

# UN BUON CONSULENTE CONOSCE PIÙ POSSIBILITÀ DEL CLIENTE

Nella lezione precedente abbiamo riflettuto sulla differenza tra le spiegazioni di natura storica e le spiegazioni di natura sistematica e abbiamo visto la superiorità di queste ultime. Per solito, in effetti, disponiamo di troppi pochi casi analoghi, accaduti nel passato, per essere in grado di estrapolare dei segnali che, se si verificano nuovamente nel presente, ci permettano di prevedere con una certa probabilità il futuro. Per esempio, più volte in passato ho messo in guardia sul fatto che il classico portafoglio della famiglia tipo USA composto di un 60% di azioni e di un 40% di bond non avrebbe più avuto in futuro i poteri di protezione del passato. Nel 2000-2002, durante lo scoppio della bolla web, i bond guadagnarono e compensarono il calo delle azioni. Così avvenne anche durante la forte crisi del 2008. Questa volta invece non è stato più così. Un portafoglio bilanciato classico 60/40 registra da inizio anno una perdita a due cifre, la peggiore da inizio secolo. La funzione di cuscinetto tradizionalmente svolta dai bond, dai Treasury, e dalle materie prime nei momenti di calo dei mercati azionari, nel giugno del 2022 purtroppo è venuta a mancare. Abbiamo assistito a una caduta di tutte le asset class in sincrono, come recita il titolo della figura sottostante.



La figura mostra che nel giugno 2022 sono caduti simultaneamente i valori di tutte le asset class: S&P500, bond, obbligazioni ad alto rendimento, titoli di stato. Nessun rifugio è rimasto disponibile. Questo mostra l'importanza della funzione cuscinetto dello S&P500 di cui si è parlato nella lezione 459. Fonte: Bloomberg modificata.

La figura precedente mostra quel che vado sottolineando da tempo, e cioè la necessità di creare un cuscinetto, una sorta di assicurazione secondo la sequenza temporale:

**Incertezza ≈ ≈ > rischio ≈ ≈ > certezza ≈ ≈ > assicurazione**

Tale sequenza temporale è stata prospettata nella lezione 459 e anche in precedenza. Essa mostra in sostanza come quello che oggi, e a breve termine, è una incertezza incalcolabile diventi, con il passare del tempo, un rischio calcolabile. In seguito il rischio calcolabile si trasforma in certezza: e cioè il guadagno sicuro incamerato in passato. E questo è oggi il cuscinetto "storico" su cui dobbiamo contare per ammortizzare le perdite, non il reddito fisso che non è più decorrelato. Per questo da anni raccomandavo di puntare sulle azioni nordamericane che, malgrado la recente discesa, nell'ultimo decennio hanno avuto un rendimento annualizzato medio in euro del 12,54%. È stato sufficiente il rendimento dei due ultimi anni dello S&P500 (in dollari) per compensare il recente calo. Al contrario il rendimento del reddito fisso sicuro era in passato irrisorio e si poteva prevedere che l'asset class sarebbe ulteriormente scesa quando, con l'arrivo dell'inflazione, i tassi avrebbero cominciato ad aumentare. Si pensi che dal principio dell'anno al 18 giugno, l'Etf più trattato che quota i bond governativi Euro ha perso il 27% sulle scadenze 15-30ennali e il 19% sulle scadenze 10-15ennali. Altro che ammortizzatore della discesa dell'azionario mondiale.



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

La funzione di cuscinetto del reddito fisso, com'era facilmente prevedibile, e previsto, è evaporata. Di qui, ancora una volta, la necessità di una sottrazione dei modi di pensiero "locali", di una diversificazione mondiale (anche nelle valute se i vostri redditi sono in euro) e di una capacità di costruire nel tempo l'assicurazione contro le flessioni temporanee con un cuscinetto di guadagni costruito in passato. Di qui, infine, la necessità di ragionare sui tempi lunghi.

Ancora una volta si conferma l'importanza della teoria dei modelli mentali a fondamento della finanza comportamentale.

L'idea di base della teoria dei modelli mentali è che noi non pensiamo a partire da eventi presenti nel mondo esterno o nella nostra mente, ma da descrizioni di eventi sotto forma di rappresentazioni mentali (Tversky, 2004). Queste ultime sono influenzate sia dal modo di descrivere gli eventi sia dai vincoli di funzionamento della mente umana. Si spiegano così, tra l'altro, molti "vuoti del pensiero", e cioè le sviste e le distrazioni che hanno contribuito a provocare incidenti (Legrenzi, Girotto, Johnson-Laird, 1993). Per esempio, il capitano del traghetto *The Herald of Free Enterprise*, inabissatosi nel canale della Manica, inferì che i portelloni di prua fossero stati chiusi, e trascurò la possibilità che fossero rimasti aperti; gli ingegneri della centrale nucleare di Černobyl' si diedero una spiegazione sbagliata dell'esplosione iniziale, e trascurarono la possibilità che il reattore fosse stato distrutto.

La psicologia della decisione e del ragionamento affronta anche il problema più generale della razionalità umana (Legrenzi 2005). Si è cercato di rispondere alla domanda: in quali condizioni i principi della razionalità scientifica possono essere considerati utili approssimazioni del modo di funzionare del ragionamento umano? Le persone intuiscono la fondatezza dei fondamenti della teoria della scelta razionale? Come mai in certi casi se ne discostano sistematicamente?

A partire dalla seconda metà del 20° secolo ci si è resi conto che una razionalità perfetta richiede una sorta di onniscienza e potenza di calcolo di cui le persone non sono dotate. Da questa constatazione si è cercato di sviluppare una teoria più realistica del comportamento razionale, 'rilassando' i criteri di razionalità classici. Come se si rendesse più elastico il catechismo per ridurre le occasioni di peccare. Di fatto, le persone non cercano di raggiungere soluzioni ottimali: si accontentano di strategie 'soddisfacenti', in un compromesso tra il ragionamento ideale e i limiti congeniti di percezione e attenzione, calcolo, memoria e ragionamento propri della mente umana (Judgment under uncertainty, 1982).

Vincoli nell'applicazione quotidiana dei principi della razionalità sono dovuti anche all'imperfezione dei contesti in cui scelte e ragionamenti sono condotti. Quasi mai sono disponibili tutte le informazioni necessarie, presupposte dall'idea di onniscienza. Siamo spesso di fronte a situazioni di incertezza e incompletezza delle informazioni. Si pensi a come ragioniamo se dobbiamo, per es., comprare un melone al mercato. Qual è la procedura per poter scegliere 'razionalmente' il melone più saporito? Se l'obiettivo fosse quello di trovare il 'melone ottimale', la procedura consisterebbe nel tagliare tutti i meloni e nell'assaggiarli uno alla volta. Tale procedura è impraticabile. Di fronte all'incertezza,

in questi e altri casi, ci affidiamo a regole apprese dalla sapienza popolare, come pesare e tastare il frutto, annusarne la base, e così via. Applichiamo regole 'di massima', che non ci danno la certezza del successo, ma che molto spesso funzionano. Noi facciamo lo stesso anche nel ragionamento e nelle decisioni: applichiamo delle procedure euristiche, cioè fallibili, in quanto approssimazioni alla razionalità perfetta, ma praticabili. Questo modo di operare comporta che possiamo applicare le euristiche in circostanze dove esse di fatto non funzionano e anzi ci conducono a compiere errori sistematici (Tversky, 2004). Esattamente questo può avvenire nelle scelte di investimento e, per questo motivo, meno scelte facciamo meglio è: di qui l'ottimizzazione tramite di una diversificazione mondiale ottenuta con un indice molto economico.

Come ci comportiamo quando siamo costretti a esplorare il mondo in cerca delle informazioni utili a risolvere un compito?

Supponiamo che un investitore si domandi se è il caso di comprare il titolo x oppure no. Egli tenderà a cercare informazioni sul titolo x. Poniamo che sia una persona dubbiosa: vorrà raccogliere molte informazioni. Una persona impulsiva e decisionista, al contrario, si accontenterà di poche informazioni sul titolo x. In entrambi i casi le alternative saranno lasciate sullo sfondo: non verranno cioè cercate informazioni in merito ad altre possibili forme di investimento. Queste rimangono implicite, nascoste dietro a 'oppure no?'. Rappresentarsi la struttura del problema nei termini 'x oppure no' innesca un ragionamento che è volto a valutare se le informazioni su x permettono di superare una certa soglia di gradimento. In caso positivo, si prenderà la decisione (acquistare il titolo), ignorando altre possibili forme di investimento. Solo in caso negativo, quando x non supera la soglia di gradimento, facciamo affiorare le potenziali opzioni che erano rimaste implicite. In tale modo diventa più facile individuare la scelta ottimale in accordo con le preferenze dell'investitore. Sperimentalmente sono state studiate le condizioni che conducono a diverse strategie di raccolta delle informazioni e, di conseguenza, a delle decisioni finali differenti (Legrenzi, Girotto, Johnson-Laird, 1993).

Il meccanismo di concentrazione su alcuni aspetti di una scelta ci semplifica la rappresentazione della struttura del problema e la nostra decisione, ma può comportare delle scelte subottimali. Un'asimmetria forte è tra la rappresentazione delle informazioni circa ciò che è vero e la rappresentazione di quelle, invece, circa ciò che è falso. In realtà tendiamo a rappresentarci le prime e a trascurare le seconde. Per es., domandiamo a una persona di trovare la regola che ha generato questa tripletta di numeri: 2-4-6. La prima ipotesi spontanea, dato l'esempio iniziale, è: 'Tre numeri pari crescenti di due'. Per controllare tale ipotesi le persone tendono a ricorrere a esempi positivi (come, per esempio: 8-10-12), che confermano la loro ipotesi, più spesso di esempi negativi (come: 7-5-1), che la falsificherebbero. Questa strategia si rivela poco efficiente in tutti i casi in cui la regola da trovare (per es., tre numeri qualsiasi crescenti) è più ampia (nel senso che copre più casi) rispetto alla spontanea ipotesi iniziale. Più in generale, quando vogliamo raccogliere dati diagnostici per controllare un'ipotesi, tendiamo a cercare informazioni potenzialmente verificanti trascurando quelle potenzialmente falsificanti (Legrenzi, 1998).

Supponiamo che un investitore segua i suggerimenti di un noto 'guru' della finanza che dà consigli sui titoli azionari da comprare e da vendere. L'esperto consiglia 18 titoli di cui l'investitore prontamente ordina l'acquisto. Nel periodo successivo, 12 di questi titoli stanno guadagnando, mentre 6 di essi hanno subito delle perdite. Nel complesso, l'acquisto dei titoli si è rivelato profittabile e, con un rapporto di 2 titoli su 3, in salita. Il consiglio dell'esperto sembra aver confermato la sua fama di 'guru'. L'investitore considera cioè la scelta di titoli su cui ha guadagnato (due terzi dei titoli) come il risultato della competenza dell'esperto; soddisfatto, non si preoccupa di raccogliere altre informazioni e decide di continuare a seguirne i consigli. Facendo questo, commette una leggerezza: per accertarsi che i titoli consigliati siano veramente stati scelti in base ad una expertise, avrebbe dovuto anche controllare la prestazione dei titoli che non sono stati consigliati, ovvero del resto del mercato finanziario. Solo in questo modo si può giudicare un rapporto di crescita di due titoli su tre come dovuto al caso o a conoscenze del presunto esperto. Per es., se il mercato fosse composto da 1800 titoli, e di essi 1200 fossero saliti, allora il rapporto sarebbe identico a quello delle 18 azioni consigliate dall'esperto. Vale a dire che il suo consiglio era tanto valido quanto quello di scegliere un buon numero di titoli a caso. Potrebbe anche succedere di peggio: supponiamo che, nel complesso dei 1800 titoli, 1350 siano saliti (cioè 3 titoli su 4). Questo significa che, benché i titoli consigliati dall'esperto non siano andati male, il resto del mercato ha fatto meglio. L'esperto può essere giudicato tale se e solo se il resto del mercato ha avuto una prestazione inferiore ai due terzi. Tuttavia è facile ignorare questo dato, focalizzandosi solo sui nostri titoli, ignorando il resto e osservando una correlazione illusoria tra la capacità di scelta dei titoli da parte dell'esperto e l'andamento del nostro portafoglio.

Ecco perché è molto istruttivo sui limiti delle nostre capacità di scelta il consueto confronto fatto dal più importante quotidiano economico finanziario nazionale analizzando i mercati nel loro complesso, rappresentati dagli indici (che vengono distribuiti e venduti tramite i prodotti chiamati Etf). Questo confronto degli indici con le prestazioni dei singoli gestori ci permette di evitare l'errore insito nella storia del "guru" che in realtà non fa meglio della media anche se ne sono convinte molte persone che si sono affidate a lui.

Più in generale, le persone che sono brave a risparmiare sono spesso anche convinte di essere abili nell'investire i propri risparmi. Le cose, come sappiamo bene, non stanno così. E questo vale in termini generali.

Gianrico Carofiglio, nel racconto "La disciplina di Penelope", distribuito a metà giugno nelle edicole, mostra che questa asimmetria non valga solo nel campo dei risparmi/investimenti. Egli osserva infatti:

"Quando sei molto dotata in un campo specifico, molto veloce per esempio a risolvere problemi matematici, sei incline a pensare che questa velocità valga per tutto. Sei propensa a formulare giudizi immediati e definitivi, a non cogliere la complessità delle situazioni. Pensi che, siccome è andata bene fino a quel punto, continuerà ad andare bene sempre. Perdi – ammesso che tu l'abbia mai avuto – la visione delle varie possibilità ..."

In tutti i gialli di Carofiglio l'investigatrice/tore è proprio colui che ha la visione delle varie possibilità. Lo stesso avviene per il consulente esperto nel caso degli investimenti. Purtroppo spesso le persone sono talmente ignare delle varie possibilità che nemmeno di accorgono dei vantaggi di una buona consulenza. Questo è un paradosso micidiale da cui non sempre è facile liberarsi. Di qui l'arduo compito dei consulenti.

#### 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](http://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.