

## **Economist - Buttonwood: The index fear**

5 luglio 2018

**La crescita dei fondi indicizzati non ha reso i mercati meno efficienti.  
Ha espulso dal mercato molti cattivi gestori.**

Nell'autunno del 1974 Paul Samuelson, un eminente economista e vincitore di premio Nobel, ha espresso una sfida. La maggior parte di chi acquista azioni dovrebbe fallire, ha sostenuto. Persino i migliori non possono sempre battere la media di mercato. Ma c'era un intoppo. "Se questo consiglio di ritirarsi è un buon consiglio, non sarà un consiglio che verrà seguito con avidità".

Serviva un'alternativa per stabilire un esempio. Qualcuno doveva mettere in piedi un fondo a bassi costi, basso ricambio di titoli, che non facesse altro che replicare l'indice S&P 500 delle azioni. L'anno successivo Vanguard prese sul serio la sfida di Samuelson e lanciò un fondo indice per gli investitori al dettaglio. Non fu accolto con avidità. Considerato "antiamericano" a Wall Street, il fondo indice raccolse appena 17 milioni di dollari nei primi cinque anni dal suo lancio.

È solo negli ultimi vent'anni che l'investimento indicizzato ha prosperato. I fondi indice sono cresciuti circa sei volte più velocemente di quelli gestiti attivamente da manager che scelgono quali azioni comprare. Una gran parte degli investitori oggi ottiene il rendimento medio del mercato per un costo pari a circa lo 0,03% all'anno. (n.d.t. a differenza dell'Italia, dove i costi sono elevatissimi a confronto).

L'idea di Samuelson di un fondo indice si basava sul fatto che i mercati azionari sono efficienti, nel senso che ogni informazione rilevante sulle prospettive aziendali viene rapidamente riflesso nel prezzo dell'azione. I guadagni erano ovvii, un piccolo sforzo avrebbe reso ottimi risultati a spese degli investitori più lenti.

Ma se sempre più gente sottoscrive i fondi indice il mercato potrebbe diventare meno efficiente? E questo a sua volta potrebbe creare opportunità per quelli che comprano le azioni e che Samuelson suggeriva dovrebbero smettere di operare?

Nei fatti sembra sia più probabile il contrario. Se investire nei fondi indice ha spiazzato i cattivi gestori, come sembra probabile, avrà reso i mercati più efficienti, non meno.

Per capire questo è necessaria una tautologia ovvero che l'intero sia pari alla somma delle sue parti.

L'investitore medio può far bene quanto la media del mercato. Perché alcuni investitori riescano a battere il mercato è necessario che altri ne vengano superati. I gestori fanno fatica a raccogliere i fatti, farsene un'idea e acquistare o vendere in base a questo. I risultati della maggior parte dei fondi non giustificano i relativi costi. Pochi capaci sono in grado di battere gli indici, almeno per un po'. Ma se lo fanno per molto tempo chiederanno molto di più per gestire i vostri soldi e c'è sempre la possibilità che siano fortunati e non bravi. L'investitore medio potrebbe non essere in grado di percepire la differenza.

Passivo aggressivo?

Un fondo indice a bassi costi sembra una scommessa migliore.

Man mano che gli investitori se ne convincono qual è l'effetto sui prezzi di mercato? Questi si formano dagli scambi tra gestori informati che hanno opinioni diverse. I fondi indice sono passivi.

Una delle cose che si sentono spesso è che i fondi indice aiutino la formazione di bolle, dal momento che i fondi indice sono costretti a mettere più soldi nelle azioni di moda anche quando diventano eccessivamente costose. Questo sembra non cogliere la logica dell'investimento indicizzato come strategia passiva. L'indice pesa ciascuna azione con il suo valore. Se il prezzo di un'azione sale rapidamente il suo peso nell'indice aumenta ma anche il suo valore nel portafoglio indicizzato aumenta quindi non è necessario alcun acquisto.

Una preoccupazione più valida riguarda i capitali che si spostano da un gestore attivo, che ha cercato di superare la media di mercato evitando le azioni che crescono rapidamente, ad un fondo indicizzato. L'effetto del passaggio è di aumentare la domanda di tali azioni. Quanto più i fondi pensione si spostano da questo tipo di investimento "fondamentale" ai fondi indice, tanto maggiore la possibilità che si creino bolle nei prezzi.

Tuttavia, vale la pena pensare a che cosa succederebbe se i fondi indice non esistessero. Il nostro fondo pensione potrebbe rivolgersi ad un altro gestore attivo, che ha avuto buoni risultati scommettendo sui vincitori più recenti. Questo potrebbe gonfiare una bolla con ancora maggiori probabilità.

Forse la crescita dei fondi indice ha privato il mondo di bravi gestori attivi. Sembra però più probabile che abbia fatto chiudere molti cattivi gestori, esattamente come Samuelson sperava.

E non è poi, che acquisti e vendite di azioni da parte di investitori informati con diverse opinioni siano cessati. Il volume degli scambi nel tempo è aumentato. Gli investitori attivi sono più attivi che mai.

Perché si preoccupano allora? Se la crescita dei fondi indicizzati significa meno soldi disinformati questo significa che è più difficile battere il mercato. È contro la natura umana pensare a se stessi come mediocri o accontentarsi del risultato medio. La gente continuerà a provare, anche se l'insuccesso è più probabile del successo.

Immaginiamo, scriveva Samuelson, che uno studio abbia scoperto che uno ogni venti alcoolizzati possa imparare a diventare un bevitore moderato. Anche se la scoperta è ben documentata, egli sosteneva, il medico saggio continuerà ad agire come se fosse falsa, "perché non potrai mai identificare quell'uno su venti, e nel tentativo cinque su venti saranno distrutti dall'alcool".