

# PERCHÉ È DIFFICILE SRADICARE I MITI, LE CREDENZE ERRATE, LE OPINIONI INFONDATE NEL CAMPO DEI RISPARMI E DEGLI INVESTIMENTI

Veniamo da un anno molto duro, un anno eccezionale. Il portafoglio standard, quello composto da un 60% di azioni e di un 40% di reddito fisso, una combinazione di cui si è parlato tante volte, non ha fatto mai così male fin dal 1931, quasi un secolo fa.

60/40 Portfolio: S&P 500/US 10-Year Treasury (Total Returns, 1928 - 2022)							
Year	Return	Year	Return	Year	Return	Year	Return
1928	26.6%	1947	3.5%	1966	-4.8%	1985	29.0%
1929	-3.3%	1948	4.2%	1967	13.6%	1986	20.8%
1930	-13.3%	1949	12.8%	1968	7.8%	1987	1.5%
1931	-27.3%	1950	18.7%	1969	-7.0%	1988	13.2%
1932	-1.7%	1951	14.1%	1970	8.8%	1989	26.0%
1933	30.7%	1952	11.8%	1971	12.4%	1990	0.7%
1934	2.5%	1953	0.9%	1972	12.4%	1991	24.1%
1935	29.8%	1954	32.9%	1973	-7.1%	1992	8.2%
1936	21.2%	1955	19.0%	1974	-14.7%	1993	11.7%
1937	-20.7%	1956	3.6%	1975	23.6%	1994	-2.4%
1938	19.3%	1957	-3.6%	1976	20.7%	1995	31.7%
1939	1.1%	1958	25.4%	1977	-3.7%	1996	14.2%
1940	-4.2%	1959	6.2%	1978	3.6%	1997	23.8%
1941	-8.5%	1960	4.9%	1979	11.4%	1998	23.0%
1942	12.4%	1961	16.8%	1980	17.8%	1999	9.2%
1943	16.0%	1962	-3.0%	1981	0.5%	2000	1.2%
1944	12.4%	1963	14.2%	1982	25.4%	2001	-4.9%
1945	23.0%	1964	11.3%	1983	14.7%	2002	-7.1%
1946	-3.8%	1965	7.7%	1984	9.2%	2003	17.2%
						2022*	-21.3%

COMPOUND \*As of 10/11/22 @CharlieBilello

Il portafoglio standard, quello composto da un 60% di azioni e di un 40% di reddito fisso, una combinazione di cui si è parlato tante volte, non ha fatto mai così male fin dal 1931, quasi un secolo fa. Fonte: Bloomberg modificata.

Quando abbiamo “sofferto” uno stato di cose così raro è bene che non ci confondiamo le idee, e cioè che non abbiamo opinioni sul mondo infondate.

Oggi approfondirò questo problema sempre importante ma, di questi tempi, cruciale.

Alcuni esempi:

Quasi un terzo degli americani nega che sei milioni di ebrei furono uccisi nell'Olocausto; ancor di più sono convinti che siamo stati plasmati da un Dio, non dall'evoluzione naturale. Opinioni innocue? Come credere che sia il Sole a girare intorno alla Terra? Di certo le cose cambiano se si è convinti che il cambiamento climatico non abbia nulla a che fare con le azioni degli uomini o che i vaccini non servano. Opinioni errate che purtroppo si traducono in scelte pericolose a sé e agli altri.

Questa distinzione tra le opinioni errate e innocue e le opinioni sbagliate e nocive è cruciale nel campo dei risparmi e degli investimenti.

Farò alcuni esempi anche se non disponiamo sempre di misure adeguate volte a suffragare le affermazioni grazie a una valutazione di quanto siano diffuse le opinioni errate e nocive. In alcuni casi abbiamo dei sondaggi, in altri soltanto l'esperienza di consulenti e di operatori, soprattutto (ma non solo) quelli che ho incontrato in trent'anni di conferenze, road-show, ricerche, corsi e quant'altro.

Partirò da quella che ritengo sia la credenza errata “principe”, foriera di tanti guai soprattutto in futuro. Si tratta del credere che tutte le pensioni siano “a capitalizzazione” mentre, al contrario, la maggior parte delle pensioni è “a ripartizione”. Già i due termini un po' critici sembrano fatti apposta per confondere le idee. Dalle ricerche del passato sappiamo che la confusione è molto diffusa.



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

Ecco le definizioni che trovate nei manuali, anch'esse non del tutto chiare:

A seconda della modalità di finanziamento dividiamo le pensioni in **sistemi a ripartizione**, a capitalizzazione o misti. Nei sistemi a ripartizione i contributi versati dai lavoratori finanziano coloro che hanno diritto alla pensione in quel medesimo periodo ed è il modello tipicamente adottato dai sistemi pensionistici statali, ad esempio il nostro.

All'interno di un **sistema a capitalizzazione** invece i contributi versati sono reinvestiti nel mercato azionario e il capitale accumulato verrà restituito ai soggetti creditori una volta raggiunta l'età pensionabile: è tipico dei sistemi pensionistici privati come i fondi integrativi.

I due sistemi sono equivalenti **solo quando la crescita del mercato azionario equivale al tasso di crescita dell'economia**; questo perché il sistema a ripartizione, secondo una logica di patto intergenerazionale, sviluppa un rendimento interno pari al tasso di crescita degli investimenti azionari (tenendo conto della somma del tasso d'inflazione e del tasso di crescita demografica).

#### Traduco in parole povere:

- La maggioranza delle persone crede che la sua futura pensione dipenderà dagli accontamenti mensili che vengono operati mese dopo mese sul suo stipendio personale.
- Ritiene quindi, erroneamente, che tali accantonamenti genereranno la sua pensione, come se fossero stati dei suoi risparmi personali.
- In realtà il monte pensioni della stragrande maggioranza delle persone non è a capitalizzazione ma a ripartizione: le pensioni di ogni mese vengono pagate dalle tasse di quelli che lavorano in quello stesso periodo.

#### Conseguenze delle credenze errate:

- Solo una minoranza di persone si costruisce una pensione a capitalizzazione anche tra coloro che potrebbero farlo.
- Non la costruiscono anche perché la precedente credenza erronea si mescola con un'altra valutazione erronea: non capiscono bene l'entità dell'effetto cumulato nel tempo dei risparmi investiti sullo S&P 500 o sul Nasdaq, e cioè le borse statunitensi. Un semplice esempio: immaginate un periodo ventennale dall'inizio del secolo al 30/9/2022. Supponete di aver versato un totale di 25mila euro spalmati per mese dopo mese, anno dopo anno. Si tratta di una piccola cifra mensile. Ma è stata investita nelle borse di tutto il mondo, cioè nell'indice MSCI World. Alla fine del periodo vi troverete con un capitale di 51.124 euro, più del doppio pur avendo contribuito al capitale finale non dall'inizio ma mese dopo mese, progressivamente.

#### Questi ultimi errori dipendono a loro volta da un altro errore, a sua volta causato da una credenza infondata:

- Non capire che, se l'ammontare delle pensioni dipende dall'ammontare degli stipendi di chi lavora, e se questo ultimo ammontare diminuisce, dovranno necessariamente diminuire anche le pensioni dato che in Italia è difficile espandere

ulteriormente il debito pubblico, contare cioè sul lavoro delle future generazioni. Questa non è una previsione ma è già una realtà oggi. E le cose si aggraveranno. Immaginate che l'ultimo reddito annuo di una persona di 67 anni che va in pensione sia di 60 mila euro. La sua pensione media oggi sarà di circa 42mila euro. Se la sua aspettativa di vita viene calcolata in 85 anni (la media biologica di chi oggi è giunto a 67 anni) e se vorrà mantenere lo stesso tenore di vita di quando lavorava, questa persona avrà bisogno di coprire uno scoperto di 324mila euro. E di qui si torna al ragionamento del paragrafo precedente.

#### Di qui l'errore finale dovuto alla credenza errata "principe", la madre cioè di tutte le credenze errate:

- Credere che un paese che non cresce nelle retribuzioni, nelle nascite e nei valori immobiliari (massima sede di allocazione passata dei risparmi), e che, infine, ha un alto debito pubblico, possa continuare a generare lo stesso livello delle pensioni del passato.

Questa catena di credenze errate è nociva nella misura in cui porta a distorsioni nella struttura dei risparmi e a una incomprendimento degli effetti dei diversi investimenti sui tempi medi-lunghi. Sono tutte cose che un consulente può, anzi deve, faticosamente e con pazienza, spiegare ai suoi clienti.

L'ultima credenza errata dell'elenco precedente è legata al tempo. Bisogna mettere in relazione la validità delle credenze allo scorrere del tempo: alcune credenze possono essere vere sui tempi corti, ma diventano del tutto false sui tempi medi e lunghi. La credenza principale errata è persino codificata nei grafici e fa parte dell'epistemologia ingenua dei risparmiatori in tutti i paesi occidentali. Essa è indicata molto bene in questa figura:



Il rapporto rischio/rendimento: poco rischio, poco rendimento. Fonte: Bloomberg modificata.

La figura indica in modo chiaro che a più rischio corrisponde minore rendimento. Bisogna però intendersi sui concetti di rischio e di rendimento e sull'influenza del passare del tempo. Poniatene che interpretiate in chiave operativa e pratica il grafico precedente secondo le indicazioni di investimento indicate in questo secondo grafico.



La distribuzione delle diverse asset class indicata sulla retta rossa in questa figura si rivela una credenza errata sui tempi medi lunghi. Purtroppo questo errore guida ed è contemporaneamente spesso guidato dalle paure/credenze degli investitori. Fonte: Bloomberg modificata.

Possiamo dire, in relazione alla figura precedente, che nel caso di intervalli superiori ai tre anni, nel corso del nostro secolo, la retta rossa ha sempre funzionato a rovescio. Di questi tempi, cioè negli ultimi dieci anni, è stato sufficiente un solo anno per rovesciarla: alla fine dell'anno di tempo gli asset indicati come meno rischiosi sono stati in media quelli più pericolosi e viceversa. Basti pensare che attualmente i depositi bancari non rendono quasi nulla e l'inflazione è superiore al 10%: perdita sicura.



Nell'ultimo decennio i rally dello S&P 500 hanno coinciso con gli stimoli monetari della Fed il cui bilancio è molto cresciuto. E' errato credere che la Fed possa e voglia continuare all'infinito con questa politica riservata ai momenti di crisi. Fonte: Bloomberg modificata.



Questa figura è il corrispondente della precedente in relazione alle politiche della Banca Centrale Europea. Fonte: Bloomberg modificata.

Il problema delle credenze economiche errate è interessante non tanto perché una persona ha un'opinione infondata ma per il fatto che è molto restia a modificarla. Il premio Nobel per l'economia Paul Krugman parla di "idee zombie": idee che continuano a circolare nonostante siano "morte", da tempo smentite e confutate. Non occorre essere stupidi per condividere "idee zombie", soprattutto quando le persone sono troppo sicure di sé. In tal caso cambiare opinione è arduo perché ci scontriamo con la "testardaggine cognitiva". Questo termine è utilizzato a lungo da Steven Nadler e Lawrence Shapiro, professori di filosofia presso l'Università del Wisconsin-Madison, nel loro recente "Quando persone intelligenti hanno idee stupide". I due studiosi hanno accettato la sfida lanciata, in concomitanza al Covid-19, dalla Società dei filosofi americani. Il 6 maggio 2020 la Società dei filosofi si è dichiarata ufficialmente preoccupata per la diffusa tendenza a non saper ragionare, a rifiutare le conoscenze scientifiche e a ignorare il pensiero critico.

Una storia vecchia. Già nel Nuovo Organo (1690) il filosofo Bacone scriveva: "...è errore caratteristico ed eterno dell'intelletto umano l'essere mosso e stimolato dalle affermazioni più che dalle negazioni, mentre, per correttezza e per metodo, dovrebbe mostrarsi imparziale verso entrambe." Errore eterno? Secoli dopo, l'inglese Peter Wason nel suo "Ragionamento" (1966) avrebbe approfondito il problema inventando delle prove sperimentali che hanno permesso di capire le origini della difficoltà ad andare al di là delle affermazioni in cerca di eventuali negazioni. Peter Wason si ispirava al lavoro di Karl Popper che, ne "La logica della scoperta scientifica" (1935), aveva sostenuto che la scienza procede per "falsificazioni" perché le nuove scoperte rendono false le teorie precedenti o parti di esse.

Alla luce di questi lavori non è troppo difficile capire perché le credenze economiche errate elencate in questa lezione sopravvivano. Semplicemente perché una volta "sposate" e fatte proprie una persona non incontra mai contro-esempi e, quindi, non va incontro a dubbi.

Questo è il motivo di fondo per cui chi nutre queste credenze errate, e sono molti, ha assolutamente bisogno di 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](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.