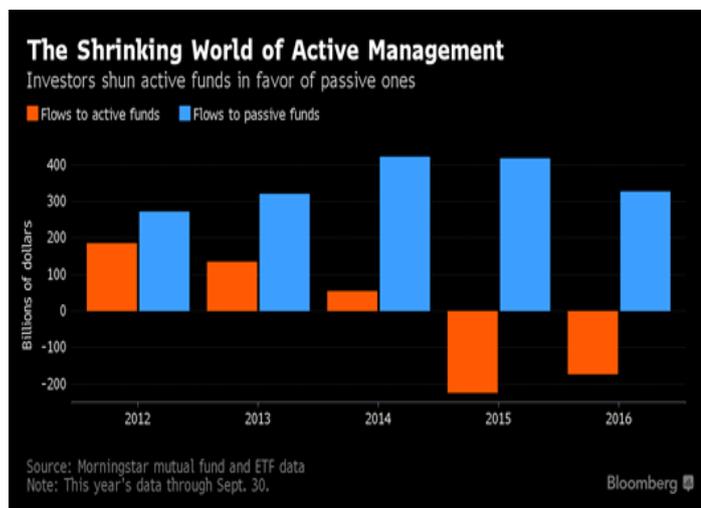


I SOLDI IN TESTA

Lezione N° 207 – 19 gennaio 2017

Clienti di se stessi, consumo di quello che c'è in casa

Alla luce delle categorie definite nella lezione precedente, gli italiani come risparmiatori possono venir visti come clienti di se stessi (fai da te) e consumatori di quello che c'è prevalentemente in casa loro (tutti i risparmi in euro, immobili e reddito fisso). Proviamo a fare un confronto con gli americani. Gli statunitensi mettono i loro risparmi in diverse società che gestiscono il risparmio tramite fondi, ma soprattutto in due grandi compagnie: il Vanguard, che da sempre si dedica alle economiche gestioni passive, e il Fidelity, che propone il mitico Magellan Fund. Come è noto, nel 2010, il Vanguard ha superato in dimensioni delle masse il Fidelity, che fa da sempre gestioni attive. Questo non deve stupirci oggi perché possiamo constatare che il trend è continuato dal 2012 fino alla fine del 2016.



Miliardi di dollari di flussi di risparmi che vengono allocati nelle gestioni attive vs. le gestioni passive. Come si vede dalla figura negli ultimi tre anni i flussi escono dalle gestioni attive per riversarsi nelle passive. Fonte: Bloomberg modificata.

Quello che oggi stupisce, invece, è che, all'interno del gruppo Fidelity, il fondo gestito da William Danoff, che per anni aveva battuto l'indice S&P500, non sia più il fondo leader all'interno della compagine. E' stato battuto alla fine del 2016 dal Fidelity 500 Index Fund, un fondo passivo, che ha un asset di 106 miliardi mentre il rivale "attivo" si è fermato a 105. E' bastato che Danoff a fine novembre avesse prodotto solo il 2% di rendimento annuo mentre l'indice è salito quasi del 10%. Una differenza che è divenuta considerevole, tutta in un solo anno. Ci vorranno anni per riassorbirla, tenendo anche conto del differenziale del costo di gestione. Che cosa ci dice tutto ciò in relazione alle categorie della lezione precedente?

A me sembra che ai consulenti italiani possa dire le seguenti cose:

- con la Mifid nuova, a fine 2017, i margini cominceranno a scendere, così come è capitato a Fidelity, che negli anni ha tagliato a metà le commissioni, pur non riuscendo a contrastare il passaggio di testimone nel primato sopra documentato (primato che, ovviamente, Fidelity ha subito, più che gradito);
- per contrastare il passaggio da "attivo" a "passivo" non si deve assolutamente concepire la funzione del consulente in modo riduttivo, ma riassorbendo la gestione dei risparmi in una consulenza totale al "valore" di una persona;
- se anche i clienti preferiscono i passivi, per o meno nella parte azionaria del portafoglio, questa preferenza diventa irrilevante se il consulente gestisce tutto il "valore" del cliente;
- in Italia ci sono ancora troppi risparmiatori che sono "clienti di se stessi" e consumano solo le informazioni raccolte da loro in modo informale (amici, parenti, bocca a bocca, etc.) con i noti effetti sub-ottimali;
- da un lato un ruolo rilevante delle gestioni passive dei risparmi è in Italia lontano, per i motivi che indicherò tra poco, dall'altro non consiglio ai consulenti di cullarsi sugli allori di un mercato in forte crescita e di una minaccia "passiva" lontano.

Perché il futuro delle gestioni passive in Italia è lontano?

Oggi sembrerebbe il contrario, almeno a guardare la stampa specializzata. Si fa un gran parlare di robot-advisor e di gestioni passive, e cioè in pratica di gestione dei risparmi che possono fare a meno di un consulente in carne e ossa, con mente, animo e cuore.

Ora cercherò di spiegare perché questo è un futuro molto lontano, almeno nel nostro paese.

Partiamo dai fatti. E' vero che negli Stati Uniti è in corso da anni un passaggio da gestioni attive a passive, come mostra la figura.



Economist.com

Prendendo come punto di partenza e di riferimento il decennio trascorso, le gestioni passive nel mondo hanno assunto molto più peso nel complesso: 6 trilioni a 23 trilioni (migliaia di miliardi). Fonte: Economist modificata.

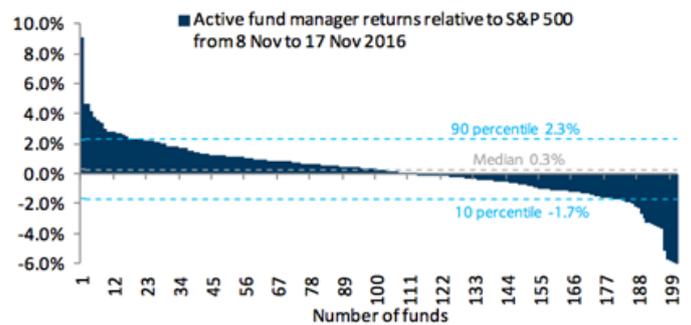
E tuttavia questo incremento apparentemente forte dipende dal fatto che si partiva da valori molto bassi, come mostra la figura. La sproporzione è ancora rilevante persino negli USA, il paese dove le gestioni passive sono state inventate e dove si sono per ora più affermate rispetto alle attive. Il rapporto nel mondo oggi è circa di 24 a 6, le passive cioè sono meno di un quinto delle attive.

Via via che le gestioni passive aumenteranno di peso relativo, si prosciugherà il bacino dei potenziali clienti. Questo bacino è limitato per alcuni motivi precisi e, via via che le passive cresceranno, il bacino si svuoterà fino a raggiungere un equilibrio stabile tra attive e passive.

Ho già ricordato a suo tempo il motivo principale di questo futuro equilibrio tra le due forme di gestione del risparmio: “la prevalenza di gestione passiva aumenta i rendimenti associati all’accumulazione dell’informazione e rinforza gli operatori attivi”. In altre parole sarà proprio il successo delle gestioni passive a determinare il raggiungimento di questo equilibrio perché a un certo punto tutto il bacino dei clienti potenziali si sarà trasformato in clienti “reali”. Come mai? Immaginate un mondo dove è prevalsa in modo massiccio la gestione passiva. Coloro che praticano una gestione attiva spiccheranno di più e, inevitabilmente, tra costoro vi sarà una quota di gestori che batteranno gli indici. Questo è particolarmente vero nei momenti di svolta, di cui vi ho parlato più volte.

Consideriamo, ad esempio, la recente elezione di Trump e la dispersione conseguente di rendimento dei fondi. Essa viene attribuita dai più a capacità diverse di approfittare dei momenti di transizione.

Performance of US diversified equity mutual funds (benchmarked to S&P 500) has varied greatly after the election with a 400bp spread between the top and bottom 10%



Source: Bloomberg, Barclays Research

Quando avviene qualcosa che sorprende i gestori, la consueta correlazione tra i fondi diminuisce. Questa rilevante dispersione induce a credere che ci siano gestori più bravi che riescono a battere l'indice, come mostra la figura. Fonte: Bloomberg modificata.

Il secondo motivo ha a che fare con la dotta ignoranza: è molto contro-intuitivo che un esperto che fa gestione attiva non riesca a fare meglio delle gestioni passive corrispondenti. Nella prossima lezione passeremo in rassegna altri motivi, tutti rilevanti in funzione del contesto italiano.



Prof. Paolo Legrenzi
Laboratorio di Economia
Sperimentale
Paolo Legrenzi (Venezia,
1942) è professore emerito
di psicologia cognitiva
presso l'Università Ca'
Foscari di Venezia, dove
coordina il Laboratorio
di Economia Sperimentale
nato dalla partnership
con GAM. È membro
dell'Innovation Board
della Fondazione
Università Ca' Foscari.

www.gam.com seguiteci anche su:



Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento hanno unicamente scopo informativo e non costituiscono una consulenza in materia di investimenti. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza e alla completezza dei dati. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento rappresentano la situazione congiunturale attuale e possono subire cambiamenti. GAM non è parte del Gruppo Julius Baer.