

# Davvero gli ETF sono meglio dei fondi attivi?

• 25/03/2019

• [Óscar R. Graña](#) |

**Negli ultimi anni, la gestione attiva sta perdendo parte della sua reputazione.** Il motivo principale? I risultati che non sono stati all'altezza di ciò che l'investitore si aspettava, con rendimenti netti nella maggior parte dei casi inferiori agli indici. Ci sono diversi studi che si sono concentrati su questo problema: prima **S&P** con il suo rapporto **SPIVA** e ora [Morningstar](#) con il suo rapporto **Active/Passive**. In entrambi, la conclusione è che la percentuale di gestori attivi che riescono a battere i loro benchmark è molto bassa. Il SPIVA confronta le performance dei fondi attivi con gli indici di S&P. Il secondo invece, rispetto alla media ponderata di un paniere di ETF (figura 1: percentuale di fondi con rendimenti netti superiori all'indice in periodi diversi, fonte: Morningstar).

---

<b>Category Name</b>	<b>1-Year</b>	<b>3-Year</b>	<b>5-Year</b>
Global Emerging Markets Equity	25	20	32
Global Large-Cap Blend Equity	23	16	14
Europe ex-UK Large-Cap Equity	32	56	42
Europe Large-Cap Blend Equity	22	13	18
EUR Corporate Bond	20	57	46
EUR Government Bond	12	20	23

La conclusione che potrebbero trarre gli investitori è che scegliere un prodotto

passivo rappresenta chiaramente una decisione migliore rispetto ad uno attivo. Ma nel settore del risparmio gestito, come in quasi tutto nella vita, **non tutto è bianco o nero**. In mezzo c'è una vasta gamma di tonalità. Se guardiamo solo alle conclusioni di S&P e Morningstar nei loro studi bisognerebbe optare per una strategia di gestione passiva, soprattutto per investire in quei mercati più efficienti. Il problema è che questi studi non prendono in considerazione parecchie questioni importanti.

Una delle più rilevanti è che non tutti gli investitori hanno l'obiettivo di battere degli indici di mercato. Spesso alcuni hanno un proprio benchmark: **infatti nei loro opuscoli dichiarano che il loro obiettivo non è quello di sovraperformare un indice** e, quindi, non si possono confrontare con quello di mercato. "Se sei un manager attivo, non vuoi che i tuoi risultati siano misurati con qualcosa che non hai scelto come parametro di riferimento", sottolinea [José García-Zárate](#), analista di fondi passivi presso Morningstar. **I fondi income, ad esempio, hanno come obiettivo principale quello di offrire dividendi agli investitori**. Confrontare i risultati con un indice generico non ha molto senso. Per valutare la gestione, dovrebbero essere utilizzate altre metriche.

Questo succede in tutte le categorie: tra i **Blockbuster [Funds People](#)**, il **[DWS Concept Kaldemorgen](#)** ne è l'esempio. Il suo manager, **[Klaus Kaldemorgen](#)**, ha dichiarato pubblicamente che il suo obiettivo è quello di riuscire a catturare due terzi degli aumenti del mercato e assorbire per un terzo i drawdown. Questo prodotto deve essere valutato sulla base di questo obiettivo. Se il gestore ci riesce, **nessun investitore dovrebbe sentirsi ingannato se il prodotto non supera il benchmark**. Un altro esempio, è il **Pyrford Global Total Return Sterling**: il suo obiettivo è preservare il capitale evitando pesanti drawdown. Dal 1994, ha avuto solo due anni negativi. Il peggior drawdown è stato -2,1%.

"Nel 2008, l'anno della grande crisi, il fondo ha guadagnato il 12,8%, ma poi abbiamo perso il grande rally del mercato. Che cosa faremo? Il nostro obiettivo è evitare rendimenti negativi nell'arco di dodici mesi, fornire rendimenti che superino l'inflazione e mantengano una bassa volatilità. Se i mercati crollano del 30% e il fondo del 25%, non ho motivo di essere soddisfatto: i miei clienti hanno perso il 25% del loro capitale. Il rischio di perdita, non è misurato rispetto a un indice", afferma **Lars Nielsen**, specialista di prodotto. Pertanto, se il prodotto ha superato o meno il benchmark non è un aspetto rilevante quando si analizza un fondo.

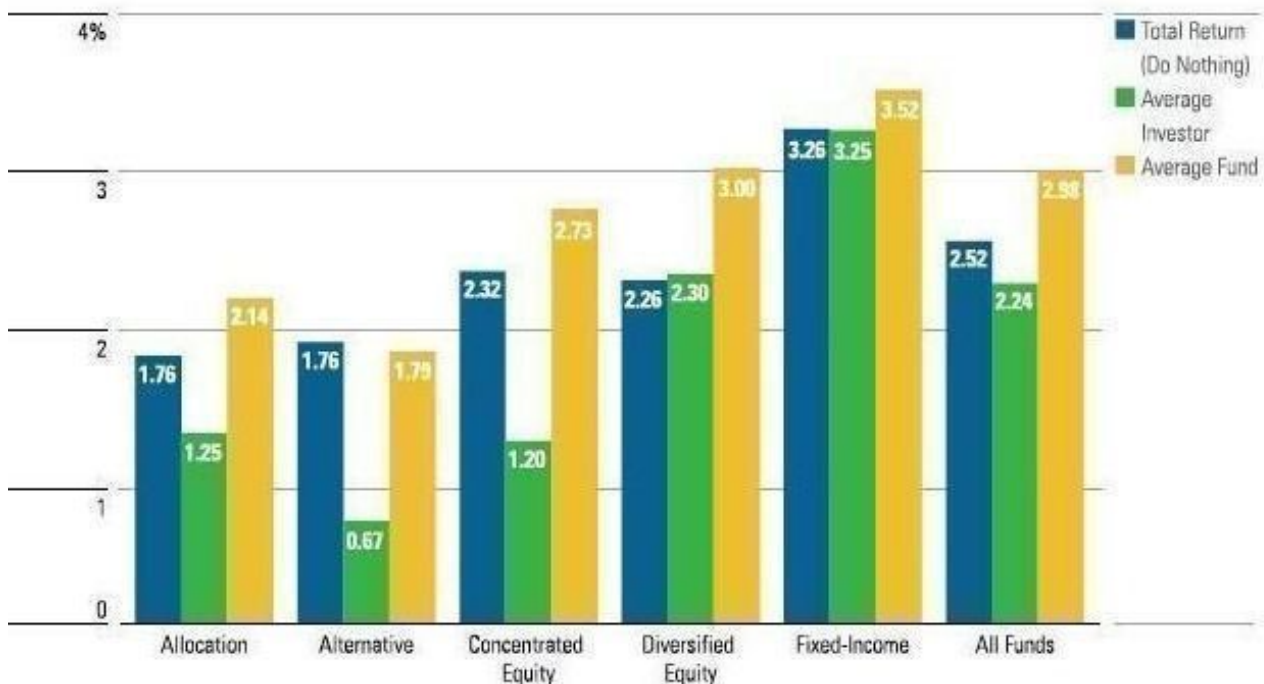
### **Di cosa non si parla mai? Del fattore umano**

Quando parliamo di gestione passiva, non prendiamo mai in considerazione un elemento fondamentale che condiziona tutto: il **comportamento dell'investitore di fronte alla volatilità**. L'avversione al rischio cambia da investitore a investitore. Seguire il gregge è un pregiudizio comportamentale molto tipico. Sebbene il consulente finanziario sappia che la migliore decisione in questo scenario di turbolenza sia quella di rimanere investito, potrebbe sentire la pressione del suo cliente per vendere le posizioni o ridurre i rischi.

Il problema delle strategie passive è che assorbono il 100% della volatilità del mercato. Sono prodotti progettati per raccogliere il comportamento di un indice, nel bene o nel male. Dire che per ogni investitore l'ETF o il fondo indicizzato sia la migliore opzione è supporre che il partecipante assumi questa volatilità vendendo e comprando, **ma sappiamo tutti che è quasi impossibile indovinare il giusto timing**.

La prova più evidente è che i rendimenti che mostrano i fact sheet non sempre corrispondono ai rendimenti che l'investitore porta a casa. Maggiore è la volatilità che un fondo assume, maggiore è il divario. Questo è vero indipendentemente dalla categoria di prodotto su cui è realizzato lo studio.

Morningstar lo ha analizzato (vedi figura 2: i rendimenti medi generati dai fondi nelle principali categorie - color senape - e i rendimenti medi ottenuti dagli investitori - in verde. Fonte: Morningstar).



Questo è il motivo per cui molti manager prestano grande attenzione al controllo del rischio e non si preoccupano di sacrificare parte dei rendimenti per tenere a bada la volatilità. Lo fanno allo scopo di evitare che i loro clienti se ne vadano e il prodotto mantenga una certa stabilità patrimoniale. Per essere onesti, possiamo anche dire che, per molti, consigliare un prodotto indicizzato fa sì che l'investitore sia rincuorato dal fatto che ha seguito il gregge. "Per un investitore perdere il 10% con un fondo di gestione attiva quando il mercato è aumentato del 10% è insopportabile. Se, d'altro canto, si perde il 10% e il mercato scende del 10%, ci si sente meglio. Con i fondi passivi la sofferenza è minore, dal momento che possono vincere o perdere in generale", teorizza [François Badelon](#), manager e fondatore di [Amiral Gestion](#).

**Non tutti i prodotti sono adatti ad ogni profilo**

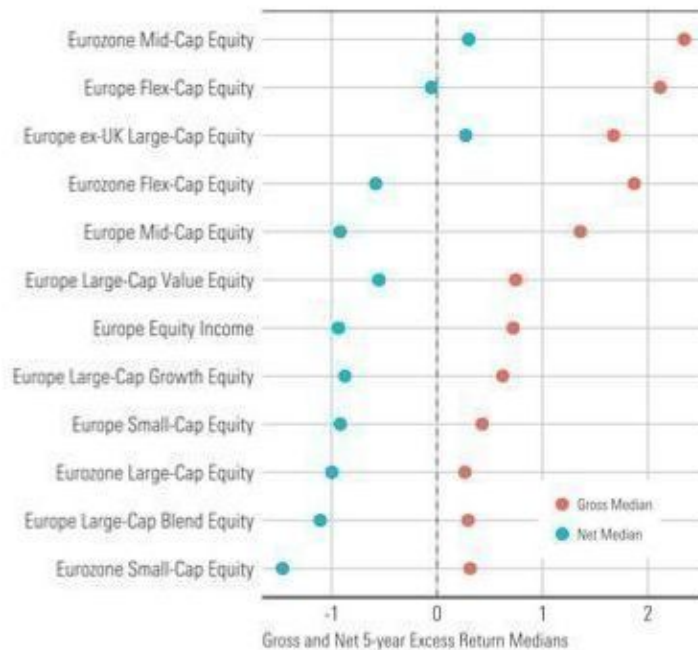
Comunque sia, questo sembra dimostrare che ci sono investitori di tutti i tipi e che non tutti i prodotti sono adatti ad ogni profilo. Questo non accade solo nel mondo retail ma anche in quello istituzionale.

"Alcuni gestori di piani pensionistici ritengono che le capacità del gestore siano un fattore determinante per le performance finali e che l'importante non siano i costi, ma il rendimento netto generato dagli strumenti in cui investe. Altri pensano il contrario: l'asset allocation strategica e i costi sono fondamentali. Entrambi i profili sono completamente diversi e anche i loro portafogli. Nel primo ci sarà una gestione più attiva e meno passiva; nel secondo, più indicizzazione combinata con una gestione attiva, ma non troppo. **L'importante è che i processi d'investimento siano in linea con le proprie convinzioni.** Se questo è il caso, la soddisfazione dell'investitore sarà molto maggiore", sottolinea **David Cienfuegos**, investment director di **WillisTowersWatson**.

### **Il problema non è la gestione attiva, ma la variabile costo**

Secondo uno studio presentato da **Fernando Luque**, redattore finanziario di Morningstar, solo due delle dodici categorie azionarie europee attive (**Eurozone Mid Cap** ed **Europa ex Gran Bretagna Large Cap Equity**), hanno ottenuto rendimenti netti medi che hanno battuto gli indici confrontati. D'altra parte, se si analizza la redditività lorda (prima di attualizzare i costi), in tutte le categorie i gestori hanno battuto i loro benchmark (vedi grafico 3: i punti rossi indicano la differenza rispetto all'indice in termini di rendimento lordo a cinque anni e i punti blu in termini di redditività netta, fonte: Morningstar con dati a partire dal dicembre

2018).



Ciò dimostra che i costi giocano un ruolo fondamentale e che il problema non sia nelle capacità del manager. Quindi se le case di gestione riuscissero a ridurre i costi e a offrire fondi di gestione attiva più economici, naturalmente senza avere effetti negativi sui risultati, è probabile che ci sarebbero molte più strategie attive che battono i relativi benchmark. Questo è una cosa su cui i gestori di fondi attivi hanno lavorato a lungo, come dimostra il calo delle commissioni verificatosi negli ultimi anni (figura 4: variazione delle commissioni dei dieci maggiori asset manager negli Stati Uniti nel 2017 rispetto al 2016, fonte: Morningstar).

	Asset-Weighted Average Fees (%)		Year End AUM	Market Share	Asset Growth	Est. Net Flow
	2017	% change vs. 2016	(\$ Bil)	(%)	(\$ Bil)	(\$ Bil)
			2017	2017	2017	2017
Vanguard	0.10	-9	4322	26	768	346
American Funds	0.64	-5	1524	9	196	17
Fidelity Investments	0.53	-10	1470	9	205	11
iShares	0.25	-6	1338	8	296	201
State Street	0.16	-3	622	4	110	33
T. Rowe Price	0.69	-2	592	4	74	-11
Dimensional Fund Advisors	0.35	-1	403	2	76	31
Franklin Templeton	0.85	-2	384	2	1	-28
PIMCO	0.64	-3	352	2	26	33
JPMorgan	0.68	-6	305	2	29	-0.6

Source: Morningstar. Data as of 12/31/17.

Tuttavia, finché questo non accade, solo i prodotti che generano rendimenti più elevati rispetto agli indici, al netto dei costi, avranno successo e quindi gli studi continueranno a condannare la gestione attiva **L'allocazione delle risorse e i costi sono i fattori che determinano la generazione di alfa di lungo termine.**