

L'ALPHA E IL BETA

18 settembre 2017

La saggezza delle folle

Il conformismo, l'incolore uniformità al consenso generale non piace a nessuno.

Molto meglio stare fuori dal coro, marcare la propria individualità, affermare l'originalità del proprio pensiero, meglio ancora se 'contrarian'.

Nei corsi motivazionali coach e formatori educano a 'think outside of the box', a pensare 'fuori dalla scatola' perché, appunto, a nessuno piace stare dentro una scatola, sia pure immaginaria o mentale. Una variante originale del pensare 'out of the box' è la teoria degli Oceani Blu sviluppata da W. Chan Kim e Renée Mauborgne, aree di mercato inesplorate e singolari dove battere la concorrenza.

La biologia ha definito 'effetto gregge' il comportamento di animali sociali come le oche, le formiche, gli scarafaggi e, appunto, le pecore, che si muovono seguendo il compagno vicino.

Dalla biologia la locuzione è passata alla finanza comportamentale, dove l'effetto gregge spiega il comportamento di investitori che si conformano ai comportamenti della maggioranza. L'effetto gregge è il più delle volte pericoloso, persone normalmente avverse al rischio modificano le proprie abitudini e investono in strumenti rischiosi perché "lo fanno tutti".

L'emulazione e il timore di perdere l'occasione di "facili guadagni" sono forze emotive potentissime, se a pochi piace il conformismo, a nessuno piace stare fuori dalla festa.

Comportamenti emulativi che si diffondono in moltitudini di investitori danno origine alle fasi irrazionali del mercato, alla formazione di bolle speculative, alle vendite ingenti e fulminee.

Eppure c'è un eppure.

Al Salone del Risparmio 2017, noi di GAM abbiamo fatto un gioco.

13.791 fagioli neri (non uno di più, non uno di meno), sono stati messi in un vaso di vetro, abbiamo poi chiesto ai visitatori di indovinare il numero esatto, 465 amici hanno accettato la sfida.

La mediana delle loro risposte, cioè il valore che divide precisamente in due la distribuzione statistica, ha prodotto un risultato accurato per 83,5%. Solo 1,6 persone su dieci hanno fornito una stima più accurata.

Abbiamo applicato al nostro campione anche la media olimpica, abbiamo cioè tolto dall'analisi i valori più estremi. In questo caso la precisione del dato della mediana sale a 96,2%, i singoli partecipanti che hanno fatto meglio della media sono stati 0,4 su dieci.

Il gioco dei fagioli è stato reso popolare da una trasmissione televisiva di Raffaella Carrà, ma noi in GAM non abbiamo voluto imitare la Raffa nazionale, abbiamo invece cercato di ripetere un meno noto esperimento condotto nel 1906.

Francis Galton, scienziato bizzarro, con la fissa dell'eugenetica e delle misurazioni statistiche, cugino di Charles Darwin, dimostrò che la somma delle opinioni di una moltitudine è più accurata dell'opinione dei singoli individui.

Alla fiera di bestiame di Plymouth aveva invitato i presenti ad acquistare per sei pence il diritto a scommettere sul peso di un bue una volta macellato, a chi si fosse avvicinato di più al peso effettivo sarebbe andato un premio in denaro. Al termine della riffa Galton studiò i 787 biglietti venduti, ciascuno riportante la stima del giocatore e qualche mese dopo pubblicò la sua analisi.



L'articolo di Francis Galton "Vox Populi", pubblicato nel numero di Nature del marzo 1907

Il valore mediano stimato dall'insieme casuale dei partecipanti, 1.207 libbre, si avvicinò molto al peso effettivo dell'animale macellato, 1.198 libbre. "Questo risultato, ritengo, va a merito dell'attendibilità di un giudizio democratico più di quanto ci si potesse aspettare" ammette Galton alla fine del suo articolo, significativamente titolato "Vox populi".

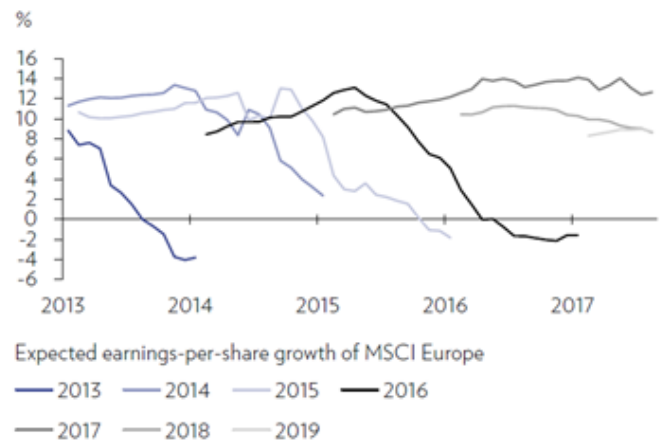
L'esperimento di Galton è il punto di partenza del libro di James Surowiecki "La saggezza delle folle", che argomenta come l'opinione di molti sia "più brillante di quella di pochi e come la saggezza collettiva informi gli affari, le economie, le società e le nazioni".

Sappiamo che gli esseri umani non si comportano sempre in modo razionale, sono incapaci di dominare le emozioni, non hanno mai tutte le competenze necessarie o tutte le informazioni che vorrebbero, tantomeno sanno ciò che accadrà nel futuro. Ciò nonostante, come ha dimostrato l'esperimento di Galton nel 1906 (e quello di GAM oltre un secolo dopo), le capacità imperfette dei singoli sono comunque riuscite a esprimere valutazioni affidabili nella forma aggregata.

E' un'argomentazione utile a coloro che devono fare scelte in maniera indipendente e in condizioni di incertezza. In questo caso la saggezza delle folle perde l'accezione negativa di conformismo o gregge e diventa strumento di lavoro. L'opinione convenzionale aiuta a non sovrastimare le proprie capacità di giudizio (fenomeno dell'overconfidence), costringe a

riconoscere le buone ragioni dei giudizi aggregati. Non sempre il pensiero "contrarian" ha ragione o, meglio, può accadere che la ragione venga riconosciuta dopo molto tempo. Greenspan parlò di esuberanza irrazionale dei mercati nel dicembre 1996, Buffett dovette sopportare anni di sottoperformance per non aver investito nel settore della tecnologia digitale.

Oggi la preferenza alle azioni rispetto alle obbligazioni, e all'Europa rispetto agli Stati Uniti costituiscono due dei trade più affollati dell'universo. Il pensiero "contrarian" suggerisce di affrancarsi dall'uniformità della folla. Guardando in profondità, l'analisi dei fondamentali coincide ancora con l'opinione della maggioranza.



Stabile la crescita degli utili per azione attesi del MSCI Europe. Fonte Datastream, Julius Baer

L'attività economica nelle economie avanzate prosegue mostrando nel corso del 2017 segni di consolidamento con l'Europa e il Giappone in accelerazione. L'Eurozona ha superato con successo i tornanti elettorali a maggior rischio politico, la Francia di Emmanuel Macron si appresta a una stagione di ampie riforme, la Germania si avvicina alle elezioni senza particolari patemi, l'affermazione di Angela Merkel è nelle carte e l'eventuale affermazione del socialdemocratico Schulz non metterebbe in discussione l'europesimo tedesco. I recenti buoni dati su commercio e costo del lavoro aumentano le probabilità che nella riunione di ottobre la banca centrale dia indicazioni sul futuro del QE europeo. Mario Draghi non pronuncerà mai la parola "tapering", consapevole che gli operatori capirebbero "tightening", come avvenne alla metà del 2013 con Bernanke, ma sarà probabilmente meno criptico sulla progressiva dismissione del piano straordinario di acquisto titoli.

L'altra variabile che preoccupa i banchieri centrali è il cambio della moneta unica o, meglio, la sua volatilità. L'euro forte rallenta la spinta verso l'alto dell'inflazione, ma gli attuali livelli sono ancora prossimi alle stime della Banca Centrale (1,18 contro dollaro), al di sotto dei massimi del 2008 e in ogni caso la ripresa poggia anche su una convincente domanda interna.

Le valutazioni relative e i modelli di previsione degli utili futuri danno ancora favorite le azioni europee rispetto a quelle americane, è probabile il proseguimento della sovraperformance relativa.

Nell'attività economica reale la diminuita avversione al rischio ha favorito la ripresa degli investimenti, l'occupazione, la domanda di credito. L'altro lato della medaglia è che l'avversione al rischio nei mercati finanziari è invece estremamente bassa, espone i mercati a forti correzioni dei prezzi a fronte di qualche imprevista novità.

Dalla "saggezza dei mercati", cioè dall'opinione generale che prende forma nell'interazione di milioni di decisioni, possiamo trarre almeno due considerazioni.

La prima è valutare sempre le ragioni fondamentali dietro l'opinione diffusa, verificare l'aderenza della "saggezza delle folle" alla realtà, su un bulbo di tulipano come su una classe di attivo.

Talvolta non fare niente è una decisione anzi, talvolta è la decisione migliore, come ha scritto qualche giorno fa l'economista Tim Harford. Per almeno due buone ragioni: la persistenza delle valutazioni fondamentali e il più generale principio di lasciar fare al tempo, di non intervenire troppo nei portafogli.

Quest'ultimo è ammonimento più volte sollevato in questa rubrica e ne "I soldi in testa" del professor Paolo Legrenzi. Brad Barber e Terrance Odean hanno dimostrato nel 2013 che quanto più frequente era l'attività di trading in investitori individuali, tanto peggiori erano i loro risultati rispetto al mercato.

Le performance migliori erano conseguite dagli investitori più pigri. Non è un risultato paradossale, è la conferma di quanto sia difficile, anche in queste settimane segnate dall'incertezza politica, distinguere i rumori di fondo, trascurabili, dagli autentici segnali di cambiamento di scenario.

La seconda grande considerazione che possiamo trarre dal principio della saggezza convenzionale riguarda il portafoglio nel suo complesso.

Abbiamo visto come l'irrazionalità dei singoli sia più che compensata dalla correttezza di stime prese in forma aggregata. I mercati sono tutt'altro che efficienti, sono "un meccanismo di voto nel breve termine ma una bilancia nel lungo" diceva Benjamin Graham, che intendeva dire come il lungo termine costituisca un arco di tempo congruo con il riconoscimento del valore dei fondamentali.

Se è difficile distinguere i segnali dai rumori di fondo, è impossibile riconoscere i momenti esatti di ingresso o uscita dai mercati, e poiché l'attività di investimento ha più a che fare con i comportamenti e le emozioni che con la tecnica, la parola magica è equilibrio.

Deve esservi equilibrio tra i diversi gradi di rischio delle varie classi di attivo del portafoglio, ma anche tra queste e la sopportazione emotiva delle perdite, deve trovarsi equilibrio tra il desiderio di rischiare e la necessità di sicurezza. Questa necessità di equilibrio si traduce in diversificazione. Proprio perché come singoli non abbiamo le competenze necessarie né le informazioni sufficienti, meglio non scommettere sulla nostra migliore stima, su quanto pesi un bue o quanto valga una società, perché molto probabilmente sarebbe una valutazione imperfetta.

Il portafoglio migliore è sempre quello più diversificato.



Carlo Benetti è Head of Market Research and Business Innovation di GAM (Italia) SGR S.p.A.

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.