

## L'altra faccia dei picchi di concentrazione del mercato

### Autori



Benjamin R. Nastou, CFA  
Co-CIO Soluzioni quantitative



Derek W. Beane, CFA  
Institutional Portfolio Manager



Jonathan Perlman  
Quantitative Sr. Research Associate

Visto il successo dei Magnifici Sette negli Stati Uniti e dei GRANOLAS in Europa, si è parlato molto delle sacche globali di concentrazione del mercato. Le grandi società sono diventate ancora più grandi, andando a rappresentare una quota maggiore degli indici di mercato generali. Poiché alcuni indici come l'S&P 500 sono ponderati in base alla capitalizzazione di mercato, la sovraperformance di alcuni dei titoli più importanti ha sospinto il mercato più ampio, mascherando l'andamento mediocre della "maggior parte" dei titoli. Si è trattato, in un certo senso, di una forza che si è autoalimentata, in quanto i flussi verso gli indici passivi e gli ETF sono cresciuti e hanno intensificato il fenomeno. In termini di performance, a beneficiarne sono stati gli investitori puramente passivi, visto il sostegno che questi pochi titoli hanno fornito al flusso di rendimento generale. Se il vostro portafoglio è fortemente orientato alle azioni large cap core o large cap growth (come l'indice S&P 500), avete probabilmente ottenuto buoni risultati. Tutto il resto ha sofferto molto in termini relativi. A titolo di esempio, si considerino i rendimenti cumulativi del periodo di cinque anni terminato il 31 dicembre 2023. Dal punto di vista della capitalizzazione di mercato, le large cap hanno reso il 126% e le small cap il 61%, mentre dal punto di vista dello stile, il fattore growth ha sovraperformato quello value (rispettivamente 137% e 67%).<sup>1,2,3,4</sup>

Di fronte all'estrema concentrazione del mercato, è naturale porsi le seguenti domande:

1. Come si colloca questa concentrazione in termini storici?
2. Da cosa sono generalmente seguiti i periodi di estrema concentrazione?

### Panoramica storica

Esistono vari modi per valutare la concentrazione del mercato, ma tutti sembrano portare alla stessa conclusione: ci troviamo attualmente in uno dei periodi di maggiore concentrazione della storia moderna degli Stati Uniti. Le analisi recenti si sono perlopiù concentrate sull'S&P 500, il che va bene; in questa sede, tuttavia, facciamo un passo indietro ed esaminiamo per completezza *tutti* i titoli statunitensi quotati.<sup>5</sup> Come si evince dalla Figura 1, ci sono stati altri periodi di forte concentrazione del mercato, anche se ora ci stiamo avvicinando ai livelli più alti dell'ultimo secolo. Ovviamente, ciò non significa che il periodo di alta concentrazione non possa proseguire; non abbiamo la sfera di cristallo, tuttavia uno sguardo alle analogie storiche può aiutarci a capire cosa potrebbe accadere quando questo regime cambierà.



Figura 1: Concentrazione del mercato



Fonte: NYSE, American Stock Exchange e NASDAQ, dal database Kenneth French Kenneth R. French - Data Library (dartmouth.edu) [https://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data\\_library.html#Research](https://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data_library.html#Research).

Facciamo notare che i picchi di concentrazione non si verificano sempre nello stesso punto di un ciclo di mercato. Ad esempio, alcuni si sono verificati in prossimità dei picchi di mercato, quando gli investitori si sono riversati sui titoli preferiti (1973 e 2000), mentre altri si sono verificati in prossimità dei minimi di mercato (1932 e 1957).

### Che cosa ci attende?

I mercati si muovono per cicli. Al pari di value vs. growth, large cap vs. small cap, USA vs. non USA, l'opposizione concentrazione vs. diversificazione è un altro tipo di ciclo di cui gli investitori devono tener conto. Come illustrato sopra, prima o dopo i mercati finiscono per raggiungere un punto di svolta in termini di concentrazione, tornando a una partecipazione più ampia. Se si parte dal presupposto che, a un certo punto, il regime cambierà a favore di un ambiente meno concentrato e più diversificato, quanto può durare questa fase di cambiamento e cosa implica per i vari segmenti del mercato azionario?

Utilizzando i picchi di concentrazione elencati alla Figura 1, abbiamo osservato attentamente entrambi i lati del picco per capire quanto possono durare le fasi di rialzo che precedono il picco e la successiva fase di inversione dei cicli di concentrazione.

Figura 2: Durata dei cicli

Picco	1932	1957	1973	2000	Media	Ciclo attuale*
Ciclo di concentrazione (anni)	—	11,4	4,3	15,3	10,3	17,7
Ciclo di diversificazione (anni)	13,9	11,3	12,3	5,3	10,7	—

Nota: Il ciclo di concentrazione indica il periodo di tempo che intercorre tra il livello minimo e il livello massimo di concentrazione del mercato. Il ciclo di diversificazione indica il periodo di tempo che intercorre tra il livello massimo e il livello minimo di concentrazione del mercato. Non sono disponibili dati per il periodo che ha preceduto il picco del 1932.  
\*Misurato fino al 31 dicembre 2023.

Fonte: NYSE, American Stock Exchange e NASDAQ, dal database Kenneth French Kenneth R. French - Data Library (dartmouth.edu) [https://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data\\_library.html#Research](https://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data_library.html#Research).



Nei periodi di concentrazione, la performance dei mercati tende ad essere trainata da un manciata di large cap, favorendo approcci meno diversificati. Viceversa, una volta passato il picco, la performance dei mercati tende storicamente ad essere determinata da una percentuale più nutrita di titoli, favorendo gli approcci diversificati. La durata dei cicli che favoriscono la concentrazione rispetto alla diversificazione varia, ma si tratta in media di sviluppi piuttosto estesi di circa dieci anni. Anche quelli più brevi sono comunque durati tra i quattro e i cinque anni, che per molti rappresenta un ciclo di mercato completo. Per contestualizzare la situazione odierna, il periodo di diversificazione del 2000 si è protratto fino all'aprile del 2006, il che significa che l'attuale periodo di concentrazione si protrae da quasi 20 anni, superando di gran lunga la media. Non sappiamo quando finirà, ma abbiamo prove empiriche che dimostrano che ci troviamo in una situazione estrema sia in termini di entità che di durata.

Le fluttuazioni dei mercati e dei loro livelli di concentrazione possono indubbiamente avere un impatto su altre dimensioni sottostanti del panorama azionario. Lo abbiamo visto negli ultimi anni, quando le società growth ad alta capitalizzazione hanno beneficiato di fattori di sostegno enormi rispetto ai segmenti small cap e value del mercato. È una situazione tipica? E cosa succede quando le dinamiche cambiano?

**Figura 3: Performance dopo il picco di concentrazione**

	3 anni		5 anni		10 anni		Ciclo di diversificazione	
	Annualizzato	Cumulativo	Annualizzato	Cumulativo	Annualizzato	Cumulativo	Annualizzato	Cumulativo
<b>Equipond. - Pond. per la cap.</b>	14%	50%	12%	82%	8%	125%	9%	197%
<b>Small cap - Large cap</b>	10%	36%	9%	61%	8%	114%	9%	158%
<b>Value - Growth</b>	5%	18%	7%	44%	4%	46%	7%	104%

Fonte: NYSE, American Stock Exchange e NASDAQ, dal database Kenneth French Kenneth R. French - Data Library (dartmouth.edu) [https://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data\\_library.html#Research](https://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data_library.html#Research).

La figura 3 mostra le performance cumulative e annualizzate medie dopo il picco di concentrazione in vari intervalli temporali nei seguenti casi: indice USA equiponderato meno indice USA ponderato per la capitalizzazione di mercato; small cap USA meno large cap USA; value USA meno growth USA. La serie di dati più a destra mostra le performance medie lungo l'intero ciclo di diversificazione (il periodo tra il livello massimo e il livello minimo di concentrazione del mercato).

Come si è visto, le aree del mercato azionario che evidenziano le migliori performance durante un ciclo di diversificazione sono, in termini storici, quelle che negli ultimi anni hanno accumulato un notevole ritardo. In particolare, dalla Figura 3 si evince quanto segue:

- **Ampiezza:** I titoli azionari equiponderati hanno nettamente sovraperformato quelli ponderati per la capitalizzazione di mercato. Dopo i periodi di eccessiva concentrazione, i portafogli più diversificati (ossia portafogli equamente ponderati) tendono storicamente a sovraperformare i portafogli più concentrati ponderati per la capitalizzazione di mercato. Ciò potrebbe essere di buon auspicio per i gestori attivi, che sono in genere più diversificati rispetto agli attuali indici ponderati per la capitalizzazione. Per definizione, i portafogli passivi tradizionali presentano un'allocatione azionaria equivalente a quella degli indici che replicano. Poiché una percentuale significativa degli indici di large cap è rappresentata da un gruppo ristretto di titoli particolarmente brillanti, eventuali pressioni su questi titoli potrebbero esporre i portafogli passivi a rischi di ribasso significativi. I gestori attivi dispongono della flessibilità necessaria per diversificare in maniera prudente ed evitare il rischio di un'eccessiva concentrazione nei loro benchmark.



- **Dimensioni:** Le small cap hanno sovraperformato le large cap. Gli investitori potrebbero lasciarsi sfuggire rendimenti interessanti se non diversificano lo spettro delle capitalizzazioni di mercato. Inoltre, ciò potrebbe favorire alcuni gestori attivi dato lo sbilanciamento degli indici di large cap, senza dimenticare la potenziale opportunità di assumere posizioni attive in un'area del mercato meno coperta, meno efficiente e con maggiori chance di generare valore tramite la selezione dei titoli.
- **Stile:** I titoli value hanno sovraperformato quelli growth. Come per le dimensioni, anche a livello di stili la diversificazione potrebbe avvantaggiare gli investitori. Negli ultimi tempi, i titoli growth hanno indubbiamente beneficiato di un contesto propizio, tuttavia un'esposizione diversificata agli stili può aiutare a gestire il profilo di performance quando il vento a favore del fattore growth verrà meno.

Ovviamente, nessuno è in grado di prevedere il momento esatto in cui la concentrazione raggiungerà il picco, ma la buona notizia è che, dal nostro punto di vista, ciò non è estremamente importante. La nostra analisi ha mostrato risultati simili se si inizia a diversificare uno e due anni prima del picco di concentrazione. Ma anche muovendosi in anticipo, riteniamo che i vantaggi della diversificazione possano essere significativi quando il ciclo si inverte. La nostra conclusione è che garantire un'adeguata diversificazione è più importante che prevedere i tempi esatti della diversificazione.

### Conclusioni – Un argomento a favore della diversificazione

Vista la notevole forza del mercato nell'ultimo decennio, proveniente perlopiù da un unico segmento, è facile dimenticarsi dei benefici della diversificazione. Gli ultimi dieci anni e più potrebbero passare alla storia come un periodo di estrema concentrazione del mercato e di solide performance di un ristretto gruppo di titoli. Non sappiamo quando questo regime finirà, ma i dati mostrano che quando la leadership di mercato cambia, i cambiamenti possono essere altrettanto drastici e protrarsi altrettanto a lungo. Storicamente, ciò favorisce un approccio diversificato e attivo. ▲

### Note

<sup>1</sup> Prime 50 società dell'S&P 500 – Rendimento lordo.

<sup>2</sup> Russell<sup>2000</sup>® – Rendimento totale.

<sup>3</sup> Russell<sup>3000</sup>® Growth – Rendimento totale.

<sup>4</sup> Russell<sup>3000</sup>® Value – Rendimento totale.

<sup>5</sup> NYSE, American Stock Exchange e NASDAQ, dal database [Kenneth French Kenneth R. French - Data Library \(dartmouth.edu\)](https://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data_library.html#Research)  
[https://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data\\_library.html#Research](https://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data_library.html#Research).



"Standard & Poor's<sup>®</sup>" e S&P "S&P<sup>®</sup>" 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 a S&P Dow Jones Indices LLC e concessi in sublicenza per determinati scopi ad MFS. L'S&P 500<sup>®</sup> 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.

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<sup>®</sup> è un marchio registrato di Frank Russell Company. Russell e i suoi licenziati 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.

Le opinioni espresse sono quelle del o degli autori e sono soggette a modifica in qualsiasi momento. Tali opinioni sono fornite a mero scopo informativo e non devono essere considerate una raccomandazione sulla quale basare l'acquisto di titoli né una sollecitazione o una consulenza d'investimento. Non vi è alcuna garanzia che le previsioni si avverino. I rendimenti passati non sono una garanzia dei risultati futuri.

La diversificazione non garantisce un guadagno né una protezione dalle perdite.

### INFORMATIVA GLOBALE

Salvo laddove diversamente indicato, i loghi e i nomi di prodotti e servizi sono marchi commerciali di MFS<sup>®</sup> 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<sup>®</sup>, 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.à 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 contravenga 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; **Bahrein** - Il presente documento non è stato approvato dalla Banca centrale del Bahrein, che non si assume alcuna responsabilità per i relativi contenuti. Non verrà effettuata alcuna offerta al pubblico nel Regno del Bahrein e il presente documento deve essere letto esclusivamente dal relativo destinatario e non deve essere trasmesso, rilasciato o mostrato al pubblico in generale. La Banca centrale del Bahrein non si assume alcuna responsabilità in merito all'accuratezza e alla completezza delle dichiarazioni e delle informazioni contenute nel presente documento e declina espressamente ogni responsabilità per qualsiasi perdita derivante dall'affidamento sulla totalità o su una parte del contenuto del presente documento. Il Consiglio di amministrazione e la direzione dell'emittente si assumono la responsabilità delle informazioni contenute nel presente documento. Per quanto a conoscenza del consiglio di amministrazione e della direzione, che hanno esercitato ogni ragionevole precauzione necessaria, le informazioni contenute nel presente documento sono corrispondenti ai fatti e non omettono alcun elemento suscettibile di influire sull'affidabilità di tali informazioni; **Kuwait** - Il presente documento non è destinato alla diffusione al pubblico in Kuwait. Le informazioni non sono state autorizzate per l'offerta in Kuwait dalla Kuwait Capital Markets Authority o da altre agenzie governative kuwaitiane competenti. Nessuna offerta privata o pubblica delle informazioni viene fatta in Kuwait e nessun accordo relativo alle informazioni verrà concluso in Kuwait. Per offrire o commercializzare le informazioni in Kuwait non viene fatto ricorso ad attività di marketing, sollecitazione o incitamento.; **Oman** - Per i residenti del Sultanato dell'Oman: le informazioni contenute nel presente documento non costituiscono un'offerta pubblica di titoli nel Sultanato dell'Oman, come previsto dalla Legge sulle società commerciali dell'Oman (Decreto reale 4/74) o dalla Legge sul mercato dei capitali dell'Oman (Decreto reale 80/98). La diffusione di queste informazioni è limitata alle persone giuridiche che rientrano nella categoria degli investitori sofisticati (articolo 139 del Regolamento esecutivo della Legge sul mercato dei capitali). Il destinatario riconosce di essere un investitore sofisticato con esperienza in materia commerciale e finanziaria e di essere in grado di valutare i meriti e i rischi di un investimento.; **Sudafrica** - Il presente documento non è stato approvato dalla Financial Services Board e né MFS International (U.K.) Limited né i suoi fondi sono registrati per la vendita al pubblico in Sudafrica.; **Emirati arabi uniti** - Il presente documento e le informazioni in esso contenute non costituiscono né intendono costituire un'offerta pubblica di titoli negli Emirati arabi uniti e di conseguenza non devono essere interpretati come tali. Le informazioni vengono offerte solo a un numero limitato di investitori esenti negli Emirati arabi uniti che rientrano in una delle seguenti categorie di investitori qualificati non naturali: (1) un investitore in grado di gestire autonomamente i propri investimenti, vale a dire: (a) il governo federale, i governi locali, le autorità e gli enti governativi o le società interamente controllate da tali organismi; (b) gli enti e le organizzazioni internazionali; o (c) un soggetto autorizzato a svolgere un'attività commerciale negli Emirati arabi uniti, a condizione che l'investimento sia uno degli obiettivi di tale soggetto; o (2) un investitore rappresentato da un gestore di investimenti autorizzato dalla Securities and Commodities Authority (SCA), (ciascuno un "Investitore qualificato non naturale"). Le informazioni e i dati non sono stati approvati dalla Banca centrale degli Emirati arabi uniti, dalla Securities and Commodities Authority, dalla Dubai Financial Services Authority, dalla Financial Services Regulatory Authority o da altre autorità di autorizzazione o agenzie governative competenti degli Emirati arabi uniti (le "Autorità"). Le Autorità non si assumono alcuna responsabilità per eventuali investimenti che il destinatario specificato effettua in qualità di Investitore qualificato non naturale sulla base dell'accuratezza delle informazioni relative ai titoli. Se non dovete comprendere il contenuto del presente documento, consigliamo di rivolgersi a un consulente finanziario autorizzato.; **Arabia Saudita** - Il presente documento non può essere distribuito nel Regno dell'Arabia Saudita ad eccezione dei soggetti autorizzati ai sensi dei Regolamenti sui fondi d'investimento emanati dalla Capital Market Authority. La Capital Market Authority non rilascia alcuna dichiarazione in merito all'accuratezza o alla completezza del presente documento e declina espressamente ogni responsabilità per qualsiasi perdita derivante da o sostenuta facendo affidamento su qualsiasi parte del presente documento. I potenziali acquirenti dei titoli offerti con il presente documento sono tenuti a effettuare le dovute verifiche in relazione all'accuratezza delle informazioni relative ai titoli. Se non dovete comprendere il contenuto del presente documento, consigliamo di rivolgersi a un consulente finanziario autorizzato.; **Qatar** - Questo materiale/fondo viene offerto solo a un numero limitato di investitori che sono disposti e in grado di svolgere un'indagine indipendente sui rischi connessi a un investimento in tale materiale/fondo. Il materiale non costituisce un'offerta al pubblico ed è destinato all'uso esclusivo del destinatario specificato e non deve essere consegnato o mostrato ad altri soggetti (ad eccezione di dipendenti, agenti o consulenti autorizzati dal destinatario). Il fondo non è stato e non sarà registrato presso la Banca centrale del Qatar o ai sensi del diritto dello Stato del Qatar. Nessuna operazione sarà conclusa nella vostra giurisdizione e qualsiasi richiesta relativa al materiale/fondo dovrà essere effettuata al vostro contatto al di fuori del Qatar.