

PAURA, INCERTEZZA, CONSULENZA

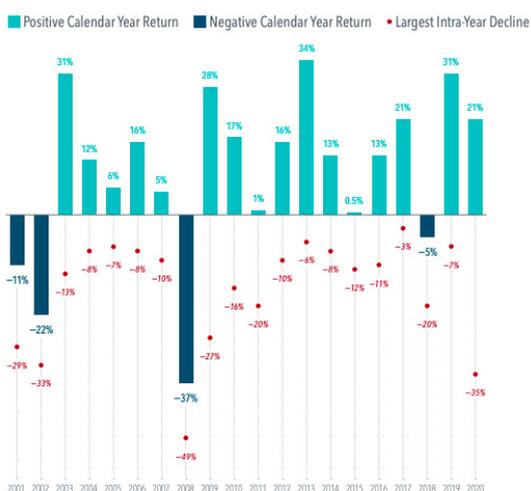
Molte volte si pensa che ci siano persone più paurose e persone meno paurose e che le persone più paurose diffidino dei mercati azionari perché oscillano di più ed ogni discesa causa molto più malessere rispetto al benessere associato a equivalenti guadagni. Ma siamo proprio sicuri che le cose stiano così? Non potrebbe esserci alla base un meccanismo ancora più semplice per l'avversione ai mercati azionari? In effetti non è molto chiaro come mai molte persone non riescano ad imparare a superare la paura per poter così approfittare del premio al rischio particolarmente vantaggioso negli ultimi dieci anni quando il reddito fisso rendeva poco o niente.

A mio avviso ciò che rende paurosi i mercati azionari non è la personalità del potenziale risparmiatore ma semplicemente lo stile con cui controlla l'andamento dei suoi risparmi. Provate a guardare la figura seguente. Essa mostra che negli ultimi venti anni abbiamo avuto soltanto tre anni negativi. Eppure, nel corso dei restanti 17 anni positivi, abbiamo avuto forti cali che poi non hanno inciso sul bilancio annuale perché sono stati più che compensati da salite probabilmente meno appariscenti e meno impressionanti. Ne consegue che una persona che controlla i suoi risparmi anno dopo anno, e non giorno dopo giorno, ha un quadro molto più roseo dei suoi investimenti rispetto a una persona che vada ogni momento, giorno dopo giorno, a vedere lo stato dei suoi investimenti.

Quello che sembra rilevante, dunque, non è tanto la paura delle perdite ma lo stato d'animo di incertezza che ci spinge a controllare frequentemente l'andamento dei risparmi. Purtroppo il sistema dei media e dei commenti funziona tendenzialmente con scadenze giornaliere.

Per esempio, la figura sottostante indica quel che succede sullo S&P500 che è l'indice principe sulle borse mondiali: i punti rossi indicano le più forti discese capitate da un giorno all'altro nel corso di un anno. Anche se l'anno finisce in modo positivo, e succede per ben 17 anni su 20, ciò non toglie che queste discese da un giorno all'altro contribuiscano uno stato d'animo generale di incertezza.

US MARKET INTRA-YEAR DECLINES VS. CALENDAR YEAR RETURNS, January 2001-December 2020



La figura mostra l'andamento annuale dello S&P500 negli ultimi venti anni. Indica inoltre in rosso le più forti discese dell'indice da un giorno all'altro, anno dopo anno. Queste discese, in percentuale, possono risultare più forti anche della salita annuale dell'indice come è successo, per esempio, nel 2020. E così finiscono per lasciare un segno doloroso nella memoria di chi controlla giorno dopo giorno l'andamento dello S&P500. Fonte: Bloomberg modificata.

Questa interpretazione basata sulla frequenza dei controlli dovuta a incertezza è confermata anche dall'andamento del VIX, noto anche come l'indice della paura. Si tratta di un indice di riferimento che misura le aspettative del mercato circa la volatilità futura. A questo scopo utilizza come sottostante le



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

opzioni sull'indice S&P 500, con il quale presenta una correlazione negativa: se lo S&P 500 sale il VIX scende, e viceversa. È per via di questa correlazione negativa quasi perfetta e del profilo asimmetrico che il VIX assume particolare importanza al momento di prendere una decisione di investimento. I bruschi movimenti registrati dai listini con lo scoppio della guerra tra Russia e Ucraina hanno spinto il VIX a 32 punti, un livello di gran lunga superiore alla media di 19 punti registrata dal 1990 ad oggi e al valore di inizio anno di 17 punti. E tuttavia, storicamente, i periodi di grande volatilità e incertezza non rappresentano il momento giusto per vendere: anzi, in passato hanno permesso agli investitori con una maggiore tolleranza del rischio di ottenere rendimenti più elevati. Infatti, lo S&P 500 ha generato un rendimento medio a 12 mesi di oltre il 15% quando il VIX si è attestato tra 28,7 e 33,5 punti e di oltre il 26% quando ha superato 33,5 punti. Solo due volte il Vix è stato per breve tempo sopra 80: all'inizio del 2009 e all'inizio della pandemia, nel 2020. Ottime occasioni per entrare nei mercati anche se le persone più paurose ne sono uscite.

Questo dato mostra, ancora una volta, che il premio al rischio non solo è in realtà un premio pagato per compensare i rendimenti dei mercati azionari che sono dai più considerati più rischiosi degli altri investimenti (e lo sono in realtà solo per lo stile di controllo più o meno frequente, come abbiamo visto). Ma mostra anche che in realtà lo stato d'animo pessimista nei confronti dei mercati azionari, che tanto ha danneggiato nel complesso i risparmi degli italiani, dipende non dalla personalità ma dallo stile di controllo dell'andamento degli investimenti. Una persona paurosa che controlla di rado il valore del suo portafoglio è avvantaggiata rispetto a una persona sicura di sé e coraggiosa che però controlla spesso l'ammontare dei suoi beni finanziari.

E siamo così arrivati al quesito di fondo: quanto siamo sicuri che i nostri investimenti siano ben collocati? Quanto siamo incerti e, di conseguenza, quanto spesso controlliamo l'andamento del nostro portafoglio?

Quattro secoli fa, all'inizio dell'era moderna quando le vecchie certezze millenarie cominciarono a vacillare, il filosofo Cartesio si domandò: "Di che cosa sono sicuro?". La risposta che si diede è che siamo sicuri di poter pensare perché senza pensiero non avrebbe potuto nemmeno porsi quella domanda iniziale eretta poi a fondamento di tutto il suo sistema filosofico. Anche se non siamo filosofi, non c'è dubbio che il senso comune può considerare questo come un pilastro della nostra certezza di esistere e di stare al mondo. Oggi però, all'inizio di un nuovo millennio, in un'epoca che è stata chiamata "post-moderna", quello che abbiamo imparato sul funzionamento del cervello della nostra specie e delle capacità mentali prodotte dal cervello ci pone davanti a un'altra domanda: "Siamo sicuri di saper pensare bene?". Nell'antichità classica si era più dubbiosi sulla capacità dei sensi di restituirci la realtà: le illusioni sul mondo derivavano da illusioni dei sensi. Oggi il rapporto si è ribaltato: i guai non cominciano tanto quando raccogliamo informazioni sul mondo tramite gli organi sensoriali. I guai cominciano quando ci mettiamo a recuperare queste informazioni dalla memoria per potervi riflettere. Siccome non siamo consapevoli di queste

operazioni di recupero e di elaborazione delle informazioni può capitare che finiamo per ingannare noi stessi. E il primo inganno, ed anche il più pericoloso, riguarda proprio quanto ci sentiamo certi delle nostre opinioni e valutazioni.

Prima dell'invasione dell'Ucraina i più commentavano con scetticismo sui media europei i continui avvertimenti dei servizi segreti statunitensi: la Russia ammassa le sue truppe ai confini dell'Ucraina perché sta preparandosi a invaderla. Probabilmente i servizi segreti americani avevano delle fonti che solo a loro erano disponibili. Fatto sta che l'incredulità precedente, poi smentita dai fatti, è all'origine della sorpresa e, poi, della paura perché molti si sono resi conto che le loro certezze si erano sgretolate. Un buon esercizio, allora, è provare a mettere alla prova le nostre certezze o, meglio, quelle che reputiamo tali. Quasi sempre le certezze su cui fondiamo la nostra vita quotidiana non sono delle verità assolute ma sono delle cose che sappiamo con un certo grado di probabilità. Per esempio, sappiamo che la guerra in Ucraina prima o poi finirà perché le guerre sono dure da sopportare per i belligeranti e, prima o poi, finiscono. Ma quando? Quasi di sicuro tra tre anni, meno tra due anni e, poi, tornando indietro, dal futuro al presente, diventa sempre più improbabile che la guerra finisca presto. Pressoché impossibile che finisca domani. In questo caso, via via che andiamo verso il futuro, la fine della guerra diventa sempre più probabile, ma non sappiamo mai per certo il momento esatto fin che questo fatto non è accaduto o sta per accadere. Questo approccio probabilistico caratterizza il nostro rapporto con il mondo. Di qui l'importanza del cosiddetto teorema di Bayes, dal nome dello studioso che lo mise a punto circa tre secoli fa, all'inizio del Settecento. Il teorema di Bayes è una sorta di procedura statistica che ci dice di quanto dobbiamo ridurre la nostra incertezza via via che risultino disponibili nuove informazioni. Immaginiamo di avere un'urna in cui sono state messe delle palline nere e rosse con una proporzione a noi sconosciuta. Via via che, una alla volta, togliamo le palline dall'urna e non le rimettiamo dentro ci facciamo un'idea sempre più precisa di quante palline rosse e di quante palline nere c'erano dentro. Alla fine, estratta l'ultima pallina e vuotata l'urna, lo sappiamo con certezza. Ma, fino a quel momento, potevamo solo ridurre l'incertezza via via che passava il tempo e venivano estratte sempre più palline. Questo paradigma, almeno secondo molti scienziati cognitivi e psicologi evolutivisti, ci offre un quadro di come le persone si muovono nel mondo: non abbiamo mai certezze ma, via via che agiamo e ci informiamo, le nostre incertezze diminuiscono.

Si pone allora un problema cruciale, quello della stima delle nostre certezze/incertezze o, meglio, della capacità di avere delle incertezze che siano proporzionate alle nostre conoscenze sul mondo. Il calibro con cui misuriamo le nostre certezze è preciso oppure è come una bilancia che non è tarata? E, se la bilancia non è tarata, tende a sbagliare sempre in una direzione oppure sbaglia a casaccio? Sono domande importanti se è vero, come è vero, che il nostro rapporto con il mondo è basato su giudizi probabilistici anche quando non ce ne rendiamo conto. Quando non sappiamo la risposta esatta ad una domanda ha senso risponderci mediante quello che tecnicamente si chiama "intervallo di confidenza". In parole povere non ha senso domandarvi la lunghezza esatta del fiume Po (km 652) nel caso

in cui conosciate esattamente la sua lunghezza. Al contrario, se non lo sapete con certezza, vi si domanda di stimare due valori, uno minimo e l'altro massimo (ad esempio 600-700) in cui supponete che caschi la risposta esatta. Lo credete con quanta sicurezza? Dipende. Posso chiedervi di darmi un intervallo all'interno del quale siete sicuri al 90% che caschi la risposta esatta. In questo caso, a parità di conoscenze, dovete darmelo più ampio rispetto ad una sicurezza soggettiva del 50%.

1. Quanto lungo è (in giorni) il periodo di gestazione dell'elefante asiatico?
2. Quanto profondo è (in metri) il punto più profondo dell'Oceano Pacifico?
3. Età di Martin Luther King quando è morto?
4. Quanto alto è il Monte Bianco?
5. Numero di libri nel Vecchio Testamento?
6. Anno di nascita di W.A. Mozart?
7. Quanto lungo è il Mississippi?
8. Quando si è tenuto il Concilio di Nicea
9. Anno in cui si è svolto il Concilio Vaticano II?
10. Quale è il diametro in centimetri di una buca da golf?

Qui sopra avete un elenco di dieci domande. Provate a scrivere per ciascuna domanda due valori, uno minimo ed uno massimo. Si tratta, per così dire, di calibrare il grado di incertezza nei casi in cui non si conosce la risposta esatta. Però sappiamo fare una stima con una certa approssimazione nel senso che si pensa che la risposta corretta caschi dentro un certo intervallo. Nell'elenco sopra riportato potete rispondere con intervalli più o meno ampi. Se vi si chiede una certezza del 90% dovete fare un intervallo largo perché dovete essere quasi sicuri, sicuri cioè al 90%, che la risposta esatta caschi in quell'intervallo.

Si tratta di dieci domande: con una sicurezza soggettiva del 50% siete autorizzati a sbagliare metà delle volte, con una del 90% solo una volta su dieci. In questo caso rispondete con intervalli molto più ampi. Avendo provato e riprovato questo esercizio per molti anni e con diversi tipi di classi, da quelle universitarie a quelle di formazione dedicate a chi già lavora, ho sempre constatato che le persone tendono ad avere più certezze rispetto a quelle a cui sarebbero autorizzate dal loro livello di conoscenze. In altre parole invece di sbagliare solo una volta su dieci quando si chiede loro un intervallo in cui sono sicuri al 90% che caschi la risposta esatta, in realtà sbagliano spesso più di due volte. Lo stesso capita se chiedete un intervallo di fiducia del 50%: dovrebbero sbagliare metà delle volte e invece sbagliano più spesso. Insomma siamo in generale poco calibrati nel senso che ci sentiamo più sicuri delle nostre conoscenze rispetto a quel che dovremmo essere.

Risposte esatte: 1) 645 giorni; 2) 9165m; 3) 39 anni; 4) 4.810 metri; 5) 39 libri; 6) 1756; 7) 3779 km; 8) 325 d.C.; 9) 1962; 10) 11,41 cm.

Questo risultato ha grandi conseguenze e non si tratta di buone conseguenze nel caso di un investitore. In sintesi se siamo troppo sicuri delle nostre capacità di valutazione nel campo degli investimenti tendiamo:

1. A fare di testa nostra senza l'aiuto di un consulente
2. A non diversificare i risparmi né nello spazio né nel tempo perché crediamo di sapere quali siano le scelte migliori.

Queste due tendenze causano sui tempi (neppure troppo lunghi) dei danni irreparabili. Si possono prevenire questi danni o, per lo meno mitigarli, o con lo studio o, più probabilmente, con l'assistenza di 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.