APPROFONDIMENTI SULLE ASSET CLASS

Decodificare i benchmark azionari: uno sguardo più ravvicinato alla costruzione degli indici

I benchmark sono profondamente integrati nelle prassi del settore degli investimenti e rappresentano uno strumento di riferimento fondamentale per l'analisi dei mercati e dei portafogli.

AUTORI



ROSS CARTWRIGHT
Strategy & Insights Group



JONATHAN HUBBARD, CFA
Strategy & Insights Group

Introduzione

I benchmark sono profondamente integrati nelle prassi del settore degli investimenti e rappresentano uno strumento di riferimento fondamentale per l'analisi dei mercati e dei portafogli. Fungono da punto di riferimento importante per valutare molteplici aspetti di un portafoglio, dagli indicatori basati sulla performance, come rischio e rendimento, fino ai fondamentali di mercato aggregati, quali le valutazioni e i tassi di crescita.

Un'analisi più approfondita dei benchmark rivela però un paradosso: questi strumenti, nati originariamente come semplici parametri di misurazione, vengono raramente esaminati con lo stesso rigore riservato alle strategie a cui vengono confrontati. Di conseguenza, gli assunti su cui si basa la costruzione dei benchmark finiscono spesso per diventare verità indiscusse, il che può portare a prendere decisioni sulla base di informazioni inadeguate o a esporre i portafogli a rischi indesiderati.

Questo articolo spiega in che modo i benchmark sono arrivati ad assumere il ruolo che ricoprono oggi nel settore, perché le loro metodologie di costruzione sono più importanti di quanto molti investitori credano e perché, in un contesto di mercati azionari in continua evoluzione, decodificare i benchmark sia oggi più importante che mai.

Origini ed evoluzione dei benchmark

Nel 1884 Charles Dow calcolò la media dei prezzi azionari di undici società ferroviarie, dando vita al Dow Jones Railroad Index, pubblicato sul *Customer's Afternoon Letter*, il precursore del *Wall Street Journal*. Nel 1896 venne introdotto il Dow Jones Industrial Index per offrire una rappresentazione più completa dell'andamento del mercato azionario. L'obiettivo era modesto: lettori e investitori avevano bisogno di un punto di riferimento per valutare l'attività economica degli Stati Uniti e capire se il mercato azionario stesse salendo o scendendo. All'epoca, l'economia statunitense era fortemente industrializzata e le maggiori società quotate operavano principalmente nel settore manifatturiero. Di conseguenza, l'economia americana e il mercato azionario statunitense erano strettamente correlati.

Nei decenni successivi si è assistito a una continua proliferazione di indici e metodologie di costruzione degli indici.

Figura 1: evoluzione storica degli indici



Oltre ad essere importanti strumenti di misurazione, i benchmark hanno via via assunto un ruolo centrale nelle attività di ricerca e analisi, sia in ambito professionale che accademico. L'aggregazione e la classificazione dei titoli sulla base di caratteristiche quali la capitalizzazione di mercato e lo stile di investimento hanno reso possibili analisi più approfondite, sia comparando tra loro diverse categorie di titoli sia osservandone l'evoluzione nel tempo, contribuendo alla nascita di un vasto corpus di studi sui mercati finanziari.

La sfida delle metodologie

Con la crescente diffusione dei benchmark, sono aumentate anche la complessità e la sofisticazione delle metodologie di costruzione. Comprendere il modo in cui vengono costruiti i benchmark è fondamentale, perché tale metodologia può decidere non solo quali titoli detiene un investitore, ma anche il peso attribuito a ciascuno di essi in portafoglio. Prendiamo lo stile d'investimento value: ciascuno dei tre principali fornitori di indici utilizza una metodologia diversa per stabilire quali siano i titoli "value" da inserire nei rispettivi indici. MSCI adotta un approccio multifattoriale che combina segnali di valore, crescita e qualità. S&P privilegia invece la convenienza relativa del prezzo, misurata attraverso indicatori come il rapporto tra prezzo e valore contabile, utili e fatturato. Infine, Russell attribuisce maggiore importanza alle aspettative di crescita, integrando le previsioni sugli utili futuri con le tradizionali metriche value.

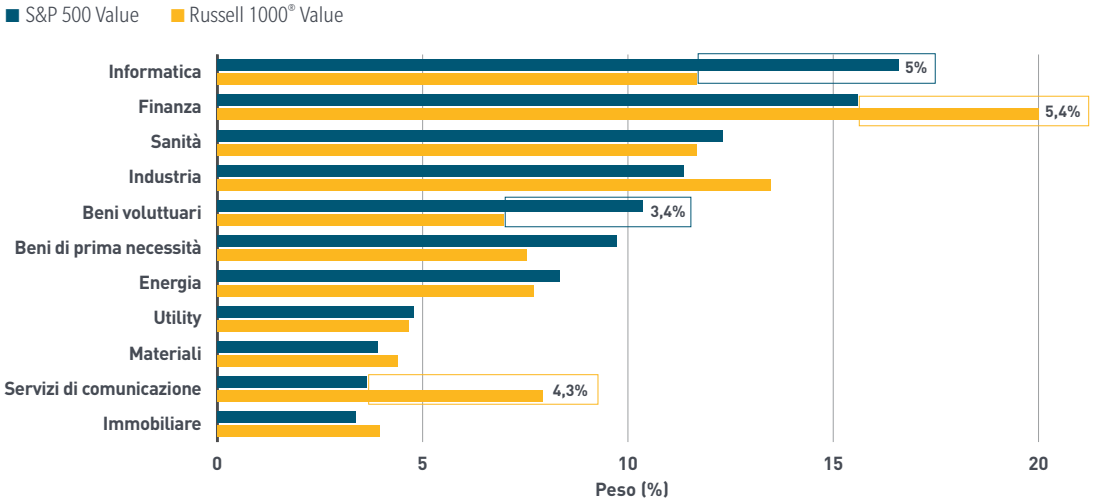
Figura 2: metodologie degli indici value a grande capitalizzazione



Fonte: MSCI, S&P Global, FTSE Russell. Sono riportati i principali fattori che determinano le esposizioni degli indici.
Per una descrizione completa delle metodologie effettivamente utilizzate, si rimanda ai siti web dei rispettivi fornitori di indici.

Prevedibilmente, le conseguenze di queste diverse definizioni sono tutt'altro che trascurabili. Considerando ad esempio gli indici S&P 500 Value e Russell 1000® Value, sono quattro i settori – compresi i due più importanti, informatica e finanza – che hanno registrato differenze nei pesi relativi superiori al 3%. Queste discrepanze possono tradursi in differenze significative nei profili di rendimento. Negli ultimi vent'anni, infatti, il tracking error tra questi benchmark value apparentemente simili è stato in media del 2,3%.

Figura 3: i pesi settoriali variano, anche all'interno dello stesso stile



Fonte: Analisi di portafoglio FactSet al 31 marzo 2026.

Guardando più da vicino ai singoli titoli, ad aprile 2026 le prime dieci posizioni degli indici MSCI USA Value, S&P 500 Value e Russell 1000® Value avevano in comune soltanto tre società: Exxon Mobil, Intel e Walmart.

Cosa fa di un titolo un titolo "value"?

MSCI USA Value "Multifattoriale"	%	S&P 500 Value "Convenienza"	%	Russell 1000® Value "Orientamento alla crescita"	%
Alphabet Inc. Classe A	7,0	Apple Inc.	7,0	Alphabet Inc. Classe A e C	4,4
Meta	4,2	Amazon.com	4,3	Berkshire Hathaway Classe B	2,7
JPMorgan Chase & Co.	2,7	Exxon Mobil Corporation	2,3	JPMorgan Chase & Co.	2,6
Berkshire Hathaway Classe B	2,0	Walmart Inc.	2,0	Amazon.com	2,1
Exxon Mobil Corporation	2,0	Costco Wholesale Corporation	1,6	Exxon Mobil Corporation	2,0
Micron Technology	1,8	Intel Corporation	1,6	Micron Technology	1,8
Johnson & Johnson	1,7	Tesla	1,4	Johnson & Johnson	1,7
Intel Corporation	1,3	Chevron Corporation	1,3	Walmart Inc.	1,3
Walmart Inc.	1,2	Bank of America Corp.	1,3	Intel Corporation	1,3
Abbvie	1,2	Procter & Gamble Company	1,2	Cisco Systems, Inc.	1,1

Fonte: FactSet. Al 30 aprile 2026. Le informazioni di cui sopra nonché le singole società e/o i singoli titoli menzionati non devono essere interpretati come una consulenza d'investimento, una raccomandazione di acquisto o di vendita o un'indicazione delle intenzioni di trading in relazione ad alcun prodotto MFS. I rendimenti passati non sono una garanzia dei risultati futuri.

A complicare ulteriormente il quadro interviene la ricostituzione degli indici, che, a seconda del fornitore, avviene generalmente con cadenza semestrale o annuale e può generare ulteriori distorsioni quando i titoli migrano da una categoria di stile a un'altra. Le società possono infatti passare dalla classificazione growth a quella value, o viceversa, nonché cambiare categoria dimensionale, talvolta solo per poco tempo. A rendere il tutto ancora più complesso, in alcuni casi un titolo può essere ripartito tra diversi indici basati sugli stili. Un buon esempio è Apple: negli ultimi anni il titolo è stato incluso negli indici Russell 1000® Growth e Russell 1000® Value in proporzioni variabili, talvolta interamente in uno, talvolta ripartito tra i due.

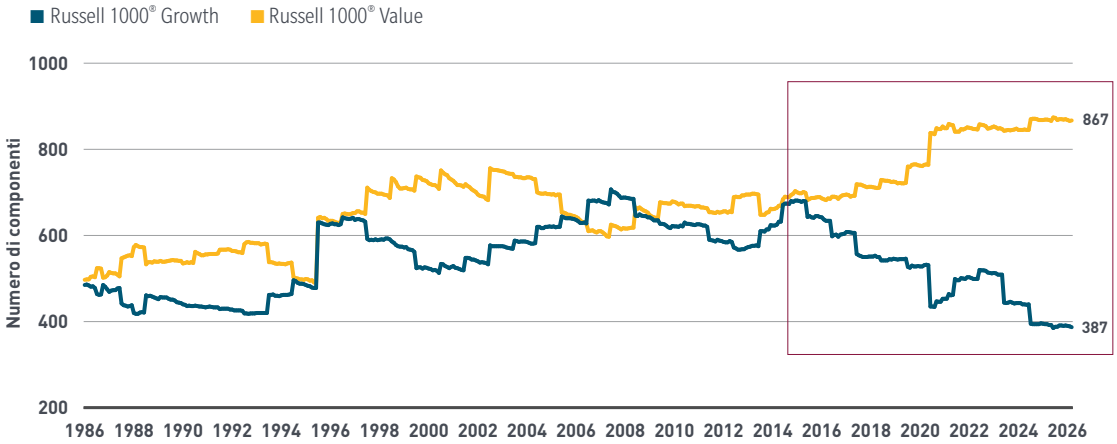
Questo panorama in continua evoluzione pone una sfida agli investitori, che devono chiedersi se la metodologia di costruzione di un indice sia effettivamente coerente con il ruolo che una determinata strategia d'investimento è chiamata a svolgere all'interno del loro portafoglio. Negli ultimi anni tale interrogativo è diventato ancora più rilevante, poiché il mercato nel suo complesso ha assunto un orientamento sempre più favorevole ai titoli growth. Per gli asset allocator che vogliono strategie value capaci di svolgere funzioni specifiche all'interno del portafoglio, ciò può rappresentare un problema. Il rischio è infatti quello di creare sovrapposizioni indesiderate con altre allocazioni già presenti in portafoglio. Inoltre, questa dinamica può accentuare il problema della concentrazione, che è già una caratteristica intrinseca del mercato più ampio.

Concentrazione degli indici: come siamo arrivati a questo punto?

La concentrazione del mercato statunitense non è emersa dall'oggi al domani. Una combinazione di fattori – cambiamenti normativi, diminuzione delle IPO, accelerazione delle fusioni e acquisizioni e crescita dei mercati privati – ha progressivamente ridotto l'universo investibile delle azioni quotate, facendo sì che le società più grandi rappresentassero una quota sempre maggiore della capitalizzazione complessiva del mercato. A ciò si aggiunge il superciclo tecnologico degli ultimi vent'anni alimentato dall'ascesa del mobile, del cloud e, più recentemente, dell'intelligenza artificiale, che ha contribuito ad accrescere i profitti e, di conseguenza, la capitalizzazione di mercato delle mega cap statunitensi. È difficile stabilire se, come e quando questa struttura di mercato possa cambiare, ma siamo in grado di capire in che modo i differenziali di performance estremi possono alterare la composizione degli indici basati sugli stili.

Prendiamo i popolari indici Russell 1000® Growth e Russell 1000® Value, concepiti per offrire agli investitori una rappresentazione equilibrata di questi due stili di investimento. Una caratteristica fondamentale della metodologia Russell è il mantenimento intenzionale di una capitalizzazione di mercato complessiva pressoché equivalente tra l'indice growth e quello value. Nel mercato odierno, dominato dalle mega cap, questo processo meccanico ha però prodotto una significativa divergenza nel numero complessivo di titoli presenti nei due indici. Per eguagliare la capitalizzazione di poche mega cap growth è infatti necessario includere un numero molto più elevato di titoli value di dimensioni più contenute. Il risultato di questa aritmetica poco favorevole è che l'indice value comprende più del doppio dei titoli presenti nell'indice growth. Inoltre, il titolo con il peso maggiore nell'indice growth ha un peso pari a quasi cinque volte quello del principale titolo dell'indice value. Questa situazione può creare notevoli difficoltà nella costruzione dei portafogli, rendendo molto più rilevanti le ponderazioni relative dei singoli titoli. Per esempio, una posizione pari alla metà del peso del primo titolo del Russell 1000® Value corrisponde all'1,3% del portafoglio, mentre una posizione pari alla metà del peso del primo titolo del Russell 1000® Growth equivale al 6,6%. Questi squilibri si estendono anche alla distribuzione dei pesi tra settori e segmenti di mercato.

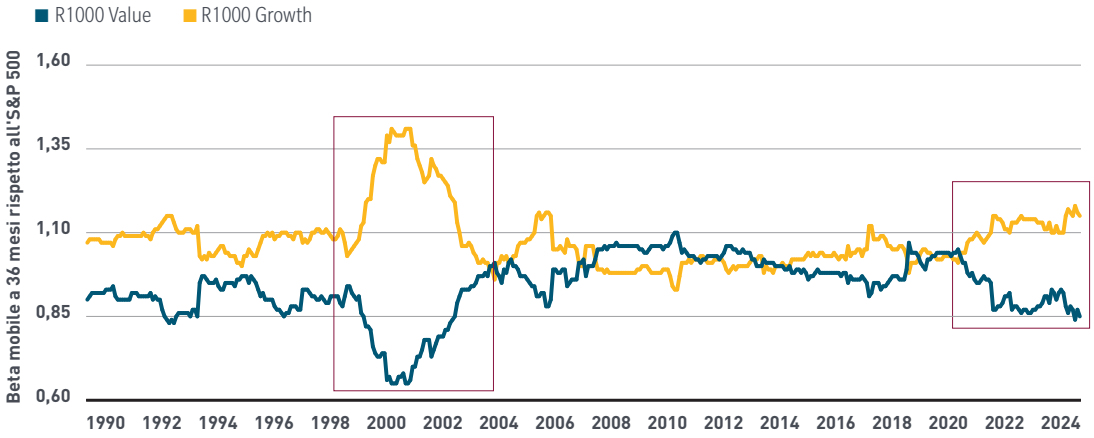
Figura 4: si amplia la divergenza nel numero di componenti degli indici



Fonte: FactSet Portfolio Analysis. Dati mensili dal 31 gennaio 1986 al 31 marzo 2026.

Le divergenze in termini di beta evidenziano un'altra importante differenza tra gli indici growth e value, aggiungendo un ulteriore livello di complessità per gli investitori chiamati a valutare i benchmark. Come mostra il grafico seguente, tra il 2004 e il 2021 il beta degli indici growth e value (misurato rispetto all'S&P 500) è rimasto sostanzialmente allineato, oscillando intorno a 1,0. Più recentemente, però, i due beta hanno registrato una marcata divergenza: il beta dell'indice growth è salito fino a sfiorare 1,2, mentre quello dell'indice value è sceso sotto lo 0,9. Sebbene questa divergenza recente non abbia raggiunto i livelli estremi osservati durante la bolla delle dot-com, resta comunque significativa e riflette un profilo di rischio relativo molto più elevato per il segmento growth e sensibilmente più contenuto per quello value. A nostro avviso, comprendere in che modo i profili di rischio di questi indici possano evolvere nel tempo costituisce un input prezioso per gli investitori quando valutano le strategie d'investimento rispetto ai benchmark.

Figura 5: beta in aumento nei titoli growth e in calo in quelli value



Fonte: FactSet. Dati mensili dal 31 dicembre 1987 al 30 aprile 2026. Beta calcolato su un periodo mobile di 36 mesi tra il Russell 1000® Value e l'S&P 500 e tra il Russell 1000® Growth e l'S&P 500.

Decodificare i benchmark azionari: uno sguardo più ravvicinato alla costruzione degli indici

Ripensare il ruolo dei benchmark

I portafogli vengono costruiti per raggiungere gli obiettivi dei clienti, non per replicare un indice. Da oltre 140 anni i benchmark azionari svolgono un'importante funzione di riferimento e continueranno a farlo anche in futuro, ma il loro ruolo dovrebbe essere quello di orientare le decisioni d'investimento, non di determinarle. In un contesto d'investimento sempre più ampio e complesso, riteniamo che gli investitori possano trarre grande beneficio da una conoscenza approfondita delle modalità di costruzione dei benchmark che utilizzano e dei diversi rischi associati a tali indici. Questi rischi evolvono nel tempo, variando sia per direzione che per intensità.

I rendimenti passati non sono una garanzia dei risultati futuri.

Le informazioni di cui sopra nonché le singole società e/o i singoli titoli menzionati non devono essere interpretati come una consulenza d'investimento, una raccomandazione di acquisto o di vendita o un'indicazione delle intenzioni di trading in relazione ad alcun prodotto MFS.

Frank Russell Company ("Russell") è la fonte nonché il titolare dei dati sugli indici Russell contenuti o riflessi nel presente materiale e di tutti i marchi commerciali, i marchi di servizio e i copyright relativi agli indici Russell. Russell® è un marchio registrato di Frank Russell Company. Russell e i suoi licenzianti non si assumono alcuna responsabilità per qualsiasi errore od omissione contenuti negli indici Russell e/o nei rating Russell ovvero nei dati sottostanti, e non è consentito a nessuno di fare affidamento sugli indici Russell e/o rating Russell e/o dati sottostanti contenuti nella presente comunicazione. È vietata l'ulteriore distribuzione dei dati Russell senza il previo consenso scritto di Russell. Russell non promuove, sponsorizza o avalla il contenuto della presente comunicazione.

"Standard & Poor's®" e "S&P®" sono marchi registrati di Standard & Poor's Financial Services LLC ("S&P") e Dow Jones è un marchio registrato di Dow Jones Trademark Holdings LLC ("Dow Jones"). Tali marchi sono concessi in licenza d'uso ad S&P Dow Jones Indices LLC e concessi in sublicenza per determinati scopi ad MFS. L'S&P 500® è un prodotto di S&P Dow Jones Indices LLC, ed è stato concesso in licenza d'uso ad MFS. I prodotti di MFS non sono sponsorizzati, approvati, venduti o promossi da S&P Dow Jones Indices LLC, Dow Jones, S&P o dalle rispettive affiliate, e né S&P Dow Jones Indices LLC, Dow Jones, S&P, né le rispettive affiliate rilasciano alcuna dichiarazione in merito all'opportunità di investire in tali prodotti. Le opinioni espresse in questo documento sono quelle di MFS e sono soggette a modifica in qualsiasi momento.

Queste opinioni non devono essere considerate alla stregua di una consulenza di investimento, di una raccomandazione di titoli o di un'indicazione delle intenzioni di trading per conto del consulente. I rendimenti passati non sono una garanzia dei risultati futuri. Non vi è alcuna garanzia che le previsioni si avverino.

La diversificazione non garantisce un guadagno né una protezione dalle perdite. I rendimenti passati non sono una garanzia dei risultati futuri.

INFORMATIVA GLOBALE

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

Distribuito da:

Stati Uniti – MFS Institutional Advisors, Inc. ("MFSI"), MFS Investment Management e MFS Fund Distributors, Inc.; Membro del SIPC; **America Latina –** MFS International Ltd.; **Canada –** MFS Investment Management Canada Limited; **Nota per i lettori di Regno Unito e Svizzera:** pubblicato nel Regno Unito e in Svizzera da MFS International (U.K.) Limited ("MIL UK"), una private limited company (società a responsabilità limitata) registrata in Inghilterra e Galles con numero 03062718, e autorizzata e soggetta alla vigilanza della Financial Conduct Authority britannica, che sorveglia sulla conduzione delle sue attività di investimento. MIL UK, una controllata indiretta di MFS®, con sede legale in One Carter Lane, Londra, EC4V 5ER. **Nota per i lettori europei (esclusi quelli di Regno Unito e Svizzera)**: pubblicato in Europa da MFS Investment Management (Lux) S.à r.l. (MFS Lux) – autorizzata ai sensi del diritto lussemburghese come società di gestione di Fondi con sede in Lussemburgo. La società fornisce prodotti e servizi di investimento agli investitori istituzionali e ha sede legale come S.a r.l. al 4 Rue Albert Borschette, Lussemburgo L-1246. Tel.: 352 2826 12800. Questo materiale non deve essere diffuso o distribuito a persone diverse dagli investitori professionali (nei termini consentiti dalla normativa locale) e non deve essere utilizzato o distribuito in nessun caso, laddove tale utilizzo o distribuzione contravvenga alla normativa locale; **Singapore –** MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M); **Australia/Nuova Zelanda –** MFS International Australia Pty Ltd ("MFS Australia") (ABN 68 607 579 537) è registrata con numero di licenza per servizi finanziari 485343. MFS Australia è soggetta alla vigilanza della Securities and Investments Commission australiana; **Hong Kong –** MFS International (Hong Kong) Limited ("MIL HK"), una private limited company (società a responsabilità limitata) autorizzata e soggetta alla vigilanza della Hong Kong Securities and Futures Commission (la "SFC"). MIL HK è autorizzata a negoziare in titoli e a svolgere attività di gestione patrimoniale, oltre che a fornire taluni servizi di investimento a "investitori professionali", come definiti nella Securities and Futures Ordinance ("SFO"). **Per gli investitori professionali in Cina –** MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, Cina, una società a responsabilità limitata cinese registrata per fornire servizi di consulenza in materia di gestione finanziaria; **Giappone –** MFS Investment Management K.K., è iscritta come società di gestione di strumenti finanziari (Financial Instruments Business Operator) presso Kanto Local Finance Bureau (FIBO) con numero 312, fa parte dell'Investment Trust Association giapponese e della Japan Investment Advisers Association. Dato che le spese a carico degli investitori variano in base a diversi fattori, come la tipologia di prodotti e servizi, il periodo di investimento e le condizioni di mercato, non è possibile indicarne in anticipo l'importo totale né i metodi di calcolo. Tutti gli investimenti comportano dei rischi, incluso quello di fluttuazione dei mercati, ed è possibile che gli investitori perdano il capitale investito. Gli investitori devono ottenere e leggere attentamente il prospetto informativo e/o il documento previsto dall'Articolo 37-3 del Financial Instruments and Exchange Act prima di sottoscrivere l'investimento. **Per i lettori in Arabia Saudita, Kuwait, Oman ed Emirati Arabi Uniti (esclusi DIFC e ADGM). In Qatar questo documento è destinato esclusivamente a investitori sofisticati e a persone con un patrimonio netto elevato. In Bahrein questo documento è destinato esclusivamente a istituzioni sofisticate:** Le informazioni contenute nel presente documento sono destinate esclusivamente agli investitori professionali. Le informazioni contenute nel presente documento non costituiscono e non devono essere interpretate come un'offerta, un invito o una proposta di offerta, una raccomandazione a presentare una richiesta, ovvero un parere o un'indicazione su un prodotto, un servizio e/o una strategia finanziaria. Sebbene sia stata posta la massima attenzione nell'assicurare l'accuratezza delle informazioni contenute nel presente documento, non ci si assume alcuna responsabilità per eventuali errori, sbagli o omissioni o per qualsiasi azione intrapresa facendo affidamento su di esse. È possibile riprodurre, diffondere e utilizzare questo documento (o parte di esso) solo con il consenso di MFS international U.K. Ltd ("MIL UK"). Le informazioni contenute in questo documento hanno scopo puramente informativo. Il presente documento non è destinato alla distribuzione al pubblico, che non vi deve fare affidamento. Le informazioni contenute nel presente documento possono includere dichiarazioni che non sono di natura puramente storica, ma che costituiscono invece "dichiarazioni previsionali". Queste includono, tra l'altro, proiezioni, previsioni o stime di reddito. Queste dichiarazioni previsionali si basano su determinate ipotesi, alcune delle quali sono descritte in altri documenti o materiali pertinenti. Se non doveste comprendere il contenuto del presente documento, vi consigliamo di rivolgervi a un consulente finanziario autorizzato. Si prega di notare che qualsiasi materiale inviato dall'emittente (MIL UK) è stato inviato elettronicamente dall'estero. **Sudafrica –** Il presente documento e le informazioni in esso contenute non sono da intendersi e non costituiscono un'offerta pubblica di titoli in Sudafrica e di conseguenza non devono essere interpretati come tali. Il presente documento non è destinato alla diffusione al pubblico in Sudafrica. Il presente documento non è stato approvato dalla Financial Sector Conduct Authority e neanche MFS International (U.K.) Limited né i suoi fondi sono registrati per la vendita al pubblico in Sudafrica. Massachusetts Financial Services, Inc.®