

EURISTICHE DEL TREASURY

“Higher for longer”, la discesa dei tassi non è dietro l'angolo, la maratona delle banche centrali, cominciata con la Federal Reserve e proseguita con le riunioni di altre undici banche centrali ha lasciato il convincimento che l'attuale livello dei tassi ci accompagnerà ancora per un po' di mesi

In questi giorni sono capitate due ricorrenze, due “Accadde Oggi”, che offrono lo spunto per un ragionamento sulla cronaca finanziaria e sui conseguenti comportamenti finanziari da adottare.

Il primo “Accadde oggi” è del 27 settembre. In quel giorno del 1974 la rivista Science pubblicava l'articolo “Judgment under Uncertainty: Heuristics and biases”, un titolo non entusiasmante per un lavoro che si sarebbe rivelato fondamentale nel mettere le basi di una nuova disciplina che oggi conosciamo come “behavioural finance”, finanza comportamentale.

Due psicologi israeliani, Amos Tversky e Daniel Kahneman, presentavano nell'articolo le loro intuizioni su come gli individui pensano e assumono decisioni, descrivendo tre “euristiche”, scorciatoie mentali che le persone utilizzano per valutare le probabilità e decidere.

Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases

Biases in judgments reveal some heuristics of thinking under uncertainty.

Amos Tversky and Daniel Kahneman

Many decisions are based on beliefs concerning the likelihood of uncertain events such as the outcome of an election, the guilt of a defendant, or the future value of the dollar. These beliefs are usually expressed in statements such as “I think that . . .” “chances are . . .” “it is unlikely that . . .” and so forth. Occasionally, beliefs concerning uncertain events are expressed in numerical form as odds or subjective probabilities. What determines such beliefs? How do people assess the probability of an uncertain event or the value of an uncertain quantity? This article shows that people rely on a limited number of heuristic principles which reduce the complex tasks of assessing probabilities and predicting values to simpler judgmental operations. In general, these heuristics are quite useful, but sometimes they lead to severe

errors when visibility is good because the objects are seen sharply. Thus, the reliance on clarity as an indication of distance leads to common biases. Such biases are also found in the intuitive judgment of probability. This article describes three heuristics that are employed to assess probabilities and to predict values. Biases to which these heuristics lead are enumerated, and the applied and theoretical implications of these observations are discussed.

Representativeness

Many of the probabilistic questions with which people are concerned belong to one of the following types: What is the probability that object A belongs to class B? What is the probability that event A originates from process B?

occupation from a list of possibilities (for example, farmer, salesman, airline pilot, librarian, or physician)? How do people order these occupations from most to least likely? In the representativeness heuristic, the probability that Steve is a librarian, for example, is assessed by the degree to which he is representative of, or similar to, the stereotype of a librarian. Indeed, research with problems of this type has shown that people order the occupations by probability and by similarity in exactly the same way (1). This approach to the judgment of probability leads to serious errors, because similarity, or representativeness, is not influenced by several factors that should affect judgments of probability.

Insensitivity to prior probability of outcomes. One of the factors that have no effect on representativeness but should have a major effect on probability is the prior probability, or base-rate frequency, of the outcomes. In the case of Steve, for example, the fact that there are many more farmers than librarians in the population should enter into any reasonable estimate of the probability that Steve is a librarian rather than a farmer. Considerations of base-rate frequency, however, do not affect the similarity of Steve to the stereotypes of librarians and farmers. If people evaluate probability by representativeness, therefore, prior probabilities will be neglected. This hypothesis was tested in an experiment where prior probabilities were manipulated (1). Subjects were shown brief personality descriptions of several individuals, al-

Il termine “euristica” deriva dal greco “eurisko” (εὐρίσκω) che significa trovare, parente del celebre “Eureka!” di Archimede; indica un procedimento mentale non rigoroso che porta a un risultato che si ritiene corretto. La prima “euristica” presentata dai due psicologi è la Rappresentatività, cioè la capacità degli individui di farsi un'idea sulla base di somiglianze con stereotipi esistenti, una “scorciatoia” che tende però a far trascurare le statistiche e i fattori di probabilità.

La seconda “scorciatoia mentale” è la Disponibilità, la tendenza a dare maggior importanza a ciò che viene in mente come prima cosa, le idee e i concetti “più disponibili” al pensiero cosciente. Anche in questo caso l'insidia è quella di ignorare la maggiore affidabilità dei dati e delle statistiche. L'ultima euristica descritta da Kahneman e Tversky è l'Ancoraggio, la fatica di fare stime o valutazioni senza allontanarsi da valori iniziali, anche quando tali valori si rivelano fuorvianti o sbagliati.

Le intuizioni descritte nell'articolo del 1974 sarebbero state poi state riprese e formalizzate nella più ampia “Teoria del Prospetto”, del 1979, che valse a Daniel Kahneman il premio Nobel per l'Economia nel 2002 (Tversky era scomparso nel 1996).



Carlo Benetti
Market Specialist
di GAM (Italia) SGR
S.p.A.

L'articolo di Amos Tversky e Daniel Kahneman, pubblicato da Science il 27 settembre 1974

La conoscenza e la consapevolezza di queste insidie cognitive, o bias, è la preconditione per assumere decisioni finanziarie corrette, è il costante ammonimento a tenere sotto controllo l'impulsività e a non seguire le intuizioni, spesso condizionate dalle euristiche, ma fidarsi invece delle statistiche e dei fatti concreti. Il controllo delle emozioni è tanto più efficace se si confrontano le proprie idee, o obiettivi, con un esperto di fiducia, figura "terza" che si frappone tra le emozioni e le decisioni.



Le tre euristiche dell'articolo di Kahnemann e Tversky e i fondamenti della finanza comportamentale sono familiari a chi segue questa Newsletter e, soprattutto, le Lezioni settimanali "I soldi in testa" di Paolo Legrenzi, professore Emerito dell'Università Ca' Foscari e da oltre un decennio collaboratore di GAM Italia (e che mi onora della sua amicizia)

Un criterio "universale" nell'approccio alle scelte di investimento è l'analisi rigorosa delle valutazioni, a maggior ragione in una fase come questa segnata dal premio al rischio ai minimi storici e dalla forte concentrazione delle performance.

Le strategie di investimento si differenziano nella preferenza delle capitalizzazioni di mercato delle società quotate, oppure per le loro caratteristiche "value" o "growth", alcune strategie mettono enfasi sul "momentum", altre su fattori come la qualità o la generazione di dividendi.

Ma il criterio che resiste alla prova del tempo è far dipendere le scelte di investimento dal buon lavoro fatto sulla valutazione dei titoli, valutare il prezzo sia nei termini di "assolutamente economico" che di "relativamente economico". Non è detto che si abbia ragione solo perché "il prezzo sale", le condizioni della realtà vanno costantemente messe in relazione con le ragioni alla base delle scelte.

L'altro criterio universale è la pazienza, "formula del successo" secondo Peter Lynch. L'esercizio della pazienza è sempre più difficile quando si vive il tempo dell'impazienza, eppure i grandi imprenditori e i grandi investitori sono tali perché capaci di sottrarsi alla trappola del presente, capaci di guardare oltre le metriche trimestrali.

Ricordare i fondamenti della finanza comportamentale e le insidie dei bias cognitivi è forse ridondante ma utile a mantenere la consapevolezza storica: in tempi di sconvolgimenti geopolitici, gli investitori ricorrono spesso alle euristiche per trovare orientamento in scenari confusi. È comprensibile, ma non stiamo attraversando fenomeni temporanei, non ci sarà nessun ritorno a una "normalità" del passato o a una supposta "nuova normalità".

Per questo motivo le esperienze "disponibili" o i valori di "ancoraggio" sono ancora meno affidabili, il passato non aiuta. Questo tempo di accelerazioni e trasformazioni porterà a nuovi sbocchi, a nuovi equilibri e, inevitabilmente, a nuove contraddizioni. Entriamo in un nuovo regime e i bias cognitivi rischiano di far tenere gli occhi rivolti al passato, come l'Angelo della Storia di Walter Benjamin.

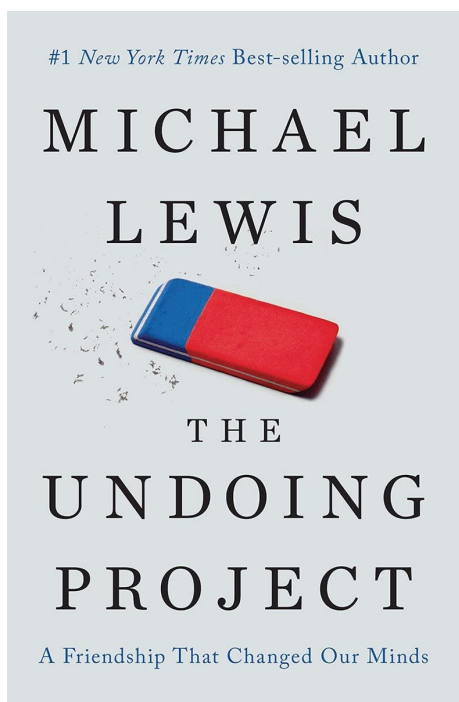


Paul Klee (1879-1940) "Angelus Novus" (1920, Museo d'Israele, Gerusalemme). Così ne scrive Walter Benjamin "Un dipinto di Klee intitolato Angelus Novus mostra un angelo che sembra sul punto di allontanarsi da qualcosa che sta contemplando con sguardo bloccato. I suoi occhi sono fissi, la bocca è aperta, le ali spiegate. Così ci si raffigura l'angelo della storia. Il suo volto è rivolto al passato. Laddove leggiamo una catena di eventi, lui vede un'unica catastrofe che continua ad accumulare rovine su rovine e le scaglia ai suoi piedi"

Una euristica diffusa è il comportamento degli investitori che in tempi di incertezza si indirizzano verso la protezione dei titoli del Tesoro americano. Eccoci così all'altro "Accadde oggi", riferito al 30 settembre 1981, quando il rendimento del Treasury decennale toccò il picco storico di 15,84%.

In quel momento i tassi ufficiali erano al 17%, l'inflazione oltre l'11%, la curva dei rendimenti sostanzialmente piatta con il titolo a sei mesi che rendeva circa mezzo punto meno quello delle scadenze più lunghe. Da lì a poche settimane il Congresso americano si sarebbe poi trovato intrappolato nel confronto tra Repubblicani e Democratici sul tetto al debito federale e sul rischio del cosiddetto "shutdown", la chiusura o, meglio, la sospensione delle attività del governo federale in mancanza della legge con lo stanziamento dei fondi necessari.

Nel 1981 vennero licenziati 241.000 lavoratori federali, era la prima volta che la mancanza dei fondi generava una così dura contrazione delle attività del governo federale. Il presidente Reagan aveva chiesto tagli di spesa per quasi otto miliardi e mezzo di dollari, aveva dalla sua il Senato ma la Camera insisteva su tagli più consistenti alla difesa e su aumenti di stipendio. Reagan pose il veto e fermò l'attività federale, lo "shutdown" si concluse poi con un compromesso.



"The Undoing Project" di Michael Lewis descrive l'amicizia personale e il sodalizio accademico di Daniel Kahneman e Amos Tversky (in italiano "Un'amicizia da Nobel", Raffaello Cortina 2017).

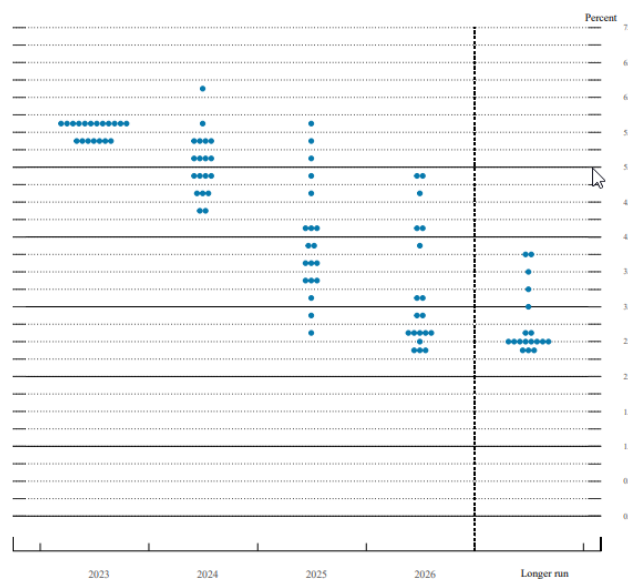
Quarantadue anni dopo, ci ritroviamo ancora alle prese con l'imprevedibilità del rendimento del Treasury e con il ricorrente scontro tra Democratici e Repubblicani sul tetto al debito federale. Lo shutdown è stato evitato con il voto al Senato di sabato sera: per il momento la più grande economia del mondo non chiude, il problema non è stato risolto ma spostato alla metà di novembre.

Le disfunzionalità della politica americana hanno un costo finanziario (ad esempio l'aumento del costo dei CDS a dieci anni) eppure quest'anno i mercati non hanno prestato troppa attenzione al braccio di ferro al Congresso, sono molto più concentrati, e preoccupati, su quanto sta accadendo ai tassi, ai livelli più alti dal 2007. E dunque è ai livelli massimi dal 2007 anche il costo del servizio del debito federale, l'altro lato del mantra dei tassi "più alti per più tempo". Nel 2007 il debito era al 62% del pil degli Stati Uniti, oggi è oltre il 120% e il costo assorbirà risorse finanziarie per circa il 2,5% del PIL.

La spesa pubblica ha contribuito con decisione alla resistenza dell'economia americana all'aumento dei tassi, ma al costo di un debito e un deficit più alti. Ora il Tesoro deve pagare un po' di più per convincere gli investitori a continuare a sottoscrivere il debito americano. Difficile immaginare una discesa della spesa federale, i Repubblicani chiedono tagli a gran voce ma la grande parte della spesa è incomprimibile, ad esempio la spesa per l'assistenza sanitaria agli anziani quando anche negli Stati Uniti progredisce l'invecchiamento della popolazione.

La discesa dei tassi non è dietro l'angolo. La maratona delle banche centrali, cominciata con la riunione della Federal Reserve il 20 settembre e proseguita la settimana dopo con le riunioni della Banca Centrale Europea e di altre dieci banche centrali, si è conclusa con la convinzione che l'attuale livello dei tassi ci accompagnerà ancora per un po' di mesi.

La mediana del grafico a punti della Federal Reserve, aggiornato su base trimestrale, mostra la discesa del tasso sui Fed Funds dal 5,6% a fine 2023 a 5,1% nel 2024, 3,9% a fine 2025 e a 2,9% entro la fine del 2026 e al 2,5% nel "lungo periodo".



Il grafico a punti con le proiezioni dei tassi dei membri del FOMC settembre 2023. Fonte: Federal Reserve.

I tassi sono arrivati al plateau dell'"higher", ora si accingono al "longer" scrivevamo qualche settimana fa, l'inflazione continua a decelerare ma è ancora lontana dall'obiettivo e, accoppiata alla tenuta dell'economia, la Fed ribadisce la possibilità di un altro intervento in novembre.

Venerdì scorso i mercati hanno registrato una ripresa dopo settimane di cali grazie alla discesa dell'inflazione oltre le stime su entrambe le sponde dell'Atlantico. Il rendimento del Treasury a dieci anni è sceso di qualche punto base a 4,55%, il rendimento del Bund tedesco di pari scadenza ha perso 14 punti base calando a 2,82%.

I tassi di interesse più alti sono un rischio per i conti pubblici, un danno per le azioni e, nello stesso tempo, forniscono ai risparmiatori la soluzione per la difesa dell'investimento. Impossibile prevedere se l'allentamento dell'inflazione proseguirà senza ostacoli e come sarà l'evoluzione della crescita. L'ulteriore aumento dei tassi sarebbe doloroso per un mondo da quasi quindici anni assuefatto al denaro facile, eppure Neel Kashkari, della Fed di Minneapolis, mette ancora in guardia dalla possibilità che la politica monetaria rimanga restrittiva, visto che fino ad oggi l'aumento dei tassi non ha avuto effetti. Dall'altra parte il suo collega John Williams non nasconde il suo ottimismo sulle prospettive dell'inflazione e si mette dalla parte del consenso del mercato ritenendo che i tassi siano arrivati al livello massimo o comunque lì vicino. A suo parere la crescita dell'economia americana rallenterà nel 2024 a circa l'1,25%, l'inflazione si avvicinerà al 2,5% con un modesto incremento del tasso di disoccupazione, poco sopra il 4%.

I risparmiatori sono in mezzo, la consapevolezza delle insidie cognitive ricordate sopra dovrebbero aiutare a mantenersi fedeli al metodo, che la pazienza è fondamentale in una fase in cui il mercato obbligazionario è di difficile comprensione. Questi rendimenti consentono, senza fretta, la costruzione di posizioni lunghe sulle curve americana ed europea, comincia oggi l'ultimo trimestre dell'anno, tradizionalmente amico degli investitori.

A proposito di euristiche e di pazienza, ricordiamo ancora una volta che il valore dell'investimento cresce nel tempo e che nel lungo termine fa sempre premio l'esposizione alle azioni, soprattutto a temi di investimento settoriali sostenuti da dinamiche pluri-decennali.

Per maggiori informazioni visitate il sito [GAM.com](https://www.gam.com)



Importanti avvertenze legali:

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.