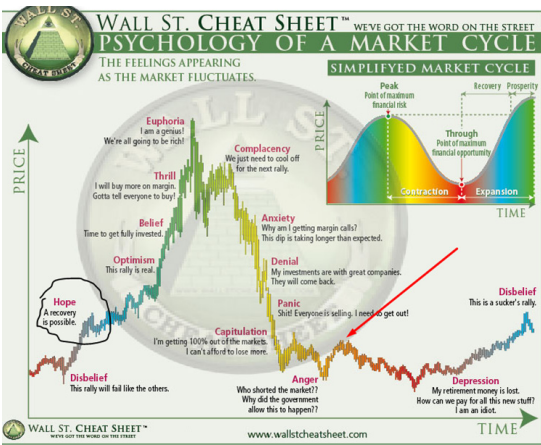


IL GRANDE SPRECO DELLE EMOZIONI



Il grande spreco delle emozioni è rappresentato tradizionalmente come una sequenza di stati d'animo che accompagnano le salite e le discese dei mercati azionari. Ma è sensato provare tali emozioni? Nei mercati ci sono emozioni? Le emozioni sono in noi e non nei mercati. Fonte: Bloomberg modificata.

In occasione della mia lezione sui due modi diversi di rappresentarsi l'andamento dei mercati:

- Una sequenza di alti e bassi
- Guardare ai mercati dalla prospettiva "salite-pause-salite"

Ho avuto molte persone che mi hanno scritto anche perché questa lezione è stata ripresa con una sintesi efficace da Advisor-consulenti: <https://professional.advisoronline.it/risparmio-gestito/68439-guardare-ai-mercati-dalla-prospettiva-salite-pause-salite.action>

Il problema che mi è stato posto e che voglio qui affrontare è quello della comunicazione con i clienti. Questo è forse il punto più difficile nei rapporti tra clienti e consulenti. Come vedremo non è un punto che riguarda solo il tema della consulenza finanziaria perché alla radice c'è il nodo del meccanismo del tutto misconosciuto e contro-intuitivo della "regressione verso la media". Ma partiamo dal quadro attuale per impostare il contesto della questione che qui vogliamo discutere.

L'anno che ci lasciamo alle spalle è stato eccezionalmente negativo e quindi è difficile rappresentarselo come una "pausa" nella sequenza "salite-pause-salite" e non come un "basso" nella sequenza più consueta "alti e bassi".



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

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%
				2004	8.2%	2005	4.0%
				2006	10.2%	2007	7.4%
				2008	-13.9%	2009	11.1%
				2010	12.3%	2011	7.7%
				2012	10.7%	2013	15.6%
				2014	12.4%	2015	1.3%
				2016	7.3%	2017	14.1%
				2018	-2.5%	2019	22.6%
				2020	15.3%	2021	15.3%
				2022*	-21.3%		

COMPOUND *As of 10/11/22 @CharlieBilello

Il portafoglio "classico" 60/40 ha particolarmente deluso nel 2022, negativo sia per le azioni che per il reddito fisso. Fonte: Bloomberg modificata.

Non solo il classico 60/40 è stato molto negativo, ma l'andamento nel corso dell'anno, caratterizzato da rimbalzi dopo le discese, è proprio quello atto a suscitare ciò che potremmo definire come un gigantesco spreco di emozioni, un alternarsi di speranze, di false partenze e di successive delusioni. Ecco la necessità di evitare tali emozioni nei rapporti con i clienti e l'importanza della nozione di "regressione verso la media", del tutto contro-intuitiva, come vedremo tra poco.



L'andamento nel corso dell'anno, caratterizzato da rimbalzi dopo le discese è proprio quello atto a suscitare un gigantesco spreco di emozioni, un alternarsi di speranze, di false partenze e di successive delusioni. Fonte: Bloomberg modificato.

Va infine ricordato che “nulla si è salvato”, come dicono gli anglosassoni: non c'è stato un posto dove nascondersi. Abbiamo già commentato il crollo delle criptomonete nelle lezioni precedenti e ricordiamo come esso sia sato improvviso a metà novembre. Anche qui delusioni che non si cancelleranno a lungo nella memoria degli investitori.



Nelle lezioni precedenti abbiamo già commentato il crollo delle criptomonete nelle lezioni precedenti e ricordiamo come esso sia sato improvviso a metà novembre. Anche qui delusioni che non si cancelleranno a lungo nella memoria degli investitori. Fonte: Bloomberg modificato.

Di fronte a un anno così negativo che ci lasciamo alle spalle come “disinnescare” il ciclo delle emozioni che induce gli investitori a rifugiarsi nella liquidità, una scelta autolesionista, con conseguenze che vengono dai più sottovalutate data l'inflazione crescente a cui non si era abituati da un decennio? Certo le cose sono diverse per chi ha la memoria lunga, ma pochi prendono in considerazione periodi storici di mezzo secolo. La memoria dell'inflazione per i più è svanita.

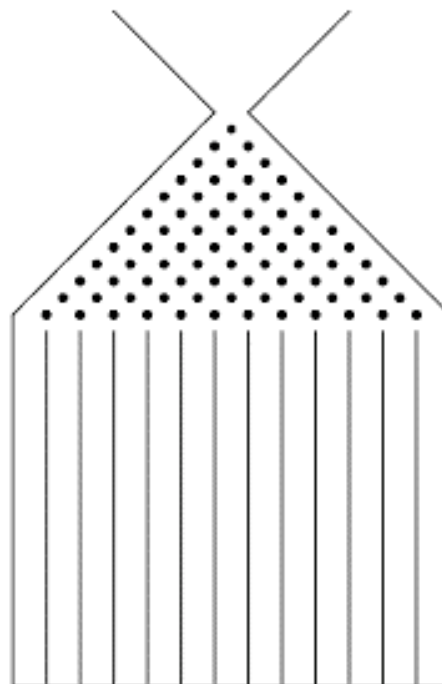
Per introdurre alla salvezza e alla redenzione dallo spreco delle emozioni è necessaria una breve sintesi di come funziona la statistica su cui sono basati i confronti nelle serie storiche dei dati. Non dobbiamo dimenticare che la statistica non serve tanto e soltanto come una tecnica per misurare le differenze tra gruppi di risposte ma anche come uno strumento per far emergere fenomeni di cui altrimenti non ci saremmo mai accorti. Questo è proprio il caso che bene si applica agli andamenti finanziari e ai giudizi che le persone inesperte danno a seguito degli alti e dei bassi con le emozioni purtroppo ad essi collegate.

La storia inizia con un grande e originale studioso come Francis Galton (1822-1911) che iniziò a misurare le variabili individuo per individuo chiedendosi come queste variabili si distribuissero in una popolazione. In verità già John Graunt nel 1662 aveva raggruppato i dati raccolti a Londra sulle differenti cause di mortalità e aveva ricavato le probabilità delle varie cause di morte per ciascun individuo, per ciascuna classe di età e per ciascun tipo di malattia. Un'operazione analoga l'aveva fatta Edward Lloyd nel 1696 con i suoi bollettini periodici sugli incidenti marittimi dando inizio al settore delle assicurazioni che si sarebbe poi esteso alla prevenzione nei confronti di ogni tipo di guai.

A Galton dobbiamo però un passo avanti decisivo per lo sviluppo combinato di elaborazioni statistiche e ricadute nella finanza comportamentale. Per dare un'idea di come funziona la regressione verso la media possiamo fare una semplice prova.

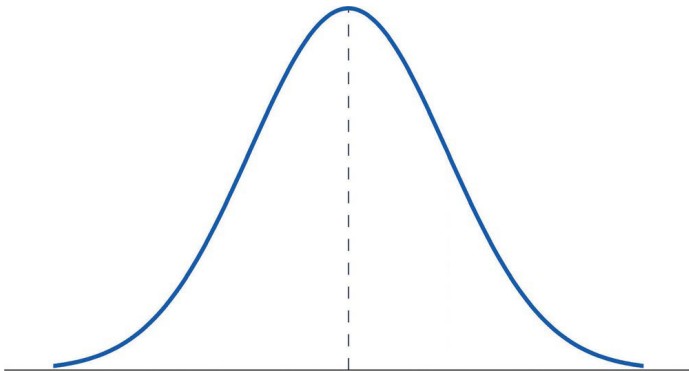
Si provi a far cadere delle biglie identiche attraverso una fessura su un piano inclinato in cui sono stati piantati dei chiodi disposti come nella figura qui sotto (questa apparecchiatura è infatti chiamata “macchina di Galton”). Le biglie finiranno per cadere in uno dei tanti canali che sono stati predisposti sotto i chiodi.

Così:



La macchina di Galton

Se contate quante biglie sono finite in ogni canale ottenete una curva corrispondente a una distribuzione gaussiana. Ci sono più biglie nei canali di centro e meno in quelli laterali, così:



La curva della distribuzione normale

Galton provò a misurare di tutto: altezza delle persone, loro peso, ricchezza, intelligenza (stavano nascendo i primi test) e ogni altra caratteristica. Ognuna di queste variabili presenti in una popolazione, si distribuiva secondo la curva che è comunemente detta "distribuzione normale": tanti casi al centro, corrispondenti ai valori poco distanti dalla mediana e sempre meno casi alle estremità della curva. Questo risultato non è stupefacente. Pensiamo per esempio alla ricchezza: in Italia ci sono poche persone molto, molto povere e poche persone molto, molto ricche. La maggioranza corrisponde a quello che, per l'appunto, viene chiamato "ceto medio".

Meno intuitivo è il risultato che emerge, e che qui ci interessa da vicino, quando affrontate con lo stesso metodo prestazioni analoghe dello stesso individuo scaglionate nel tempo.

Quasi un secolo dopo Galton, Kahneman e Tversky lavoravano per l'aviazione israeliana. Seguivano, in particolare, l'addestramento dei piloti.

L'operazione più difficile da imparare, per chiunque prenda il brevetto da pilota, è l'atterraggio. Vigeva allora la tradizione di premiare gli atterraggi più riusciti, quasi che il pilota si fosse concentrato meglio e il suo impegno avesse condotto a una prestazione migliore. In realtà i due studiosi israeliani, geniali al pari di Galton, si accorsero, grazie a una serie di confronti tra le diverse prove, che il meccanismo che entrava in azione era un altro. Ogni pilota aveva un livello medio di prestazioni ma talvolta un atterraggio riusciva meglio e talvolta peggio rispetto alla capacità media del pilota. Era probabile che, dopo aver fatto molto male, il pilota atterrasse meglio e viceversa, come accade in moltissimi altri casi di sequenze di prestazioni di ogni tipo.

Non c'entrava insomma l'impegno differente da prova a prova, non c'entravano le emozioni, e nemmeno i premi o le eventuali punizioni: semplicemente la serie di prestazioni era governata dalla legge della "regressione verso la media", cioè un ritorno alle prestazioni medie di lungo periodo dopo essersene discostati temporaneamente. Molti di questi fenomeni vengono interpretati come effetti di una variabile psicologica ma, se si controlla l'influenza della regressione verso la media, si scopre che questa sovra-interpretazione psicologica è solo un'illusione. Le prestazioni leggermente diverse le une dalle altre vanno ricondotte alle ripetizioni della sequenza, e non a uno stato d'animo dell'attore o degli attori coinvolti.

Come dice Blaise Pascal nei Pensieri: "La natura dell'uomo non è di avanzare sempre; hai suoi alti e bassi". Ci voleva Kahneman per dimostrare la fondatezza e, insieme, l'ineluttabilità di questa riflessione.

Senza scomodare Blaise Pascal dobbiamo rassegnarci: anche se ripetiamo la medesima azione nelle stesse condizioni avremo sempre alti e bassi. Lucy, nei fumetti Peanuts di Schultz, si domanda: "Perché non posso passare da un alto a un altro alto? Andare da un altro alto a un altro più alto?"



Lucy van Pelt, che fa la psicologa, si domanda perplessa: "Perché non posso passare da un alto a un altro alto? Andare da un altro alto a un altro più alto?"

La regressione verso la media è un meccanismo di cui non ci si accorge se non entra in campo la misurazione abbinata all'elaborazione statistica di un gran numero di casi che sono presenti contemporaneamente, come in una popolazione, o che si succedono nel tempo, come nel caso delle prestazioni di un individuo, per esempio i piloti nel corso dell'addestramento, o i risultati oscillanti in su e in giù di una organizzazione.

Ci si è così accorti che c'è una miriade di fenomeni collegati all'agire umano che sono dominati dalla regressione verso la media, i più disparati inveri. Non solo ogni tipo di prestazione ma anche fenomeni di gruppo, nel senso che dipendono dalle azioni di più persone, come le prestazioni di una squadra sportiva oppure di miriadi di persone, come i prezzi dei titoli scambiati nelle borse del mondo. Ecco perché c'è un grande spreco di emozioni mentre i mercati si limitano ad avere alti e bassi e, alla lunga, l'unica previsione affidabile è quella che discende dalla regressione verso la media (ottimo che Carlo Benetti si sia inibito da fare previsioni per l'anno nuovo!). Per esempio, potete misurare il prezzo di un titolo azionario di una società o la quotazione di un intero listino nei termini di quanti anni di utili ci vogliono per pareggiare il costo dell'acquisto di quel titolo o di quel listino azionario. Ebbene, un secolo di misurazioni ha mostrato che sui tempi lunghi il rapporto è circa 17: quindici anni di utili di quella società sono equivalenti al costo di un'azione di quella società. Alle volte, come in questi ultimi anni, la maggioranza dei titoli, e quindi gli indici di borsa, sono cari nel senso che costano più di quanto corrisponde al rapporto di 17, inteso come rapporto prezzo/utili. Bisogna risalire al marzo 2009 per ritrovare un momento recente in cui le borse erano a buon prezzo. Sui tempi lunghi, comunque, il valore oscilla sempre intorno a 17: quando se ne discosta durante le bolle al rialzo o i picchi al ribasso finisce poi per auto-correggersi. Le emozioni degli uomini, come l'euforia o la paura, sono una conseguenza, non la causa: non si tratta altro che di regressione verso la media.

Questo è un punto cruciale da tenere a mente quando un consulente interagisce con un cliente. Si noti che la regressione verso la media è compatibile e coerente con la rappresentazione del mercato secondo il modello "pause-salite-pause" con cui abbiamo iniziato questa lezione. Con questo modello abbiamo meno spreco di emozioni inutili: i guai non nascono mai dai mercati, ma dai pensieri e dai comportamenti dei risparmiatori. I consulenti devono cercare di limitare se non eliminare tale spreco.

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.