

LE RAPPRESENTAZIONI DEI MERCATI E IL PARADOSSO DEL CONSULENTE

Abbiamo visto nella lezione 482 che filosofi come Wittgenstein e Popper hanno aperto la strada al lavoro di pionieri e alla futura finanza comportamentale, e cioè a psicologi sperimentali come Wason e, poi, al più noto Daniel Kahneman (premio Nobel 2002), autore di un bestseller mondiale (Kahneman: da molti considerato non solo il più celebre psicologo ma anche il più famoso esponente della finanza comportamentale). Abbiamo anche visto che nel “Libro blu” il più grande filosofo del secolo scorso, Ludwig Wittgenstein, privilegia il “metodo genetico”: per capire gli errori del pensiero, e le conseguenti confusioni filosofiche, è bene rintracciarne le origini.

Il filosofo austriaco precorre le tesi della psicologia evolutivista che considera gli errori come un'eredità fuorviante di adattamenti a mondi lontani da tempo scomparsi. Negli ambienti di vita dei cacciatori raccoglitori era importante privilegiare le affermazioni vere perché permettevano decisioni rapide ed efficaci.

Non si aveva il tempo di domandarsi se erano false e questo favoriva la continuità. Così continuiamo a funzionare ancor oggi anche nei contesti in cui non è più funzionale. Ecco perché siamo schiavi delle abitudini, e mutiamo troppo lentamente l'assetto dei nostri investimenti: case e reddito fisso è il fardello italiano, oltre a un eccesso di liquidità “perché non si sa mai”.

L'inerzia non è pigrizia ma è dovuta al fatto che aborriamo la ricerca dei casi contrari a una abitudine consolidata, a un modo di pensare condiviso nella nostra comunità. L'unica eccezione è quando dobbiamo smascherare gli imbroglioni che hanno trasgredito una norma per avvantaggiarsene a spese della comunità. In questi contesti da sempre è utile trovare i casi falsificanti per denunciare le violazioni delle regole accettate dai più. E allora come mai nel caso dei vaccini e della pandemia questo non è accaduto?

Perché siamo inclini a ragionare in modi semplici, mono-causali come abbiamo visto nella lezione 484: “Quando ho mal di testa prendo la pillola X. Sempre, dopo un po', il dolore scompare ...”. Ma il controllo dell'efficacia dei vaccini non funziona così: si confrontano due gruppi, chi ha preso il vaccino e chi no, e si studiano a fondo le differenze nella vulnerabilità tra i due gruppi. Sbaglia chi afferma che non sappiamo se i vaccini siano stati efficaci perché è mancata la controprova volta a mostrare che cosa sarebbe successo in loro assenza. In realtà la controprova, cioè la falsificazione della presunta inutilità dei vaccini, c'era già stata.

La storia della ricerca della verità ha un lungo passato filosofico ricostruito in un libro appassionante da Diego Marconi (Verità, 2022). La difficoltà nell'identificare le falsità è stata invece appannaggio degli scienziati cognitivi e degli psicologi evolutivisti. Il quadro attuale è complesso.

Qui però vorrei soffermarmi su quello che è l'oggetto delle nostre lezioni, e cioè, in primo luogo, sul come ci rappresentiamo gli alti e i bassi dei mercati. Questo è un punto cruciale perché è una rappresentazione sbagliata, spesso diffusa dai media e continuamente rinforzata dai social da parte di coloro che non hanno studiato la materia. Gli effetti di tale rappresentazione distorta fanno sì che la maggioranza dei risparmiatori italiani sia sotto-investita nelle azioni USA, S&P500 e Nasdaq, e privilegi forme di investimento che “non sembrano” soffrire di alti e bassi sulla base di queste credenze:

- la liquidità, che non scende mai,
- gli immobili, le cui discese di valore non vengono percepite per vari motivi (già illustrati in passato),
- il reddito fisso che (come dice appunto il nome) ci promette un reddito fisso senza che molti si accorgano delle discese del sottostante (veniamo da un anno terribile, il 2022)
- i titoli di stato che a scadenza ci restituiscono di sicuro il capitale, e così via.



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

Oggi non mi soffermerò su questi punti già scandagliati in passato, ma sulle rappresentazioni errate dell'andamento dei mercati USA. Prima però vorrei citare un ultimo caso volto a suffragare, ancora una volta, l'inerzia delle credenze e dei comportamenti. Esso è illustrato in dettaglio sul supplemento Plus24 del più importante supplemento di finanza e risparmio che esce ogni sabato sul Sole24Ore. Si tratta di quello che a p. 1 del numero del 28/01/2023 viene definito "l'uso distorto delle linee garantite dai fondi pensione".

Cito: "Da oltre quindici anni c'è un distorto uso delle linee garantite dei fondi pensione. Un'anomalia che da sempre genera una crescente disaffezione degli italiani dalla previdenza complementare, che nell'ultimo anno è stata accentuata dal crollo dei rendimenti di tutti i comparti. ... E anche la garanzia di un rendimento minimo – sempre più minimo – è offerta ormai solo da 8 comparti su 32 esistenti (erano 18 su 34 nel 2017). ... Un continuo flusso di nuovi aderenti, nonostante i rendimenti medi annui composti nell'arco di 15 anni di vita siano pressoché inesistenti, vicino all'1%."

Come mai si è prodotta questa situazione insoddisfacente? Ancora una volta il motore è la paura. La paura tende a far sopravvalutare agli occhi dell'acquirente la garanzia del capitale garantito, e cioè dell'assenza di perdite comunque, anche nel caso di eventi negativi. I garantiti infatti proteggono il capitale anche in occasione "di una serie di eventi (in genere pensionamento, premorienza, invalidità permanente, disoccupazione per oltre 48 mesi), ma per il resto fissano ogni mese, come le altre linee di investimento, un valore quota, sceso anch'esso. ... L'adesione ai comparti garantiti, che proteggono solo il valore nominale del risparmio previdenziale, non quello reale al netto dell'inflazione. Che colpisce anche in fasi caratterizzate da un costo della vita contenuto, come è accaduto dal 2002 al 2022, quando gli italiani hanno perduto il 30% del loro potere d'acquisto" (Marco Lo Conte, Plus, 28-1-23 p. 5).

Questa giusta analisi mostra che alla base di questo enorme spreco di risorse da persone che credevano essere prudenti è dovuto all'azione congiunta della paura con la sotto-valutazione degli effetti dell'inflazione che, quando è bassa, viene scambiata per nulla. Ora che dopo venti anni ha rialzato la testa emergerà con ancora più forza un paradosso su cui in futuro dovrò soffermarmi di più.

Il paradosso: si tratta del fatto che gli argomenti buoni per la vendita di protezione – e cioè capitale garantito e prevenzione di rischi – hanno effetti pessimi per il nostro portafoglio come abbiamo visto su un arco di tempo lungo. Il paradosso consiste nel fatto che gli argomenti convincenti per vendere un prodotto da parte della distribuzione tendono a basarsi sulle note distorsioni studiate dalla finanza comportamentale. Questo dipende dal fatto che gli argomenti convincenti a breve termine, nel momento della sottoscrizione o della vendita, sono dannosi a lungo termine perché sfruttano distorsioni cognitive ed emotive del potenziale cliente. E la tentazione per un consulente è forte se il suo scopo e obiettivo primario è quello di alzare i volumi del suo fatturato. Tutto ciò risulta da un mix micidiale: l'azione combinata dei fattori già esaminati con una rappresentazione sbagliata dei mercati azionari considerati pericolosi perché ricchi di "alti e bassi" incontrollabili.

Prima di parlare di rappresentazioni errate, ricordiamo in partenza quelli che sono i dati di fatto, sempre in base ai risultati rilevabili al 28/01/2023:

- rendimenti in euro a 10 anni dei mercati azionari dei paesi emergenti inferiori al 2%
- rendimenti in euro a 10 anni dei mercati azionari del Pacifico inferiori al 5%
- rendimenti in euro a 10 anni dei mercati azionari europei inferiori al 5%
- rendimenti in euro a 10 anni dei mercati azionari del Nord America superiori all'12%
- rendimenti in euro a 10 anni dei mercati azionari mondiali superiori al 9%

Molto semplicemente: i rendimenti medi delle azioni mondiali che a fine gennaio è risultato del 9,26% sull'arco di un decennio è stato così alto grazie all'extra-rendimento rispetto a questa media attribuibile ai vantaggi insiti nella presenza sulla scena mondiale delle azioni del Nord-America. Fortunato o preparato chi le ha sovrappesate.

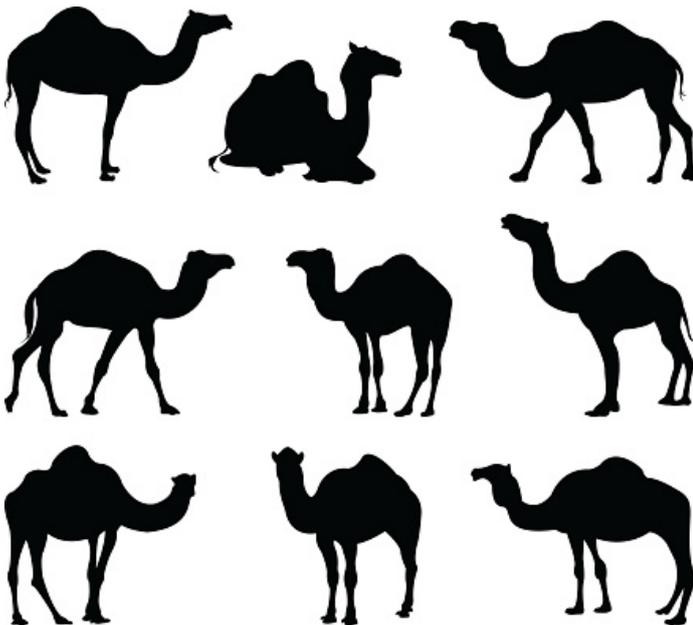
Perché questi dati di lunga durata, e cioè su un arco di tempo decennale, non si traducono nella composizione effettiva dei portafogli dei risparmiatori italiani?

Per una diffusa e, purtroppo, infondata rappresentazione che potremmo esprimere con una sola immagine grafica: quella di un ibrido tra un toro e un orso. (Di fronte all'ingresso della borsa americana ci sono due statue. Anche io mi rappresentavo, da giovane dopo averle visitate durante una passeggiata, la borsa statunitense come un alternarsi di questi due poli: allora non avevo ancora studiato la materia e non mi ero posto il problema, di ogni consulente, di fornire la rappresentazione esatta delle cose a un cliente che non avesse studiato. Ecco il nodo: rappresentazione esatta o rappresentazione che rende più agevole la vendita di un prodotto?).



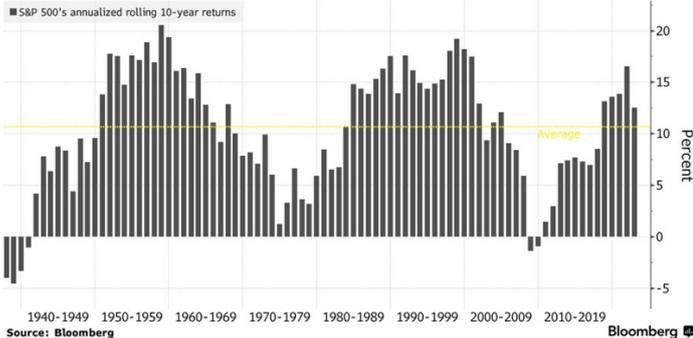
Le borse USA alternano tori e orsi. Quindi sono un toro che assomiglia anche a un orso e viceversa. Fonte: Bloomberg modificata.

Soprattutto di questi tempi, anche sulla stampa specializzata e rivolta agli addetti ai lavori, piace parlare di andamento “a cammello”. In altre parole gli alti e bassi, diversi nei tempi e nei modi, verrebbero adeguatamente rappresentati dalle gobbe di un cammello (cfr. per esempio, Sole24Ore, 27-1-23 p. 11). Ovviamente tutte queste rappresentazioni veicolano un'immagine di rischio perché corrispondono a quell'alternarsi di alti e bassi a cui sono associati cicli di emozioni, come ho cercato di mostrare nelle precedenti lezioni.



Rappresentazione con andamento “a cammello”. In altre parole gli alti e bassi dei mercati, diversi nei tempi e nei modi, verrebbero adeguatamente rappresentati dalle gobbe di un cammello (cfr. per esempio, “Il cammello arriva a Wall Street” Sole24Ore, 27-1-23 p. 11). <https://24plus.ilssole24ore.com/art/borse-sara-l-anno-cammello-rischi-mercato-azionario-e-risveglio-bond-AEaA63aC>

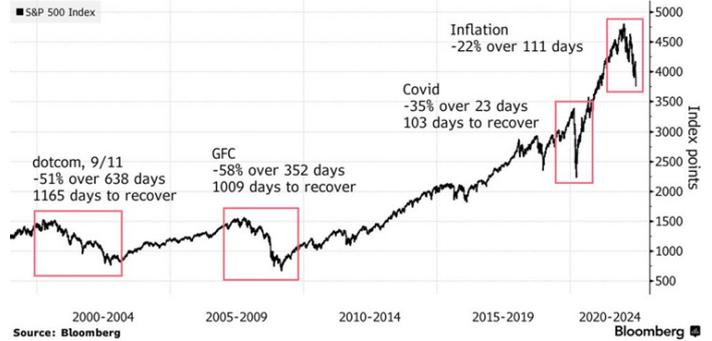
The 2022 Bear Market Does Little to Hurt Long-Term Bulls
S&P 500's 10-year returns stay above average for a fifth straight year



Il mercato “orso” del 2022 non ha colpito più che tanto i “tori” a lungo termine, visto che per il quinto anno lo S&P500 ha avuto rendimenti sopra la media decennale “rolling” di lungo periodo. L'immagine è pregnante perché mostra quanto siano rari i periodi con andamenti negativi: l'ultimo è stato durante la crisi del 2008-9. Quindi i prodotti con garanzie spesso ci difendono da pericoli inesistenti. Fonte: Bloomberg modificata.

Bear History

Covid selloff is the only recent bear market with a fast recovery



Ecco come una rappresentazione diversa dalla precedente può dare l'impressione dell'andamento a “cammello”. Questa rappresentazione può indurre paura, a differenza della precedente, ed è alla base del paradosso del consulente: gli argomenti che favoriscono, sul momento, la vendita di un prodotto perché più convincenti per il cliente, possono basarsi su rappresentazioni errate e non giovare al portafoglio a lungo termine. Più garanzie, più costi crescenti, meno rendimenti convenienti. Come è possibile? (vedi sotto). Fonte: Bloomberg modificata.

Come spiegare allora l'inerzia di tali rappresentazioni, “alti e bassi” e/o “a cammello”, anche se non sono fedeli ai rendimenti a lungo termine, e come spiegare la forza del paradosso “vendita facile contro vendita conveniente per il cliente”, e cioè il paradosso sopra descritto? L'inerzia si spiega con la tendenza del pensiero quotidiano a confermare, a servirsi solo dei casi positivi per convincersi di una tesi. Nella scienza, invece, si va a caccia di ciò che falsifica una teoria.

Nell'arte il falso coincide con l'inautentico, il vero con l'originale. Gli esperimenti scientifici valgono se, e solo se, sono riproducibili; nell'arte la ripetizione non conta. Non è corretto affermare che la scienza avanza cercando nuove informazioni per colmare i vuoti dell'ignoranza. L'assenza di informazioni non provoca vuoti, ma forse un senso di vago spaesamento. Torneremo più avanti su tale punto. Va inoltre approfondita la natura del paradosso “vendita facile contro vendita conveniente per il cliente”. Tale paradosso è alla radice del problema toccato in prima pagina il 28/01 dal supplemento del più importante quotidiano nazionale di economia&finanza che titola: “Garanzie a costi crescenti e redimenti inesistenti”.

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.