

I SOLDI IN TESTA

Lezione N° 238 – 21 settembre 2017

Il problema dei costi non è un problema bensì un'opportunità

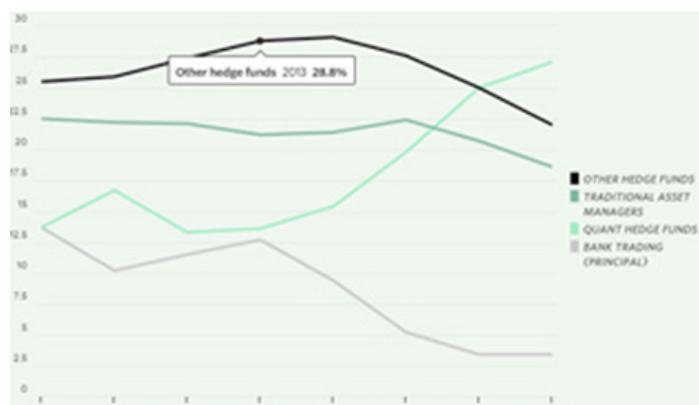
Leggiamo su un importante quotidiano italiano, il mercoledì 9 agosto 2017, un esauriente resoconto che commenta i dati Assogestioni e parla dei trend del risparmio gestito.

Il punto che molti commentatori ricordano è l'ampio margine di espansione potenziale del settore in Italia. Su un totale di 5.200 miliardi di risparmio privato abbiamo soltanto 2.005 miliardi di risparmio gestito: "quindi quasi 3.200 miliardi sono potenzialmente disponibili, specialmente in un periodo in cui, a causa di tassi bassi, altre forme di investimenti, a partire dai titoli di Stato, non danno più rendimenti appetibili (Corriere, 9-8, p. 27)". Inoltre, da inizio anno, le sottoscrizioni complessive ammontano, a fine Agosto, a quasi 60 miliardi e sono stabilmente in crescita, indicando l'abbandono progressivo della strategia "fai-da-te".

L'altro punto su cui insistono i commentatori è l'entrata in questo mercato di grandi fondi americani con costi di gestione bassi o molto bassi.

Come abbiamo ricordato nell'incontro GAM del 12 luglio a Milano, oggi assistiamo a due tendenze entrambe inaugurate dalla "carica dei fondi americani" (questo è il titolo del pezzo del Corriere!).

La prima tendenza è quella della gestione automatica realizzata tramite software che incorporano modelli preparati dall'uomo, elaborati a partire da enormi banche dati che analizzano le correlazioni presenti sui mercati e le sfruttano (i cosiddetti "quantum hedge fund").

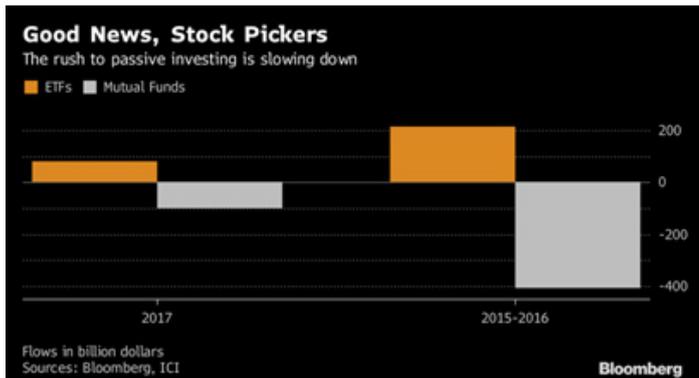


La figura, già commentata da Carlo Benetti su questo sito (26 giugno), mostra la crescita dei quant hedge fund rispetto ai settori tradizionali: asset management e hedge fund. Fonte: Alpha e Beta del 26 giugno.

La seconda tendenza, cruciale, è caratterizzata dal passaggio ai fondi passivi. Tale trasmigrazione è guidata dalla convinzione che i costi medi attuali non compensino le prestazioni medie di molte gestioni attive. Si tratta di una convinzione che presuppone un'incomprensione radicale di quello che è il vero vantaggio della consulenza in Italia, come vedremo meglio più avanti.

Questa tendenza è stata forte, recentemente soprattutto negli USA, ma è in rallentamento perché resta un bacino di persone che gradiscono una consulenza personalizzata, sartoriale.

Una consulenza a tutto campo, che travalichi la mera gestione dei loro risparmi, il tipo di consulenza di cui hanno realmente bisogno gli italiani.



Buone notizie per tutti coloro che attivamente selezionano i titoli ritenuti più vantaggiosi. Il passaggio dai fondi a gestione attiva a quelli a gestione passiva sta rallentando dopo una partenza travolgente negli ultimi anni. Questo rallentamento fa presagire che le due modalità troveranno un equilibrio stabile in risposta a esigenze diverse. Fonte: Bloomberg modificata.

Il rallentamento dei fondi basati sugli indici avverrà probabilmente anche perché il confronto sui costi, tema su cui ritorneremo più volte, ha inizialmente penalizzato i fondi a gestione attiva. Questi ultimi, in effetti, oltre a dei costi fissi, hanno delle commissioni, spesso consistenti, legate alle prestazioni. Dato che dal marzo 2009 abbiamo alle spalle, e stiamo ancora percorrendo, la più lunga fase di crescita dei mercati azionari, i fondi a gestione attiva finiscono per essere penalizzati in termini di costi rispetto ai passivi, che si limitano per definizione, e si sono limitati a seguire la marea montante. Ma questa è un'illusione temporanea.

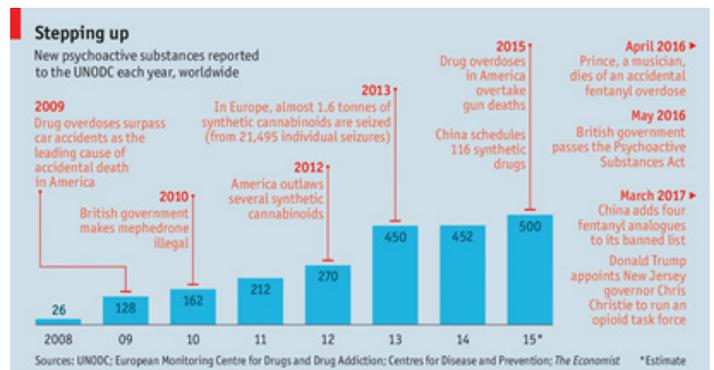
Quando i mercati stoneranno, e un giorno lo faranno di certo, allora, in fase di discesa, molti fondi attivi ben gestiti riusciranno ad ammortizzare il calo. Risulteranno così più graditi ai clienti finali di quanto non lo saranno i fondi che si muovono piatti sugli indici, in salita e in discesa, anche perché la discesa fa più male di quanto non faccia bene l'equivalente salita. E questo è un grave limite per chi si affida agli "indici", a meno che non abbia una prospettiva con un orizzonte temporale che supera il decennio, se non due, condizione questa molto rara soprattutto tra i risparmiatori italiani.



I fondi che si muovono con gli indici risultano molto economici in fase di salita, come mostrato nella figura, ma non ammortizzano le discese, e quindi possono fare molto male. Molto male, se non per chi opera con orizzonti temporali così lunghi da essere considerati dis-umani per i più. Fonte: Economist modificata.

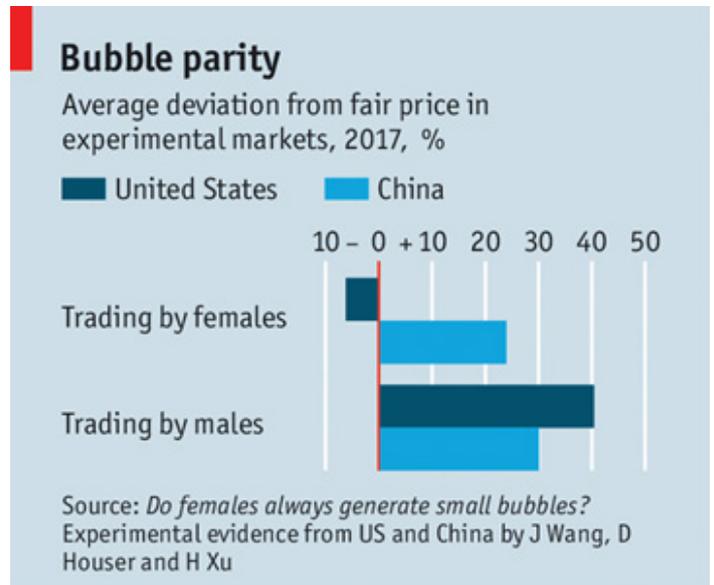
Più in generale, l'espansione dei fondi ancorati agli indici, molto poco costosi, ha sofferto in fase iniziale del fatto che le banche hanno cercato di frenarne la diffusione. Se infatti non riesci a offrire, nella maggior parte dei casi, una buona consulenza, che vale molto, ma hai solo a disposizione gli strumenti di una politica commerciale, che per il cliente vale poco o nulla, allora è sui margini incorporati nei prodotti che puoi contare di campare.

Ma è un'illusione e un miraggio rispetto ai reali vantaggi della consulenza. Un miraggio che poi delude: non a caso, l'Italia è stato il paese con la maggiore diffusione di obbligazioni bancarie, come bene, anzi male, ci è stato raccontato dalle cronache recenti. Quando un fenomeno in espansione viene inizialmente per vari motivi frenato, alla fin fine la sua crescita appare rapida proprio perché si è superato un freno iniziale.



La figura mostra la diffusione dell'uso della droga in Europa, più che decuplicata in meno di dieci anni. Ma il ritmo di incremento sta rallentando e sta raggiungendo un punto di equilibrio. La liberalizzazione totale sposterebbe questo punto di equilibrio, ma non per questo tutte le persone si drogerebbero come si vede nei paesi dove il consumo è stato, di fatto o di diritto, reso libero. Fonte: Economist modificata.

L'equilibrio si raggiunge in modi diversi per la forza delle diverse culture su temi diversi. E' noto, per esempio, che le donne statunitensi, in media, hanno un profilo di rischio più prudente dei maschi.



In attività di scambi simulati sui mercati finanziari, e anche in scenari reali, le donne non sono per natura più prudenti degli uomini. Dipende dalle tradizioni culturali presenti nei vari paesi in dati momenti storici. Fonte: Economist modificata.

Ma esperimenti controllati mostrano che in paesi con una tradizione matriarcale e culturale diversa, le cose non stanno così. Sono le circostanze e gli scenari culturali che contano: per natura le femmine non sono più prudenti dei maschi, anche in altre specie animali. Dipende da scenari e circostanze. Questo è un punto rilevante da tenere presente quando si approfondisce il tema del costo della consulenza.

Ogni fenomeno ha i suoi punti di equilibrio e i suoi punti di

non ritorno: un consulente è utile per farci riflettere su questa tematica, soprattutto in fase di rialzo prolungato dei mercati, quale è quella attuale. L'espansione dei fondi basati sugli indici sta già frenando negli USA, e si fermerà quando tutte le nicchie occupabili da questa innovazione di servizio saranno state sfruttate.

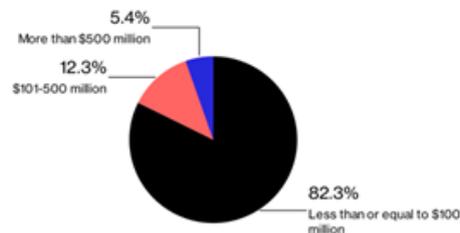
Di qui la facile previsione che in Italia la consulenza non verrà ostacolata dal rendere espliciti i costi inseguito alla Mifid2 perché gli italiani avranno più che mai bisogno di una buona consulenza a tutto campo. Il raggiungere una fase di equilibrio caratterizza tutti i fenomeni che, all'inizio, per un qualsiasi motivo, sono stati frenati nella loro espansione. Il caso limite è quello della diffusione dell'uso delle droghe. Se voi la frenate, avrete una lunga fase di espansione che convivrà con le proibizioni. Ma nei paesi dove in consumo di droghe, per scelte di diritto o per ragioni di fatto, è stata legalizzata, si raggiunge ben presto un punto di equilibrio. Così avverrà anche per il punto di equilibrio tra gestioni attive e passive.

Son fondate le conclusioni di questi ragionamenti? Secondo noi sì, in particolare nel caso dell'Italia dove c'è bisogno di un profondo riassetto dei portafogli e di una grande attenzione al passaggio generazionale e alle sue conseguenze. Questi temi, come vedremo, sono collegati al costo della consulenza.

Il riequilibrio del settore fa sì che molte "fabbriche" di prodotti stiano chiudendo molti fondi attivi, o pseudo-attivi, fondi cioè che veramente non erano tali o non erano percepiti come tali dal mercato, per concentrarsi sulla qualità più che sulla quantità.

Hedge-Fund Attrition

Small money managers have dominated closures since the start of 2009

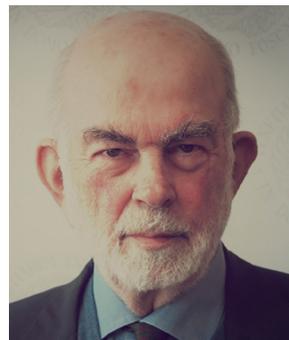


Data shows the percentage of hedge-fund closures by assets they managed
Source: EurekaHedge

Bloomberg

I piccoli fondi hedge sono quelli che più sono stati chiusi a partire dal 2009. Fonte: Bloomberg modificata.

La Mifid2, la trasparenza, e tutti i cambiamenti in corso, implicano che sia ridimensionato il ruolo del consulente e che non si debbano più utilizzare i fondi a gestione attiva? Secondo noi, no, assolutamente no. Vedremo perché.



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. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di GAM nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza e alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro.