

INCERTEZZA E CONSULENZA

Nel suo discorso di fine maggio il governatore della Banca d'Italia Vincenzo Visco ha nominato ben undici volte la parola incertezza. Dietro l'uso quotidiano di questo termine ci stanno contesti e significati ben diversi:

1. Possiamo dire "sono incerto" quando siamo ignoranti: non so che cosa mi convenga fare.
2. Possiamo dire "sono incerto" quando sono chiare le alternative ma non sappiamo quali scegliere.
3. Possiamo dire "sono incerto" quando so di essere del tutto ignorante in questo momento, ma so anche che procedendo nel futuro verrò a sapere le cose che adesso ignoro e che vorrei sapere.

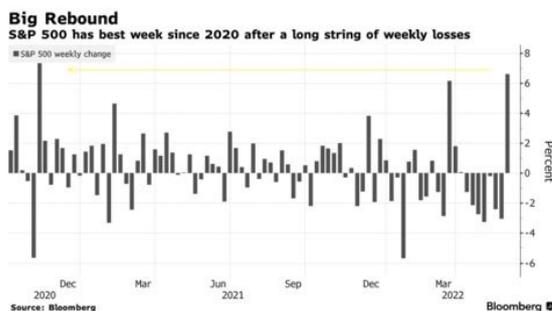
Sono tre situazioni molto diverse. E veniamo alle tematiche di nostro interesse: l'economia, la finanza e le scienze cognitive.

Qui ci sono degli esempi evidenti della tripartizione sopra indicata:

1. In tempi di grande volatilità come questi non sappiamo come andranno i mercati azionari giorno dopo giorno. Una affermazione circolare a bene vedere. Perché dire che c'è grande volatilità vuol dire appunto che non possiamo prevedere il valore dei mercati a brevissimo e a breve termine, e cioè entro un'ora, un giorno, una settimana o un mese, perché i mercati continuano ad oscillare.
2. Possiamo dire che siamo incerti tra più alternative: per esempio se lasciare i nostri soldi parcheggiati su un fondo di liquidità oppure se investirli sul mercato azionario perché tra tre anni avrò bisogno di tutti i miei risparmi per acquistare una casa e non sono sicuro che per allora saranno cresciuti di valore.

3. Possiamo dire che non ho bisogno di parte dei miei risparmi per i prossimi dieci anni oppure che non ne avrò bisogno mai perché intendo lasciarli alla prossima generazione e che quindi, malgrado 1 e 2, acquisto un fondo azionario USA perché questo di sicuro salirà tra dieci anni anche se non so di quanto. Sono incerto ora, ma il passare del tempo farà via via dissolvere in futuro questa mia incertezza.

Tempo fa un importante banchiere statunitense ha detto che bisogna prepararsi a un uragano. Che cosa voleva dire? Voleva dire che è più probabile che in passato la possibile comparsa di forme estreme di volatilità. Facile previsione visto che è in corso una guerra di cui non conosciamo l'esito, anche se si è già svolta in modi ben lontani da come pensava che andassero le cose coloro che l'hanno iniziata. Non avevano ammesso l'incertezza e erano stati troppo confidenti nelle loro previsioni (la confidenza, confidence, è la fiducia nelle proprie previsioni e, forse, c'era stato anche un eccesso di trust che è la fiducia nelle previsioni altrui: una distinzione fondamentale che la lingua italiana non ha purtroppo lessicalizzato, sempre di fiducia parliamo nella nostra lingua).



Esempio di grande volatilità all'inizio del 2022: una striscia di sette settimane negative sullo S&P 500 seguita da un grande rimbalzo di una settimana. Quasi tutto dipende da quello che la maggioranza degli operatori pensa farà la Fed. Fonte: Bloomberg modificata.



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

Il bello è che una previsione del genere la si può fare anche per gli uragani veri e propri definiti dalla NOAA (America's National Oceanic and Atmospheric Administration) dalla presenza di venti ruotanti che, quando sono deboli, si muovono comunque a una velocità superiore ai km. 63 all'ora. Ora la media degli ultimi trent'anni è di 14 uragani non terribili a stagione; purtroppo negli ultimi dieci anni la media tende a alzarsi e, per la futura stagione, se ne prevedono almeno 17: effetti del mutamento climatico (cfr. Economist del 12 giugno). Del tutto impossibile a prevedersi è se ci sarà un uragano terribile con venti superiori ai km 180 all'ora, anche se è meno improbabile che in passato. Di questo tipo di uragani in campo finanziario ne abbiamo avuti tre negli ultimi vent'anni:

- 1) con la crisi finanziaria del 2008 quando si erano venduti immobili che molti acquirenti non potevano permettersi e si era nascosto questo pericolo di potenziali insolvenze camuffandolo in prodotti finanziari a più strati;
- 2) quando è scoppiata la pandemia e l'uragano non è durato molto perché si era capito ben presto che entro un anno avremmo avuto un vaccino;
- 3) quando la Russia ha invaso l'Ucraina e, per i riflessi finanziari, il pericolo si sta mitigando perché sembra che la guerra sarà contenuta a quel teatro bellico senza debordare anche se non si sa quando finirà.

In tutti questi tre casi i mercati sono scesi rapidamente, ma dopo tre anni erano più alti di prima e quindi eravamo nel contesto del tipo di incertezza descritto sopra al punto 3, quella che con il passare del tempo si trasforma in rischio, e cioè da qualcosa che non si può calcolare a qualcosa che si può stimare in termini probabilistici.

Una delle conseguenze di questa incertezza che si trasforma in rischio è applicabile all'andamento dei singoli titoli quotati. Sappiamo che, con il tempo, si è affermata la tendenza a comprare tutto il mercato, e cioè tutto il pagliaio, perché è meno facile di quanto non si pensasse in passato prevedere il futuro del singolo titolo (uso l'espressione cercare l'ago nel pagliaio perché la ha citata Carlo Benetti nelle sue lezioni facendo riferimento a una celebre frase di Jack Bogle, colui che ebbe l'intuizione degli investimenti possibili tramite il ricorso a replicanti di tutto un mercato).

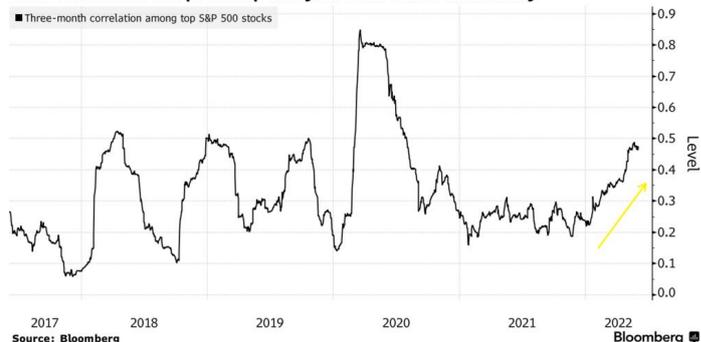
Con l'avvento dei computer, e alla luce della comprensione della difficoltà insita nel riuscire a battere tutto il mercato con una ristretta rosa di titoli - rosa che è stata scelta in modo da riuscire a battere l'indice di quel mercato, si è affermata la tendenza a comprare tutto il pagliaio e non a scegliere l'ago nel pagliaio. Questa tendenza inverte il principio molto più generale che consiste nell'affermare che quante meno scelte si fanno tanto più si evita la probabilità di fare errori: meno che diventa più.

Succede così che nel corso del 2021 negli USA, il mercato più avanzato del mondo, metà degli investimenti sono andati a tutto il pagliaio, indiscriminatamente, mentre l'altra metà sono andati a coloro che cercavano gli aghi nel pagliaio. In questo secondo caso i risparmiatori avevano fiducia nel fatto che i gestori da loro scelti o a cui, comunque, si erano affidati, fossero capaci di individuare questi aghi nascosti (molte volte succede, anche se non nella maggioranza delle volte).

Una delle conseguenze a cui non si era pensato abbastanza a suo tempo, quando i replicanti non avevano avuto il successo di oggi (almeno in USA), era il paradosso tale per cui i rappresentanti di un fondo replicante potessero dire la loro in una singola assemblea di una data società perché, possedendo tutte le società più importanti del listino, i rappresentanti del replicante si trovavano ad avere una fetta di azioni anche di quella specifica società. Non è stupefacente che non si fosse pensato a queste conseguenze perché senza computer e algoritmi questo nuovo mondo non sarebbe stato possibile. E in effetti tre soli operatori si spartiscono con i loro replicanti la stragrande maggioranza del mercato USA. Dicevamo che ci volevano i computer per fabbricare i replicanti, in modo da implementare un modello matematico che poi si replica passivamente e non costa nulla. Alle volte è complicato comprare con il peso corretto tutti i titoli che fanno parte degli indici. Si può però anche fare una replica sintetica comprando i titoli del listino in questione e imitando poi gli indici di riferimento grazie a contratti swap che permettono di imitare perfettamente l'andamento del mercato. Di fatto l'invenzione e l'uso dei computer e l'affermazione dei replicanti ha fatto aumentare le correlazioni sui mercati ed è diventato molto più difficile battere gli indici. Inoltre, per fare questo, ci vogliono uomini e gli uomini costano mentre i computer, una volta programmati, non richiedono risorse.

In Sync

Stock correlation has picked up this year amid macro uncertainty



In sincrono: nella prima metà di quest'anno la correlazione tra i titoli dello S&P500 è aumentata e questo ha reso più difficile trovare gli aghi buoni nel pagliaio che tende a comportarsi sempre di più nello stesso modo. Fonte: Bloomberg modificata.

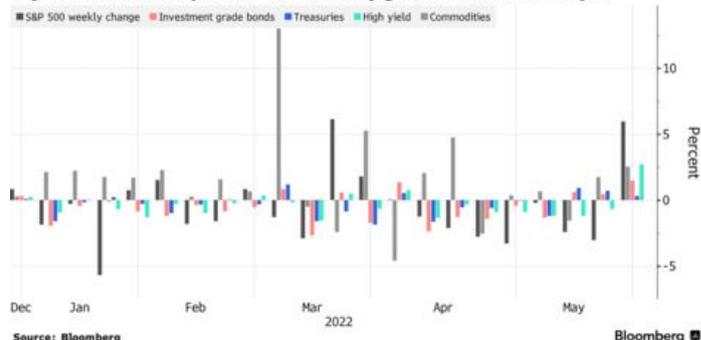
In conclusione, il costo medio per un risparmiatore se si rivolge a chi cerca l'ago nel pagliaio si aggira in Italia intorno al 2%, tutto incluso, mentre un replicante non costa più del 0,2%, cioè meno di un decimo. E sui tempi lunghi questa è proprio una bella differenza: potenza degli effetti cumulati nel tempo! Avete mai provato a calcolare gli effetti composti?

Fatto sta che si è aperta una nuova epoca, e non solo per i risparmiatori ma anche per la gestione delle società. Il supplemento di finanza del più importante quotidiano italiano, il 30 maggio, apre a tutta pagina 17 con il titolo "Grandi partite si vincono solo con l'esercito dei cloni". Questo titolo forse criptico allude al "peso decisivo dei fondi esteri, in particolare quello dei replicanti (Etf) nel sancire il successo della lista del cda nell'assemblea di Generali". Abitualmente la stampa specializzata parla dei "replicanti" per confrontarne i risultati con quelli dei fondi a gestione attiva. Per esempio, sul supplemento del più diffuso giornale specializzato il sabato 28 maggio, la consueta rubrica "La sfida tra fondi e Etf" confronta i gestori azionari area euro commentando nel titolo che "I gestori azionari area euro non sfruttano appieno le criticità del mercato" (p. 20). In effetti si sarebbe potuto pensare che i gestori attivi sarebbero stati capaci di ammortizzare due forti correzioni: quella innescata dal Covid (-36%) e quella del 2022 concomitante alla aggressione della Russia all'Ucraina con la conseguente guerra (-20%). Un replicante è costretto a subire i cali dato che segue passivamente tutto il mercato, mentre si potrebbe supporre che un gestore si sposti sui titoli più difensivi, quelli meno vulnerabili. Questo è successo e succede in una minoranza di casi. Esaminando i fondi che hanno almeno tre anni di vita si scopre che 78 hanno avuto performance migliori dell'Etf mentre ben 116 hanno fatto peggio. Quest'analisi ripete quella del 2020. È interessante notare che i fondi meglio classificati allora, non sono oggi quelli meglio posizionati due anni dopo. Questo dipende dal fatto che le strategie adottate dai gestori attivi hanno una certa inerzia rispetto al mercato che si muove più rapidamente. La difficoltà a battere l'Etf risiede, come si è detto, anche nei costi: il costo medio dei fondi attivi sul mercato europeo è del 1,79% mentre l'Etf costa solo il 0,12% annuo. Inoltre, sempre in relazione ai fondi azionari area Euro Large Cap, scopriamo che nell'ultimo triennio nelle fasi di down market i gestori attivi sono riusciti a contenere il calo della performance: 0,97% rispetto al replicante di riferimento. E tuttavia, per inerzia, se il mercato sale dell'1%, e così il replicante, i fondi attivi salgono solo dello 0,95%. Sembra una differenza piccola ma già nell'arco di un triennio gioca a favore dei replicanti.

Conclusione dell'esperto del giornale: questa differenza spiega quanto sia difficile battere il "clone" nel medio termine e in modo sistematico. Ma questa non è una novità e ne abbiamo parlato più volte. E comunque non pensate che sia poi una differenza così peculiare e difficile da spiegare: anche lei, come tante altre differenze e cambiamenti, dipende dalla meccanizzazione e dall'eliminazione del lavoro umano con le macchine. Una vecchia storia: il computer altro non è che una macchina, anche se molto complessa.

Rising in Sync

Major financial assets post unanimous weekly gains for first time this year



Source: Bloomberg

Bloomberg

In sincrono: non solo c'è correlazione tra i titoli all'interno dello S&P500 ma, nei periodi di incertezza come all'inizio del 2022, aumenta anche la correlazione tra le diverse asset class. Quindi non ci si può rifugiare da nessuna parte in cerca di relativa salvezza. Fonte: Bloomberg modificata.

L'altra settimana ho mangiato presso due locali diversi dei cibi giapponesi: il primo era nei sobborghi della mia città, in terraferma, il secondo era in centro in un nuovo ristorante con un super-chef. Nel primo caso mio figlio ha pagato da lontano con la sua carta di credito, mi ha passato scegliendolo da una striscia ruotante il piatto da me indicato, abbiamo mangiato a un tavolo buttando poi via tutti i resti del pasto e alla fine ce ne siamo andati. Il secondo era un ristorante consueto dove si era super-serviti. La differenza di costo era la stessa tra gestione attiva e replicanti: il primo pasto è costato meno di un decimo del secondo. La novità vera è l'insieme di effetti che scaturiscono da tali innovazioni tecnologiche, e cioè l'affermarsi progressivo dei fondi replicanti nelle scelte di investimento a livello mondiale. In termini generali è un problema di complessità: se ci affidiamo a chi cerca gli aghi nel pagliaio dobbiamo sperare di scegliere i migliori e che lo restino tali nel tempo. Persone cioè che sappiano individuare le cause dei movimenti dei singoli titoli. Se invece siamo inclini alla rassegnazione e andiamo sui replicanti, siamo più pessimisti ma non pretendiamo che l'organizzazione a cui ci affidiamo sappia fare questa analisi delle cause.

Come vedete il tutto è complesso, incerto: le scelte non sono facili e spesso sono contro-intuitive. A meno che non abbiamo tempo o tanta voglia di studiare, la conclusione è che meglio affidarsi a un consulente non in conflitto di interessi e scaricare su di lui le nostre incertezze, paure, e scelte in modo che queste vengano fatte insieme alla sua guida e al suo conforto.

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.