

**GERD
KOMMER**

WHITE PAPER

Dicembre 2025

Osservazioni preliminari

Questo whitepaper riassume gli elementi fondamentali dell'approccio d'investimento del gruppo societario Gerd Kommer. Chiamiamo questo approccio il concetto di "Portafoglio Mondiale".

L'obiettivo di questo approccio è offrire agli investitori privati una strategia solida e orientata al lungo termine per investire con ETF – indipendentemente dal fatto che vivano in Germania, in Italia o altrove.

Il concetto del Portafoglio Mondiale si basa sui risultati della moderna ricerca sui mercati finanziari e si orienta al fatto empiricamente ben documentato che un'ampia diversificazione, costi ridotti e un comportamento disciplinato sono solitamente i fattori determinanti per il successo dell'investimento – non le previsioni di mercato o la presunta abilità nella selezione dei singoli titoli.

I contenuti presentati in questo whitepaper sono corredati da fonti scientifiche, che permettono ai lettori interessati di verificare le affermazioni e di approfondire l'argomento. Un elenco della letteratura di riferimento si trova alla fine del documento.

Il marchio Gerd Kommer non si riferisce esclusivamente alla persona del Dott. Gerd Kommer, ma comprende tutto il [team](#) che lavora con lui. I casi in cui ci riferiamo alla persona del Dott. Gerd Kommer sono chiaramente riconoscibili dal titolo accademico che li precede, per evitare malintesi.

Avete suggerimenti o feedback da inviarci? Scriveteci all'indirizzo mail@gerd-kommer.de – saremo felici di ricevere i vostri messaggi!

Vi auguriamo una buona lettura del nostro whitepaper.

Cordiali saluti

Il vostro team Gerd Kommer

Indice dei contenuti

Osservazioni preliminari	2
1 Fondamenti del concetto di portafoglio globale.....	5
1.1 L'economia di mercato genera ricchezza.....	5
1.2 L'efficienza informativa dei mercati finanziari	6
1.3 L'investimento attivo genera rendimenti poco attraenti.....	6
1.4 L'investimento passivo è superiore all'investimento attivo.....	7
2 Principi fondamentali del concetto del portafoglio globale.....	8
2.1 I rendimenti sono premi per il rischio.....	8
2.2 Assenza di previsioni	9
2.3 L'irrilevanza dei rendimenti storici recenti e di breve periodo	10
2.4 Le azioni sono la classe di attivi più redditizia	10
2.5 Minimizzazione dei costi	10
2.6 Diversificazione globale.....	11
2.7 Orientamento al lungo termine.....	11
2.8 Buy-and-Hold (comprare e mantenere).....	12
2.9 "Non fare" contro "fare attivamente" (il principio della via negativa)	12
2.10 Assenza di conflitti di interesse	13
2.11 Rebalancing	13
3 Filosofie possibili dell'investimento passivo	14
4 Perché sovrappesare i fattori nel portafoglio globale.....	14
5 Perché le materie prime non dovrebbero far parte di un portafoglio globale.....	16
6 Il ruolo dell'oro in un portafoglio globale.....	17
7 Perché le criptovalute non dovrebbero far parte di un portafoglio globale	17
8 Gli immobili vengono considerati nel portafoglio globale?.....	19
9 Cosa fare in caso di crisi di mercato o crash	19
10 Come comportarsi in mercati altamente valutati?	22
10.1 Considerazioni generali.....	22

10.2	Indicatori attuali di valutazione di diversi indici azionari	23
11	Come teniamo conto delle emozioni in tempi turbolenti	23
12	Libri del Dott. Gerd Kommer.....	24
	Bibliografia	24
	Avvertenze legali e diritti d'uso	25

1 Fondamenti del concetto di portafoglio globale

1.1 L'economia di mercato genera ricchezza

L'economia di mercato nella sua forma attuale è nata in Europa e Nord America alla fine del XVIII secolo, con l'inizio della Rivoluzione Industriale e la fine del feudalesimo di ispirazione religiosa. Dal punto di vista politico-sociale, la Rivoluzione americana del 1776 e la Rivoluzione francese del 1789 rappresentano pietre miliari fondamentali.

Grazie all'incredibile dinamica e produttività dell'economia di mercato – dinamica che oggi sembra quasi inverosimile –, le condizioni economiche dell'umanità sono migliorate in modo drammatico negli ultimi 250 anni, come dimostrano gli indicatori globali di prosperità e qualità della vita riportati di seguito. (Nei circa 1.800 anni compresi tra la nascita di Cristo e la nascita dell'economia di mercato moderna, a metà/fine del XVIII secolo, la produzione economica globale pro capite è cresciuta a malapena.) Ecco alcuni dati:

- Il prodotto interno lordo globale pro capite, corretto per l'inflazione, è aumentato del 1.050% dal 1870 al 2016, ossia più di dieci volte;
- La quota della popolazione mondiale che vive in condizioni di povertà estrema è scesa dal 91% nel 1820 al 10% nel 2016 (secondo la definizione ONU di povertà);
- L'aspettativa di vita di una persona media nel mondo era di 29 anni nel 1820, contro i 72 anni nel 2020;
- Il tasso di mortalità infantile globale sotto i cinque anni è sceso dal 42% nel 1800 al 4% nel 2017;
- Il tasso di analfabetismo globale è sceso dall'88% nel 1800 al 14% nel 2015;
- Nel 1800 la schiavitù era legale in 193 dei 194 Paesi del mondo; nel 2017 solo in tre.

Dal nostro punto di vista, non esiste alcun sistema di organizzazione sociale che generi più benessere e qualità della vita dell'economia di mercato.

Siamo convinti che l'economia mondiale – composta da imprese situate in circa 195 Paesi – continuerà a crescere nel lungo termine in modo analogo a quanto osservato negli ultimi 200 anni.

Tutti noi partecipiamo a questo valore aggiunto – come lavoratori, pensionati, consumatori e, più in generale, come cittadini.

Gli investitori che mettono a disposizione capitale di rischio all'economia mondiale – cioè a imprese e Stati – ad esempio attraverso l'acquisto di azioni o obbligazioni, beneficiano inoltre, in quanto finanziatori e investitori, della sorprendente stabilità della crescita economica globale. Nei circa 75 anni successivi alla Seconda guerra mondiale, fino al 2023, ci sono stati solo due anni (2009 e 2020) in cui la crescita reale dell'economia globale è stata negativa. L'economia di un singolo Paese, invece, presenta un tasso di crescita negativo in più di un anno su dieci.

1.2 L'efficienza informativa dei mercati finanziari

In linea con l'opinione prevalente nella ricerca scientifica sui mercati finanziari, riteniamo che i mercati dei capitali organizzati prezino correttamente i titoli. Correttamente significa, in questo contesto, che il prezzo attuale di uno strumento finanziario rappresenta la migliore stima possibile del suo valore fondamentale e che, di conseguenza, gli investitori non possono ottenere un extrarendimento sistematico semplicemente utilizzando informazioni pubblicamente disponibili.

Il termine tecnico per questo concetto è “efficienza informative” dei mercati finanziari. “Sistematico” significa in modo duraturo e continuo – quindi non casuale (cioè dovuto a fortuna, a cui fa specularmente da contraltare la sfortuna). “Extrarendimento” (o sovraperformance) indica un rendimento superiore rispetto a un benchmark adeguato, tenendo conto del rischio assunto, dei costi di transazione e delle imposte.

L'economista americano Eugene Fama ha ricevuto nel 2013 il Premio Nobel per l'economia anche per le sue ricerche pionieristiche sulla cosiddetta *Efficient Market Hypothesis* (ipotesi di efficienza dei mercati), che descrive cause ed effetti dell'efficienza informativa sopra illustrata.

1.3 L'investimento attivo genera rendimenti poco attraenti

L'investimento attivo è ciò che fanno “tutti”: ovvero il tentativo di ottenere una combinazione particolarmente interessante tra rendimento e rischio attraverso il *market timing* (entrata-uscita mirata) oppure attraverso la selezione e la concentrazione intenzionale su determinati strumenti finanziari. Ben oltre il 90% degli investimenti dei risparmiatori privati rappresenta una forma di investimento attivo.

Ogni forma di investimento attivo – indipendentemente dalla strategia concreta – rientra in una di queste tre categorie: (a) Asset Picking (nel caso delle azioni si parla di *Stock Picking*), cioè la selezione mirata di titoli che si ritengono particolarmente promettenti; (b) Market Timing, cioè l'entrata e uscita dai mercati nel tempo, puntando a sfruttare presunte fasi favorevoli ed evitare quelle sfavorevoli; (c) una combinazione di Asset Picking e Market Timing.

La ricerca scientifica in ambito finanziario ha dimostrato, nel corso degli ultimi 60 anni, attraverso centinaia di studi seri e indipendenti, che:

- L'investitore medio – sia esso professionista o privato – ottiene con l'investimento attivo risultati inferiori rispetto a un benchmark adeguato (cioè, in termini semplici, al “mercato”), tenendo conto del rischio, dei costi e della fiscalità.
- Questa sottoperformance tende ad aumentare con l'estensione dell'orizzonte temporale considerato. Su periodi di almeno dieci anni, oltre il 90% dei portafogli gestiti attivamente ottiene in genere rendimenti inferiori rispetto a portafogli gestiti passivamente. Su orizzonti di 15–20 anni, numerose ricerche mostrano che tra il 95% e il 100% dei portafogli attivi sottoperfoma rispetto al benchmark passivo.

- Il piccolo gruppo di investitori che in un determinato intervallo temporale riesce a ottenere rendimenti superiori rispetto al benchmark cambia in modo pressoché casuale da un periodo all'altro – e non è prevedibile in anticipo. In altre parole: non esiste una “continuità di performance” leggibile dal passato su cui un investitore possa fare affidamento ex ante (cioè in anticipo).

Perché accade tutto questo? La causa principale è l’efficienza informativa dei mercati finanziari, già menzionata. In questo aspetto, i mercati finanziari si distinguono da tutti gli altri mercati – come, ad esempio, quello delle auto usate, dei viaggi aerei o degli immobili. È proprio questa caratteristica a rendere i mercati finanziari unici: molte regole e tendenze che valgono in altri contesti non possono essere applicate automaticamente anche a loro.

La buona notizia è che non è necessario accontentarsi del poco interessante rapporto rischio-rendimento offerto dagli investimenti attivi – perché esiste un’alternativa superiore.

1.4 L’investimento passivo è superiore all’investimento attivo

L’investimento passivo rappresenta l’alternativa migliore all’investimento attivo. È privo degli svantaggi sopra descritti dell’approccio convenzionale attivo e, proprio per questo, produce in media risultati migliori. Nel lungo periodo, vi è un’alta probabilità che un investitore passivo si collochi, in termini di rendimento e patrimonio finale, nel top 10% del proprio gruppo di riferimento (peer group) selezionato correttamente. Nella maggior parte dei casi, l’investimento passivo non solo genera un rendimento superiore, ma comporta anche minori rischi, maggiore trasparenza e, in generale, una maggiore serenità per l’investitore.

L’investimento passivo è un approccio non speculativo e privo di previsioni, che consiste nell’investire in intere asset class – come, ad esempio, il mercato azionario globale – secondo il principio del Buy and Hold (comprare e mantenere), incluso il Rebalancing basato su regole prestabilite. Non si tenta, quindi, in modo costoso e per lo più controproducente, di “battere il mercato”.

I costi dell’investimento passivo sono solo una frazione di quelli dell’investimento attivo.

Il termine “passivo” può risultare fuorviante, in quanto suggerisce erroneamente che l’investitore passivo “non faccia nulla”. Questa interpretazione è sbagliata. Anche gli investitori passivi – o i loro consulenti – prendono inizialmente e nel tempo decisioni attive, ma solo quelle che, secondo la ricerca scientifica, promettono un valore aggiunto rilevante. Gran parte dell’attivismo frenetico che caratterizza l’investimento convenzionale ha, dal punto di vista scientifico, un’aspettativa di utilità negativa e comporta complessivamente un danno (sotto forma di perdite reali e/o rendimenti inferiori a quelli che si sarebbero potuti ottenere con un approccio passivo). Tuttavia, poiché la definizione – per quanto imprecisa – di “investimento passivo” si è ormai affermata da tempo, anche noi la utilizziamo per distinguerci dall’investimento “attivo” privo di basi scientifiche.

L’investimento passivo è ancora una pratica minoritaria, ma la sua quota di mercato cresce da anni più rapidamente di quella di ogni altra forma di investimento. Le tre maggiori società di gestione al mondo (BlackRock, Vanguard e State Street) offrono prevalentemente prodotti

“passivi” (fondi indicizzati tradizionali e ETF – Exchange Traded Funds). Il più grande fondo d’investimento del mondo è un fondo indicizzato: il Vanguard Total Stock Market Index Fund. Anche il più grande fondo sovrano al mondo – il noto Government Pension Fund Global norvegese – si basa in larga parte sui principi dell’investimento passivo.

2 Principi fondamentali del concetto del portafoglio globale

2.1 I rendimenti sono premi per il rischio

I rendimenti sono, in primo luogo, la compensazione per l’assunzione di un “rischio atteso” (cioè il rischio percepito ex ante dalla comunità di mercato). Chi non si assume alcun rischio non può aspettarsi alcun rendimento. Chi vuole assumersi solo un rischio minimo, può aspettarsi solo un rendimento minimo. Il rendimento è quindi, in larga misura, una forma di “indennità per il rischio”. Questo vale in tutte le fasi di mercato: buone, neutre e negative.

Non crediamo che sia sistematicamente possibile individuare segmenti del mercato finanziario che offrano in tal senso un “Free Lunch” (cioè un “pranzo gratis”). Questo è il cosiddetto principio del “No-Free-Lunch”, al quale attribuiamo grande importanza. L’unica eccezione a questo principio è una diversificazione intelligente, in linea con le evidenze scientifiche, di cui parliamo più nel dettaglio nella sezione 2.6.

Nelle fasi negative del mercato (cioè subito dopo una discesa dei rendimenti di mercato), i rendimenti attesi per il futuro sono più elevati rispetto alle fasi normali o positive.

Una delle scoperte più importanti della ricerca sui mercati finanziari negli ultimi cinquant’anni è la distinzione tra “buoni” e “cattivi” rischi. I buoni rischi sono quelli per i quali il mercato offre, ex ante, una compensazione sotto forma di rendimento. I cattivi rischi, invece, non vengono compensati. Noi includiamo consapevolmente solo rischi “remunerati” (buoni) nei portafogli dei nostri clienti e ci assicuriamo che i rischi non remunerati (cattivi) restino fuori. Nella prossima sezione 2.2 elenchiamo i principali tipi di rischio che rientrano in quest’ultima categoria.

Attribuiamo un ruolo centrale alla comprensione della complessità del concetto di rischio, così come all’accettazione consapevole del rischio inevitabile, come parte integrante dell’investimento razionale. Di seguito riportiamo alcuni aspetti rilevanti del rischio che sono incorporati nel nostro approccio d’investimento:

- Il rischio può essere misurato con metodi e indicatori diversi, che spesso portano a risultati molto differenti. È importante essere consapevoli di queste differenze.
- La tolleranza e la capacità di sopportare il rischio cambiano nel corso della vita di ogni investitore. Tali cambiamenti vanno anticipati e considerati.
- Il rischio deve essere valutato principalmente a livello del patrimonio complessivo di un nucleo familiare, non solo a livello del singolo investimento.

- La tolleranza al rischio della maggior parte degli investitori è maggiore nelle fasi di mercato positive o neutre rispetto a quelle negative. Questo va preso in considerazione nel processo di allocazione degli asset, che determina il grado di rischio del portafoglio.

L'approccio del portafoglio globale mira a raccogliere, attraverso un investimento disciplinato e orientato al lungo termine, le premi di rischio del mercato. Ma ciò è possibile solo se – e finché – si è effettivamente “esposti” a tali premi di rischio, come ad esempio il premio per il rischio azionario (equity premium), cioè se si rimane investiti nel mercato.

L'approccio del portafoglio globale non persegue una sovraperformance rispetto al mercato (cioè rispetto alla rispettiva asset class), perché riteniamo – sulla base dei dati – che tale tentativo, nel lungo periodo, sia controproducente in termini di rendimento.

2.2 Assenza di previsioni

L'investimento attivo convenzionale da parte degli investitori privati – sia in autonomia sia con il supporto di un consulente o gestore di fondi – si basa su due presupposti fondamentali: (a) che esista qualcuno in grado di formulare previsioni finanziarie sistematicamente corrette (cioè in modo duraturo e ripetibile); (b) che l'investitore riesca a identificare questa persona o istituzione (oppure che l'investitore privato creda di esserlo lui stesso).

Riteniamo entrambe le ipotesi poco convincenti e dannose per i rendimenti nel lungo periodo. Proprio per questo motivo adottiamo un approccio d'investimento completamente privo di previsioni.

Fare previsioni è fare scommesse. E ci sono scommesse (cioè rischi) che noi non faremmo mai, tra cui:

- scommettere su singoli titoli azionari (stock picking) o obbligazionari;
- scommettere su singoli Paesi;
- scommettere su specifici settori economici;
- scommettere su “temi” come l'intelligenza artificiale o la scarsità d'acqua;
- scommettere su singoli gestori di fondi;
- scommettere su specifici momenti di mercato (market timing);
- scommettere sui cambiamenti della politica monetaria delle banche centrali.

Tutte queste scommesse rappresentano “rischi negativi”, che non dovrebbero essere accettati poiché non offrono una compensazione attesa in termini di rendimento (come spiegato nella sezione precedente). Noi “scommettiamo” soltanto sull'economia globale nel suo insieme – e sul fatto che l'economia di mercato, anche in futuro, continuerà a generare crescita, benessere e progresso su scala mondiale, così come ha fatto a partire dall'inizio della Rivoluzione Industriale oltre 200 anni fa.

2.3 L'irrilevanza dei rendimenti storici recenti e di breve periodo

I rendimenti di singoli strumenti finanziari, di fondi a gestione attiva o di singole strategie di investimento attivo degli ultimi sei mesi fino a vent'anni non hanno alcun valore affidabile per il futuro, per numerosi motivi ben documentati nella letteratura scientifica. Questo è uno dei tanti motivi per cui, da un punto di vista puramente razionale, gli investimenti in singoli titoli e, più in generale, le strategie attive andrebbero evitati.

Anche a livello di intere asset class (gli ETF da noi consigliati o utilizzati rappresentano sempre asset class ben definite), i rendimenti storici del recente passato (ad esempio negli ultimi cinque anni) sono quasi sempre irrilevanti per la definizione di una strategia di investimento o per decisioni orientate al futuro. Questi rendimenti a breve termine hanno, in linea generale, poca o nessuna capacità predittiva. Naturalmente, questi dati recenti sono "interessanti" e vengono regolarmente osservati, sia da noi che dagli investitori – ma dal punto di vista della scienza non dicono quasi nulla su ciò che accadrà nei prossimi sei mesi o tre anni. Anzi: chi prende decisioni importanti basandosi su rendimenti di periodi brevi rischia di causare danni economici rilevanti.

Per questo motivo, cercare di trarre conclusioni affidabili sulla validità o meno di una strategia di investimento osservando la performance di un portafoglio di asset class su periodi inferiori ai cinque o dieci anni porta regolarmente fuori strada.

A differenza dei rendimenti del passato recente (es. ultimi cinque anni), i livelli di valutazione delle asset class – come il price-earnings ratio (rapporto prezzo/utili) dei mercati azionari ampiamente diversificati – hanno invece rilevanza per i rendimenti futuri. Valutazioni basse ("convenienti") indicano rendimenti attesi elevati; valutazioni alte ("care") indicano rendimenti attesi bassi. Tuttavia, non bisogna commettere l'errore di credere che da ciò derivi automaticamente l'efficacia del market timing basato sulle valutazioni. Questa conclusione errata ignora i costi opportunità dell'attesa (cioè il mancato rendimento derivante dal non essere pienamente investiti), così come altri svantaggi tipici del market timing – come i costi di transazione, la fiscalità e i potenziali errori di tempismo.

2.4 Le azioni sono la classe di attivi più redditizia

Dai dati storici degli ultimi 120 anni e dalla logica economica sappiamo che le azioni rappresentano la classe di attivi con il rendimento più elevato. Nel lungo periodo, sono risultate più redditizie degli immobili, delle obbligazioni societarie, dei titoli di Stato, dell'oro, delle materie prime e di beni da collezione come, ad esempio, auto d'epoca o opere d'arte.

2.5 Minimizzazione dei costi

I costi accessori dell'investimento incidono in modo significativo sul valore finale del patrimonio di un investitore nel lungo periodo. Il nostro obiettivo è ridurre al minimo questi costi, laddove possibile. I costi inevitabilmente più elevati dell'investimento attivo sono uno dei motivi per cui rifiutiamo questa forma di approccio.

2.6 Diversificazione globale

La diversificazione è l'unico "free lunch" (pasto gratuito) negli investimenti e viene quindi utilizzata in modo intensivo e sistematico nel concetto di portafoglio globale. La diversificazione è l'opposto della concentrazione. La concentrazione si manifesta nelle scommesse dell'investimento attivo, che noi rifiutiamo e che sono elencate sopra nella sezione 2.2. La diversificazione riduce il rischio di un portafoglio senza diminuirne l'aspettativa di rendimento (da qui la denominazione free lunch). La diversificazione di portafoglio avviene sia all'interno delle classi di attivi sia tra diverse classi di attivi.

Nella componente azionaria del portafoglio globale, una suddivisione regionale (ponderazione geografica) si presta a un compromesso pragmatico tra una ponderazione basata sulla capitalizzazione di mercato (valori di borsa) e una basata sulla performance economica (misurata dal prodotto interno lordo delle singole regioni). Se si adottasse una ponderazione più tradizionale basata esclusivamente sulla capitalizzazione di mercato, la ponderazione del Nord America ammonterebbe attualmente, a metà 2025, a oltre il 60%, mentre quella dei mercati emergenti (inclusi Brasile, Cina e India) sarebbe pari a poco più del 10%. Per queste due regioni e per l'Europa, la ponderazione del portafoglio si discosta in modo significativo verso l'alto rispetto alla ponderazione basata sulla capitalizzazione di mercato. Per le ponderazioni dell'Asia-Pacifico (Giappone, Australia, Nuova Zelanda, Hong Kong, Singapore) esistono scostamenti minori.

La ragione principale del metodo di ponderazione "fondamentale" (reale-economico) adottato nel concetto di portafoglio globale risiede nel fatto che, in primo luogo, si vuole ridurre il rischio di concentrazione negli Stati Uniti e, in secondo luogo, si mette in dubbio che il "caso storico" della maggiore quota di società quotate negli Stati Uniti rispetto ad altre regioni debba influenzare la ponderazione della regione in un portafoglio globale in misura così ampia. Noi non lo crediamo.

Nel lunghissimo periodo, una ponderazione basata sul PIL ha prodotto in passato una lieve sovrapreformance rispetto a una ponderazione basata sulla capitalizzazione di mercato.

2.7 Orientamento al lungo termine

Investire con l'obiettivo di costruire, preservare o utilizzare il patrimonio nel lungo periodo – ad esempio per la previdenza o per il trasferimento agli eredi – è una maratona. In una corsa di lunga distanza, ciò che accade nei primi 1.000 metri o tra il chilometro 17 e 19 è poco o per nulla rilevante dal punto di vista ex ante. Allo stesso modo, tentare di trarre conclusioni affidabili sull'efficacia di una strategia d'investimento basandosi sui rendimenti di periodi inferiori a cinque o dieci anni porta regolarmente fuori strada.

Chi investe secondo il concetto del portafoglio globale deve essere consapevole che l'obiettivo non è ottenere rendimenti elevati nel breve termine – ad esempio in sei mesi o tre anni – né realizzare un rendimento positivo in ogni singolo anno solare. Crediamo che tali obiettivi

di breve termine siano controproducenti e puntiamo invece a ottenere, nel lungo periodo (oltre i 10 anni), una combinazione rendimento-rischio attraente.

2.8 Buy-and-Hold (comprare e mantenere)

La nostra strategia d'investimento segue un approccio radicale di Buy-and-Hold, combinato con un Rebalancing basato su regole (si veda la sezione 2.11). Non interpretiamo rendimenti particolarmente positivi nel recente passato come segnale per acquistare o aumentare l'esposizione a una determinata asset class, né utilizziamo risultati negativi o perdite come motivo per vendere.

Perché Buy-and-Hold? La risposta è semplice: Buy-and-Hold (BAH) porta, dal punto di vista statistico, a un patrimonio finale più elevato rispetto alle alternative come la gestione attiva di singoli titoli o asset class nel breve o medio termine, oppure il tentativo di individuare il momento perfetto per entrare o uscire dal mercato. Il motivo sta nel fatto che l'investimento attivo, nel complesso, produce risultati deludenti (si veda la sezione 1.3); il Buy-and-Hold comporta costi particolarmente bassi e consente, nel lungo periodo, anche vantaggi fiscali grazie al valore attuale degli effetti positivi della tassazione posticipata sulle plusvalenze.

Chi desidera replicare il mercato attraverso i propri investimenti – come facciamo noi – deve per forza essere un investitore Buy-and-Hold, perché il mercato stesso, per definizione, rappresenta un concetto Buy-and-Hold.

Buy-and-Hold non significa che il portafoglio rimanga immutato nel tempo. Significa piuttosto che le variazioni non sono determinate da valutazioni soggettive su ciò che è accaduto di recente o da scommesse su sviluppi futuri a breve o medio termine. Le modifiche al portafoglio avvengono invece esclusivamente in modo strutturato e attraverso Rebalancing, secondo regole predefinite (si veda la sezione 2.11).

2.9 "Non fare" contro "fare attivamente" (il principio della via negativa)

Ai risparmiatori privati viene spesso trasmessa l'idea che investire con successo sia, prima di tutto, una questione di prendere le decisioni attive "giuste" – o, in termini più generali, di "fare bene certe cose". Questa affermazione è solo parzialmente corretta. Investire con successo è il risultato sia di (a) azioni attive vantaggiose, sia di (b) evitare comportamenti dannosi, ovvero non commettere – o porre fine a – determinati errori. Secondo noi, nel lungo periodo il fattore (b) ha spesso un impatto maggiore sul patrimonio finale di una famiglia investitrice rispetto al fattore (a). Evitare o interrompere gli errori significa non acquistare prodotti finanziari scadenti – oppure venderli, se già presenti in portafoglio –, non adottare strategie inefficaci, ed evitare per quanto possibile decisioni di market timing sfavorevoli, come entrare e uscire frequentemente dai mercati o ribilanciare in modo reattivo. Chiamiamo il contributo economico rilevante dell'"astensione" o del "non agire" nella gestione patrimoniale di lungo periodo "Via Negativa", ovvero la via negativa.

2.10 Assenza di conflitti di interesse

“I conflitti di interesse sono la piaga del settore finanziario”, si leggeva in un articolo di stampa nel 2017. Un giudizio che coglie perfettamente nel segno. Alla fine dei conti, nessun altro fattore ha causato più danni ai portafogli degli investitori privati negli ultimi trent’anni quanto la presenza di conflitti di interesse da parte dei vari attori “tradizionali” che influenzano il successo degli investimenti: banche, consulenti finanziari, gestori patrimoniali, produttori di strumenti finanziari (come banche, compagnie di assicurazione sulla vita, società di gestione, emittenti di certificati, agenti immobiliari) e i media.

In Gerd Kommer, escludiamo rigorosamente i conflitti di interesse dal nostro lavoro e aderiamo volontariamente a un regime normativo che ci vieta di accettare provvigioni da parte dei produttori di prodotti finanziari, in qualsiasi forma esse si presentino. Anche la struttura della nostra remunerazione, sia a livello di gestione sia per quanto riguarda la retribuzione dei collaboratori, è stata definita in modo tale da evitare qualsiasi conflitto di interesse.

2.11 Rebalancing

Nel contesto dell’investimento passivo, il Rebalancing indica il ripristino periodico e basato su regole della struttura originaria e consapevolmente definita di un portafoglio, dopo che questa si è modificata nel tempo a causa dell’andamento differenziato dei rendimenti delle sue componenti – una situazione che, su orizzonti temporali lunghi, si verifica inevitabilmente ed è perfettamente normale.

Poiché le asset class rischiose (ad esempio le azioni) generano nel lungo periodo rendimenti superiori rispetto alle asset class meno rischiose (come le obbligazioni), in assenza di Rebalancing le componenti più rischiose del portafoglio tenderanno a pesare sempre di più, rendendo il portafoglio nel suo insieme più rischioso. Da un punto di vista razionale, ciò non è desiderabile, in quanto contrasta con la scelta originaria di allocazione dell’investitore. L’investitore ha scelto una determinata allocazione perché desiderava – almeno fino a una eventuale revisione – una specifica combinazione rischio-rendimento. A seguito delle variazioni di mercato, però, questa combinazione si è modificata. Il Rebalancing serve a correggere questo spostamento.

Il Rebalancing ha principalmente una funzione di gestione del rischio, ovvero di mantenimento del livello di rischio inizialmente definito. Fortunatamente, all’interno di asset class con potenziale di rendimento simile, il Rebalancing può anche generare un lieve effetto positivo sul rendimento; si parla in questo caso di *Rebalancing bonus*.

Il Rebalancing si basa sul principio dell’investimento anticiclico: Buy low, sell high. Poiché è eseguito in modo strettamente sistematico e non speculativo, non è in contraddizione con l’approccio Buy-and-Hold (si veda la sezione 2.8).

Nel portafoglio globale, il Rebalancing dovrebbe essere eseguito con regolarità, ogni volta che l’allocazione effettiva si discosta in modo significativo da quella obiettivo.

Inoltre, tutte le operazioni di versamento o prelievo dal portafoglio dovrebbero essere effettuate secondo logiche di Rebalancing. In caso di un versamento aggiuntivo, i pesi delle singole componenti (ETF) non dovrebbero riflettere semplicemente l'allocazione target, bensì essere adattati in modo tale che, dopo l'operazione, il portafoglio si riavvicini il più possibile alla propria allocazione obiettivo.

Un semplice esempio: supponiamo che un portafoglio di 10.000 € contenga due ETF con una ripartizione 67% / 33%, mentre l'allocazione obiettivo è 50% / 50%. Se si investono altri 5.000 €, non andranno investiti 2.500 € in ciascun ETF, bensì, ad esempio, 800 € nel primo ETF e 4.200 € nel secondo. Il risultato sarà un portafoglio nuovamente in linea con l'allocazione obiettivo 50/50.

Questa forma di Rebalancing viene anche definita Rebalancing basato sui flussi di cassa (Cashflow-based Rebalancing).

3 Filosofie possibili dell'investimento passivo

Nell'ambito del concetto di portafoglio globale (investimento senza previsioni, con massima diversificazione su base buy-and-hold), esistono fondamentalmente due filosofie di investimento. Entrambe seguono i principi fondamentali descritti nelle sezioni 1 e 2:

- **Investimento neutrale rispetto al mercato:**¹ La parte azionaria del portafoglio è composta da fondi indicizzati e/o ETF globalmente diversificati, senza sovrappesare i cosiddetti premi di fattore (vedi la sezione 4 più avanti). L'obiettivo è rappresentare l'economia mondiale in modo il più possibile completo. A livello regionale, la ponderazione delle quattro principali aree del mercato azionario globale si basa sulla ripartizione del PIL globale: Nord America, Europa occidentale, Asia-Pacifico ed economie emergenti (come descritto nella sezione 2.6).
- **Factor Investing:** In questo approccio si sovrappesano i premi di fattore nella parte azionaria del portafoglio (vedi la sezione 4) al fine di ottenere, nel lunghissimo periodo, un rendimento annuo superiore di circa 1,0–1,5 punti percentuali (al netto dei costi) rispetto all'investimento neutrale rispetto al mercato.

4 Perché sovrappesare i fattori nel portafoglio globale

Il termine tecnico "premio di fattore" indica una caratteristica statisticamente identificabile di una classe di attivi che determina sistematicamente il rendimento e il rischio dei titoli all'interno di quella classe di attivi. Dal punto di vista scientifico, i premi di fattore sono i principali motori di rischio e rendimento dei titoli in una determinata classe di attivi. Altri fattori, invece, non hanno alcun impatto vantaggioso o sistematico su rischio e rendimento.

¹ Nella letteratura specialistica, il termine "neutrale rispetto al mercato" viene utilizzato in modo diverso rispetto a questo whitepaper.

(considerati i costi necessari per sfruttarli) e non sono pertanto utilizzabili in modo mirato e affidabile.

All'interno del concetto di portafoglio globale, utilizziamo nel comparto azionario i premi di fattore che riteniamo i più solidamente comprovati dalla ricerca scientifica, ossia quelli per i quali esiste il consenso più ampio all'interno della comunità accademica.

Questa applicazione avviene attraverso il sovrappeso dei segmenti di mercato corrispondenti all'interno di un portafoglio. Sovrappesare significa assegnare a quel segmento di classe di attivi una ponderazione più elevata rispetto alla sua ponderazione naturale nel mercato (basata sulla capitalizzazione di mercato). Nel comparto azionario, i principali premi di fattore che consideriamo sono:²

- **(Small) Size:** Le azioni di società di piccole dimensioni presentano un'aspettativa statistica di rendimento superiore rispetto a quelle di società di grandi dimensioni, misurata sulla base della loro capitalizzazione di mercato.
- **Value:** Le azioni il cui prezzo è basso rispetto a determinati indicatori economico-finanziari (ad esempio utile o valore contabile) mostrano un'aspettativa statistica di rendimento superiore rispetto ad azioni simili che non presentano tale caratteristica. In altre parole: le azioni "a buon mercato" (value o azioni di valore) hanno un'aspettativa statistica di rendimento più alta rispetto alle azioni "costose" (growth o azioni di crescita).
- **Profitability/Quality:** Le azioni di società con una redditività superiore alla media, un basso turnover del capitale e/o un basso livello di indebitamento presentano un'aspettativa statistica di rendimento superiore rispetto ad azioni simili prive di tali caratteristiche.
- **Investment/(Low) Asset Growth:** Le azioni di società con una crescita patrimoniale ridotta hanno un'aspettativa statistica di rendimento superiore rispetto a quelle di società con elevata crescita patrimoniale.
- **Momentum:** Le azioni che hanno ottenuto rendimenti superiori alla media nei mesi precedenti presentano, per un breve periodo successivo, un'aspettativa statistica di rendimento più elevata rispetto a quelle che hanno registrato performance negative nello stesso periodo.
- **Political Risk:** Le azioni dei mercati emergenti, esposte a un elevato "rischio politico", presentano un'aspettativa statistica di rendimento superiore rispetto alle azioni dei paesi sviluppati.

Questi premi di fattore sono stati identificati e documentati dalla ricerca scientifica negli ultimi cinque decenni. I premi di fattore non costituiscono un'eccezione al "principio del no-free-lunch" (vedi sezione 2.1). Essi rappresentano una compensazione per: (a) un rischio aggiuntivo (ad esempio una volatilità più elevata o altri tipi di rischio aumentato), (b) irrazionalità sistematiche degli investitori e (c) specifiche "frizioni di mercato" ("barriere

² Se desidera approfondire il tema del Factor Investing, può consultare il nostro articolo sul blog: [Factor Investing – le basi](#).

all'arbitraggio").³ I premi di fattore sono a loro volta volatili, cioè non si manifestano in modo permanente (non ogni mese o ogni anno), ma possono trasformarsi da bonus a malus anche per lunghi periodi. Se i premi di fattore fossero continui (quindi garantiti), sarebbero già stati "arbitrati via", ossia sarebbero diventati così "costosi" a causa dell'elevata domanda da non offrire più alcun vantaggio in termini di rendimento.

I premi di fattore esistono anche nella classe di attivi delle attività a reddito fisso, comprese le obbligazioni. **Per motivi di spazio**, tuttavia, **non entriamo nel merito** di questi aspetti in questo documento.

Il Factor Investing comporta inevitabilmente che il relativo portafoglio non si sviluppi in parallelo a un portafoglio neutrale rispetto al mercato e privo di premi di fattore. In altre parole, tra queste due varianti di investimento passivo possono verificarsi scostamenti significativi in termini di rendimento e rischio di anno in anno.

Si può discutere a lungo se il Factor Investing sia ancora una forma di investimento "passivo" – da un certo punto di vista sì, da un altro no. A prescindere da ciò, riteniamo che la definizione di "investimento passivo" sia comunque inesatta e poco felice, perché un vero investimento completamente passivo è impossibile (vedi anche la sezione 1.4). Il Factor Investing è in ogni caso più "attivo" rispetto al classico investimento passivo neutrale rispetto al mercato.

Ulteriori informazioni sul Factor Investing sono disponibili in: Dott. Gerd Kommer, *Souverän investieren mit Indexfonds und ETFs* [tedesco], 7^a edizione, 2025, sezione 6, nonché nei post del blog che abbiamo collegato alla bibliografia.

5 Perché le materie prime non dovrebbero far parte di un portafoglio globale

Gli investimenti diretti in materie prime, ad eccezione dei metalli preziosi, non sono praticabili per i normali investitori privati e istituzionali. Gli investimenti in materie prime sono realizzabili praticamente solo attraverso i cosiddetti contratti futures su materie prime, in inglese Commodity Futures.

In caso di investimenti diretti in materie prime fisiche, i costi di trasporto, stoccaggio e assicurazione assorbirebbero qualsiasi rendimento lordo positivo ipotizzabile, portandolo addirittura in territorio negativo.

I rendimenti storici delle materie prime (mercato spot) e dei Commodity Futures sono inferiori a quanto molti investitori privati credano. Il rischio legato ai contratti futures su materie prime, ad esempio misurato tramite la volatilità, è superiore a quello del mercato azionario globale.

³ Un'approfondita trattazione dei punti (b) e (c) in questa sede eccederebbe l'ambito del presente whitepaper.

I Commodity Futures, disponibili anche sotto forma di ETF (ETF su materie prime), hanno perso la loro interessante prospettiva di rendimento che avevano fino circa al 2007, a seguito del forte aumento di popolarità di questa asset class a partire dal 2002. Pertanto, riteniamo che le materie prime – ad eccezione dell'oro – non costituiscano una componente sufficientemente attraente per un portafoglio globale.

6 Il ruolo dell'oro in un portafoglio globale

L'oro non fa parte in modo standard del concetto del portafoglio globale.

Negli ultimi circa 50 anni, da quando il prezzo dell'oro ha iniziato a formarsi liberamente sul mercato mondiale a partire dal 1975 – non più controllato in misura rilevante da interventi delle banche centrali o da restrizioni sulla proprietà ("divieti sull'oro") come avveniva in passato – l'oro ha registrato una combinazione rendimento-rischio peggiore rispetto alle azioni. Inoltre, la sua evoluzione dei rendimenti è risultata ancora più irregolare e inaffidabile rispetto a quella delle azioni, la classe di attivi consolidata più redditizia.

Tuttavia, esistono alcuni argomenti che potrebbero giustificare un'integrazione dell'oro pari al 5%-10% di un portafoglio globale.

- Il rendimento dell'oro presenta una bassa correlazione con quello delle azioni e degli investimenti a reddito fisso. Da un punto di vista della teoria dei portafogli, ciò rappresenta un vantaggio per un portafoglio fortemente orientato alle azioni.
- Il prezzo dell'oro può svilupparsi meglio dei corsi azionari durante fasi di crisi politiche ed economiche globali. (Tuttavia, la funzione di "assicurazione contro le crisi" dell'oro non è affatto affidabile. Durante la Prima e la Seconda Guerra Mondiale, ad esempio, il prezzo dell'oro in USD è sceso.)
- In fasi di alta inflazione, l'oro tende a generare rendimenti positivi. (Anche questa funzione di protezione dall'inflazione, tuttavia, non ha sempre funzionato in tutti i periodi di alta inflazione.)

7 Perché le criptovalute non dovrebbero far parte di un portafoglio globale

Le criptovalute non fanno parte in modo standard del concetto del portafoglio globale.

In determinate circostanze, tuttavia, Bitcoin e/o Ethereum possono essere considerati come una componente aggiuntiva nella parte rischiosa del portafoglio.

Negli ultimi anni sono state scritte intere biblioteche su Bitcoin e sulle criptovalute in generale. Le opinioni di esperti su Bitcoin e simili spaziano da "schema Ponzi" a "opportunità di investimento del secolo", fino a "Bitcoin come rivoluzione sociale".

Nella discussione pubblica su Bitcoin e le criptovalute è evidente che molti appassionati di Bitcoin, sia nei media sia su Internet, non distinguono correttamente tra due temi molto diversi: (A) "le criptovalute come rivoluzione nella politica monetaria (e forse anche nella politica sociale)" da un lato e (B) "Bitcoin (o le criptovalute) come strumento di investimento e di previdenza per i privati" dall'altro. La confusione deliberata tra questi due livelli, spesso praticata per ragioni ideologiche da parte degli entusiasti di Bitcoin, rende molte delle loro conclusioni sulle criptovalute discutibili o addirittura errate. In questo white paper trattiamo esclusivamente il tema (B).

Poiché le criptovalute sono ancora un'innovazione recente, non esistono serie storiche sufficientemente lunghe sui rendimenti da cui si possano trarre conclusioni affidabili sul carattere rischio-rendimento di questa classe di attivi. Per poter parlare di una lunghezza sufficiente, si dovrebbero considerare almeno circa 25 anni. Tuttavia, le serie storiche disponibili coprono solo circa 15 anni per Bitcoin e ancora meno per tutte le altre criptovalute. I rendimenti storicamente elevati delle criptovalute fino a novembre 2021 non invalidano questo argomento. (Per informazioni sui rendimenti storici spesso rappresentati in modo fuorviante di Bitcoin, si veda questo video YouTube con il Dott. Gerd Kommer [qui](#) [tedesco].) Poiché le criptovalute non generano flussi di cassa e finora non hanno avuto un'utilità commerciale significativa (ad esempio come mezzo di pagamento), stimare il loro "valore fondamentale" o "fair value" – come avviene per azioni, obbligazioni o immobili – con i metodi standard della finanza è impossibile.

La situazione della ricerca sulle criptovalute è al momento ancora poco chiara e molto preliminare. Non esiste ancora un vero consenso tra gli studiosi.

Fino a poco tempo fa, il rischio politico elevato sotto forma di interventi statali dannosi sulla possibilità di utilizzo delle criptovalute era, rispetto alle classi di attivi consolidate, ancora molto elevato. Tuttavia, a nostro avviso, questo rischio si è ridotto in modo significativo dall'inizio del 2024, grazie all'approvazione dei primi ETF su criptovalute negli Stati Uniti. Questa "legittimazione regolamentare" di Bitcoin da parte dell'autorità di vigilanza finanziaria della più grande economia del mondo rappresenta una pietra miliare importante, in quanto ha sancito l'ingresso di Bitcoin nel "mainstream" degli investimenti. In Europa, ETF su criptovalute destinati agli investitori privati erano già disponibili dal 2018. (Sebbene esistano differenze tecniche e giuridiche formali tra gli ETF americani ed europei sulle criptovalute, sotto il profilo economico realmente rilevante per l'investitore queste differenze sono limitate.).

Per un investimento in criptovalute, secondo noi, sono da prendere in considerazione solo le due valute digitali con la maggiore capitalizzazione di mercato (e quindi il maggiore successo di mercato): Bitcoin ed Ethereum. Per tutte le altre criptovalute, le incertezze sono ancora maggiori. (Negli ultimi 15 anni sono esistite complessivamente oltre 20.000 criptovalute; la maggior parte di esse oggi non è più attiva, ovvero è scomparsa del tutto oppure esiste solo formalmente senza reale commerciabilità o volume di transazioni.)

Chi desidera investire in Bitcoin o Ethereum dovrebbe assegnare le criptovalute alla parte rischiosa del portafoglio all'interno del concetto di portafoglio globale. L'investimento in

criptovalute non dovrebbe superare un decimo della componente rischiosa del portafoglio globale.

Per motivi di spazio, in questa sede non trattiamo i numerosi altri aspetti importanti, le questioni e i rischi discussi riguardo a Bitcoin ed Ethereum.

Un modo tecnicamente semplice e operativamente sicuro per realizzare un investimento in Bitcoin o Ethereum consiste nell'acquistare un ETF su Bitcoin (più precisamente un ETN o un ETC). Questo approccio è operativamente meno rischioso e meno complesso rispetto all'acquisto diretto delle monete. È meno rischioso in quanto elimina il rischio di perdita delle "private key". Inoltre, anche i rischi di hacking o di fallimento di una piattaforma di scambio di criptovalute, come accaduto con FTX, risultano notevolmente ridotti. L'ETN su criptovalute è conservato in modo semplice e trasparente nel deposito titoli.

8 Gli immobili vengono considerati nel portafoglio globale?

Il settore immobiliare è una componente normale del mercato azionario globale, proprio come, ad esempio, i settori della chimica, della tecnologia dell'informazione, della sanità, della meccanica, dei trasporti, della finanza, dei media o dei servizi pubblici.

A livello mondiale, il settore immobiliare rappresenta circa il cinque per cento del mercato azionario complessivo. Poiché le azioni immobiliari hanno la vantaggiosa caratteristica di presentare una bassa correlazione con il resto del mercato azionario, non vi è nulla che osti a sovrappesarle leggermente (ad esempio di circa il 5%) nella parte rischiosa di un portafoglio globale.

9 Cosa fare in caso di crisi di mercato o crash

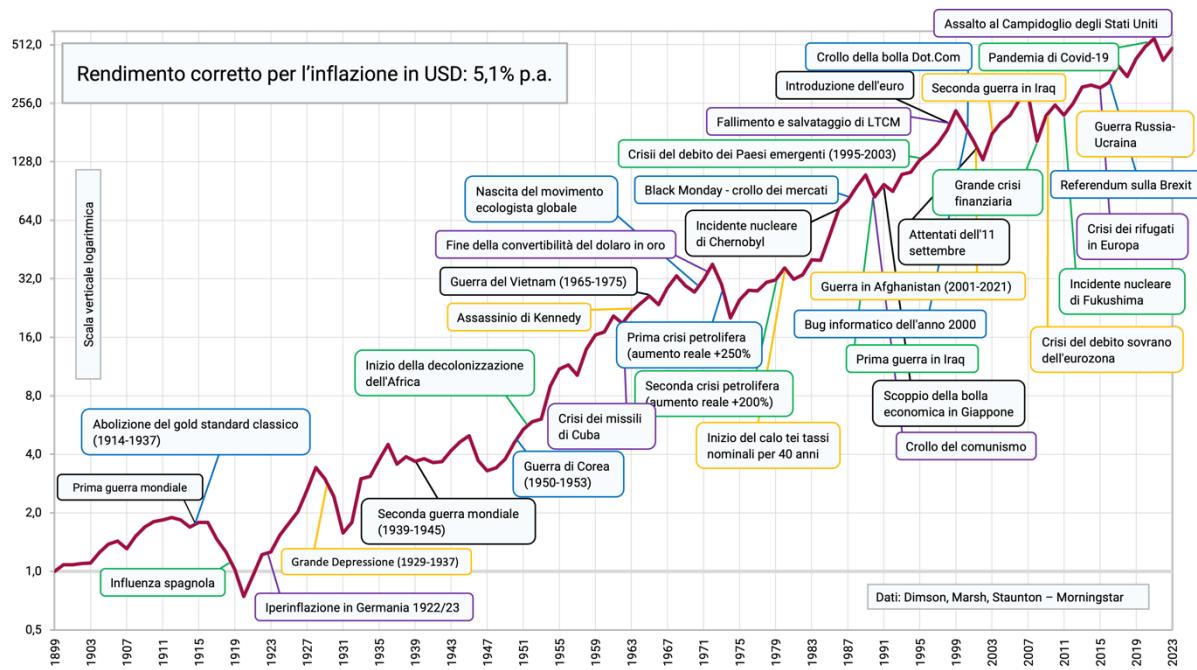
In caso di crash di mercato, non si dovrebbe semplicemente fare nulla, ossia non si dovrebbero effettuare vendite, né ribilanciare il portafoglio, né rinviare acquisti di titoli pianificati. Gli investitori che, a seguito di un forte calo dei prezzi, modificano la propria allocazione degli asset vendendo azioni o altri titoli rischiosi, dimostrano di aver precedentemente sopravvalutato la propria capacità di sopportare il rischio. Se si è stimata correttamente la propria capacità di rischio, un crash non costituisce motivo per vendere o ristrutturare il portafoglio.

Il numero di studi scientifici che dimostrano che il "crash timing" – ovvero tentare di prevedere l'inizio e la fine di forti ribassi di mercato e operare di conseguenza – danneggia statisticamente i rendimenti è enorme.

Negli ultimi circa 120 anni si sono verificate innumerevoli crisi globali o nazionali dei mercati finanziari in tutte le classi di attivi (azioni, obbligazioni, depositi bancari, immobili, materie prime, metalli preziosi e arte), alcune delle quali sono state più gravi o altrettanto gravi

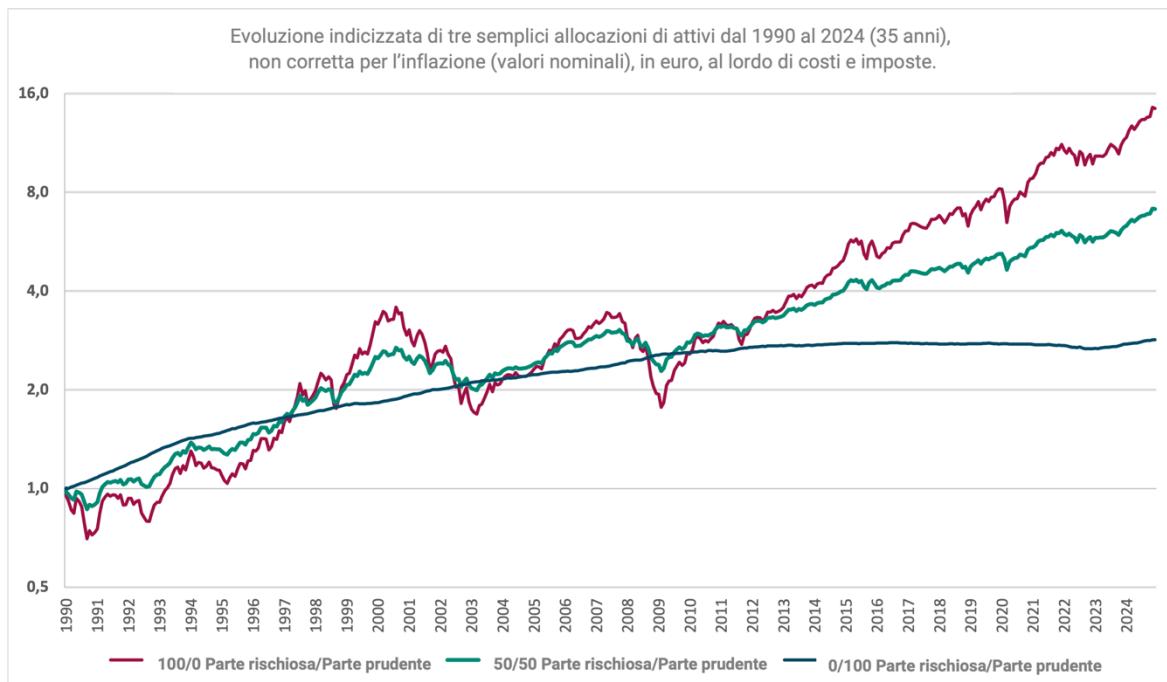
quanto la crisi finanziaria del 2008 o la crisi da coronavirus all'inizio del 2020. Dopo ognuna di queste crisi, i mercati si sono ripresi e hanno superato i massimi precrisi in un tempo relativamente breve. La ripresa è avvenuta perché l'economia mondiale ha continuato a crescere.

Il grafico seguente mostra queste crisi per il mercato azionario globale negli ultimi 124 anni, dal 1900 al 2023. Grazie all'invenzione degli ETF all'inizio degli anni '70, oggi gli investitori possono partecipare a questa resilienza attraverso un portafoglio azionario globale diversificato composto da migliaia di singoli titoli.



Fonte: Calcoli di Gerd Kommer basati su dati di Morningstar.

A complemento, il grafico seguente mostra per il periodo più breve degli ultimi 35 anni (dal 1990 al 2024) questo trend di crescita di lungo periodo, caratterizzato da fasi di rialzi e ribassi marcati, per tre allocazioni di asset che rappresentano diverse combinazioni rischio-rendimento – da un'impostazione molto orientata al rendimento (allocazione 100/0 di livello 1), passando per una combinazione rischio-rendimento intermedia (allocazione 50/50), fino a una molto conservativa e a basso rischio (allocazione 0/100). Dopo due forti crolli del mercato azionario, ciascuno con un calo cumulativo superiore al 40% (nel 2002 e nel 2009), il mercato azionario si è sempre ripreso raggiungendo in seguito nuovi "massimi storici". Questa regolarità si osserva sul mercato azionario globale da almeno 120 anni (vedi grafico precedente) – e probabilmente anche da un periodo ancora più lungo, benché per epoche più remote non siano disponibili dati di alta qualità.



Fonte: Calcoli di Gerd Kommer basati su dati di MSCI e DFA (scala logaritmica)

Riteniamo che una diversificazione globale all'interno delle singole asset class, una diversificazione tra diverse asset class e un'allocazione degli asset ben ponderata e sufficientemente conservativa siano i mezzi più efficaci per attenuare gli effetti spiacevoli di una crisi dei mercati azionari (ovvero i "drawdown" di breve o medio termine).

Bisogna inoltre considerare che le crisi dei mercati finanziari o i crolli delle borse – per quanto si vogliano definire⁴ – non possono essere individuati in modo affidabile né in anticipo né in tempo reale, anche se i media, alcuni "profeti di sventura" permanenti e il nostro buon senso ci vorrebbero far credere il contrario.

Come già accennato sopra, il rendimento atteso di un asset class, proiettato nel futuro (a differenza dei singoli titoli), aumenta statisticamente dopo che quella stessa asset class ha subito una svalutazione (cioè è diventata "più economica" a causa di rendimenti negativi). Questo è un forte argomento a favore del Buy-and-Hold. Se proprio si volesse tenere conto dell'andamento dei prezzi negli ultimi dodici o ventiquattro mesi (cosa che in generale sconsigliamo), allora i rendimenti negativi recenti di un asset class sarebbero semmai un motivo per non vendere o addirittura per investire subito. Vale un'analogia: quando un bene di consumo o un bene di investimento diventa sensibilmente più economico, questo è in genere un motivo per acquistarne di più, non di meno.

⁴ Non esiste una definizione universalmente valida o anche solo approssimativamente precisa né per "crash" né per "crisi di borsa" o per i sinonimi di queste espressioni.

10 Come comportarsi in mercati altamente valutati?

10.1 Considerazioni generali

Dal punto di vista della scienza, è improbabile che si riesca a battere una strategia disciplinata di tipo buy-and-hold, orientata scientificamente, facendo ricorso al cosiddetto "market-crash-timing".

Il market timing porta regolarmente gli investitori a restare cumulativamente troppo a lungo "a bordo campo" invece che "sul terreno di gioco". Questo causa nel lungo termine costi opportunità (rendimenti mancati). Inoltre, il market timing comporta inevitabilmente costi aggiuntivi e svantaggi fiscali evitabili. Favorisce anche decisioni di timing pro-cicliche (e quindi dannose): entrare sul mercato dopo che gran parte di una fase rialzista è già avvenuta, acquistando così a prezzi elevati, oppure uscire dal mercato dopo che la maggior parte della fase ribassista si è già verificata. In questo modo si finisce involontariamente per "comprare caro e vendere a basso prezzo". Il risultato sono rendimenti deludenti nel lungo periodo.

Un famoso detto anglosassone lo riassume bene: "Time in the market is more important than timing the market."

Le decisioni d'investimento razionali, per quanto riguarda l'inclusione e la ponderazione delle classi di attivi all'interno di un portafoglio, dovrebbero basarsi principalmente sui rapporti **relativi** tra rendimento, rischio e liquidità, e solo in seconda battuta sui valori assoluti di queste tre caratteristiche chiave. **Tutte** le classi di attivi dovrebbero essere valutate simultaneamente e in parallelo, così come ogni decisione razionale prende in considerazione tutte le alternative rilevanti anziché analizzarle isolatamente in modo inefficace.

Oggi, all'inizio del 2025, la classe di attivi degli immobili residenziali nelle principali città di Germania, Austria e Svizzera è ancora generalmente sopravalutata, ovvero "cara", che implica aspettative di rendimento futuro inferiori alla media. A ciò si aggiunge l'aumento dei tassi di interesse sui mutui immobiliari avvenuto negli ultimi 24 mesi.

Gli investimenti obbligazionari di massima qualità e sicurezza (obbligazioni sovrane a breve termine e obbligazioni societarie di altissima qualità creditizia senza rischio di cambio) offrono, dopo il notevole aumento dei tassi nominali nel 2022, rendimenti nuovamente relativamente attraenti (rendimenti a scadenza). Il livello di valutazione di queste obbligazioni, che prima del 2022 (dopo circa 40 anni di tassi in calo) era molto elevato, è ora tornato più conveniente e interessante.⁵ Anche se i tassi di interesse sono aumentati rapidamente e sensibilmente dall'inizio del 2022, essi rimangono, in una prospettiva storica, ancora bassi. Nel segmento obbligazionario è opportuno evitare le obbligazioni a lunga scadenza, poiché ulteriori aumenti dei tassi nominali potrebbero causare nuove perdite di prezzo (come avvenuto già nel 2022). (Nel concetto del Portafoglio Globale, la componente obbligazionaria è composta sempre e solo da strumenti a breve termine.)

⁵ Quando i tassi d'interesse sono bassi, in termini economici si parla di un mercato obbligazionario "costoso" o altamente valutato. Il livello di valutazione delle obbligazioni è inversamente proporzionale al livello dei tassi d'interesse.

I depositi bancari – come sempre più famiglie private stanno riconoscendo negli ultimi anni – non rappresentano un investimento sensato a lungo termine. Nel lungo periodo, il loro rendimento, al netto dell'inflazione e delle imposte, tende a essere prossimo allo zero. Sebbene i depositi bancari siano "per il 99,9% del tempo" privi di oscillazioni, per importi superiori alla soglia di garanzia statale di 100.000 euro per combinazione cliente-banca (nell'UE) rappresentano un rischio di insolvenza inaccettabile per orizzonti di investimento superiori a pochi mesi.

Per quanto riguarda il livello di valutazione di oro, materie prime e criptovalute, non è strutturalmente possibile formulare un'affermazione affidabile.

Tra le tre principali classi di attivi per gli investitori privati – azioni, obbligazioni di alta qualità e immobili nei paesi DACH – soltanto le azioni, a inizio 2025, non risultano "costose".

10.2 Indicatori attuali di valutazione di diversi indici azionari

Per poter valutare se una determinata classe di attivi sia attualmente "a buon mercato" o "costosa", è necessario mettere i prezzi in relazione a un altro indicatore significativo. Un livello di prezzo da solo (ad esempio il valore in punti del DAX o un cosiddetto "massimo storico") non consente di trarre conclusioni affidabili sul livello di valutazione di un mercato, così come l'altezza di una persona non consente di dedurre automaticamente la sua costituzione fisica.

Il rapporto di valutazione più diffuso nei mercati azionari è il cosiddetto rapporto prezzo/utili ("P/E ratio"), che mette in relazione il prezzo di un'azione (o di un indice) con l'utile per azione (o con l'utile medio delle azioni in un indice). Il valore attuale del rapporto P/E, combinato con il suo valore storico, permette quindi di trarre conclusioni sul livello di valutazione di un'azione, di un indice o di un'intera classe di attivi.

11 Come teniamo conto delle emozioni in tempi turbulenti

Le persone sono esseri emotivi, ed è un bene che sia così. Anche nel campo degli investimenti e della costruzione di patrimonio, pochi di noi possono o vogliono affermare di agire in modo completamente razionale e di non essere soggetti a nessuna delle numerose distorsioni cognitive (errori di pensiero e autoinganni) documentate dalla ricerca scientifica.⁶ D'altra parte, l'economia non lascia dubbi: per proteggere la propria salute finanziaria, le emozioni dovrebbero essere tenute il più possibile fuori dal processo di investimento.

Cerchiamo di affrontare questa sfida nel seguente modo:

⁶ Con questo si intendono i numerosi "bias cognitivi" che la disciplina scientifica della "Behavioral Economics" ha documentato e analizzato negli ultimi 30 anni. Due ricercatori – Daniel Kahneman e Richard Thaler – hanno ricevuto per i loro contributi in questo ambito il Premio Nobel per l'Economia rispettivamente nel 2002 e nel 2017.

- Il nostro approccio agli investimenti è fin dall'inizio orientato in modo estremamente razionale e si basa esclusivamente sulla scienza.
- Cerchiamo di comunicare rischi e opportunità dell'investimento in modo comprensibile e "brutalmente realistico", perché vogliamo evitare che gli investitori sopravvalutino la propria capacità di sopportare il rischio, la quale verrà inevitabilmente messa alla prova nelle fasi difficili di mercato, spingendo alcuni a voler "gettare la spugna".

12 Libri del Dott. Gerd Kommer

Con questo si intendono i numerosi "cognitive biases" che la disciplina scientifica della "Behavioral Economics" ha documentato e analizzato negli ultimi 30 anni. Due ricercatori – Daniel Kahneman e Richard Thaler – hanno ricevuto per i loro contributi in questo ambito il Premio Nobel per l'Economia rispettivamente nel 2002 e nel 2017:

- **Der Leichte Einstieg in die Welt der ETFs. Unkompliziert vorsorgen – ein Starterbuch für Finanzanfänger** [tedesco]; Finanzbuch Verlag 2022; 180 pagine
- **Souverän investieren für Einsteiger. Wie Sie mit ETFs ein Vermögen bilden** [tedesco]; Campus Verlag 2024 (3^a edizione); 270 pagine
- **Souverän investieren vor und im Ruhestand. Mit ETFs Ihren Lebensstandard und Ihre Vermögensziele sichern** [tedesco]; Campus Verlag 2020; 330 pagine
- **Souverän Vermögen schützen – Wie sich Vermögende gegen Risiken absichern – ein praktischer Asset Protection-Ratgeber** (con il coautore Olaf Gierhake) [tedesco]; Campus Verlag 2021; 410 pagine
- **Souverän investieren mit Indexfonds und ETFs. Ein Investmentbuch für fortgeschrittene Privatanleger** [tedesco]; Campus Verlag 2025 (7^a edizione); 550 Seiten – Il libro ha vinto nel 2016 il Premio Tedesco per il Libro di Finanza („Deutscher Finanzbuchpreis“), assegnato dalla Deutsche Börse AG e da Citibank.

Bibliografia

Kommer, Gerd; Großmann, Felix (2021): "Wie die Untergangspropheten investieren" [tedesco]; Articolo del blog; luglio 2021; Link: <https://gerd-kommer.de/wie-untergangspropheten-investieren/>

Kommer, Gerd; Großmann Felix (2024): " Via Negativa – ein unbekanntes Konzept für mehr Erfolg beim Investieren" [tedesco]; Articolo del blog; Gennaio 2024; Link: <https://gerd-kommer.de/via-negativa/>

Kommer, Gerd; Kanzler, Daniel (2021): "Rohstoff-Investments – sind sie sinnvoll?" [tedesco]; Articolo del blog; Novembre 2021; Link: <https://gerd-kommer.de/sind-rohstoff-investments-sinnvoll/>

Kommer, Gerd; Schweizer Jonas (2019): "Das Konzept der Cash-Flow-Kaskade" [tedesco]; Articolo del blog; Gennaio 2019; Link: <https://gerd-kommer.de/cash-flow-kaskade/>

Kommer, Gerd; Schweizer Jonas (2019): "Das unterschätzte Risiko von Bankguthaben" [tedesco]; Articolo del blog; Agosto 2019; Link: <https://gerd-kommer.de/risiko-von-bankguthaben/>

Kommer, Gerd; Schweizer Jonas (2021): "Steuern sparen durch Buy-and-Hold" [tedesco]; Articolo del blog; Ottobre 2021; Link: <https://gerd-kommer.de/steuern-sparen-buy-and-hold/>

Kommer, Gerd; Weis, Alexander (2019): "Factor Investing – le basi" [italiano]; Articolo del blog; Maggio 2019; Link: <https://gerd-kommer.de/factor-investing-le-basi/>

Kommer, Gerd; Weis, Alexander (2019): "Integriertes Multifactor Investing" [tedesco]; Articolo del blog; Giugno 2019; Link: <https://gerd-kommer.de/integriertes-multifactor-investing/>

Kommer, Gerd; Weis, Alexander (2019): "Gold als Investment – braucht man das?" [tedesco]; Articolo del blog; Novembre 2019; Link: <https://gerd-kommer.de/gold-als-investment/>

Kommer, Gerd; Weis, Alexander (2020): "The Pains of Factor Investing" [tedesco]; Articolo del blog; Maggio 2020; Link: <https://www.gerd-kommer-invest.de/pains-of-factor-investing/>

Kommer, Gerd; Weis, Alexander (2020): "Einstieg in den Aktienmarkt: Einmalanlage oder Phasen-investment?" [tedesco]; Articolo del blog; luglio 2020; Link: <https://gerd-kommer.de/ein-malanlage-vs-phaseninvestment/>

Avvertenze legali e diritti d'uso

1. Questo documento nel suo insieme e il contenuto di questo documento sono proprietà intellettuale esclusiva di Gerd Kommer GmbH. L'utilizzo commerciale di questo documento o di parti di esso da parte di terzi non è consentito in nessuna forma.
2. Questo documento non costituisce né una raccomandazione d'investimento né un'offerta di acquisto o vendita di quote di fondi, titoli o altri strumenti finanziari. Gerd Kommer GmbH non garantisce l'esattezza, la completezza e/o l'attualità delle informazioni contenute in questo documento.
3. Gli investimenti in capitale comportano dei rischi. Il valore di un investimento può diminuire o aumentare. È possibile subire perdite del capitale investito. Si prega di consultare gli avvisi sui rischi relativi al nostro ETF (<https://gerd-kommer.de/regulatorisches/avvertenze-sui-rischi/>).