

Le diverse indicizzazioni per investire sul mercato azionario internazionale

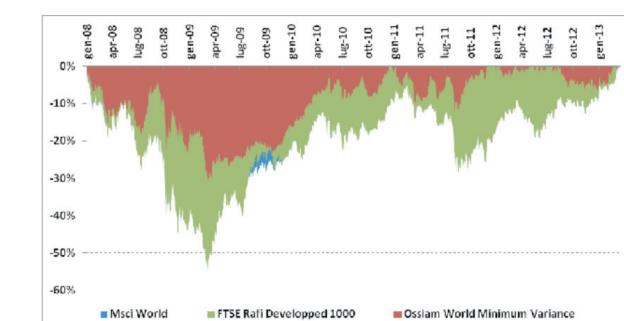
Oltre alle classiche market cap, si stanno facendo sempre più strada metodologie di ponderazione alternative basate sul controllo del rischio e valutazioni fondamentali, per nuovi approcci all'investimento

a cura dell'Ufficio Studi e Ricerche Consultive

L'evoluzione del mercato degli Etp nel mondo è sotto gli occhi di tutti gli operatori professionali, che scelgono sempre più di affidarsi a questi "replicanti" per costruire le loro strategie di portafoglio e finalizzare gli obiettivi d'investimento. Negli anni, e di recente in particolare, gli accademici, così come gli esperti di mercato, si

sono interrogati sulla valenza ed efficacia del rapporto rischio/rendimento degli indici originariamente proposti dalle case emittenti di Etf. Generalmente, con il termine "indicizzazione" ci riferiamo alla tecnica di associazione di un peso al costituente dell'indice sulla base del livello assoluto di capitalizzazione di mercato. Basta pensare a come sono stati costruiti, ad esempio, gli indici basati appunto sulla *market cap*. Ma questa tecnica è superiore alle altre metodologie studiate e lanciate sul mercato dai nuovi emittenti? Nuovi approcci si concentrano, per esempio, sui fondamentali, sul rischio, o sui rendimenti dei costituenti. C'è da dire che, molto probabilmente, a oggi, la maggior parte degli investitori rimane ancora focalizzata sulla scelta degli indici pesati per la capitalizzazione di mercato, e proprio per questo motivo, in questa analisi, cercheremo di valutare le differenze tra le diverse tipologie di indici costruiti per permettere la replica, in particolare, del mercato azionario internazionale. Ci avvaliamo di un'analisi di serie storiche relativamente lunghe e, se possibile, cercheremo di fare delle conclusioni sull'efficacia delle altre

Livelli di massimo drawdown dei 3 indici (periodo gennaio 2008-marzo 2013)



Fonte: Consultive

tecniche d'indicizzazione alternative al *market-cap weighting*. Quest'ultimo è concepito per dare la possibilità all'investitore finale di prendere esposizione al mercato sulla base del singolo valore relativo del costituente, rapportato al valore complessivo del mercato cui si fa riferimento. E questo indice, come detto prima, probabilmente ha

ancora il monopolio sul mercato. Ma è anche l'indice più efficiente? Per questa analisi abbiamo preso come riferimento sei indici sottostanti ad altrettanti Etf quotati su Borsa Italiana, e abbiamo verificato la lunghezza della serie storica, quindi la disponibilità di un campione temporale di dati sufficientemente lungo per fare delle valutazioni. Gli indici in questione sono: Dow Jones Global Titans 50, Ftse Rafi Developed 1000, Msci World, Msci All Country World, Msci All Country Investable Market, World Minimum Variance. Da questa disamina non è stato possibile includere l'indice Msci All Country World Risk Weighted, per un discorso di serie storica limitata disponibile. Questo, comunque, rappresenta un caso molto interessante da studiare in ottica di confronto con le altre metodologie, in quanto si discosta molto dal classico approccio del *market-cap weighting*. In particolare, un approccio Risk Weighted consente di ripesare tutti i costituenti dei classici indici Msci, in maniera tale che le azioni con più bassa varianza storica dei rendimenti abbiano un peso più alto nell'indice finale. Si va ad enfatizzare, quindi, un concetto

Statistiche sugli indici calcolate a partire dal 01.01.2008 al 20.03.2013

Statistiche	Msci World	DJ Global Titans 50	Msci AC World	Ossiam World Minimum Variance	FTSE Rafi Developed	Msci AC World Investable Market
Performance di periodo	14,4%	-2,8%	13,2%	33,1%	-0,5%	16,0%
Performance annualizzata	2,6%	-0,5%	2,4%	5,6%	-0,1%	2,9%
Rendimento medio (daily)	0,007%	-0,001%	0,006%	0,015%	0,000%	0,008%
Volatilità annualizzata	16,4%	16,5%	16,2%	12,9%	18,1%	16,2%
Volatilità dei ribassi	15,6%	15,6%	15,3%	11,9%	16,7%	15,4%
Volatilità dei rialzi	13,4%	14,1%	13,2%	10,9%	14,9%	13,1%
Max Drawdown	-48,5%	-48,2%	-49,1%	-30,8%	-54,2%	-49,2%
Max return	8,8%	9,6%	8,6%	7,2%	8,7%	8,3%
Min return	-6,6%	-6,8%	-6,5%	-5,2%	-6,8%	-6,4%
Asimmetria	-0,174	0,027	-0,140	0,187	-0,112	-0,196
Curtosi	11.225	13.228	11.252	13.507	8.944	10.609
Test F (per le volatilità)	-	0,668	0,601	0,000	0,000	0,651

Fonte: Consultique

Tabella 1

di *low volatility*, che, storicamente e facendo riferimento alla letteratura accademica prodotta in merito, produce più alti rendimenti e più bassa volatilità realizzata. L'indice ha un carattere difensivo e sovraperforma durante le crisi, ha un basso rischio di concentrazione, e un moderato *turnover*. Di seguito riportiamo una tabella di statistiche per sintetizzare alcuni caratteri relativi ai sei sottostanti presi in considerazione (vedi Tabella 1); tutti gli indici sono stati convertiti in euro. Già ad occhio, è possibile vedere delle differenze sostanziali nel comportamento di questi indici di mercato. Stiamo parlando d'investire sul mercato azionario internazionale mediante un Etf, una scelta apparentemente semplice e immediata. L'investimento in questa tipologia di sottostante, normalmente, avviene come posizionamento di medio/lungo periodo, e all'interno di un portafoglio si può dare anche un'importanza *core* a tale allocazione. Quindi, faremo bene a dare uno sguardo ad alcuni numeri prima di prendere decisioni d'investimento. Innanzitutto, fermiamoci a guardare e commentare le statistiche di rischio. Mediamente, per un investimento di questo tipo avremo una volatilità annualizzata di circa il 16-17%, e abbiamo l'esposizione a un paniere molto diversificato di azioni, di tutto il mondo. Appaiono subito interessanti i dati in evidenza per la strategia *minimum variance*.

La strategia *Minimum Variance* mira a offrire agli investitori un'esposizione a un portafoglio diversificato e con un profilo di rischio ridotto. Questa tecnica d'indicizzazione mira, infatti,

all'ottenimento di un portafoglio ottimizzato che comprenda una selezione di azioni le cui volatilità sono tra le più basse di quelle dell'universo d'investimento, e per le quali le correlazioni storiche sono abbastanza modeste, per consentire una riduzione significativa del rischio di volatilità, senza però ottenere un portafoglio troppo concentrato, sia in termini di numero di titoli sia di composizione settoriale. C'è un filtro di liquidità alla base e, inoltre, un processo di ottimizzazione che determina la scelta dei titoli e il loro peso nel portafoglio.

I titoli più liquidi sono sottoposti a una procedura di ottimizzazione utilizzando una stima della matrice varianza/covarianza dei titoli. Questa procedura ha come obiettivo di minimizzare la varianza attesa del portafoglio, senza realizzare ipotesi riguardo ai rendimenti futuri. Le premesse circa la descrizione sono confermate anche dai numeri della tabella 1: la strategia minimizza in maniera soddisfacente il rischio volatilità, la variazione dei rendimenti negativi della strategia è la più bassa tra gli indici in esame, ma è la più bassa anche come variazione dei rendimenti positivi, quindi segue i rialzi del mercato, ma con meno forza rispetto agli altri indici. Nei cinque anni di serie storica analizzata, è l'approccio che registra le statistiche migliori, sia di rischio sia di rendimento. Prendendo come riferimento l'indice Msci World anche la statistica sulla differenza delle varianze (test F) è significativa, così come anche quella dell'indice Ftse Rafi Developed 1000, che registra nel periodo un rischio di volatilità statisticamente differente da quello

del classico Msci World. L'indice Ftse Rafi Developed 1000 è un indice che si distacca dall'approccio *market-cap weighted*: la metodologia utilizza, infatti, i valori dei flussi di cassa, del *book value*, delle vendite totali e del dividendo delle società rappresentative dell'universo d'investimento. Successivamente, i

costituenti sono valutati in base a un punteggio ottenuto su questi parametri e, quindi, ulteriormente filtrati per ottenere l'indicizzazione. Appare, dunque, evidente che ci si discosta dalle dinamiche dei prezzi, che possono essere soggetti a speculazione, nel modello d'indicizzazione. E poiché i coefficienti fondamentali sono rivisti periodicamente in occasione della revisione dell'indice, i costituenti dovrebbero essere meno colpiti dalle bolle di mercato alle quali possono essere esposti gli investitori. L'indice Ftse Rafi Developed 1000 è quello che nel periodo ha fatto peggio, in termini di volatilità e di *drawdown*, registrando un -54% rispetto ad un -49% medio degli altri benchmark, e rispetto al -30% della strategia *minimum variance*; inoltre, le volatilità dei ribassi e dei rialzi sono tra le più alte registrate nel periodo. Di seguito, si riporta un grafico che rappresenta i massimi *drawdown* del periodo tra alcuni indici analizzati (vedi grafico 1). Abbiamo preso in considerazione questi tre indici perché sono quelli che, rispetto al Msci World, si differenziano maggiormente mentre; di seguito riportiamo il grafico 2 di sequenza

Sequenza indicizzata di tutti i sottostanti in esame



Fonte: Consultique

grafico 2

dei prezzi indicizzati di tutti i benchmark analizzati. È evidente dal grafico 2 anche la performance degli indici: si distingue la tecnica *minimum variance* che, tra tutte, è quella che presenta anche il miglior profilo di asimmetria dei rendimenti. Le correlazioni (vedi tabella 2), di conseguenza, sono quelle che ci potevamo

aspettare: se assumiamo ancora una volta come riferimento l'indice Msci World, costruito sulla base delle capitalizzazioni di mercato dei titoli, vediamo che l'unica correlazione un po' più bassa rispetto alle altre spetta alla strategia *minimum variance*. Le conclusioni che si possono fare sulla base di questa analisi possono essere messe in discussione se rapportate al periodo temporale utilizzato per le rilevazioni. È un periodo che include la forte correzione dei mercati finanziati, la successiva e veloce ripartenza di tutti gli attivi, e l'attuale contesto di rialzi dei mercati, in presenza di una ulteriore crisi finanziaria. Accettato il frame temporale, gli indici classici costruiti mediante ponderazione dei costituenti sulla base della loro capitalizzazione di mercato escono quasi battuti a confronto con una nuova famiglia di indici, più basati sul controllo del rischio di volatilità, di *drawdown* e di eventi rari. Sarà interessante, tuttavia, riuscire ad avere un quadro complessivo mettendo insieme anche altri indici, costruiti, ad esempio, con un approccio "risk parity", Gdp-weighted, Equal-weighted e altri ancora.

Correlazioni tra indici

Indici	Msci World	DJ GI Titans 50	Msci AC World	Ossiam World Minimum Variance	FTSE Rafi Developed 1000	Msci AC World Investable Market
Msci World	1.000					
DJ GI Titans 50	0,971	1.000				
Msci AC World	0,995	0,958	1.000			
Ossiam World Min Variance	0,811	0,831	0,797	1.000		
FTSE Rafi Developed 1000	0,978	0,943	0,974	0,736	1.000	
Msci AC World Investable Mkt	0,995	0,956	0,999	0,799	0,973	1.000

Fonte: Consultique

Tabella 2