

I SOLDI IN TESTA

Lezione N° 240 – 5 ottobre 2017

Ancora sul problema dei costi della consulenza

Nelle lezioni precedenti sono stati affrontati i seguenti temi:

- la **fallacia della torta fissa**, tale per cui la provvigione del consulente è un costo che intacca il patrimonio del cliente;
- la **fallacia del consulente come distributore**, in concomitanza con la presenza della Mifid 2 e del dibattito sui costi in presenza di case di gestione che tradizionalmente hanno offerto soprattutto prodotti i cui costi sono un decimo circa di quelli adottati in media nelle gestioni attive più diffuse in Italia (in molti casi sono ancora più economici);
- i principi che governano il costo della consulenza e le fallacie collegate.



La crescita dei fondi Vanguard a gestione passiva con dividendo. Fonte: Bloomberg modificata.

Un argomento spesso utilizzato a favore della gestione passiva è la difficoltà da parte di quella attiva, soprattutto sui mercati azionari, di replicare nel tempo la capacità dei più bravi gestori, quelli del primo quartile (25%), nel battere sistematicamente gli altri. Questo, come si è già detto, è un falso problema perché concentra l'attenzione sui costi in modo fuorviante e totalmente irrealistico per il risparmiatore medio italiano, che si è affidato al "fai-da-te".



Economist.com

I migliori fondi azionari USA a gestione attiva del 2013 fanno fatica a restare nel quartile superiore negli anni successivi. Questo significa che non sono sempre gli stessi fondi a battere le gestioni passive. Fonte: Economist modificata.

I dati presentati nelle due precedenti figure, insieme all'adozione della Mifid 2 anche in Italia, stanno alimentando un dibattito sul costo della consulenza che si traduce nella domanda: quanto vale la gestione di un consulente? La domanda, posta in questi termini, è imprecisa e la sua ambiguità può portare a molte risposte diverse e a incomprensioni circa la vera natura del problema. Cercherò qui di prospettare alcuni metodi per calcolare il costo/vantaggio della consulenza.

Il metodo win-win o dei vantaggi reciproci

Tale metodo, per cercare di rispondere alla stima circa il valore della consulenza, corrisponde al superamento della fallacia della torta fissa. Esso pone a confronto un patrimonio seguito da un consulente con quello costruito, forse intenzionalmente e consapevolmente, con il "fai da te". Per fare un computo bisogna calcolare la differenza di efficienza dei due patrimoni sui tempi lunghi.

Il calcolo dipende da diverse variabili e pre-condizioni. Assumiamo convenzionalmente che il patrimonio preso in considerazione corrisponda alla diversificazione effettiva media degli italiani: 2/3 in immobili e 1/3 in attività finanziarie, per lo più in euro, reddito fisso e liquidità. Un caso estremo della ben nota “fallacia di casa nostra” che porta, appunto, a concentrare i risparmi sugli asset di casa nostra (home bias) e a tenere molta liquidità (fallacia del “non si sa mai” come meccanismo psicologicamente sostitutivo delle assicurazioni).

Rendimenti annui reali 1900-2014	Azioni	Bonds	Monetari
USA	6,5	2,0	0,9
Europa	4,3	1,1	0,9
World ex USA	4,4	1,6	0,9
World	5,2	1,9	0,9
Italia	1,9	-1,2	-3,5

La “fallacia di casa nostra”: pensando di conoscere meglio di altri i mercati nazionali ci sentiamo più sicuri di investire “personalmente”. Abbiamo la percezione di poter controllare meglio l'evoluzione dei nostri asset e, soprattutto, siamo certi di saper distinguere ciò che è buono da ciò che è cattivo. Fonte: Credit Suisse modificata.

In via del tutto ipotetica, un portafoglio meno “sbilanciato” rispetto a quello costruito mediamente con il “fai da te” avrebbe avuto nell'ultimo decennio margini di miglioramento di almeno il 5% annuo rispetto al “fai da te”.

Come si fa a calcolare, in modo del tutto indicativo, questo valore?

Si tratta di una percentuale del tutto approssimativa perché si basa sul rendimento del portafoglio medio degli italiani ottenuto con la strategia “fai da te” paragonato al rendimento medio di patrimoni gestiti da esperti come il fondo sovrano norvegese o le dotazioni delle principali università statunitensi.



Solo a posteriori il “fai da te” è deludente rispetto alla consulenza. A lungo andare la fallacia di casa nostra ci inganna, ci tranquillizza, ma alla fine ci disillude con i suoi effetti. Ecco giungere il momento della consulenza. Fonte: Economist modificata.

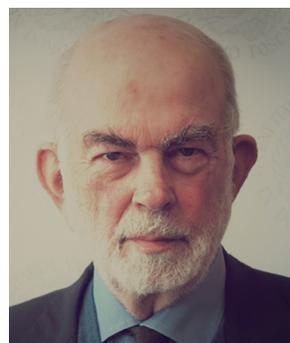
In questo senso la consulenza può venire considerata come una sorta di “win-win”: essa contempera gli interessi del consulente e quelli del cliente. Il confronto tra le strategie “fai da te” e consulenza viene così ricondotto nell'alveo di una forma particolare della “fallacia della torta fissa” in campo negoziale. Essa dipende dal focalizzarsi su una torta fissa da cui viene detratto il costo della consulenza che, in tal modo, sembra intaccare il patrimonio seguito inteso appunto come una torta “fissa”. Invece la torta non è fissa e può crescere, crescere molto di più con l'aiuto di un consulente.



Economist.com

La tabella mostra nella parte superiore il rendimento medio annuo previsto, su un arco di sette anni, dal 1994 al 2017, dei diversi asset. Come si vede la stima dei gestori attivi è stata precisa nel senso che le classi di rendimento indicate sull'asse verticale sono quelle che si sono verificate con una certa precisione. Nella seconda parte della tabella, relativa all'ultimo settennato, risultano sottostimate le azioni USA, che pure avevano la previsione più ottimistica tra i vari asset. La tabella conferma indirettamente la nostra stima del 5% annuo di valore della consulenza. Fonte: Economist modificata.

Sul numero dell' Economist del 2 settembre 2017, c'è un'interessante analisi del valore della consulenza nel senso che gli esperti hanno fatto delle previsioni sull'andamento futuro di un portafoglio diversificato, previsioni che poi si sono rivelate abbastanza precise. L'unico vero scarto negli ultimi sette anni è una sotto-valutazione della salita della borsa statunitense. Ma questa sottovalutazione dimostra ancora una volta l'utilità della consulenza perché il "fai-da-te" italiano non aveva neppure preso in considerazione questa possibilità. La tabella mostra in modo indiscutibile quanto sia fuorviante la "fallacia della torta fissa".



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.