

Ribilanciamenti degli indici:

investire meglio
andando oltre le cifre



SETTEMBRE 2024

Comunicazione di marketing



Informazioni sull'autore.

Damien Vergnaud

Portfolio Manager,
Equity Market Neutral



Damien Vergnaud è portfolio manager di Candriam dal 2022.

Damien è entrato a far parte di Candriam dopo aver lavorato presso LFIS Capital, dove ha ricoperto la carica di analista quantitativo dal 2019, prima di diventare portfolio manager nel 2021. Ha cominciato la sua carriera nel 2012 come assistente trader in BNP Paribas nel Regno Unito, per poi ricoprire una posizione simile in Exane France nel 2014, per poi lavorare come ingegnere finanziario a La Française.

Damien ha conseguito un Master in Ingegneria presso la MINES Paris - PSL, in Francia.

Sommario.



1. Introduzione: decifrare i ribilanciamenti degli indici.	5	4. Associare analisi quantitativa e qualitativa per definire modelli più solidi	16
2. Comprendere i ribilanciamenti degli indici e la loro importanza	6	4.1. I limiti dell'analisi quantitativa isolata	16
2.1. Perché gli indici vengono regolarmente ricomposti?	6	4.2. L'apporto dell'analisi qualitativa	17
2.2. Il ruolo della gestione passiva	8	4.3. Studi di casi concreti: l'ingresso di Tesla nell'S&P 500 e l'annullamento inatteso di un ribilanciamento	18
2.3. Quali sono gli impatti sui mercati?	9	5. Conclusione: l'importanza di un approccio combinato, l'utilità di un team esperto	22
3. Analisi dei fattori quantitativi che influenzano l'ampiezza dei ribilanciamenti degli indici	10		
3.1. Il numero di entrate e di uscite nell'indice	11		
3.2. Le dimensioni contano?	12		
3.3. Gli indicatori di volatilità e dispersione	13		
3.4. L'evoluzione dei mercati (azioni, tassi d'interesse, pendenza della curva dei tassi)	15		

Sintesi

Sintesi.

I ribilanciamenti degli indici borsistici, che raggruppano titoli per riflettere la performance globale di un mercato o di un settore, svolgono un ruolo cruciale per gli investitori. Essi influenzano sia i prezzi delle azioni che compongono gli indici sia i volumi di scambio associati. Questi aggiustamenti periodici sono essenziali per mantenere la pertinenza degli indici di fronte agli sviluppi economici e settoriali. Adeguando il peso dei titoli e modificando la composizione degli indici secondo criteri predefiniti, le società che gestiscono questi indici possono generare una forte volatilità sul mercato, ma anche creare opportunità di arbitraggio.

La crescita della gestione passiva ha amplificato gli effetti di questi ribilanciamenti. Per comprendere appieno il loro impatto sui mercati e sulle strategie di investimento, è fondamentale combinare analisi quantitative e qualitative. Un approccio puramente quantitativo può infatti portare a trascurare fattori importanti, come gli effetti di eventi eccezionali, ad esempio l'annullamento di un aggiustamento già previsto a causa di una crisi sanitaria.

Lo studio sottolinea l'importanza di combinare questi due tipi di analisi per prevedere meglio i movimenti del mercato legati ai ribilanciamenti, comprenderne gli effetti sui portafogli e identificare opportunità di investimento. Un team esperto, che abbia accesso a banche dati importanti e con competenze diversificate, può costituire un vantaggio per condurre ricerche approfondite e complementari. Risorse come queste consentono di cogliere la complessità dei mercati finanziari in tutte le sue sfumature e la sua globalità.



Introduzione: decifrare i ribilanciamenti degli indici.

“

**Meglio prendere il cambiamento per
mano prima che ci colpisca la gola.**

Winston Churchill

In un contesto finanziario in costante evoluzione, i ribilanciamenti degli indici di borsa costituiscono eventi importanti che possono avere ripercussioni significative sui mercati finanziari e sui portafogli di investimento. Sebbene i modelli quantitativi tradizionali offrano strumenti preziosi per prevedere questi aggiustamenti, non sempre riescono a cogliere la complessità dei fattori in gioco, mentre gli indici di borsa fungono da riferimento fondamentale per valutare le performance dei mercati e dei fondi.

Un approccio sistematico ai ribilanciamenti può, infatti, portare a perdite importanti in occasione di eventi imprevisti. Per i gestori di fondi attivi, che svolgono un ruolo chiave nella liquidità dei mercati, è quindi fondamentale combinare diverse metodologie per sviluppare un modello più solido.

Questo studio propone un approccio innovativo analizzando sia fattori quantitativi (come il numero di

ingressi e la volatilità) che qualitativi (come gli eventi di mercato) e sottolineandone la complementarità. Andando oltre le semplici correlazioni statistiche, cerchiamo di identificare le cause profonde dei movimenti di mercato indotti dalle ricomposizioni degli indici e di individuare potenziali opportunità di investimento.

In un primo momento, esamineremo le ragioni che portano al ribilanciamento degli indici e i loro potenziali effetti sui mercati. Poi studieremo i fattori che influenzano queste ricomposizioni. Infine, metteremo in luce il vantaggio derivante dall'adozione di un approccio ibrido per una migliore comprensione dei meccanismi di mercato.

2. Comprendere i ribilanciamenti degli indici e la loro importanza

Gli indici di borsa, come ad esempio S&P 500, Nasdaq-100 e FTSE 100, raggruppano titoli che rappresentano un mercato o un settore specifico. Questi indici vengono regolarmente adeguati per riflettere la performance dei mercati, includendo o escludendo determinati titoli dalla loro composizione. Queste rettifiche, tuttavia, non sono prive di conseguenze per gli investitori. Prima di esplorare i diversi approcci per affrontarli, è essenziale comprendere le ragioni sottostanti a questi aggiustamenti e i loro effetti.

2.1. Perché gli indici vengono regolarmente ricomposti?

La composizione degli indici non è fissa: viene infatti modificata periodicamente, spesso trimestralmente o annualmente, per preservarne l'integrità e la rappresentatività.

Il processo di ribilanciamento di un indice implica l'inclusione o l'esclusione di azioni in funzione di vari criteri predefiniti, quali il livello di capitalizzazione di borsa, la liquidità e la conformità alle norme dell'indice. Anche cambiamenti nelle caratteristiche delle società, come il loro paese d'origine o il loro settore di attività, possono comportare modifiche nella composizione degli indici. Inoltre, alcuni eventi specifici della vita delle imprese, come le fusioni e le acquisizioni (M&A) o le scissioni (spinoff), possono anch'essi innescare tali aggiustamenti.

In caso di ricomposizione dell'indice, i dati relativi alle società (capitale flottante, numero di azioni, paese, settore, ecc.) vengono aggiornati, con conseguente adeguamento della ponderazione di ciascun titolo all'interno dell'indice. Tali modifiche vengono comunicate in anticipo agli investitori, per consentire loro di prepararsi e adeguare di conseguenza i loro portafogli. Le modifiche entrano in vigore a una data predeterminata, generalmente al termine di un mese o di un trimestre.



Tabella 1:

Motivi della ricomposizione degli indici di borsa

Motivo	Spiegazione	Esempio
Riflettere l'evoluzione del mercato	Mantenere la composizione delle imprese e la loro ponderazione in linea con la realtà del mercato.	Inclusione di nuove imprese in forte crescita in un indice incentrato sulla tecnologia.
Mantenere la pertinenza	Adattare l'indice ai cambiamenti economici e settoriali affinché rimanga rappresentativo del suo obiettivo.	Variazione di classificazione settoriale per un titolo.
Garantire una migliore performance dell'indice	Riequilibrare l'indice per migliorarne la diversificazione, ridurre il rischio e ottimizzare la performance.	Vendita di azioni di un settore sovraperponderato per acquistare azioni di un settore sottoperponderato.

Dopo aver spiegato le ragioni per le quali gli indici vengono regolarmente ricomposti, vediamo ora l'impatto della gestione passiva su questi ribilanciamenti.

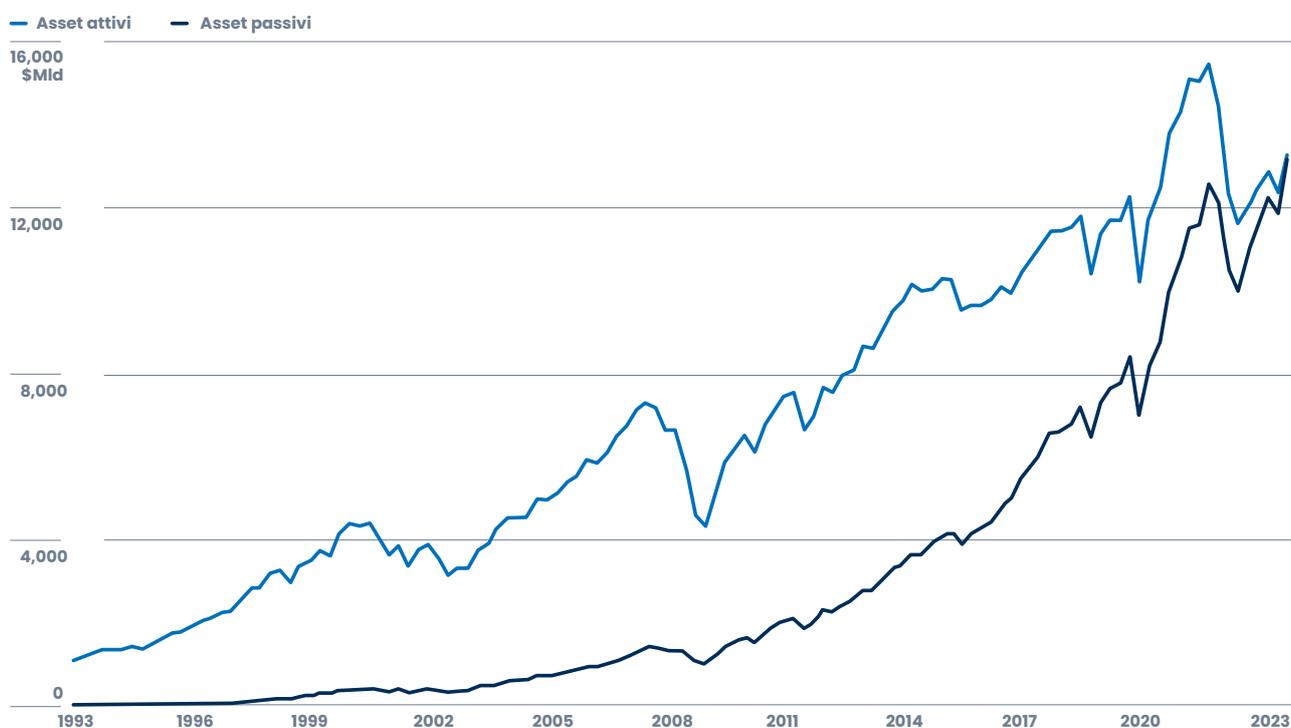


2.2. Il ruolo della gestione passiva

Sin dagli anni '70, con il lancio dei primi fondi indicizzati, la gestione passiva ha acquisito maggiore importanza nelle strategie di asset allocation. La loro semplicità, liquidità e le commissioni più basse hanno spinto molti gestori a investire in questi strumenti, prima nel mercato azionario e poi in altre asset class, come le obbligazioni.

Grafico 1:

Evoluzione dei patrimoni delle gestioni attive e passive dal 1993



Nota: dati al 31/12/2023

Fonte: Morningstar Direct Asset Flows

Con l'aumento dell'importanza della gestione passiva, è cresciuta anche la sua influenza sui flussi di acquisto e di vendita. Data la loro natura, i fondi indicizzati esercitano un'influenza particolarmente marcata nelle operazioni di ribilanciamento degli indici. Quando effettuano questi adeguamenti, i fondi vendono le società che non risultano più idonee al loro benchmark e acquistano quelle che vi sono invece incluse.

2.3. Quali sono gli impatti sui mercati?

Il ribilanciamento degli indici ha impatti significativi sui mercati finanziari, dato che questi eventi generano generalmente alcune delle giornate borsistiche più vivaci dell'anno.

Tra gli effetti degni di nota generati dalle ricomposizioni degli indici, si osservano :

- **Un effetto sulle quotazioni di Borsa:** le azioni aggiunte a un indice tendono a salire di prezzo in seguito all'aumento della domanda generato dai fondi indicizzati. Al contrario, le azioni ritirate dagli indici subiscono generalmente una pressione al ribasso sul relativo prezzo.
- **Opportunità di arbitraggio:** gli investitori cercano spesso di anticipare i cambiamenti negli indici, per approfittare dei movimenti di prezzo che ne risultano. Acquistando azioni che possono essere aggiunte a un indice e vendendo quelle che ne saranno escluse, possono realizzare guadagni significativi.
- **Un maggiore volatilità:** le giornate di ribilanciamento possono determinare un notevole aumento della volatilità del mercato a fronte degli elevati volumi di transazioni. Gli investitori istituzionali e i fondi indicizzati adeguano i loro portafogli per integrare le nuove componenti degli indici, generando così importanti flussi di acquisti e di vendite.

Le ricerche dimostrano che le ricomposizioni degli indici possono avere un impatto elevato sui prezzi delle azioni e sui volumi scambiati. Secondo i nostri calcoli basati sui dati compilati da Bloomberg, gli ultimi sei titoli inseriti¹ nell'indice S&P 500 tra settembre 2023 e giugno 2024 hanno registrato un rendimento

assoluto medio dell'8,08% tra l'annuncio della loro inclusione e la loro effettiva integrazione nell'indice. Tuttavia, queste azioni hanno registrato un calo medio dell'1,41% nelle due settimane successive alla loro integrazione. Ciò indica un significativo movimento rialzista prima dell'ingresso nell'indice, seguito da una significativa correzione subito dopo. Per quanto riguarda i volumi delle operazioni, questi ultimi sono in media due volte superiori dopo l'ingresso nell'indice rispetto al periodo precedente l'annuncio.

Tali dinamiche spingono gli investitori ad anticipare tali eventi per trarne vantaggio. Identificando le azioni che probabilmente vedranno aumentare o diminuire la loro ponderazione, possono prendere decisioni strategiche di investimento, come acquistare o vendere tali azioni prima che avvenga il ribilanciamento.

Tenuto conto delle ripercussioni dei ribilanciamenti degli indici sui mercati finanziari, la sfida per gli investitori è trovare un modello efficace per anticipare queste ricomposizioni. Un approccio iniziale, relativamente semplice, consiste nell'integrare i fattori quantitativi nel loro modello.



¹ Blackstone e Airbnb il 15 settembre 2023, Lululemon Athletica il 17 ottobre 2023, Uber il 15 dicembre 2023, CrowdStrike Holdings e KKR & Co il 21 giugno 2024

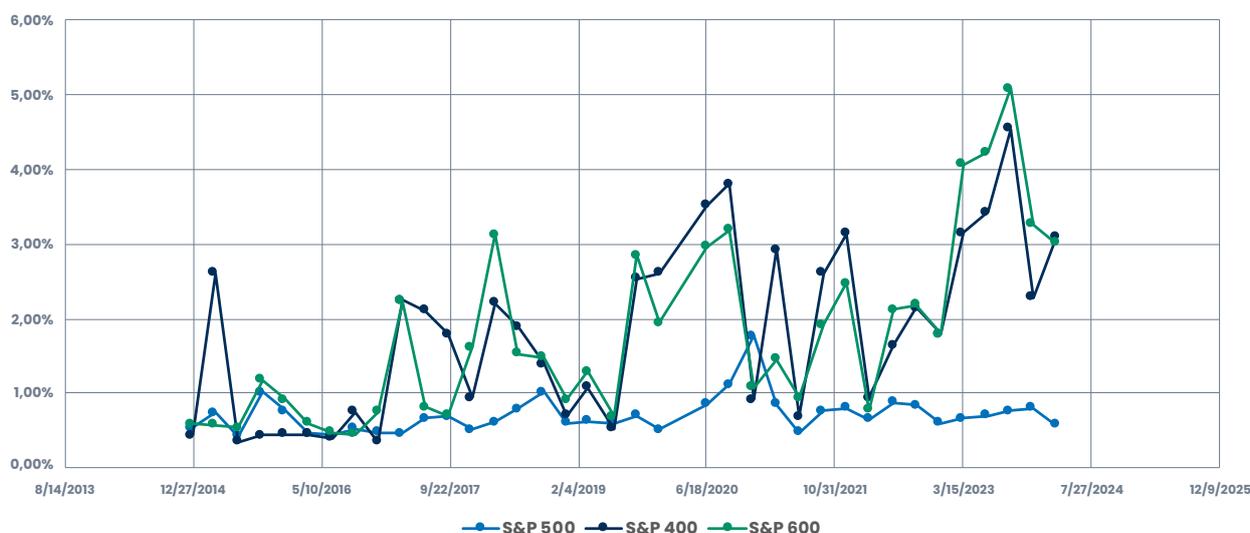
Analisi dei fattori quantitativi che influenzano l'ampiezza dei ribilanciamenti degli indici

L'entità degli aggiustamenti periodici nella composizione degli indici è influenzata da una varietà di fattori. Comprendere questi fattori è fondamentale per anticipare i movimenti di mercato associati ai ribilanciamenti e ottimizzare le strategie di investimento.

Per studiare questo aspetto, abbiamo analizzato i cambiamenti (turnover²) nei fondi indicizzati associati agli indici S&P da dicembre 2014. Ricordiamo che l'S&P 500 raggruppa le 500 maggiori capitalizzazioni di borsa statunitensi, l'S&P 400 comprende le successive 400 società, che rappresentano il segmento delle medie capitalizzazioni negli Stati Uniti, mentre l'S&P 600 è composto da 600 società statunitensi classificate nella categoria delle small cap.

Grafico 2:

Turnover delle gestioni indicizzate statunitensi



Fonti: Bloomberg Data e Candriam

² Il turnover corrisponde alla metà della somma dei valori assoluti dei cambiamenti di peso durante un ribilanciamento dell'indice

Da quest'analisi derivano diverse osservazioni:

- I turnover dell'S&P 400 e dell'S&P 600 mostrano una correlazione significativa e stretta, con un coefficiente di correlazione dell'83%.
- Il turnover dell'S&P 500 è invece nettamente più debole e presenta una correlazione meno marcata con gli altri due indici.

Come spiegare queste osservazioni?

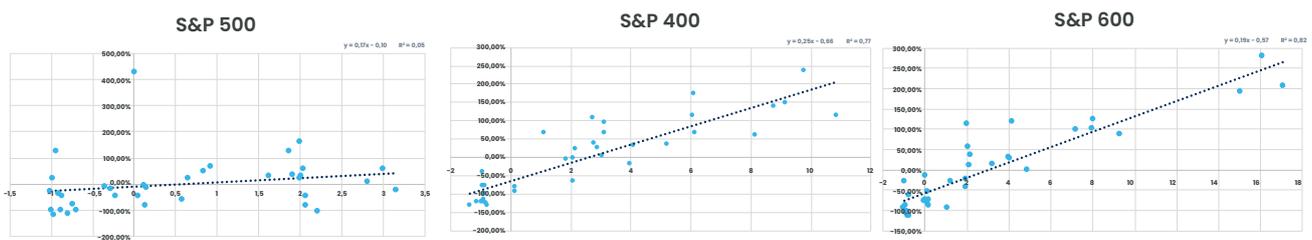
3.1. Il numero di entrate e di uscite nell'indice

Una prima ipotesi per spiegare le osservazioni precedenti potrebbe essere la seguente: il numero di ingressi in un indice costituisce un fattore cruciale nella dinamica delle relative ricomposizioni.

Di seguito sono riportati i risultati ottenuti che illustrano la relazione tra il turnover e il numero di ingressi nell'indice:

Grafico 3:

Turnover degli indici S&P in rapporto al numero di ingressi in ogni indice



Nota: i dati sono stati normalizzati³ per consentire un confronto equo

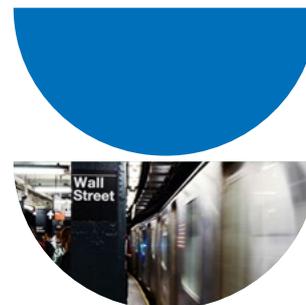
Fonti: Bloomberg Data e Candriam

Constatiamo che il rapporto è debole per l'S&P 500, mentre gran parte della varianza del turnover è spiegata dal numero di ingressi per gli indici S&P 400 ed S&P 600.

Il numero di ingressi e uscite può quindi influenzare la ricomposizione degli indici. Ci sono altri fattori? Che dire del peso variabile di un nuovo ingresso in un indice?

³ La normalizzazione è un'operazione di pre-trattamento dei dati che mira a mettere su una stessa scala tutte le variabili quantitative.

3.2. Le dimensioni contano?



Dato che i prezzi delle azioni delle società quotate cambiano nel tempo e che alcuni indici tengono conto della capitalizzazione di mercato, può essere importante esaminare il peso di un titolo per determinare se possa essere considerato un fattore in grado di anticipare il ribilanciamento dell'indice. Per gli indici S&P analizzati in precedenza, un titolo può esservi aggiunto solo se la sua capitalizzazione di mercato si situa nelle seguenti fasce (in miliardi di dollari statunitensi):

- **S&P 500:** oltre 18 miliardi di dollari.
- **S&P 400:** tra 6,7 e 18 miliardi di dollari.
- **S&P 600:** tra 1 e 6,7 miliardi di dollari.

Abbiamo esaminato l'andamento della ponderazione di un nuovo operatore negli indici S&P. Questa ponderazione può variare a seconda dell'indice in cui entra a far parte e delle sue dimensioni, come illustrato dalla tabella seguente, che mostra il rapporto tra la capitalizzazione di mercato di un nuovo ingresso nell'indice e la somma delle capitalizzazioni di mercato degli attuali membri dell'indice stesso. I dati, basati sulle capitalizzazioni di mercato medie al 19 aprile 2024⁴, mostrano che i nuovi ingressi negli indici S&P 400 ed S&P 600 hanno un peso relativo maggiore rispetto a quelli dell'indice S&P 500.

Tabella 2:

Peso di un nuovo ingresso in un indice S&P

	Peso medio di un nuovo ingresso nell'indice
S&P 500	0,09%
S&P 400	0,45%
S&P 600	0,32%

Fonte: Candriam

Sebbene sia stato stabilito un legame tra il peso dei titoli e gli indici S&P 400 e 600, ciò non è vero per l'S&P 500. Sarebbe quindi interessante esaminare altri potenziali fattori esplicativi. Pertanto, data la loro importanza per i mercati finanziari, i movimenti di mercato, la volatilità e la dispersione sono variabili che meritano anch'esse un'analisi approfondita.

⁴ Per gli indici S&P 400 ed S&P 600, la tabella presuppone che il nuovo ingresso abbia una capitalizzazione di mercato media che si situa al centro della fascia definita per ciascun indice. Per quanto riguarda l'indice S&P 500, pur non esistendo un massimale specifico in materia, abbiamo calcolato la capitalizzazione media dei nuovi ingressi negli ultimi cinque anni, tenendo conto dell'effetto di mercato di questo periodo per i vari titoli interessati. L'importo rettificato al 19 aprile 2024 ammonta a 40 miliardi di dollari.

3.3. Gli indicatori di volatilità e dispersione

I livelli di volatilità del mercato possono svolgere anch'essi un ruolo cruciale per comprendere le ricomposizioni degli indici. Infatti, periodi di forte volatilità possono determinare aggiustamenti più importanti degli indici per riflettere le nuove realtà del mercato.

La volatilità, una variabile esplicativa?

Il VIX è un indice di volatilità calcolato a partire dai prezzi delle opzioni di acquisto e di vendita sull'indice S&P 500. Questo indice offre una panoramica della volatilità attesa sul mercato borsistico statunitense a breve termine. Invece di riflettere la volatilità attuale, cattura le aspettative degli investitori in merito alla volatilità futura.

Un livello elevato di questo indice suggerisce che gli investitori prevedono movimenti di mercato significativi e potenzialmente bruschi nei 30 giorni successivi. Al contrario, un VIX basso indica un senso di fiducia e

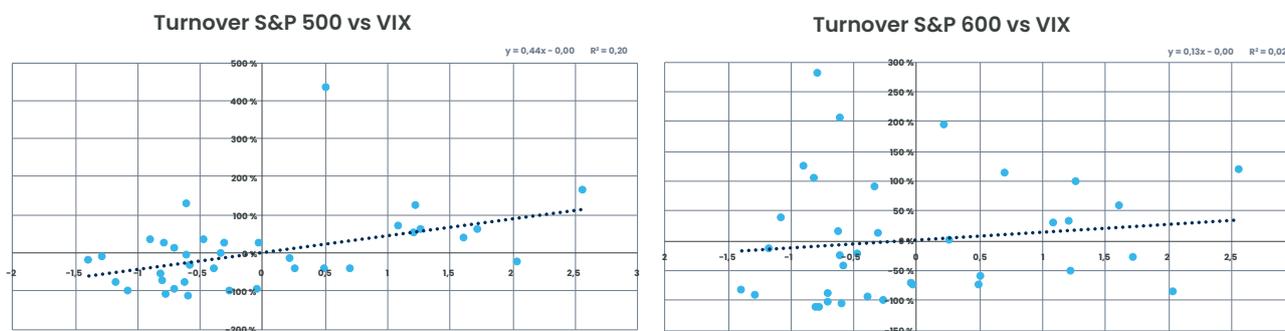
aspettative di stabilità. Questo indice consente agli investitori di comprendere meglio il sentiment del mercato e di anticipare le future fluttuazioni della volatilità. A marzo 2020, all'inizio della pandemia di Covid-19, la media del VIX ha superato quota 57, ossia quasi quattro volte quella del 2019.

Desideriamo qui testare l'ipotesi seguente: in un periodo di forte volatilità, i prezzi delle azioni variano in modo significativo l'uno rispetto all'altro, il che porta a cambiamenti più frequenti negli indici in occasione dei ribilanciamenti successivi.

A tal fine, abbiamo realizzato un grafico che mostra il turnover per gli indici S&P 500 e S&P 600 in funzione dei valori del VIX osservati. Data la somiglianza del profilo di turnover dell'S&P 400 e dell'S&P 600, abbiamo scelto di mostrare solo i risultati per gli indici S&P 500 ed S&P 600.

Grafico 4:

Turnover degli indici S&P 500 e S&P 600 rispetto al VIX



Nota: i dati sono stati normalizzati per consentire un confronto equo.

Fonti: Bloomberg Data e Candriam

I risultati mostrano un impatto modesto per l'S&P 500 e inesistente per l'S&P 600, suggerendo che il VIX non rappresenta un fattore fortemente esplicativo del turnover per questi indici.

E la dispersione?

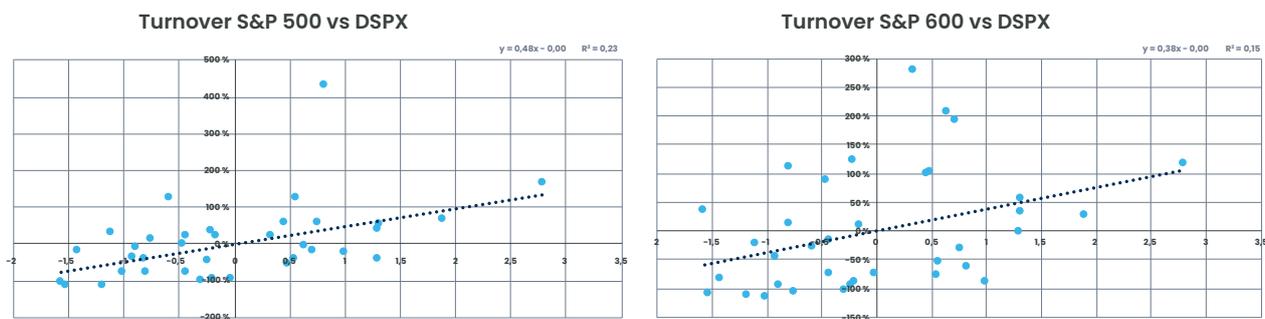
Analogamente al VIX, il DSPX è un indicatore che misura la dispersione dei prezzi delle azioni nell'ambito dell'S&P 500. Costruito sulla base dei prezzi delle opzioni, il DSPX valuta il livello di rischio del mercato riflettendo la dispersione attesa tra le azioni secondo gli operatori dei mercati delle opzioni. Questo indice può fungere da barometro su come il mercato percepisce le opportunità di diversificazione a breve termine o riflettere la percezione da parte degli investitori dell'intensità del rischio a breve termine nell'ambito delle componenti dell'S&P 500.

In periodi di forte volatilità, il DSPX tende ad aumentare. Ad esempio, nel marzo 2020, all'inizio della crisi sanitaria, questo indice aveva superato la soglia di 50, ben al di sopra della sua media decennale, che si aggira intorno a 24. Per contro, un basso livello del DSPX indica una maggiore correlazione tra le azioni dell'S&P 500, segnalando un mercato più stabile e suggerendo un possibile periodo di rotazione settoriale.

Per valutare l'impatto della dispersione sui ribilanciamenti degli indici, abbiamo analizzato i risultati per l'S&P 500 e l'S&P 600 utilizzando dati normalizzati. I risultati mostrano una relazione limitata tra il DSPX e il turnover per entrambi gli indici.

Grafico 5:

Turnover di S&P 500 e S&P 600 rispetto al DSPX



Nota: i dati sono stati normalizzati per consentire un confronto equo.

Fonti: Bloomberg Data e Candriam

Abbiamo utilizzato due indicatori prospettici, il VIX e il DSPX, che hanno mostrato relazioni limitate con la ricomposizione degli indici. Un'altra pista interessante da esplorare potrebbe essere l'analisi di dati storici o attuali legati ai movimenti di mercato. Ciò consentirebbe di determinare se le forti variazioni in questi indicatori prima del ribilanciamento possano essere correlate a un turnover elevato.

3.4. L'evoluzione dei mercati (azioni, tassi d'interesse, pendenza della curva dei tassi)

Per approfondire la nostra analisi, abbiamo esaminato il valore assoluto dei movimenti del mercato, dei tassi d'interesse e della pendenza dei tassi nel periodo precedente la ricomposizione degli indici. Il nostro obiettivo è stabilire se questi indicatori possano spiegare le variazioni del turnover degli indici.

I risultati dell'analisi non hanno rivelato alcuna relazione significativa tra questi indicatori e il turnover, come mostrato nella seguente tabella riepilogativa:

Tabella 3:

Sintesi dell'impatto dei fattori di mercato sul turnover degli indici

y	x	Coefficiente direttivo	Coefficiente di determinazione (R ²)
S&P 500	Abs(Perf S&P 500)	0,06	0
S&P 600	Abs(Perf S&P 600)	-0,16	0,02
S&P 500	Abs(Movimento tassi)	0,02	0
S&P 600	Abs(Movimento tassi)	0,18	0,03
S&P 500	Abs(Movimento pendenza tassi)	0,05	0
S&P 600	Abs(Movimento pendenza tassi)	-0,1	0,01

Fonti: Bloomberg Data e Candriam

Constatiamo che gli indicatori prospettici, come il VIX e il DSPX, presentano relazioni interessanti con il turnover dell'S&P 500, ma la loro pertinenza diminuisce per gli altri indici. Per contro, gli indicatori basati su dati passati o attuali non hanno mostrato alcun legame significativo con le ricomposizioni degli indici.

Sebbene l'analisi quantitativa fornisca spunti preziosi sui ribilanciamenti degli indici, può risultare sufficiente? Eventi eccezionali come una crisi sanitaria possono sconvolgere questi modelli?

Associare

4. Associare analisi quantitativa e qualitativa per definire modelli più solidi

Pur essendo indispensabili per identificare tendenze e correlazioni, le analisi quantitative non bastano a cogliere la complessità dei ribilanciamenti degli indici. Questi eventi, infatti, sono influenzati da una moltitudine di fattori che non sempre sono quantificabili.

Le perturbazioni eccezionali, come quelle legate alla pandemia di Covid-19, possono ad esempio influire sulle decisioni delle società che gestiscono gli indici di mercato. È quindi fondamentale affiancare all'approccio quantitativo una dimensione qualitativa, al fine di ottenere una visione più completa e sfumata dei meccanismi alla base della ricomposizione degli indici.

4.1. I limiti dell'analisi quantitativa isolata

L'analisi quantitativa, che utilizza indicatori come il VIX, il DSPX o il numero di ingressi e uscite da un indice, permette di rivelare correlazioni più o meno forti tra questi indicatori e il turnover dell'indice. Anche se indicatori come il numero di ingressi hanno mostrato

un notevole potenziale esplicativo, altri hanno avuto un impatto molto più basso.

La tabella seguente riassume questi indicatori e la loro efficacia secondo le nostre analisi presentate nella parte precedente:

Tabella 4:

Sintesi dell'impatto degli indicatori sulle ricomposizioni degli indici

Segnale	Impatto sull'S&P 500	Impatto per S&P 400 e S&P 600
Quantità di ingressi	=	++
VIX	+	=
DSPX	+	=
Mercato	=	=
Dimensione media di un nuovo ingresso	=	+
Tassi	=	=
Pendenza tassi	=	=



Sebbene indicatori quantitativi come il VIX o il numero di ingressi/uscite di un indice forniscano informazioni preziose, essi catturano solo una parte della realtà. Ad esempio, un evento come l'ingresso di Tesla nell'S&P 500 è difficilmente prevedibile solo sulla base di indicatori quantitativi. L'analisi qualitativa permette di comprendere le ragioni di questa decisione (crescita rapida dell'impresa, attrattiva per gli investitori) e di valutarne le conseguenze sul mercato.

4.2. L'apporto dell'analisi qualitativa

Per superare i limiti di un approccio quantitativo isolato, può essere utile integrarlo con un'analisi qualitativa approfondita.

Quest'ultima può basarsi su diverse fonti di informazione:

- **I rapporti di entrata e di uscita degli indici:** capire le ragioni per le quali le aziende entrano o escono dagli indici può offrire indicazioni preziose sulle tendenze sottostanti del mercato.
- **Gli eventi di mercato specifici:** eventi come fusioni e acquisizioni, offerte pubbliche iniziali e cambiamenti normativi possono avere un impatto significativo sul turnover degli indici.

L'introduzione di una dimensione qualitativa nel loro modello può aiutare gli investitori a:

- **Individuare gli eventi eccezionali:** M&A, scissione, pandemia... Questi eventi possono influenzare le società che gestiscono gli indici di borsa nella loro decisione. Una società in procinto di essere acquistata viene generalmente rimossa da tutti gli indici alla data prevista per il suo delisting o in prossimità di essa.
- **Comprendere le ragioni delle decisioni degli operatori di mercato:** perché i gestori di fondi hanno anticipato l'ingresso di Tesla? Perché S&P ha deciso di annullare i ribilanciamenti nel 2020?

- **Valutare l'impatto di fattori soggettivi:** il sentiment degli investitori e le modifiche normative possono influenzare il ribilanciamento in modi che i modelli quantitativi non possono sempre prendere in considerazione.
- **Sviluppare scenari alternativi:** combinando i risultati dell'analisi quantitativa con una visione qualitativa delle sfide, è possibile definire scenari prospettici più solidi.

Un altro elemento qualitativo che può aiutare a comprendere e anticipare il ribilanciamento degli indici è rappresentato dall'esperienza e dalla competenza dei gestori dei fondi. Gli anni di pratica, le osservazioni approfondite e le conoscenze accumulate nel corso del tempo possono notevolmente facilitare la previsione di potenziali cambiamenti all'interno di un indice.

L'analisi quantitativa e l'analisi qualitativa non sono approcci concorrenti, ma complementari. Mentre la prima permette di identificare pattern e correlazioni statistiche, la seconda offre una dimensione interpretativa che arricchisce la nostra comprensione dei fenomeni osservati. È come se l'analisi quantitativa ci offrisse una fotografia dei ribilanciamenti, mentre l'analisi qualitativa ci permette di comprenderne lo scenario. Tutto ciò contribuisce a comprendere meglio la situazione nel suo complesso.

4.3. Studi di casi concreti: l'ingresso di Tesla nell'S&P 500 e l'annullamento inatteso di un ribilanciamento

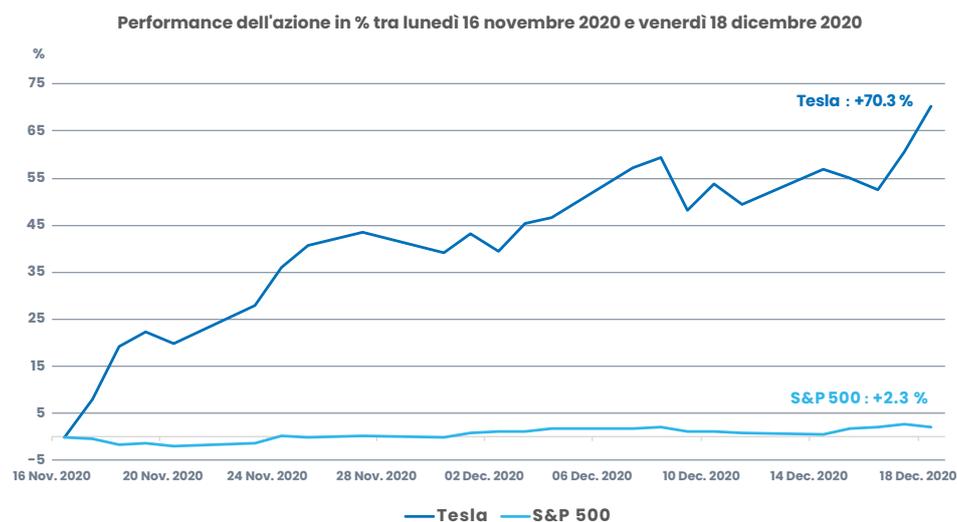
Analisi dell'ingresso di Tesla nell'indice S&P 500 a dicembre 2020

Nel dicembre 2020, l'annuncio dell'inclusione di Tesla (TSLA) nell'indice S&P 500 ha avuto un forte impatto sul mercato. L'annuncio, fatto il 16 novembre 2020 dopo la chiusura del mercato, ha anticipato l'ingresso effettivo di Tesla nell'indice lunedì 21 dicembre 2020.

I detentori di azioni Tesla prima dell'annuncio hanno beneficiato di una notevole sovraperformance. Nell'arco di un mese, tra l'annuncio dell'inclusione e la sua effettiva integrazione nell'indice faro della Borsa statunitense, l'azione Tesla ha visto il suo prezzo schizzare del 70% contro un guadagno del 2% per l'S&P 500 (cfr. grafico in basso).

Grafico 6:

Sovraperformance in borsa di Tesla rispetto all'indice S&P 500



Fonti: NYSE, S&P Global e Candriam

L'analisi dei flussi di mercato durante l'integrazione di Tesla rivela come i fondi indicizzati abbiano dovuto acquistare grandi quantità di azioni Tesla per allineare i loro portafogli alla nuova composizione dell'indice. L'elevata domanda ha contribuito al forte aumento del prezzo dell'azione Tesla.

Un'analisi quantitativa mette in evidenza l'entità delle variazioni dei prezzi, i volumi di scambio eccezionalmente elevati, nonché l'impatto di tale evento sulla composizione dell'indice. Sebbene Tesla sia stata la più grande azienda mai aggiunta all'S&P 500 in un'unica operazione⁵, che ha richiesto un significativo ribilanciamento dei portafogli dei fondi indicizzati, questi dati da soli non bastavano a prevedere pienamente l'effetto del suo ingresso nell'S&P 500.

Altri elementi potrebbero spiegare l'impatto eccezionale dell'evento. Pioniera nel settore dell'auto elettrica, che all'epoca suscitava grande interesse, l'azienda era già molto apprezzata dagli investitori, occupava la scena mediatica e il suo titolo era considerato in forte crescita. L'inclusione in un indice così iconico ne ha rafforzato la legittimità e ha attirato nuovi investitori, generando una maggiore domanda di azioni quando l'azienda è entrata a far parte dell'indice S&P 500.

Combinando un approccio quantitativo con un'analisi qualitativa, è possibile comprendere meglio i meccanismi che hanno portato a questa elevata volatilità, qualificando al contempo l'interpretazione dei dati. L'evento sottolinea inoltre l'importanza dell'anticipazione e della gestione dei flussi in occasione dei ribilanciamenti degli indici. Gli investitori che avevano previsto l'impatto dell'ingresso di Tesla hanno potuto approfittare del rialzo del suo prezzo, mentre quelli che non lo avevano anticipato hanno perso un'opportunità significativa.

Marzo 2020: annullamento del ribilanciamento dell'S&P 500

Il 12 marzo 2020, in risposta all'estrema volatilità dei mercati causata dalla pandemia di Covid-19 – con un indice VIX salito a 75,47, contro 13,74 del mese precedente e una media di 15,39 nel 2019 – S&P ha deciso di rinviare i ribilanciamenti previsti. Questa decisione ha avuto un impatto notevole sugli investitori che avevano basato le loro strategie su questi aggiustamenti dell'indice.

Molti investitori avevano infatti assunto posizioni anticipate sulle azioni che dovevano entrare o uscire dagli indici in occasione delle future rettifiche. L'annullamento di tali operazioni ha costretto gli investitori a liquidare le loro posizioni, con conseguenti perdite significative.

L'analisi dei flussi di mercato al momento dell'annullamento del ribilanciamento dell'indice S&P mostra che gli investitori che hanno adottato strategie sistematiche hanno subito perdite sostanziali. Al contrario, coloro che hanno dato prova di flessibilità e hanno saputo adattarsi alle condizioni di mercato sono riusciti a limitare le perdite.

⁵ Fonte: [Bloomberg, Tesla to Join S&P 500 Next Month as Largest-Ever New Member](#)

Tabella 5:

Flussi di mercato previsti per valori superiori a 200 milioni di dollari per gli indici S&P

Dato	Risultato
Rendimento ponderato in funzione dei flussi di investimento	-5,29%
% di flussi in senso opposto alla decisione di S&P	73,68%
% di flussi nello stesso senso della decisione di S&P	26,32%
Guadagno più elevato	5,67%
Perdita più elevata	-11,88%

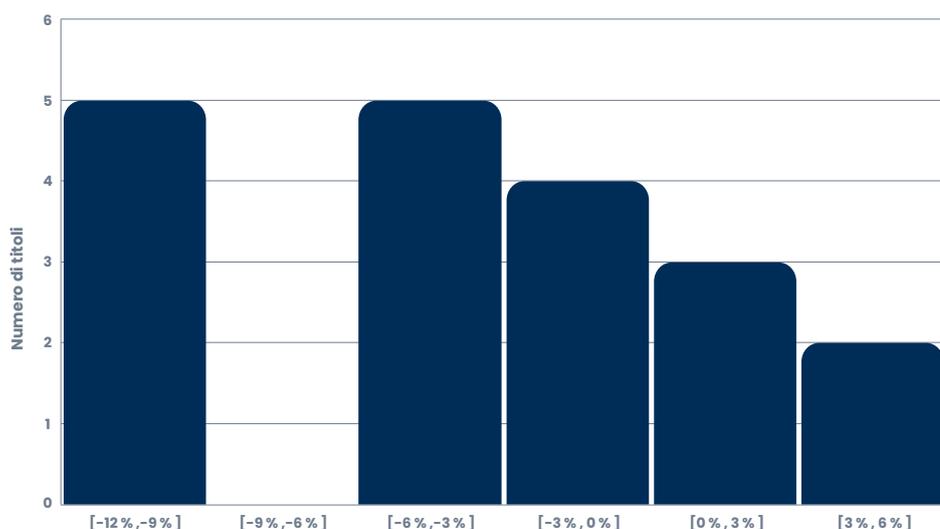
Fonte: Candriam

Una strategia long-short con leva pari a 1⁶, che investe in ogni azione interessata in proporzione ai flussi previsti per tali titoli, avrebbe registrato una significativa perdita del 5,29%. Circa il 73% dei flussi si è mosso nella direzione opposta alle previsioni che avevano preceduto l'annullamento del riequilibrio dell'S&P 500.

Di seguito, la ripartizione delle performance dei titoli con flussi superiori a 200 milioni di dollari, registrate il giorno successivo all'annullamento del ribilanciamento di marzo 2020 per gli indici S&P. Il grafico dimostra che alcuni titoli hanno subito perdite comprese tra il 9% e il 12%.

Grafico 7:

Distribuzione delle performance dei titoli S&P con flussi superiori a 200 milioni di dollari



Nota: performance relative al giorno successivo all'annullamento del ribilanciamento

Fonte: Candriam

⁶ Per strategia long-short con leva pari a 1 si intende il caso in cui un gestore che disponga di 100 euro di liquidità acquisterà un titolo per 100 euro, prevedendone il rialzo. Allo stesso tempo, venderà allo scoperto un altro titolo che non possiede ancora e che prenderà a prestito per lo stesso importo, sperando di riacquistarlo successivamente a un prezzo più basso, conseguendo così un guadagno.

Elementi non quantificabili, come il contesto eccezionale della crisi, hanno svolto un ruolo cruciale nella decisione di S&P di annullare questo ribilanciamento. Tale decisione mirava principalmente a preservare la stabilità dei mercati in un periodo di forte incertezza. In assenza di ribilanciamenti, i gestori hanno dovuto adeguare le loro strategie, con conseguenti distorsioni nella composizione dei portafogli.

Questo evento mette in luce i rischi insiti nelle strategie di investimento sistematiche basate sui ribilanciamenti degli indici. È essenziale tenere conto delle condizioni di mercato e mantenere flessibilità nella gestione dei portafogli per evitare perdite significative in caso di eventi imprevisti.

L'analisi di eventi eccezionali, come l'inclusione di Tesla nell'S&P 500 e il rinvio dei ribilanciamenti dell'S&P nel 2020, permette di comprendere meglio la complessità dei movimenti di mercato. Essa offre inoltre una migliore comprensione dei rischi inerenti ai cambiamenti degli indici, sia che si tratti di perdite significative o di opportunità di investimento mancate, come può accadere con gestioni sistematiche.



5. Conclusione: l'importanza di un approccio combinato, l'utilità di un team esperto

La dinamica dei ribilanciamenti degli indici è un fenomeno complesso che influenza notevolmente i mercati finanziari, incidendo sia sul prezzo delle azioni che sui volumi delle transazioni. Tali adeguamenti periodici nella composizione degli indici sono essenziali per mantenerne la pertinenza e la rappresentatività di fronte agli sviluppi economici e settoriali.

Modificando il peso delle azioni e aggiungendo o ritirando titoli secondo criteri rigorosi, le società che gestiscono gli indici di mercato incidono sulla volatilità e possono creare opportunità di arbitraggio. Lo sviluppo della gestione passiva e il suo crescente ruolo nell'asset allocation accentuano ulteriormente questi effetti.

Per comprendere appieno le forze in gioco nelle ricomposizioni degli indici e anticipare i movimenti di mercato che ne derivano, è fondamentale combinare analisi quantitative e qualitative. Un approccio puramente quantitativo non è sufficiente per comprendere la complessità dei mercati. L'integrazione di una dimensione qualitativa approfondita permette di cogliere le sfumature e gli impatti degli adeguamenti degli indici sui portafogli e sulle strategie d'investimento.

Data la complessità dei ribilanciamenti, anche la presenza di un team esperto e specializzato in questo tipo di eventi può essere una risorsa preziosa. Per essere efficace, un team di questo tipo ha bisogno di un background eterogeneo e dell'accesso a vaste banche dati per svolgere le necessarie ricerche approfondite.

Grazie a un approccio ibrido, gli investitori possono non solo anticipare e reagire meglio alle fluttuazioni del mercato, ma anche ottimizzare le loro strategie d'investimento, limitare i rischi e identificare più efficacemente le potenziali opportunità.

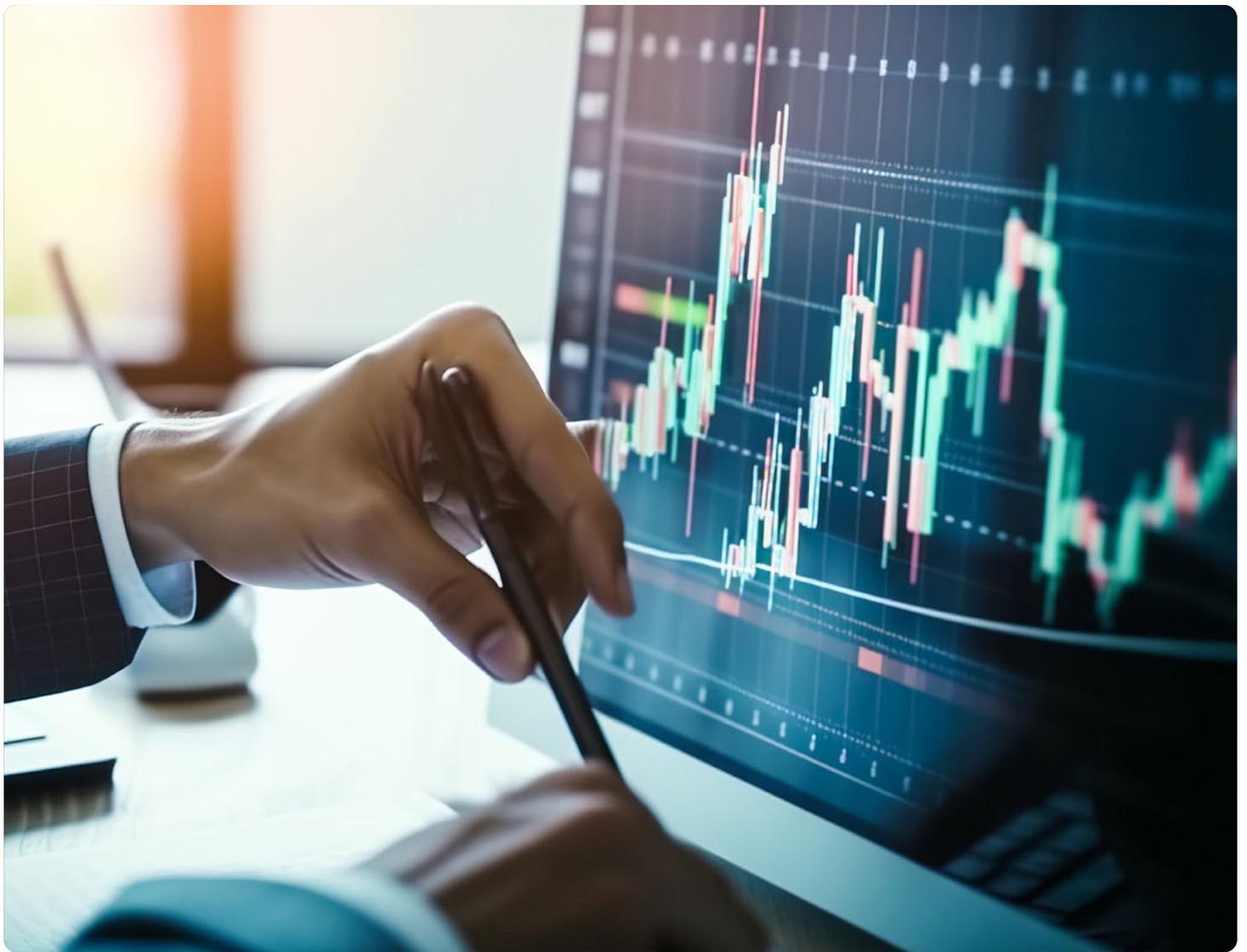
L'approccio di Candriam

Candriam si distingue nell'anticipazione dei ribilanciamenti degli indici grazie al suo approccio unico che combina:

- **Competenze approfondite:** forte di oltre 21 anni di esperienza, Candriam ha acquisito una conoscenza approfondita delle metodologie di ribilanciamento e dei fattori che influenzano l'andamento degli indici.
- **Analisi quantitativa e fondamentale integrata:** Candriam utilizza modelli quantitativi sofisticati in combinazione con un'analisi fondamentale rigorosa per identificare le potenziali opportunità d'investimento.

- **Adattabilità in tempo reale:** Candriam monitora costantemente i mercati e adegua la propria strategia in base agli sviluppi economici e alle variazioni dei criteri degli indici.
- **Cultura dell'innovazione:** Candriam s'impegna a rimanere all'avanguardia della ricerca in materia di anticipazione dei ribilanciamenti degli indici, sviluppando costantemente nuovi metodi e strumenti per ottimizzare le sue performance.





€ 149 mld

AUM a fine
giugno 2024*



+600

Professionisti
esperti e dedicati



+ 25 anni

Pionieri degli
investimenti sostenibili

Il presente documento è fornito a titolo informativo e unicamente a scopi educativi e può contenere opinioni di Candriam e informazioni proprietarie. Non costituisce un'offerta per l'acquisto o la vendita di strumenti finanziari, né rappresenta un consiglio d'investimento o una conferma di transazione di alcun genere, eccetto laddove non sia espressamente così convenuto. Sebbene Candriam selezioni attentamente le fonti e i dati impiegati, non si può escludere a priori la presenza di eventuali errori od omissioni. Candriam declina ogni responsabilità in relazione ad eventuali perdite dirette o indirette conseguenti sull'uso del presente documento. I diritti di proprietà intellettuale di Candriam devono essere rispettati in qualsiasi momento e il contenuto del presente documento non può essere riprodotto senza previo consenso scritto.

Le performance passate, le simulazioni di performance passate e le previsioni di performance future di uno strumento finanziario, indice finanziario, strategia o servizio di investimento non sono indicative della performance futura. Le performance lorde possono subire l'impatto di commissioni, competenze ed altri oneri. I risultati espressi in una divisa diversa da quella del Paese di residenza dell'investitore sono soggetti alle fluttuazioni dei tassi di cambio, con un impatto negativo o positivo sui rendimenti. Nel caso in cui il presente documento si riferisse ad un trattamento fiscale specifico, tali informazioni dipenderebbero dalla singola situazione di ciascun investitore e potrebbero subire variazioni. L'investitore si fa carico del rischio di perdita del capitale.

*Dal 30/06/2024, Candriam ha modificato la metodologia di calcolo delle masse in gestione (AUM) e gli AUM includono ora alcune attività, come gli AUM non discrezionali, la selezione di fondi esterni, i servizi di overlay, compresi i servizi di screening ESG, i servizi di [advisory], i servizi di white labeling e i servizi di fornitura di portafogli modello che non si qualificano come asset in gestione regolamentari, come definiti nel Form ADV della SEC. Gli AUM sono riportati in USD. Gli AUM non denominati in USD sono convertiti al tasso spot al 31/12/2023.



CANDRIAM. INVESTING FOR TOMORROW.

WWW.CANDRIAM.COM

CANDRIAM 
A NEW YORK LIFE INVESTMENTS COMPANY