

# SCIVOLATA SENZA FINE? LA NECESSITÀ DI UN CONSULENTE ESPERTO

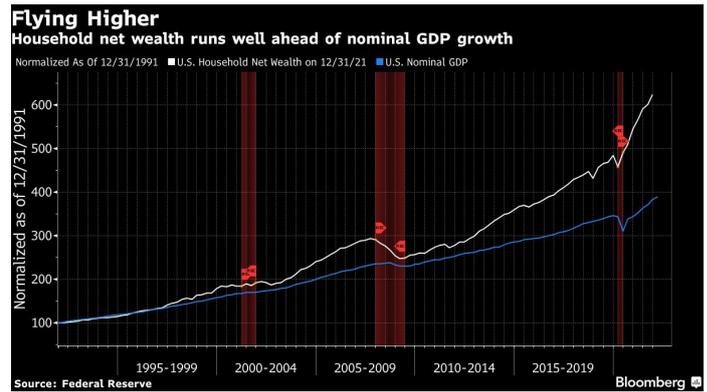
Oggi, martedì 10 gennaio, il più importante quotidiano economico italiano titola un lungo articolo che occupa quasi tutta pagina 2: "Wall Street scivolata senza fine". Dato che tutti i giornali italiani importanti hanno una persona che fa i titoli ed una che scrive gli articoli, succede talvolta che il titolo sia poi smentito dai contenuti dell'articolo. Talvolta è capitato anche a me. In questo caso l'articolo è stato scritto per dimostrare proprio che le scivolate hanno sempre, prima o poi, una fine. Non solo. Se consideriamo il periodo storico ventennale durante il quale anche in Italia si possono legittimamente acquistare gli indici delle più importanti borse a prezzi quasi nulli senza dover tenere i soldi all'estero (come faceva un tempo parte della borghesia produttiva, soprattutto quella del Nord), prima dei famosi "scudi" lontani ormai nelle nostre memorie, se insomma facciamo confronti omogenei, possiamo vedere che in questo periodo a Wall Street ci sono stati due scivoloni. Durante il primo, denominato "crisi finanziaria globale" e durato da ottobre 2007 a marzo 2009, lo S&P 500 è scivolato del 57%. La scivolata era già stata recuperata nel febbraio 2013, cioè meno di quattro anni dopo il picco della discesa. Il secondo scivolone dello S&P500, denominato "crollo per il Covid-19", è stato del 34% ed è stato recuperato un mese dopo. Più che uno scivolone un inciampo temporaneo. Se poi continuiamo a considerare solo il mercato principe da cui tutto dipende, vediamo che il recupero dopo gli scivoloni è stato possente. Il ritorno verso la media dei fenomeni variabili è la legge più importante e misconosciuta della psicologia. Rispetto a sette anni fa Wall Street vale il 120% in più contro il poco più del 50% messo a segno dai listini europei. Ma tutto ciò è noto ed è già stato detto. La differenza tra il titolo e il contenuto dell'articolo a cui faccio riferimento non è altro che una delle tante manifestazioni dell'asimmetria tra guadagni e perdite. Solo le seconde fanno clamore mediatico e quindi vengono evidenziate: fanno notizia in quanto eccezionali e questo dovrebbe confermare l'aspettativa che la normalità altro non sia che l'incremento nel tempo dello S&P500. Però le perdite fanno più male e si ricordano più a lungo.

E questo alla fin fine spiega il premio al rischio che in realtà è un premio alla paura, e cioè un extra-rendimento dello S&P 500 rispetto al Treasury decennale che non incute alcun timore perché se ne conosce il rendimento fino alla fine del decennio quando ci verrà restituito il capitale. Il premio al rischio è il regalo inconsapevole che i timorosi fanno ai coraggiosi dato che, con le loro paure, lo alimentano anno dopo anno ormai da decenni. In assenza di emozioni i rendimenti dei vari investimenti dovrebbero in teoria alla lunga pareggiarsi rispetto ai costi. E tuttavia ciò non avviene. Ed è una nozione che non è facile da imparare perché il meccanismo in questione funziona a livello inconscio, e lo vedremo meglio tra poco. Come ricorda Carlo Benetti nel suo intervento del 9 maggio: gli acronimi che ci hanno accompagnato negli ultimi anni vanno scomparendo: sbiadisce BTM (= buy the dip, e cioè compra sui ribassi) e FOMO (=fear of missing out, e cioè il timore di essere esclusi dalla festa). Resta TINA, dalla famosa espressione di Margaret Thatcher: There is no Alternative (=non ci sono alternative). In effetti le vendite sono state massicce recentemente sul Treasury, ma non sono stati risparmiati neppure i titoli decennali europei e quelli europei più a lungo termine. Si pensi che i due indici governativi euro più trattati, quello Euro Govt 10-15 anni e quello a 15-30 anni hanno perso dall'inizio dell'anno a oggi, rispettivamente, il 15% e il 20%. Quindi è curioso che si dia più spazio al calo delle azioni, almeno sui media, in ossequio alla vecchia idea che il reddito fisso compensi i cali dei mercati azionari. Purtroppo non c'è stata, non c'è, e probabilmente non ci sarà salvezza nella tradizionale strategia di diversificazione delle famiglie americane. Possedere cioè un mix 60/40 o anche un 70/30 tra azioni e reddito fisso, in modo che la quota minoritaria di reddito fisso governativo "lungo" riesca a compensare le perdite temporanee dello S&P500.



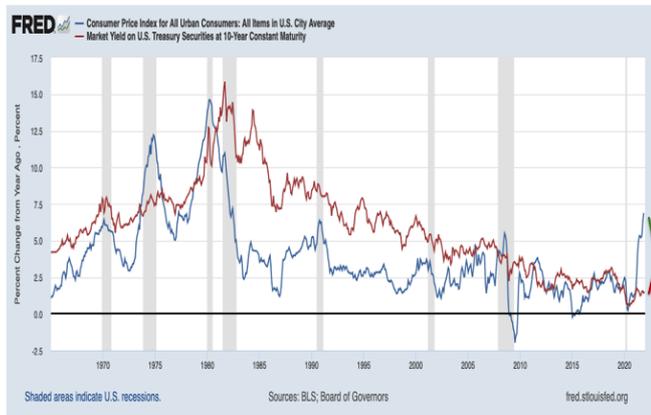
**Prof. Paolo Legrenzi**  
Professore emerito di  
psicologia cognitiva  
presso l'Università Ca'  
Foscari di Venezia

Strategia che da tempo, e anche questa volta, non ha funzionato. La realtà è che essendo correlati, come abbiamo visto dall'inizio dell'anno e ormai da molto più tempo, non c'è salvezza da nessuna parte. Inoltre, mentre Wall Street solo negli ultimi sette anni ha avuto un incremento del 120%, così da creare un poderoso e tranquillizzante cuscinetto che assorbe facilmente una perdita del 20/30% a meno di non essere smemorati o ingordi, questo non è avvenuto con i governativi che non hanno avuto incrementi analoghi, neppure lontanamente. Data l'inflazione il decennale statunitense non avrà probabilmente un rendimento reale positivo se non prima di due anni: fino ad allora comprarlo vorrà dire perdere soldi, pochi ma di sicuro. Il 2021 è stato l'apice, da quest'anno in avanti ci vorrà tempo per recuperare quei livelli, molto tempo a prezzi reali. La politica della Fed è cambiata e non tornerà più generosa, anzi prodigale, come nel passato decennio.



Le famiglie americane sono ricche più che mai. Ma dove mettere gli eventuali risparmi? E' indispensabile lungimiranza e credere in TINA, come abbiamo detto sopra visto il deludente rendimento dei Treasury. La ricchezza delle famiglie cresce infatti più del GDP con una differenza che non si era mai vista. Speriamo si traduca in consumi. Fonte: Bloomberg modificata.

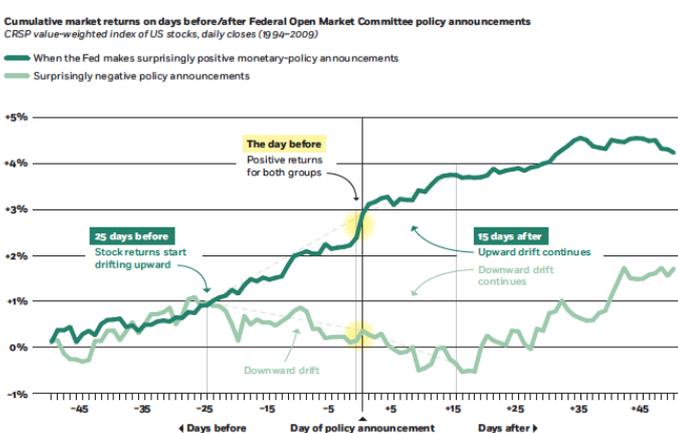
A Historically Large Gap



Source: Gerring Capital Partners, FRED, BLS, Board of Governors

Era dal 1975, quasi mezzo secolo, che non si verificava un gap così ampio tra prezzi al consumo e rendimenti del governativo decennale negli Stati Uniti. Se continuerà, farà sentire le famiglie povere, e quindi i consumi non cresceranno più di tanto. E gli Stati Uniti sono un'economia spinta dai consumi interni. Se questi non crescono, calano anche gli utili delle azioni e, col tempo, la borsa. Fonte: Bloomberg modificata.

Molti articoli sui media, come quello sopra citato, si riferiscono agli effetti della finanza comportamentale sulle decisioni degli investitori soprattutto quando non hanno un consulente: l'eccessiva paura per le perdite sopra citata è un esempio noto perché discende dall'asimmetria tra piacere/dolore e guadagni/perdite: le due variabili non si pareggiano (arbitraggio), nel senso che la paura per le perdite prevale sempre sul piacere per equivalenti guadagni. C'è però un altro fattore molto più insidioso sia perché meno riconosciuto sia perché difficile da correggere. Esso è stato segnalato dal più importante quotidiano statunitense il 6 aprile. Peter Coy menziona la ricerca "Subjective Models of the Macroeconomy: Evidence From Experts and Representative Samples" che è stata condotta da Peter Andre del Briq Institute on Behavior and Inequality in Bonn, Germania; Carlo Pizzinelli dell'International Monetary Fund; Christopher Roth dell'Università di Colonia in Germania, e da Johannes Wohlfart dell'Università di Copenhagen. Il loro lavoro riguarda le aspettative. Le aspettative contano in economia e sono importanti nei periodi di grande cambiamento storico come quello attuale caratterizzato dalla fine delle politiche espansive e dal ritorno dell'inflazione. Le aspettative contano: se le persone pensano che l'inflazione salga, si comporteranno in modi che contribuiscono alla salita, per esempio chiedendo rialzi dei salari o alzando i prezzi anticipatamente. Se pensano che l'economia cresca, consumeranno di più perché più fiduciosi. Questo si trova nei manuali di economia: se salgono i tassi sarà più costoso prendere a prestito i soldi, l'economia si raffredderà e l'inflazione scenderà.



Effetti degli annunci positivi e negativi della FED. Dal 1994 al 2009 gli annunci di una politica meno generosa da parte della FED non hanno avuto effetti a lungo termine sul valore delle azioni USA. Fonte: Bloomberg modificata.

Nella ricerca dei quattro studiosi sopra citata sono state interrogate 6.500 famiglie. La maggioranza di esse pensa che una salita dei tassi condurrà a un aumento dell'inflazione e non al raffreddamento dell'economia e a un suo calo. L'economia ingenua, insomma, funziona in modo opposto a quella degli economisti: solo il 30% delle persone interpellate concorda con quello che è scritto nei manuali.

Un altro esempio: nei manuali di economia si insegna che un aumento della spesa governativa comporta un calo della disoccupazione mentre quasi due terzi delle persone inesperte pensa il contrario. Queste differenze non hanno tanto un valore teorico quanto, soprattutto, pratico: ora che la Fed alza i tassi la maggioranza delle persone pensa che salirà anche l'inflazione e quindi si comporterà di conseguenza.

Insomma l'economia, come la psicologia, è spesso una scienza contro-intuitiva rispetto ai saperi quotidiani. Non dobbiamo quindi stupirci che non solo gli effetti della finanza comportamentale, che sono automatici in quanto inconsci, ma anche le conoscenze esplicite di cui siamo consapevoli violino la razionalità economica degli economisti.

E tuttavia talvolta anche in psicologia le nostre intuizioni cozzano con i risultati delle ricerche. Vi farò un esempio semplice.

Avete sete e vi viene offerto un bicchiere d'acqua fresca. Afferrate il bicchiere e bevete. Se vi chiedono di descrivere quel che è successo restate perplessi perché vi sembra ovvio. La risposta di chiunque accetti di rispondere, anche di uno psicologo fino al 1985, corrisponde più o meno alla seguente sequenza temporale:

1 - abbiamo visto il bicchiere e siamo consapevoli di questa rappresentazione percettiva; 2 - abbiamo deciso di afferrarlo e siamo consapevoli della scelta; 3 - abbiamo attivato, in modo automatico e inconsapevole, una programmazione motoria che tiene conto della posizione nostra e di quella del bicchiere; 4 - giungiamo al risultato finale, bere, di cui siamo consapevoli.

Questa sequenza è diventata oggetto di approfonditi dibattiti a partire dal 1985 quando Benjamin Libet e i suoi collaboratori pubblicano una serie di esperimenti allo scopo di controllare l'ordine temporale 1-2-3-4. Negli esperimenti di Libet viene chiesto di alzare una mano per registrare il momento in cui si prende una decisione. In base alla sequenza soggettiva 1-2-3-4 ci si dovrebbe aspettare che 2, il momento della decisione, preceda 3, l'attivazione delle aree cerebrali dalle quali dipende il movimento della mano. Libet scoperse invece che le aree motorie del cervello entrano in funzione circa 350 millisecondi prima della decisione cosciente di muovere la mano. Per tutti l'ordine soggettivo è 1-2-3-4 mentre nel cervello l'ordine oggettivo è 1-3-2-4.

Come mai tale questione ci accompagna da sempre? Perché il funzionamento della volontà è direttamente collegato alla possibilità di esercitare il libero arbitrio che conferisce responsabilità alle azioni umane. Questo assunto sembra essere messo in crisi dagli esperimenti di Libet che mostrano come il cervello, a nostra insaputa, si attivi prima della decisione cosciente.

Nel suo recente "Neurobiologia del tempo", Arnaldo Benini, con il rigore di tutta una vita di scienziato e chirurgo presso la prestigiosa facoltà di medicina dell'Università di Zurigo, privilegia la sequenza oggettiva 1-3-2-4 rispetto a quella soggettiva. E così anche Benini finisce per esercitare il libero arbitrio, ma non si tratta di una scelta personale in quanto il suo quadro teorico si colloca nel grande alveo della biologia evolutiva, oggi sposata da quasi tutti coloro che si occupano

di scienze della vita. Eppure, con la consueta onestà del ricercatore, Benini ammette che "come per tutti gli aspetti della biologia evolutiva non ci sono prove e dati definitivi". Benini si interroga anche sul senso e la forza delle nostre intuizioni sul libero arbitrio e sui rapporti tra volontà e moralità, con gli estremi di bontà e cattiveria che caratterizzano Homo Sapiens più di altre specie animali. E qui vanno individuate le radici evolutive della nostra soggettività che resiste a fronte delle scoperte della scienza.

Il fatto che la nostra soggettività resista di fronte alla scienza e cioè che, in parole povere, le conoscenze ingenuo o il senso comune, chiamatele come volete, contengano delle intuizioni molto radicate e, purtroppo, sbagliate, pone un grande problema per una gestione razionale ed efficiente degli investimenti. Non ci sono solo le scoperte della finanza comportamentale, che agiscono a livello inconscio. Anche le conoscenze economiche e finanziarie di cui siamo consapevoli ci possono portare fuori strada. Che fare? Non ci restano molte possibilità:

1. La più eroica e faticosa consiste nell'imparare l'economia e la finanza, ma ovviamente questa non è una soluzione del problema ma la sua dissoluzione. Nessuno ha tempo e voglia da dedicare ai libri, anche se le conoscenze da acquisire sono molte meno di quelle che i più suppongono o temono.
2. Un'altra possibilità consiste, come in molti altri casi della vita, nel rivolgersi a un esperto. Però anche in questo caso qualcosa dobbiamo pur sapere per essere in grado di accorgerci che l'esperto sia fidato, preparato, non in conflitto di interessi, e che la sua consulenza, per quanto buona, non ci costi troppo sui tempi lunghi.
3. La terza possibilità è la più incredibile perché presuppone, paradossalmente, che non ci importino i nostri risparmi. Se noi facessimo "come se" non ci importassero, potremmo comprare tutto il pagliaio, cioè lo S&P 500, e dimenticarci di averlo acquistato. In questo pagliaio ci sono più della metà delle azioni di tutto il mondo, ed è la parte migliore del pagliaio (perché parlo di pagliaio? Ne ha parlato Carlo Benetti ricordando Bogle e l'invenzione degli indici). Se non guardiamo l'andamento del pagliaio, le discese dello S&P 500 non possono farci male. Se lo guardiamo ogni tre anni, almeno nell'ultimo decennio, non ci ha mai fatto soffrire con le perdite e, viceversa, ci ha fatto gioire molto con i guadagni. Questa gioia aumenta tanto di più quanto più raramente ce ne occupiamo. Questa è una possibilità di fatto improponibile, al limite assurda, perché a tutti importa l'andamento dei loro investimenti. Ma, dal punto di vista del tutto astratto dei soli risparmi, quasi non avessero un proprietario, sarebbe la scelta migliore.

Forse non dobbiamo sposare ciecamente e in toto una sola di queste possibilità ma, con tenacia e speranza, praticare un mix di tutte e tre tenendo presente i nostri gusti personali. La cosa peggiore, comunque, è fare di testa propria credendo di saper fare quando non si sa fare. Sembra ovvio, ma non è poi tanto ovvio, visto che in Italia, e non solo qui, si tratta della scelta di fatto più praticata.

**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.