

TREND A LUNGO TERMINE E RUMORE DI FONDO

Molte volte si pensa che ci siano persone più pause. Mentre sto scrivendo l'euro sta al dollaro a 1,0001, sfiorando cioè la parità. Sarebbe meglio dire che il dollaro ha quasi raggiunto la parità perché da sempre è lui il re: le altre monete ruotano intorno al dollaro USA come nel sistema solare, il dollaro è al centro, sistema di riferimento, anche se non assoluto come in passato. Il fatto che il dollaro raggiungesse questo traguardo era prevedibile trattandosi della conseguenza di tendenze a lungo termine:

1. I tassi erano a zero, si sarebbero per forza rialzati quando le banche avessero ridotto l'alleggerimento quantitativo, cioè avrebbero gradualmente cessato di stampare soldi e comprare titoli.
2. I tassi si sarebbero risollelevati più rapidamente dove l'economia sarebbe andata relativamente meglio.
3. Di conseguenza dollaro e franco svizzero si sono rinforzati rispetto a euro e sterlina.



Questa figura mostra che questa volta è diverso rispetto ai momenti di crisi del passato: l'inflazione si è alzata dappertutto e dappertutto si sono alzati e si alzeranno i tassi come effetto e causa insieme dell'aumento dei prezzi al consumo. Questi ultimi sono aumentati persino in paesi "freddi" come la Svizzera e il Giappone. Fonte: Bloomberg modificata.

Tutte tendenze a lungo termine e prevedibili. Sempre da lungo tempo suggerisco di avere buona parte dei risparmi, ma non proprio tutti, investiti in azioni americane, con un sovrappeso sulle tematiche tecnologiche: anche questa è una tendenza a lungo termine. Ma il punto cruciale è non assicurarsi contro il rischio cambi. Sembra una bella cosa, e infatti molti clienti la richiedono facendo questo ragionamento: io vivo in euro e quindi non voglio correre rischi con la valuta che uso di più, quella che mi serve per vivere. Sembra un ragionamento che fila e invece è un inno contro la diversificazione: proprio perché i tuoi redditi, la tua casa, la maggior parte dei tuoi guadagni sono in euro è bene tenere i risparmi prevalentemente in dollari statunitensi.

Non c'è solo la diversificazione sulle borse, in proporzione alla forza delle rispettive economie nel mondo, c'è anche la diversificazione nelle valute. In effetti venti anni fa dollaro e euro stavano a pari, poi l'euro è andato oltre 1,50 sul dollaro USA e adesso sono tornati alla parità: un bel cambiamento in venti anni. Ma la diversificazione è sempre stata opportuna e benefica.

Il problema interessante è come mai non si riescono spesso a cogliere le tendenze a lungo termine né i punti di rottura, quelli cioè di non ritorno. Quasi sempre funziona la forza della regressione verso la media, ma non sempre. Il fatto è che i segnali che permettono di vedere le tendenze a lungo termine sono offuscati dal rumore delle incessanti, ingombranti e confondenti notizie che seguono il flusso settimanale se non giornaliero. Negli anni queste sono aumentate e quindi si è ispessito anche il velo che copre l'essenziale, quel velo che ci impedisce di scorgere il rilevante distinguendolo dai rumori irrilevanti e spesso incoerenti. Rumore e segnali: una differenza essenziale ma non sempre percepibile con facilità.



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

Questa difficoltà a separare rumori e segnali è stata rilevata la prima volta da Jack Treynor, professore di finanza all'Università di California, in un lavoro pubblicato sul Financial Analyst Journal nel numero di maggio-giugno 1987. Ecco il link da cui riporto l'attacco del suo lavoro geniale:

<https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.2469/faj.v43.n3.50>

Ormai è passato un terzo di secolo e le sue osservazioni, con l'affermarsi dei social e l'intensificarsi del bombardamento incessante dei media, sono diventate sempre più vere:

Results of bean jar experiments conducted in the author's investment classes indicate that the mean estimate has been close to the true value. In the first experiment, the jar held 810 beans; the mean estimate was 841, and only two of 46 guesses were closer to the true value. In the second experiment, the jar held 850 beans, and the mean estimate was 871; only one of 56 guesses was closer to the true value.

These results suggest that, in situations where the subjects have not been schooled in a "correct" approach, the bulk of the individual errors will be independent, rather than shared. Apparently it doesn't take knowledge of beans, jars or packing factors for a group of students to make an accurate estimate of the number of beans in a jar. All it takes is independence.

In a second set of bean jar experiments, the observers were cautioned to allow (after recording their original guesses) for first, air space at the top of the bean jar and, second, the fact that the jar, being plastic rather than glass, had thinner walls than a conventional jar, hence more capacity for the same external dimensions. The means of the guesses after the first and second "warnings" were 952.6 and 979.2, corresponding respectively to errors of 102.6 and 129.2. Although the cautions weren't intended to be misleading, they seem to have caused some shared error to creep into the estimates.

Published Research and Market Prices

Shared errors may be as common in appraising companies as in appraising bean jars. There is

In questo passo Treynor racconta un esperimento condotto più volte nelle sue aule.

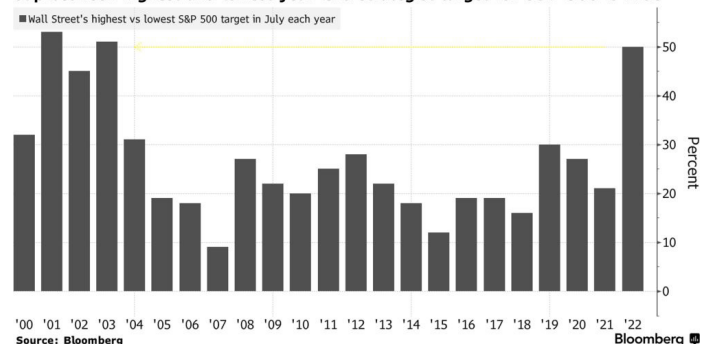
Treynor presenta agli studenti un'anfora trasparente contenente 810 fagioli. Chiede a ciascun studente, separatamente dagli altri, di stimare quanti fagioli ci sono nell'anfora. C'è grande varianza nelle risposte, solo due studenti su 45 si avvicinano al numero giusto e la stima media è 841. Ci sono errori per difetto e errori per eccesso e le stime, se date separatamente da ciascun studente, e cioè all'insaputa l'uno dall'altro, si compensano nelle deviazioni. Cosicché la media non è così lontana dalla risposta esatta. La media è molto meglio della stragrande

maggioranza delle risposte dei singoli come aveva scoperto all'inizio del secolo scorso il genio di Galton che aveva pubblicato un articolo intitolato "La saggezza delle folle" su Nature. Fin qui nulla di nuovo anche se non così intuitivo: Galton infatti considerava questa come una delle sue scoperte più rilevanti, a fondamento dei principi della democrazia, e quindi per lui stupefacente dato che il suo atteggiamento precedente era stato di taglio aristocratico ed elitista. Ma Treynor fa qualcosa di più. Confronta i risultati di questa prova con una prova diversa, condotta con altri gruppi di studenti. A questi ultimi fornisce delle informazioni in più: sottolinea lo spazio vuoto in cima all'anfora, sotto il tappo, e il fatto che questa è fatta di sottile plastica e non di vetro. Gli studenti sono sviati da queste informazioni che Treynor ha aggiunto e cercano di tenerne conto. Purtroppo così il problema diventa più complesso e gli errori aumentano. Insomma le informazioni in più confondono invece di aiutare. Questo risultato è stato replicato più volte e recentemente è stata pubblicata una rassegna da tre studiosi israeliani: Ayala Arad, Benjamin Bachi e Amnon Maltz. Cfr DOI:[10.2139/ssrn.4112347](https://doi.org/10.2139/ssrn.4112347) SSRN Electronic Journal: On the Relevance of Irrelevant Strategies, January 2022.

Quello che possiamo chiamare "effetto Treynor", dal nome del suo primo scopritore, ha grandi effetti sulle previsioni nei mercati finanziari. Quando c'è molto rumore e incertezza, come di questi tempi di cambiamento delle politiche delle banche centrali e di una guerra che si svolge in Europa, le previsioni degli analisti si disperdono, divergono e il gap tra ottimisti e pessimisti è talmente ampio che l'esercizio della previsione confonde invece di aiutare, anche perché i mercati finanziari funzionano fondandosi sulle aspettative. E se queste divergono assai domina sempre più l'incertezza che, a sua volta, alimenta la differenza delle aspettative creando un circolo vizioso.

Clashing Views

Gap between highest and lowest year-end strategist target for S&P 500 is wide



Le previsioni per fine anno sul valore dello S&P500 fatte ai primi di luglio 2022 sono molto più divergenti che in passato, se non ai tempi lontani della bolla tecnologica all'inizio del secolo: si spazia dagli ottimisti al pessimismo più nero.

Fonte Bloomberg modificata.

Sui mercati europei le cose non vanno meglio come si vede anche dai cambiamenti di giudizio a distanza di poco tempo.

Exhibit 13: 32% of European investors expect equities to rebound by at least 5% (unchanged from last month), while a further 34% see scope for the sell-off to continue (up slightly from 31%)

How much upside do you expect for European equities over the coming twelve months?



Source: BofA European Fund Manager Survey

Che cosa succederà nei prossimi 12 mesi? Previsioni per i mercati europei a fine luglio 2022. La maggioranza delle previsioni si colloca tra una situazione invariata e un aumento del 10%. Ma c'è un rilevante drappello di pessimisti.

Fonte Bloomberg modificata.

Uno dei motivi per cui l'aiuto di un consulente è essenziale consiste proprio nel fatto che l'equilibrio tra rumori e segnali si è rotto e si romperà sempre più a favore dei primi. Di conseguenza cogliere le differenze sarà sempre più difficile per gli inesperti. Questa forza crescente dell'effetto Treynor dipende dal fatto che, purtroppo, i media funzionano sempre più così: sempre più sensazionalisti, incessanti, tumultuosi nei loro flussi di notizie, e sempre più ricchi di informazioni irrilevanti sul lungo termine, informazioni che si contraddicono a breve e di cui non si dovrebbe tener conto. Ma non è facile.

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.