maggiore dispersione dei rendimenti sui mercati si traduce in una maggiore dispersione tra alcuni gestori orientati all'alpha.

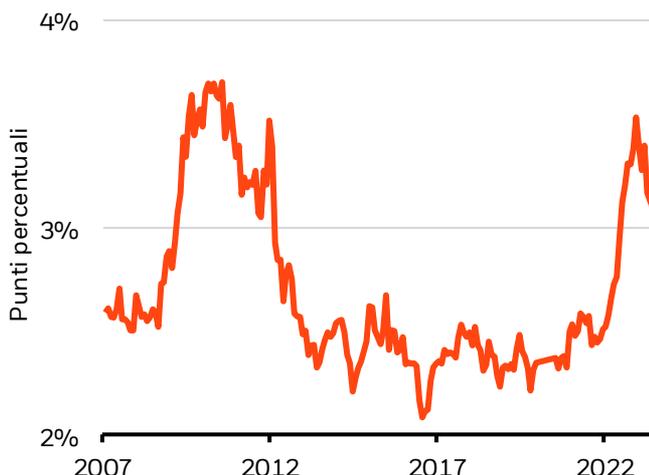
Non è così per il reddito fisso. Un motivo potenziale: i driver dei rendimenti attivi nel reddito fisso possono essere legati a fattori macro come i tassi di riferimento delle banche centrali. Le banche centrali dei mercati sviluppati hanno condiviso posizioni politiche simili dopo la crisi finanziaria globale (CFG). Prima della pandemia hanno per lo più mantenuto i tassi di interesse su un livello ridotto o addirittura negativo, acquistando sistematicamente obbligazioni per rafforzare una politica monetaria accomodante. Dopo la pandemia hanno rapidamente alzato i tassi per contrastare un'inflazione persistentemente elevata. Le posizioni politiche per lo più simili delle banche centrali dei mercati sviluppati potrebbero aver creato alcune opportunità di rendimento attivo per i gestori pronti a scommettere sul rialzo dei tassi. Ma questo significa che i rendimenti attivi a disposizione non sono derivati necessariamente dalla dispersione regionale. Con il picco dei tassi di interesse, le diverse prospettive a livello di inflazione potrebbero portare a una certa divergenza di politiche tra le banche centrali dei mercati sviluppati – generando opportunità da sfruttare. La nostra analisi conferma le [rilevazioni precedenti](#): gli information ratio – una misura dei rendimenti attivi corretti per il rischio – sono più elevati nel reddito fisso che nelle azioni, il che suggerisce che il rischio attivo è remunerato in modo più efficiente nel reddito fisso.

Il nuovo regime di maggiore volatilità sta chiaramente influenzando anche i gestori attivi di hedge fund e di fondi azionari dei mercati sviluppati. Emerge una maggiore divergenza nelle prestazioni dei gestori, ma questo non significa che siano più competenti. Le nostre stime sugli information ratio – indicativi della competenza dei gestori – non sono cambiate, coerentemente con quanto rilevato da [Kahn & Grinold's \(1999\)](#). I gestori più performanti realizzano rendimenti attivi superiori, potenzialmente sfruttando questo contesto più incerto e più rischioso.

La nostra ricerca rileva che i rendimenti attivi del primo quartile per i gestori di hedge fund e fondi azionari dei mercati sviluppati sono recentemente aumentati, così come l'intervallo interquartile. Si rimanda ai grafici in appendice. Questo conferma la nostra idea secondo cui questo nuovo contesto è migliore per generare rendimenti attivi, ma la competenza è un fattore essenziale: finora sono stati i gestori più performanti e competenti a generare rendimenti attivi superiori. Il grafico di destra mostra i rendimenti corretti per il rischio di hedge fund, obbligazioni e azioni e statunitensi. Nei periodi di ridotta volatilità macro, come dopo la crisi finanziaria globale quando la politica monetaria accomodante ha soppresso la volatilità, gli hedge fund hanno realizzato una sottoperformance. Ma le banche centrali mantengono una politica rigida. Questo contesto somiglia più al mondo pre-crisi finanziaria, più volatile, un contesto più spesso valorizzato da un approccio dinamico, con intuizioni e competenze differenziate.

Divergenza attiva

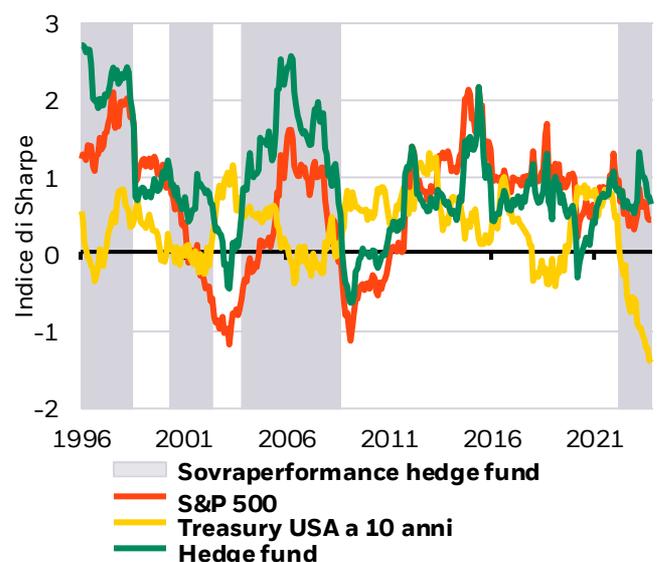
Intervallo interquartile dei rendimenti attivi dell'azionario dei MS, 2007-2023



Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri. Le informazioni qui contenute non devono essere considerate alla stregua di ricerche o consulenze di investimento su fondi, strategie o titoli specifici. Fonte: BlackRock Investment Institute, febbraio 2024. Note: I grafici mostrano la differenza tra il quartile superiore (primo 25%) e il quartile inferiore (ultimo 25%) dei rendimenti attivi generati dai gestori orientati all'alpha nei mercati azionari sviluppati (MS). Ipotizziamo una commissione mediana dello 0,6% per i fondi azionari dei MS sulla base di un'indagine sulle commissioni dei gestori. Le commissioni effettive possono differire. Le commissioni possono ridurre e potenzialmente eliminare i rendimenti attivi. Per ulteriori informazioni si rimanda alla sezione Ipotesi dell'appendice. Utilizziamo l'analisi di regressione per stimare la relazione tra la performance dei gestori orientati all'alpha e le condizioni di mercato. L'analisi di regressione è un'analisi retrospettiva e rappresenta solo una stima della relazione. La relazione futura potrebbe essere diversa. Per ulteriori informazioni si rimanda alla sezione Limitazioni dell'appendice.

Un approccio attivo

Indici di Sharpe per azioni, obbligazioni ed hedge fund



Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri. I rendimenti degli indici non tengono conto delle commissioni. Non è possibile investire direttamente in un indice. Le informazioni qui contenute non devono essere considerate alla stregua di ricerche o consulenze di investimento su fondi, strategie o titoli specifici. Fonte: BlackRock Investment Institute, HFRI con dati di LSEG Datastream, dicembre 2023. Note: Il grafico mostra gli indici di Sharpe per l'S&P 500, i Treasury USA a 10 anni e gli hedge fund. L'indice utilizzato per gli hedge fund è l'indice HFRI Weighted. L'indice di Sharpe misura i rendimenti corretti per il rischio di un asset. Si calcola dividendo l'extra-rendimento dell'asset (in genere rispetto alla liquidità) per la sua deviazione standard, che ne rappresenta il rischio.

Appendice

Il nostro quadro di riferimento

Come già illustrato nell'[aggiornamento del 2022](#) del nostro quadro di riferimento, riteniamo che l'alpha – i rendimenti ottenuti dai gestori oltre i benchmark di mercato – si divida in due categorie: 1) i rendimenti che possono essere replicati sistematicamente e in modo economicamente efficiente da indici di mercato generali e fattoriali, e 2) i rendimenti che sono generati da una reale competenza di investimento e che non possono essere colti sistematicamente attraverso un indice. Le nostre view:

Fattori: i fattori macro e di stile azionario sono driver importanti dei rendimenti. È fondamentale distinguere questa fonte di rendimento dall'extra-rendimento ottenuto da un gestore rispetto a un benchmark per capire qual è il rendimento per cui l'investitore sta pagando.

Rendimenti e commissioni: ciò che conta sono i rendimenti al netto dei costi. Le commissioni sui prodotti incidono sui rendimenti e possono ridurre o, in alcuni casi, eliminare l'alpha ottenuto dall'investitore. Tuttavia le commissioni variano notevolmente e si modificano nel tempo. Anche alcuni prodotti indicizzati e fattoriali possono avere commissioni elevate. Nella costruzione del portafoglio, gli investitori devono tenere opportunamente conto delle commissioni.

Costi di governance: i costi di governance – ossia i costi necessari per individuare e gestire i gestori – sono una considerazione essenziale. Riteniamo che la selezione e la supervisione dei gestori siano fondamentali per ottenere l'alpha.

Metodologia

Utilizziamo l'analisi di regressione delle serie temporali per escludere dall'extra-rendimento l'impatto dei fattori macro e di stile azionario e di altri indici di mercato, al fine di stimare i rendimenti attivi sottostanti direttamente attribuibili alla competenza del gestore per il nostro grafico di sinistra a pagina 5 e per entrambi i grafici a pagina 9 dell'appendice. Per ridurre l'overfitting non utilizziamo la tradizionale tecnica dei minimi quadrati, bensì l'analisi di regressione Ridge. Sebbene nessuno di questi approcci sia in grado di eliminare completamente l'overfitting – spiegato nella sezione Limitazioni – e produca solo stime approssimative dei rendimenti attivi, la regressione Ridge mira a minimizzare l'impatto dell'overfitting. I nostri dati sugli extra-rendimenti delle azioni e delle obbligazioni rispetto al benchmark di un fondo sono tratti da eVestment. Questi rendimenti sono riportati al lordo delle commissioni per 2.898 gestori (a giugno 2023) in tutte le asset class dei mercati quotati. Utilizziamo gli indici MSCI come proxy per i fattori di stile azionari e gli indici benchmark di mercato come proxy per i fattori macro tra le asset class. Per gli hedge fund, utilizziamo i fondi compresi nell'universo dell'indice Hedge Fund Research (HFR) (circa 1.168 fondi a ottobre 2023) e i rendimenti sono riportati in eccesso rispetto al cash rate e al netto delle commissioni. Gli indici utilizzati sono riportati nella pagina successiva.

Ipotesi

Per l'azionario, utilizziamo sia i fattori stilistici che la suddivisione regionale e nella nostra analisi teniamo conto della copertura valutaria. Ad esempio, per i fondi large-cap USA, teniamo conto dei fattori di stile large-cap USA e facciamo lo stesso per le azioni dei mercati emergenti (ME) e di Europa, Australasia ed Estremo Oriente (EAFE). Il nostro modello di regressione tiene conto delle valute per qualsiasi esposizione ai titoli EAFE. Partiamo dal presupposto che i gestori possono assumere un'esposizione coperta, ossia cercare di ridurre l'impatto delle oscillazioni valutarie sui loro rendimenti, e utilizzare l'indice del dollaro DXY come proxy a tal fine.

Per il reddito fisso utilizziamo nella nostra analisi i rating di credito (ad esempio Treasury, investment grade e high yield) e altri mercati (ad esempio il debito dei mercati emergenti). Non utilizziamo alcun fattore di stile per il reddito fisso poiché non esiste uno storico sufficiente che copra l'orizzonte temporale dei rendimenti dei gestori per determinare i fattori del reddito fisso che trainano sistematicamente i rendimenti.

Per gli hedge fund, utilizziamo nella nostra analisi alcuni fattori stilistici e di credito, oltre al fattore petrolio. Il petrolio è uno dei fattori utilizzati per spiegare i rendimenti degli hedge fund nella ricerca accademica per tenere conto del contesto macro a breve termine.

Ipotesi sulle commissioni	Indice o beta	Ricerca di alpha
Azioni	0,15%-0,5%	0,4%-0,8%
Titoli di Stato	0,15%-0,3%	0,2%-0,25%
Credito investment grade	0,1%-0,3%	0,2%-0,25%
Credito sub-investment grade	0,4%-0,5%	0,4%-0,5%
Mercati privati	N.a.	0,5%-5,0%

Fonte: Mercer Global Asset Manager Fee Survey, 2017. Morningstar, stime di BlackRock. Nota: Le ipotesi sulle commissioni sono indicate come intervalli, data l'ampia gamma di asset class, valute e dataset che consideriamo nei nostri calcoli.

Appendice

Limitazioni

La nostra tecnica di regressione non può eliminare completamente l'overfitting – dove l'inclusione di troppe potenziali spiegazioni (le nostre variabili esplicative) per la natura di una relazione può sovrastimare o sottostimare l'impatto della variabile sulla relazione che stiamo osservando. Ad esempio, nel caso del presente articolo, l'overfitting consisterebbe nel considerare un numero eccessivo di variabili per la performance dei gestori, con il rischio di sovrastimare o sottostimare l'impatto di alcune di queste variabili sulla performance degli stessi. L'analisi di regressione è un'analisi a ritroso, con un approccio retrospettivo, ed è complessa: potrebbe non essere in grado di prevedere in modo affidabile la relazione futura tra la performance del gestore e le condizioni di mercato. Il giudizio esperto di un team di ricerca su un singolo gestore potrebbe portare maggiore chiarezza sulla sua performance. Una ricerca approfondita e pratica sui gestori può migliorare le tecniche e le analisi econometriche, come le regressioni, per costruire un quadro previsionale migliore della potenziale performance futura di un gestore.

Fonti dei dati

Database fondi eVestment

Asset	Numero di fondi
Azioni USA – large-cap value	315
Azioni USA – large-cap growth	237
Azioni USA – large-cap blend	295
Azioni USA – mid-cap	209
Azioni USA – small-cap	505
Azioni ME	352
Azioni MS escl. USA	152
Azioni Regno Unito	83
Azioni Europa	90
Corporate e credito USA	151
High yield USA	152
Reddito fisso USA – core	217
Debito ME in valuta forte	66
Corporate Europa	74
Totale	2898

Hedge Fund Research

Strategia	Numero di fondi
Equity hedge	492
Macro	188
Event-driven	129
Relative value	208
Altro	151
Totale	1168

Fonte: BlackRock Investment Institute con dati di eVestment e Hedge Fund Research, gennaio 2024. Nota: Le tabelle mostrano l'elenco di fondi per asset class che abbiamo considerato nella nostra analisi. eVestment e Hedge Fund Research sono fornitori di dati terzi. Maggiori dettagli sono disponibili su <https://www.evestment.com/research/trends/> e <https://www.hfr.com/>

Indici utilizzati per calcolare la sovraperformance

Fattori hedge fund	Indice
Mercato USA	MSCI USA
Value	MSCI USA Value
Growth	MSCI USA Growth
Duration	Lehman Brothers U.S. Treasury Index
Investment grade USA	Lehman Brothers U.S. Credit Index
High yield USA	Lehman Brothers U.S. Corporate High Yield Index
Petrolio	Dow Jones UBS Crude Oil Total Return Index

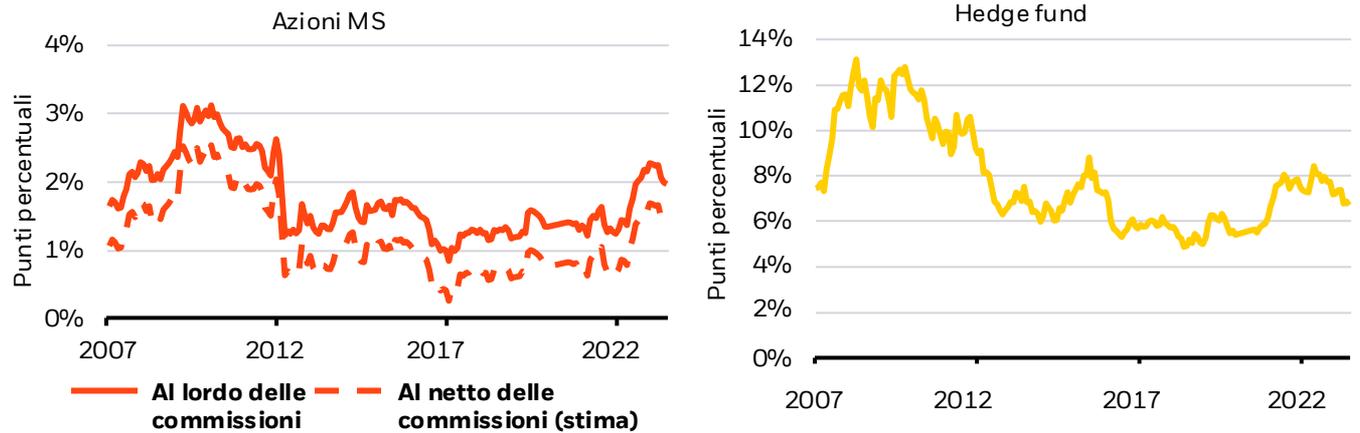
Fattori azionari	Indice
Large-cap value USA	MSCI USA Enhanced Value
Large-cap quality USA	MSCI USA Sector Neutral Quality
Large-cap min-vol USA	MSCI USA Minimum Volatility
Large-cap momentum USA	MSCI USA Momentum
Small-cap USA	MSCI USA Small Cap
Mercati emergenti (ME)	MSCI EM
Mercati sviluppati (MS) escl. USA	MSCI EAFE
Large-cap USA	MSCI USA
Value MS escl. USA	MSCI EAFE Value
Quality MS escl. USA	MSCI EAFE Quality
Min vol MS escl. USA	MSCI EAFE Minimum Volatility
Momentum MS escl. USA	MSCI EAFE Momentum
Small-cap MS escl. USA	MSCI EAFE Small
Large-cap value Europa	MSCI Europe Enhanced Value
Large-cap quality Europa	MSCI Europe Sector Neutral Quality
Large-cap min-vol Europa	MSCI Europe Minimum Volatility
Large-cap momentum Europa	MSCI Europe Momentum
Small-cap Europa	MSCI Europe Small
Large-cap Europa	MSCI Europe
Large-cap value Regno Unito	MSCI UK Value
Large-cap quality Regno Unito	MSCI UK Quality
Large-cap min vol Regno Unito	MSCI UK Minimum Volatility
Large-cap momentum Regno Unito	MSCI UK Momentum
Small-cap Regno Unito	MSCI UK Small
Large-cap Regno Unito	MSCI UK
Value ME	MSCI EM Enhanced Value

Fattori obbligazionari	Indice
High yield USA	IBOXX \$ Liquid High Yield
Corporate e credito USA	IBOXX \$ Liquid Investment Grade
Debito ME in valuta forte	JPM EMBI Global Core Index
Titoli di Stato a lunga scadenza USA	ICE BofA 7-10 Year US Treasury Index
Debito ME	JPM GBI-EM Global Diversified Composite
Obbligazioni USA indicizzate all'inflazione	Bloomberg U.S. Treasury: U.S. TIPS USD
Titoli di Stato USA	Bloomberg U.S. Aggregate USD
Corporate Europa	ICE BofA Euro Corporate
High yield Europa	IBOXX Euro Liquid High Yield
Titoli di Stato a lunga scadenza Europa	ICE BofA 7-10 Year Euro Government Index
Obbligazioni indicizzate all'inflazione Europa	ICE BofA Euro Inflation-Linked Government Index

Grafici

I gestori migliori offrono di più

Rendimenti attivi primo quartile, 2007-2023



Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri. Le informazioni qui contenute non devono essere considerate alla stregua di ricerche o consulenze di investimento su fondi, strategie titoli specifici. Fonte: BlackRock Investment Institute, febbraio 2024. Note: I grafici mostrano i rendimenti attivi del quartile superiore (primo 25%) generati dai gestori orientati all'alpha per le azioni dei mercati sviluppati (MS) e gli hedge fund. Ipotizziamo una commissione mediana dello 0,6% per i fondi azionari dei MS sulla base di un'indagine sulle commissioni dei gestori.

Le commissioni effettive possono differire. I rendimenti attivi dei gestori di hedge fund sono al netto delle commissioni, poiché i rendimenti complessivi sono riportati al netto delle commissioni. Le commissioni possono ridurre e potenzialmente eliminare i rendimenti attivi. Per ulteriori informazioni si rimanda alla sezione Ipotesi dell'appendice. Utilizziamo l'analisi di regressione per stimare la relazione tra la performance dei gestori orientati all'alpha e le condizioni di mercato. L'analisi di regressione è un'analisi retrospettiva e rappresenta solo una stima della relazione. La relazione futura potrebbe essere diversa. Per ulteriori informazioni si rimanda alla sezione Limitazioni dell'appendice.

BlackRock Investment Institute

BlackRock Investment Institute (BII) si avvale dell'esperienza dell'azienda per fornire approfondimenti sull'economia globale, sui mercati, sulla geopolitica e sull'asset allocation a lungo termine, il tutto per aiutare i clienti e i gestori di portafoglio ad affrontare i mercati finanziari. BII offre opinioni strategiche e tattiche sul mercato, pubblicazioni e strumenti digitali basati su ricerche proprietarie.

Informazioni importanti

Il presente documento è materiale di marketing. Prima di investire leggere il Prospetto informativo e i PRIIPS disponibili sul sito www.blackrock.com/it, che contengono una sintesi dei diritti degli investitori.

Questo materiale è inteso solo a scopo informativo e non costituisce una consulenza di investimento, una raccomandazione o un'offerta o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di titoli a qualsiasi persona in qualsiasi giurisdizione in cui un'offerta, una sollecitazione, un acquisto o una vendita sarebbero illegali ai sensi delle leggi sui titoli di tale giurisdizione. Questo materiale può contenere stime e dichiarazioni previsionali, che possono includere previsioni e non rappresentano una garanzia di prestazioni future. Queste informazioni non intendono essere complete o esaustive. Non vengono rilasciate dichiarazioni o garanzie, esplicite o implicite, in merito all'accuratezza o alla completezza delle informazioni contenute nel presente documento. Le opinioni espresse si riferiscono al febbraio 2024 e sono soggette a modifiche senza preavviso. L'affidamento sulle informazioni contenute in questo materiale è a esclusiva discrezione del lettore. Investire comporta dei rischi.

Nello Spazio Economico Europeo (SEE): questo è emesso da BlackRock (Netherlands) B.V. è autorizzato e regolamentato dall'Autorità olandese per i mercati finanziari. Sede legale Amstelvein 1, 1096 HA, Amsterdam, Tel: 020 - 549 5200, Tel: 31-20-549-5200. Registro delle imprese n. 17068311. Per la vostra tutela le telefonate sono solitamente registrate.

In Italia: Per informazioni sui diritti degli investitori e sulle modalità di presentazione di reclami, consultare il sito <https://www.blackrock.com/corporate/compliance/investor-right> disponibile in italiano.

©2024 BlackRock, Inc. Tutti i diritti riservati. BLACKROCK è un marchio registrato di BlackRock, Inc. o delle sue filiali negli Stati Uniti e altrove. Tutti gli altri marchi appartengono ai rispettivi proprietari.