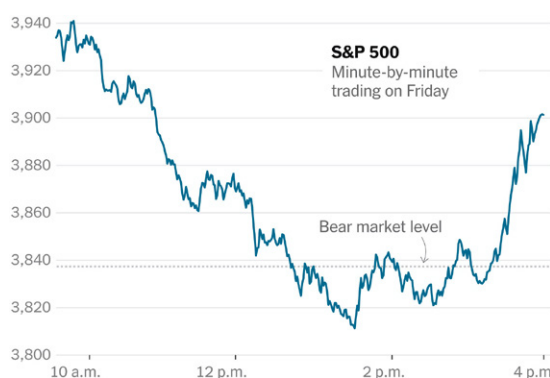


IN GUERRA SUI MERCATI: CI VUOLE UN CONSULENTE!

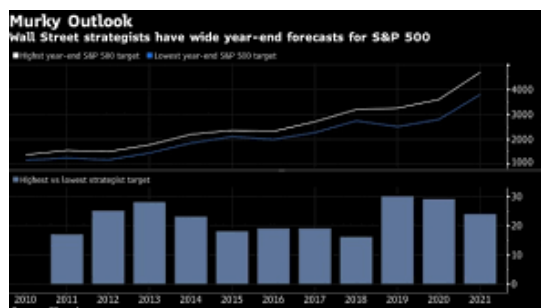
La figura che vedete qui sotto si riferisce al trading minuto per minuto sullo S&P500 il venerdì 20 maggio 2022. Solo a guardarla si coglie l'incertezza, come se fosse in corso una lotta: la mattina prevalgono i venditori e poi, a un certo punto, i compratori vanno alla riscossa. Commento ricordando le parole dell'articolo a p. 5 del più noto quotidiano economico italiano di sabato 21 maggio: "Dal "buy the dips" al "sell the rips". Fino a poco tempo fa ogni ribasso veniva acquistato dando per scontato che tanto "poi ci avrebbe pensato "mamma Fed" a sostenere il mercato, ora gli investitori, a partire dai big, aspettano i rimbalzi (gli strappi, i rips) per vendere e alleggerire le posizioni poco alla volta". Alla luce del fatto che gli utili per azione nei prossimi 12 mesi ammontano a 237 dollari, il rapporto prezzi/utigli è sceso a 16,4%. Il rapporto 16,4% è un po' più alto della media storica di lungo periodo, che si aggira intorno dal 14% al 15% a seconda della lunghezza del periodo considerato nel passato, ma è un valore che rompe al ribasso la media storica degli ultimi 10 anni che è stata 16,9%. Questa è la media storica di riferimento perché da 12 anni le condizioni sono cambiate grazie appunto alla Fed. Però non dobbiamo mai dimenticarci che è bene andare piano con le statistiche perché, come ricorda Carlo Benetti nella lezione del 23 maggio, nessun decennio precedente è stato accompagnato da azioni delle banche centrali straordinarie come quelle dispiegate negli ultimi anni, un intervento "eccezionale che vanifica l'utilità di qualsiasi confronto con il passato". Ora siamo quindi entrati in un territorio di grande incertezza dove è in corso la lotta che ho descritto sopra.



L'andamento dello S&P 500 il venerdì 20 maggio 2022. La mattina prevalgono i venditori, poi, dopo le 2 p.m., i compratori prendono il sopravvento che continuerà il lunedì successivo. Fonte: Bloomberg modificata.



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



Il fatto che siamo entrati in quello che ho chiamato un territorio di incertezza e quindi di lotta tra fazioni, come si è detto sopra, è dimostrato dall'ampio scarto nelle previsioni che indica come anche gli esperti siano incerti sul futuro. Fonte: Bloomberg modificata.

Le situazioni che si configurano come un confronto tra venditori e compratori corrispondono sempre a periodi di grande incertezza, come all'inizio del Covid-19. Peraltro, di questi tempi, è forse interessante mostrare che gli stessi schemi astratti che servono a simulare un modello strategico della guerra tra due belligeranti "reali" possono servire anche come modello per il confronto tra venditori e compratori. Certo il parallelo è irrispettoso, quasi sacrilego, perché nelle guerre vere e proprie siamo nel campo dei lutti materiali, qui invece in quello dell'intangibile perché il confronto e lo scontro avviene su mercati digitali. Ma sono sempre in gioco le aspettative e la fiducia, due ingredienti della teoria dei giochi. Fiducia nei due sensi di: a) aspettative su quel che faranno gli alleati (trust) e l'avversario, e b) fiducia (confidence) nelle proprie forze e nella capacità di prevalere sull'avversario.

Per introdurre la logica sottostante a una teoria cognitiva della guerra o dei confronti sui mercati tra gruppi con aspettative diverse, utilizzando le conoscenze della psicologia e gli strumenti della teoria dei giochi, ricorro a una schematizzazione visiva che è stata introdotta da James Fearon (1995, 2018, cfr. anche Christofer Blattman, 2022).

Consideriamo la situazione più semplice come se si trattasse di una torta composta di tre fette. Abbiamo una fetta che corrisponde alla "forza" del contendente B, dove per "forza" si intendono tutte le sue risorse, non solo quelle militari ma anche i mezzi economici e gli stati d'animo, spontanei o indotti, dei suoi cittadini desiderosi di entrare in guerra per difendersi oppure per offendere l'avversario C.

Nel caso dei mercati, possiamo immaginare che sia la forza dei "venditori" a determinare la tendenza complessiva del mercato quando questo è in calo come è successo negli ultimi tempi.

Anche C, avversario di B, avrà la sua fetta della torta, meno grande di quella di B se è meno potente, oppure più grande se vale il contrario. Nel caso dei mercati azionari C si riferisce alla fetta dei compratori, meno potenti di questi ultimi tempi. Infine abbiamo una terza fetta A che corrisponde allo spazio di negoziazione che permette a B e a C di risolvere il conflitto oppure di tollerarlo evitando così che sfoci in una guerra.

Nel caso dei confronti sui mercati tra venditori e compratori questa fetta A corrisponde agli operatori incerti che aspettano e che mitigano l'impatto della lotta tra venditori e compratori. In ogni caso, si cercano di tenere conflitti e contrasti sotto controllo quando i contendenti ritengono che convivere sia comunque meglio che entrare in guerra. In questo caso non negoziano ma non entrano neppure in guerra: convivono con atteggiamenti più o meno ostili come, per esempio, la Corea del Nord e la Corea del Sud. Se in B e in C, un po' alla volta, cascano i filtri della razionalità e via via subentrano errori e illusioni, allora lo spazio della negoziazione A si riduce fino a scomparire. Quando A si riduce a zero, scoppia la guerra che, gradualmente, presenta costi talmente onerosi, sia materiali che psicologici, che B e C decidono a un certo punto di smettere, cioè di optare per una tregua. La tregua può trasformarsi in pace permanente quando dalla guerra un contendente esca totalmente sconfitto e si arrenda senza condizioni. Per esempio, dopo la seconda guerra mondiale con la scomparsa della Germania nazista, gli alleati hanno imposto la pace alle loro condizioni. Alla fine della guerra di Corea, invece, abbiamo avuto una tregua, mai però è stato concordato e stilato un trattato di pace. La Corea del Nord

e la Corea del Sud convivono in uno stato di tensione continuo perché in guerra potrebbero venire utilizzati gli ordigni nucleari con un danno insopportabile sia per B che per C.

Nel caso dei mercati questo modello spiega quelli che, alla luce con un confronto con le medie storiche, sono gli eccessi al rialzo o al ribasso. Se sparisce la fetta A allora tutti gli operatori sposano la tendenza dominante e si creano così bolle al ribasso o al rialzo che possono essere considerevoli, in certi casi superare il 50% della media di lungo periodo in termini di rapporti prezzi/utigli. Ma le bolle finiscono sempre, come le guerre.

Alcuni esperti come Bernard Schlink ritengono, dopo quasi tre mesi dall'inizio dell'aggressione della Russia all'Ucraina, che la guerra finirà come nel caso della Corea:

Le ingiustizie subite sono evidenti. Ed è stato già detto tutto. La cosa peggiore, però, mi pare il fatto che non se ne veda la fine. Né la Russia né l'Ucraina otterranno ciò che vorrebbero ottenere. Dovrà passare del tempo prima che i due paesi riescano a farsene una ragione e a ridimensionare le loro rivendicazioni – l'Ucraina perdendo qualcosa e la Russia guadagnando soltanto poco. Il segreto della pace sta nello sfinimento. E sia la Russia che l'Ucraina sono ben lungi dallo sfinimento (Repubblica, Intervista di Jan Kuveler, 7 maggio 2022, p. 13).

Non sappiamo quando la guerra finirà e come, ma le conseguenze degli errori sono faticose da gestire e dolorose da sopportare. Nel caso dei mercati azionari non sappiamo quando finirà questa sequenza in cui hanno prevalso i venditori. Tutto ciò può sembrare irrazionale, ma non dobbiamo dimenticare il ruolo delle emozioni: è la paura che spiega le bolle al ribasso, così come l'euforia spiega quelle al rialzo.

A proposito di irrazionalità: ormai non molti, come me, ricordano l'assurdo di un padre tornato da un campo di concentramento dei tedeschi al cui fianco aveva cercato a Napoli di abbattere gli aerei degli americani, gli stessi americani che poi lo avrebbero liberato. Per pudore non cito mio padre, ma le parole di un altro ingegnere ben più famoso, Carlo De Benedetti:

... io sono una delle ormai poche persone che la Seconda guerra mondiale l'ha vista. Mi ricordo i bombardamenti di Torino.... Mi ricordo la rocambolesca fuga in Svizzera e due anni da rifugiato ... Mi ricordo le prime immagini dei lager nazisti che mio padre mi costrinse a ritagliare e a incollare su un quaderno, e quando gli chiesi perché mi rispose che un giorno qualcuno dirà che tutto questo non è successo. Ebbene, tutto questo io non lo voglio più. Basta guerra. (Corriere della Sera, intervista di Aldo Cazzullo, 2 maggio 2022, p. 15).

Anche se meno dolorose anche le guerre sui mercati tra venditori e compratori non sono auspicabili: culminano infatti nelle bolle. Mentre le bolle al rialzo non vengono notate perché la crescita dei mercati è sempre giustificata da un eccesso di fiducia ottimistica nel futuro, le bolle al ribasso fanno molto male. Spesso causano un eccesso di sfiducia nei mercati azionari e le persone inesperte, profondamente scottate dal dolore delle perdite, tornano a frequentarli quando ormai il picco del ribasso è passato da un pezzo. Gli operatori inesperti credono infatti di saper essere capaci di scegliere il timing corretto di entrata/uscita. Questo timing è molto difficile da cogliere anche per gli esperti come mostra il fatto che solo una minoranza sui tempi lunghi batte gli indici. Ma è ancora più difficile per chi opera con il "fai da te".

Una recente ricerca condotta in Italia conferma quel che è noto da miriadi di analoghe ricerche effettuate all'estero, soprattutto negli USA e da me ricordate già nel mio libro del 2006 (in cui citavo una ricerca di Assogestioni sulle entrate/uscite dai fondi che conduceva a conclusioni analoghe). Ebbene, sono stati esaminati 33.500 portafogli in tempi di pandemia, cioè negli ultimi due anni, più precisamente da gennaio 2019 a dicembre 2021. Chi si è rivelato lungimirante, restando investito e fedele al proprio piano a lungo termine, ha avuto un rendimento mediano del 16,8%. Gli speculatori che hanno cercato di sfruttare la forte volatilità di questo triennio 2019-21, hanno avuto un rendimento mediano del 12,8%, mentre chi, impaurito, è uscito dal mercato si è dovuto accontentare del 3,2%.

Sul supplemento finanziario del più diffuso quotidiano italiano, il lunedì 23 maggio a p. 45 si conclude:

“Se non stupisce che la scelta di uscire dal mercato, durante o subito lo scoppio della pandemia, sia risultata quella peggiore, perché non ha consentito agli spaventati di beneficiare del recupero dei mesi successivi, è interessante il paragone tra lungimiranti e speculatori, con questi ultimi che, più o meno consapevolmente, hanno provato a battere il mercato ... ma individuare il momento giusto per capitalizzare i profitti e approfittare della ripresa è estremamente complesso”.

Nel mio libro uscito tre mesi fa, “Quando il meno diventa più”, è spiegata in dettaglio la natura di tale complessità (cfr. pp. 70-74). In sintesi possiamo dire che quante più volte usciamo/entriamo nei mercati, tante più scelte facciamo, tante più scelte facciamo tanto più probabile è fare una scelta errata nei tempi. Ecco un altro motivo per cui è fondamentale affidarsi a un consulente: i vostri soldi non sono suoi e per lui è più facile sfuggire alla emotività irrazionale. Quando uscite dai mercati impauriti fate una scelta di timing e poi dovete farne un'altra per decidere quando rientrare. Non è facile battere il mercato. Come ripeteva John Templeton, ricordato da Ken Fisher sabato 21 maggio (p. 5 del più importante quotidiano economico italiano): “Le quattro parole più costose sono: questa volta è diverso”.

Non ci sono volte “diverse”: la regressione verso la media si impone sempre, basta essere lungimiranti. Ma non deve pretendere di essere il proprietario del portafoglio: deve rivolgersi a un consulente preparato e non in conflitto di interessi.

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



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.