

IL METODO SOTTRATTIVO APPLICATO ALLE PREVISIONI DI LUNGO TERMINE DOPO CHE UN DECENNIO È FINITO. E IL PROSSIMO?

Nelle mie ultime lezioni ho cercato di mostrare le applicazioni del metodo sottrattivo al mondo dell'economia e della finanza e alle procedure di scelta nel campo dei risparmi e degli investimenti.

Molti mi hanno scritto e vorrei quindi cercare brevemente di approfondire la questione, senza dilungarmi troppo perché analisi più dettagliate sul tema le ho riservate al mio libro "Quando meno diventa più" (in uscita in marzo da Raffaello Cortina Editore). Il titolo del libro allude proprio alle situazioni in cui diventa conveniente fare quante meno scelte possibile perché quante più scelte si fanno tanto più è probabile sbagliare in tutti quegli ambiti decisionali in cui l'assenza di scelte è comunque molto efficiente e rende molto bene. Si tratta di quegli ambiti decisionali in cui il trend generale del fenomeno è in media assai positivo dato che sui tempi lunghi il risultato complessivo dell'andamento delle componenti del fenomeno risulta molto soddisfacente anche in assenza di nostri interventi.

Avevo fatto come esempio di questo meccanismo di "sottrazione nelle scelte" il tentativo di battere da parte dei gestori sull'arco di un decennio l'indice Nasdaq 100. Un tentativo quasi sempre votato all'insuccesso avendo il Nasdaq 100 fatto meglio dello stesso indice del Nord-America nel corso del decennio (il total return in euro dei mercati azionari del Nord America ha superato il 15% annuo e il Nasdaq ha fatto ancora meglio a fronte di un rendimento obbligazionario medio mondiale sul decennio del 2,26%). Se la media infatti è molto alta, è probabile che anche un esperto, con tutte le sue analisi, faccia meno bene della media.

Ragion per cui, anche se può sembrare a prima vista sorprendente e anti-intuitivo, la media prevale sui tempi lunghi perché corrisponde all'aggregato delle scelte fatte da tutti ed è improbabile che una sola persona o un gruppo di persone, per quanto esperte e attente, riesca a operare meglio di tutti gli altri in un contesto di incertezza. Fu il genio di Galton, più di un secolo fa, ad accorgersi di questo meccanismo e lo chiamò la "saggezza delle folle". Venne poi approfondito da Keynes applicandolo ai mercati azionari con il famoso paradigma del "concorso di bellezza".

La controprova di questa analisi basata sulla superiorità della sottrazione delle scelte in alcuni ambiti, ma non in tutti, la abbiamo proprio nei casi in cui tale superiorità non si manifesta. E' cruciale sapere quando funziona e quando non funziona il meccanismo della sottrazione delle scelte.

Recentemente su Plus 24 del Sole24Ore (22 gennaio 2002 p. 18) sono stati analizzati i cosiddetti "mercati di frontiera", cioè i listini dei paesi non ancora "maturi" per essere classificati come "emergenti". Non sono stati nell'ultimo decennio mercati brillanti come il Nasdaq perché hanno fatto peggio non solo del Nord-America ma perfino della media mondiale dei mercati rappresentata dal MSCI World. Ebbene, in questo campo di scelte così minato, dove l'assenza di scelte sui tempi lunghi è inefficiente (dato che l'indice nel complesso comunque non fa bene), succede che la grande maggioranza dei gestori riesca a far meglio dell'indice stesso.



Prof. Paolo Legrenzi
Professore emerito di
psicologia cognitiva
presso l'Università Ca'
Foscari di Venezia

L'articolo del Sole24Ore giustamente conclude: "E' importante sottolineare come si tratti di mercati azionari piuttosto inefficienti e che quindi si prestino a essere investiti tramite fondi attivi".

E qui emerge quello che possiamo chiamare il paradosso della sottrazione in campo finanziario: dove i fondi attivi fanno mediamente meglio degli indici è tendenzialmente in mercati inefficienti che, comunque, in media e sui tempi lunghi, rendono molto meno di quelli efficienti come quelli statunitensi o, perfino, dell'indice mondiale, la media delle medie.

La conclusione generale è che il paradigma della sottrazione delle scelte, e cioè la preferenza per la media delle scelte di tutti rispetto alla scelta di pochi esperti, si rivela sui tempi lunghi il più efficiente, come avevo già argomentato nelle lezioni precedenti, proprio perché funziona soprattutto nei mercati più redditizi. Nei casi in cui soccombe, come nel caso dei mercati di frontiera, questo succede perché sono comunque ambienti poco efficienti, di piccole dimensioni e del tutto non redditizi sui tempi lunghi. Ambiti che è consigliabile evitare comunque.

Abbiamo così visto un'applicazione della tecnica della sottrazione delle scelte e la controprova dei contesti specifici in cui è bene applicarla. Va detto, per inciso, che questa tecnica è essenziale nelle scienze cognitive e nella psicologia applicata perché permette di misurare i carichi attentivi e l'impiego di risorse mentali sottraendo i tempi di compiti semplici da compiti più complessi. Ma non mi dilungo qui su questo problema per dedicarmi invece al metodo sottrattivo nelle previsioni sui tempi lunghi come ho già fatto nella lezione 439.

Oggi sappiamo – o per lo meno molti hanno intuito – che un decennio è finito, finito per sempre per le borse statunitensi. Anzi un periodo un po' più lungo visto che è iniziato nel marzo 2009. Ed è finito più in generale, per tutti quei mercati azionari che sono stati influenzati dalla liquidità immessa dalle rispettive banche centrali per tenere i tassi bassi e aiutare l'economia dei vari paesi a partire dal 2009. Non ci saranno più soldi gratis.

La domanda ora è: come sarà il prossimo decennio? Non sappiamo come sarà il prossimo mese, semestre, o annata. Possiamo però stimare con una certa approssimazione l'andamento complessivo del prossimo decennio.

Ancora una volta ci può aiutare il metodo sottrattivo.

Non entro nei dettagli statistici. Come ho già ricordato, a metà marzo uscirà un mio libro proprio sulle buone pratiche della sottrazione.

Comunque, in linea generale il metodo è semplice: si tratta di sottrarre dal rialzo straordinario dei prezzi sui mercati azionari del decennio che ci lasciamo alle spalle quelle componenti che sono irripetibili. Si tratta di una identificazione e successiva scomposizione delle variabili che hanno spinto in passato le borse. Ora alcune di queste spinte diventeranno inerti perché le banche centrali ritengono chiusa la politica ultra-espansiva del passato (devono anche fronteggiare la crescente inflazione).

Il rialzo delle borse USA calcolato a valori reali e in termini di total return è stato veramente considerevole. Consideriamolo in blocco e diciamo convenzionalmente che questo rialzo nel decennio è stato del 100%: in realtà è stato molto di più sia in valori percentuali che in valori assoluti. E tuttavia qui riduciamo per semplicità la crescita complessiva a 100% per andare a vedere di che cosa è stato fatto questo ipotetico 100% e semplificare così il ragionamento che intendo svolgere.

A questo incremento teorico del 100% dobbiamo togliere strati, come a una cipolla.

Dapprima dobbiamo sottrarre il 40% di crescita dei mercati dovuto al riacquisto di azioni proprie da parte delle società che hanno scelto di agire così sia perché non costava nulla indebitarsi per i buyback sia perché questa operazione in USA è fiscalmente favorita rispetto alla distribuzione di dividendi. Se i soldi non verranno più dati "gratuitamente", le cose cambieranno.

Poi dovete togliere l'aumento incredibile dei multipli attuali delle borse. Il giovedì 20 gennaio 2022, il Premio Nobel Robert Shiller ha partecipato a un evento organizzato da una società francese. Ha detto che "viviamo in un pazzo mondo" alludendo al livello raggiunto dal CAPE (cyclically-adjusted-price-earning-ratio). Il CAPE è un indicatore che misura il rapporto classico prezzo/utili aggiustato per i cicli, e cioè su una media decennale secondo la logica del lungo termine che stiamo adottando qui. Attualmente il valore del CAPE è di 39. Si tratta del secondo valore più alto dal 1880 e del livello più alto da vent'anni. In poche parole le azioni sono molto care rispetto agli utili che generano. Dobbiamo così stimare che il 20% del loro incremento eccezionale del decennio passato vada anche esso sottratto in previsione del decennio futuro. Quindi a 100% va sottratto il 40% dei buyback e il 20% dei multipli che, da 39, torneranno sulle medie di lung-hissimo periodo.

Resta un 40% di incremento di valore delle azioni che è stato il prodotto dell'aumento degli utili delle società quotate nel decennio trascorso. Questo è un incremento non contingente, sano e probabilmente ripetibile se non superabile. Se le società americane continueranno a espandere il loro raggio d'azione e, di conseguenza ad aumentare gli utili, possiamo prevedere nel prossimo decennio un incremento dei dividendi corrispondente a questa componente. Si tratta dell'unico fattore permanente, non attribuibile cioè alle scelte eccezionali delle banche centrali che hanno avuto effetti nel decennio passato. Inoltre le esperienze storiche del passato mostrano che i rialzi dei tassi quasi mai hanno danneggiato l'andamento delle borse.

Feeling Less Negative

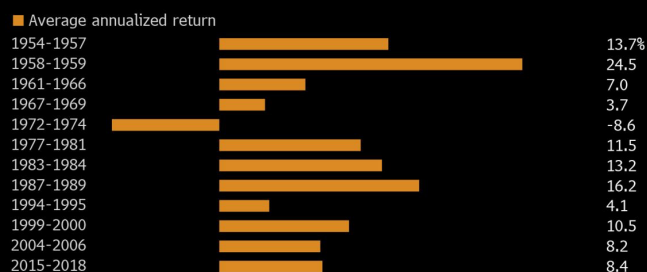
Pile of world's bonds with sub-zero yield halves from 2020 peak



L'inflazione sta crescendo e sta finendo nel mondo l'epoca dei bond con rendimenti sotto zero. Ulteriore conferma che lentamente stiamo tornando alla normalità di lungo periodo. Fonte: Bloomberg modificata.

Tightening Without Turmoil

How the S&P 500 performs in Fed rate-hike cycles



Source: Truist Advisory Services

Bloomberg

A riprova del ragionamento fatto sopra sul metodo sottrattivo applicato al prossimo decennio, possiamo constatare che in passato quasi sempre lo S&P500 ha fatto bene nei cicli di rialzo dei tassi. Fonte: Bloomberg modificata.

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.

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.