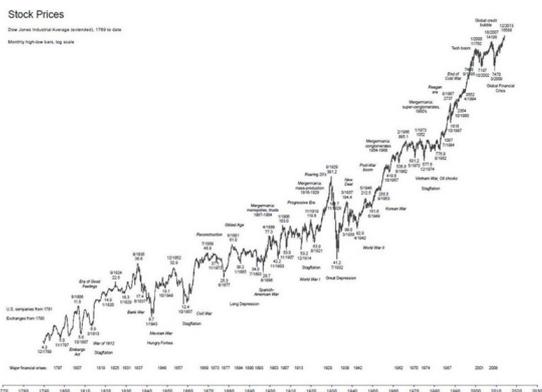


# LE IDEE CONTRO-INTUITIVE FANNO FATICA AD AFFERMARSI: PER QUESTO CI VUOLE UN CONSULENTE

Guerra messicana, guerra ispano-americana, prima guerra mondiale, seconda guerra mondiale, guerra di Corea, guerra del Vietnam, guerra in Ucraina. L'elenco è lungo e ci mostra che le guerre per solito non fanno bene alla borsa americana. Certo, ci sono anche le crisi finanziarie, e quelle fanno molto male se affrontate con teorie sbagliate, come abbiamo mostrato Carlo Benetti ed io (nelle lezioni di ottobre). Ma le guerre sono il più importante fattore negativo esogeno. Attualmente non è un buon periodo perché, oltre alla guerra in Ucraina, la Fed sta alzando rapidamente i tassi per combattere l'inflazione e non sappiamo quando si fermerà. Dietro a questa situazione e alla guerra in Ucraina ritroviamo lo stesso fattore profondo che agita i mercati: l'aumento dell'incertezza e la forte volatilità, che altro non è che manifestazione visibile e quantificabile dell'incertezza.



Andamento della borsa americana dai primi dell'Ottocento a oggi. Su un arco di tempo molto lungo si nota che il mercato nel suo complesso non trae giovamento dalle guerre che hanno interessato gli USA. Nel caso della guerra in Ucraina, attualmente in corso, hanno risentito maggiormente le borse europee più coinvolte nel conflitto, per la vicinanza ed anche per i temi dell'energia. Ma in un mondo globalizzato le borse europee hanno una certa influenza anche sulle borse statunitensi seppure queste siano più importanti e dipendano soprattutto dalle decisioni della Fed sui tassi. Fonte: Bloomberg modificata.

Certo, non tutte le sciagure vengono per nuocere (ai mercati). Quando è scoppiata l'epidemia Covid-19, ai primi del 2020, si è capito che tutti dovevano stare chiusi in casa e comunicare e lavorare da lì. Soprattutto le aziende tecnologiche hanno avuto forti incrementi e questo spiega come ancor oggi i cinque marchi più noti al mondo (classifica uscita a ottobre 2022) siano di aziende tecnologiche legate al mondo dei computer e dell'intelligenza artificiale.

Il termine "intelligenza artificiale", va precisato, è un po' fuorviante per chi non sa come veramente funzionano questi sistemi, sistemi che tutti ormai usano, almeno nei paesi industriali, nel corso della vita quotidiana. In effetti le macchine che simulano l'intelligenza umana non lo fanno riproducendo i processi attivati nella mente dal nostro cervello. Lo fanno invece con una grande potenza di calcolo che permette loro di apprendere le regolarità statistiche presenti in miriadi di dati grazie ai quali si alimentano.

Per dare un'idea più precisa di come stanno le cose pensate all'invenzione dell'aereo e alla possibilità di volare nell'aria. Questo è stato un sogno fin dai tempi di Icaro, qui rappresentato dal quadro di Henry Matisse dove Icaro appare goffo dopo che si è montato delle ali sulle braccia (quadro poetico e tragico del 1947 che si può vedere a New York al Metropolitan Museum).



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



Icaro rappresentato come goffo da Matisse (Metropolitan Museum).

Fin dall'antichità, e dai tempi del mito narrato da Ovidio, la soluzione del volo umano veniva rappresentata per analogia con i modi di volare degli uccelli e quindi si trattava di dotare l'uomo di ali. Poi vennero i fratelli Wright e reimpostarono il problema: la spinta (il motore) va scissa dall'ottenere equilibrio nell'aria mentre ci si muove. La spinta si ottiene con motore + eliche. L'equilibrio e la direzionalità si ottengono con ali, alettoni e altre parti mobili e comandabili. Ma la vera idea geniale di fratelli Wright fu quella di tenere l'aereo fermo su una costa ventosa dell'Atlantico e vedere che cosa succedeva, in modo da calibrare i giusti pesi ed equilibri per quando poi l'aereo avrebbe volato. Una cosa difficile da fare in volo, una sorta di tecnica che precede le gallerie del vento, come le chiamerebbero oggi.

Con la creazione dell'intelligenza artificiale abbiamo avuto lo stesso percorso. Boole a metà Ottocento pensava di inventare una logica che imitasse il modo di ragionare dell'uomo cosicché questo sistema formale non solo avrebbe rappresentato il pensiero umano ma, una volta messo a punto, sarebbe stato facile da trasferire su una macchina che "avrebbe pensato come l'uomo". Ancora una volta le cose non andarono così. Fu quando ci si dimenticò i tentativi di imitazione che si sono costruiti dei sistemi artificiali con cui l'uomo interagisce sempre di più al punto che oggi sarebbe difficile farne a meno, impossibile in finanza.

Il sistema inventato da Turing con la sua macchina universale – che oggi chiamiamo computer – si avvale di un codice binario e di una potenza di calcolo spettacolare che permette di esplorare quantità enormi di dati e di trovare le correlazioni al loro interno. Le innovazioni più rivoluzionarie nella finanza non sarebbero state possibili senza la potenza di calcolo dei computer.

In finanza si ripete la stessa storia del volo e dell'intelligenza artificiale. Che cosa viene spontaneo e intuitivo pensare se avete una lista di aziende quotate su un mercato, poniamo lo S&P 500, l'indice classico, l'indice degli indici? La cosa più ovvia, praticata per molto tempo, consiste nello studiare le aziende e nell'investire solo in quelle che vanno meglio e che si suppone saranno più profittevoli. Ovvio. E infatti per lungo tempo si è fatto così. Eppure, come nel caso dei fratelli Wright e il volo, Galton all'inizio del secolo scorso aveva già scoperto un fenomeno interessante che lo aveva molto sorpreso. Aveva notato, nel corso di una fiera di paese in cui si svolgeva una sorta di gara, che i pochi esperi venivano surclassati da tutti i concorrenti. Si trattava di stimare il peso di un bue che era stato macellato (eravamo a Plymouth, centro agricolo e commerciale della britannica Cornovaglia). Ebbene la media della stima degli esperti (i macellai) era meno precisa della media di tutti i concorrenti perché tanti più concorrevano quanto più gli errori si correggevano, avvicinando così la risposta media al dato esatto. Sui mercati borsistici il fenomeno è accentuato dal fatto che non c'è una risposta esatta "a priori", come nel caso della stima del peso del bue. Lo avrebbe spiegato bene Keynes trent'anni dopo il lavoro di Galton (i dati vennero pubblicati da Galton su Nature con il titolo "the wisdom of crowds, cioè "la saggezza delle folle"; Galton, grande statistico e grande aristocratico era rimasto colpito dal fenomeno, un inno per così dire alla democrazia).

In effetti sui mercati azionari vale quello che dai tempi di Keynes è noto come "concorso di bellezza", un tipo di gara che si svolgeva effettivamente ai tempi di Keynes in Inghilterra. Si trattava di individuare il viso di una fanciulla giudicato il più bello dai più: non quello oggettivamente più bello, come nel caso del bue, ma quello più bello a partire dai giudizi della maggioranza di chi partecipava alla gara.

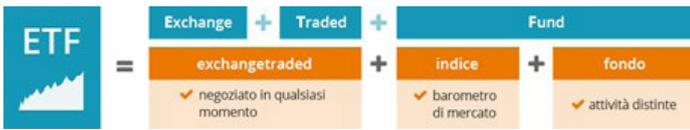
Ecco svelato l'arcano. Quando l'esperto, per quanto esperto, sceglie i titoli da preferire e quelli da scartare si impegna in una lotta del tutto impari: è lui, e magari il suo gruppo di collaboratori, contro una miriade mondiale di operatori, visto che in tempi di globalizzazione tutti investono sullo S&P 500.

Questa lotta persa nella maggior parte dei casi in partenza conduce a un effetto simile al combinato disposto di "Galton + Keynes": sui tempi lunghi prevale il parere della maggioranza perché il "parere della maggioranza altro non è che la risposta esatta".

Negli Usa, contro le intuizioni e le tradizioni secolari, finalmente nel 1993 nacquero e vennero quotati gli ETF, negoziati nell'AMEX evolti a replicare l'andamento dell'indice S&P 500. Poi, come sempre "poi", furono quotati nell'indifferenza dei più anche in Italia a partire dal 2002.

Che cosa sono esattamente gli ETF? In primo luogo sono un fondo: migliaia di investitori raccolgono i propri risparmi e ordinano ad un professionista (gestore del fondo) di investire tali risparmi applicando una specifica strategia di investimento volta a generare il maggior profitto possibile, con la massima diversificazione. Nel caso degli ETF però la strategia non è la scelta ma è la "riproduzione" di un indice, operazione impossibile senza l'aiuto di un computer.

Così:



In sintesi, nel caso di un ETF, il computer compra tutti i titoli che vanno a comporre l'indice di un mercato, per esempio lo S&P 500, e lo può fare in vari modi. Non entro qui in dettaglio sulla differenza tra repliche fisiche o sintetiche.

Il punto cruciale è che il computer in modo automatico riesce a replicare il valore dell'indice e a creare un prodotto finanziario unico che presenta i seguenti vantaggi:

- è massimamente diversificato perché rappresenta le 500 aziende più importanti del mercato più importante, quello statunitense.
- Non solo è automaticamente diversificato ma, sempre automaticamente, si auto-corregge nel tempo: infatti le aziende inefficienti escono dall'indice per essere sostituite da quelle più di successo.
- Tutto viene fatto dalle macchine, non dall'uomo, ed è quindi molto economico da gestire.
- È la conseguenza degli effetti (contro-intuitivi) descritti da Galton + Keynes.
- E' un prodotto che si replica in modo autonomo e, in linea teorica, può essere tenuto, se non all'infinito, certamente su tempi molto lunghi. Più passa il tempo, più emerge (vedi tabella sotto).

La persona che tradusse in pratica tali effetti fu Jack Bogle. Lo ricordo con le parole del grande Warren Buffet che, proprio perché fa un mestiere diverso (compra il comando di intere aziende e le consiglia e le guida per renderle più efficienti), gli ha dedicato parole di apprezzamento nel suo rapporto annuale del 2016:

“Se una statua venisse mai eretta per onorare la persona che ha fatto di più per gli investitori americani, la scelta a mani basse dovrebbe essere Jack Bogle. Per decenni, Jack ha invitato gli investitori ad investire in fondi indicizzati ultra-low-cost. Nella sua crociata Jack è stato spesso deriso dal settore della gestione degli investimenti. Oggi, tuttavia, ha la soddisfazione di sapere che ha aiutato milioni di investitori a realizzare rendimenti di gran lunga migliori sui loro risparmi di quanto avrebbero altrimenti guadagnato. È un eroe per loro e per me”.

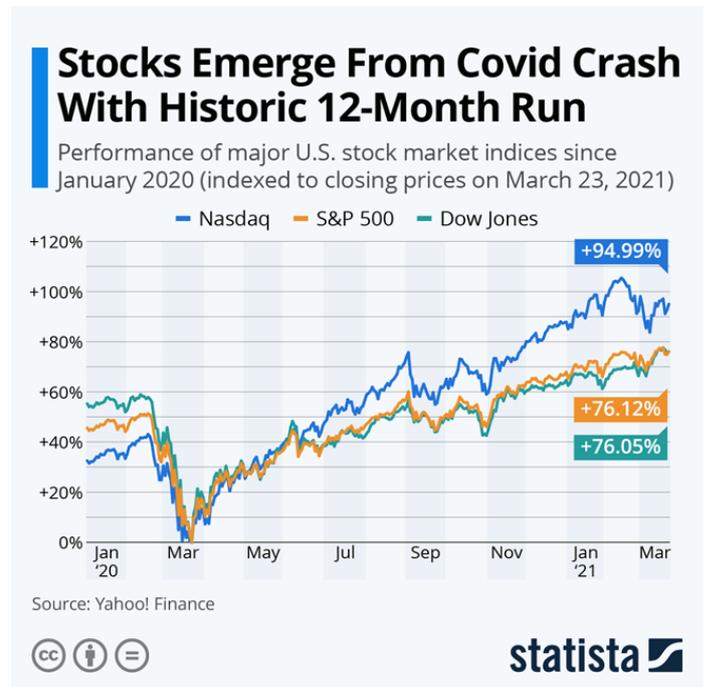
L'anno scorso i risparmi investiti in ETF hanno negli Usa superato quelli investiti “cercando di scegliere le aziende migliori”. E' una storia lunga, e del tutto contro-intuitiva, e va conosciuta anche perché mostra quanto ci sia bisogno di un esperto visto che ben pochi la conoscono.

Le tappe di questa storia partono da lontano:

- Il volo dell'uomo
- L'intelligenza artificiale
- Turing e la nascita del computer
- La sequenza: Galton + Keynes + Bogle

Questa storia, purtroppo non nota ai più, e del tutto sorprendente e contro-intuitiva. E' la migliore dimostrazione che è bene affidarsi a un consulente che non sia in conflitto di interesse (ricordate le parole di Warren Buffett) e che padroneggi le conseguenze patite di questa storia.

Dobbiamo però tornare in futuro sui concetti relativi alle operazioni di ripetizione, replica e riproduzione non solo perché chiarisce meglio quanto è stato qui riassunto a grandi linee, ma anche perché è di per sé una bella storia.



L'ultima grande occasione fu all'inizio del Covid, quando tutti sono stati costretti a comunicare e lavorare da casa: il rimbalzo dopo la depressione dovuta alla scoperta del diffondersi della pandemia Covid-19. Fonte: Bloomberg modificata.

REPORTS SPIVA U.S. Scorecard

Report 1: Percentage of U.S. Equity Funds Outperformed by Benchmarks						
FUND CATEGORY	COMPARISON INDEX	1-YEAR (%)	3-YEAR (%)	5-YEAR (%)	10-YEAR (%)	15-YEAR (%)
All Domestic Funds	S&P Composite 1500	63.43	83.40	86.72	86.65	83.74
All Large-Cap Funds	S&P 500	63.08	80.56	84.23	89.51	92.33
All Mid-Cap Funds	S&P MidCap 400	44.41	86.34	85.06	96.48	94.81
All Small-Cap Funds	S&P SmallCap 600	47.70	88.83	91.17	95.71	95.73

Già dopo tre anni è difficile battere gli indici da parte dei gestori: dopo 10 anni diventa molto improbabile. I dati in tabella si riferiscono agli ultimi venti anni e al mercato statunitense. Fonte: Bloomberg modificata.

**Searching for a Bottom**  
S&P 500 price-earnings ratio has slumped this year



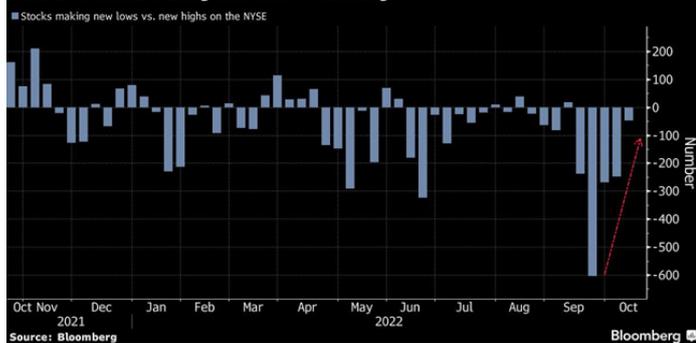
Lo S&P 500 ha tirato il fiato e adesso cerca una base per ripartire come ha fatto nel marzo 2009. Fonte: Bloomberg modificata.

**Under Pressure**  
S&P 500 valuation is still above long-term average



Per quanto le quotazioni dello S&P 500 siano scese, le azioni rispetto agli utili quotano un po' sopra la media storica ventennale. Ci sembrano basse perché veniamo da un lungo periodo "sopra la media". Fonte: Bloomberg modificata.

**Losing Steam**  
Number of stocks making new lows is declining



Forse, alla fine del 2022 o all'inizio del 2023, la svolta è vicina, per lo meno se si confrontano i rapporti tra azioni che sul NYSE hanno toccato nuovi minimi rispetto a quelle che hanno toccato nuovi massimi. Livello degli utili e dei tassi saranno cruciali. Fonte: Bloomberg modificata.

**Exhibit 1: Equity sentiment ticked down in October**  
Sell Side Indicator, 8/1985-10/2022



Source: BofA US Equity & Quant Strategy. Note: Buy and Sell signals are based on rolling 15-year +/- 1 standard deviation from the rolling 15-year mean. A reading above the red line indicates a Sell Signal and a reading below the green line indicates a Buy Signal. BofA GLOBAL RESEARCH

Sul mercato è in corso un confronto/scontro tra "orsi" e "tori": indice di grande incertezza. Fonte: Bloomberg modificata.

Una coda filosofica. Il motto di Spinoza era:

"Ordo et connectio idearum idem est ac ordo et connectio rerum"

("L'ordine e la connessione delle idee corrispondono all'ordine e alla connessione delle cose"). Baruch Spinoza - Ethica Ordine Geometrico Demonstrata

Questa frase illustra due concetti importantissimi: per prima cosa, evidenzia il fatto che non basta "avere idee": queste idee, devono avere un ordine e deve quindi esistere una connessione logica tra loro. Inoltre, evidenzia come le cose che facciamo siano il riflesso esatto (idem est ac) del nostro pensiero. Ad un pensiero razionale e sensato corrisponderanno azioni razionali e sensate, mentre azioni irrazionali e insensate sono certamente il frutto di pensieri che hanno i medesimi difetti. Il grande problema trattato in questa lezione è che le idee spontanee e intuitive talvolta non corrispondono all'ordine delle cose, ordine che è nascosto e difficile da scovare. Spinoza, in sintesi, ci dice che il risultato del nostro lavoro non è in mano al caso o al destino, ma la sua validità dipende esclusivamente dalla validità del sistema di pensiero che lo ha prodotto: questa validità spesso è il frutto di un lungo lavoro di ricerca costellato di errori. Ecco, nel nostro campo, la sintesi derivata dai lavori di Galton, Keynes e Bogle. Questo mostra, ancora una volta, la necessità di farsi guidare da un consulente.

**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.