

PRENDERE COSCIENZA? ANCHE DI COME FUNZIONANO GLI INVESTIMENTI?

Abbiamo più volte parlato della coscienza e del prendere coscienza di qualcosa. Facile è dire che gli uomini hanno coscienza e le macchine no. Purtroppo le cose non sono così semplici. Molto spesso gli uomini non sono consapevoli dei meccanismi della loro mente. Forse le macchine, prive di coscienza, farebbero meglio. A che cosa mi riferisco in particolare? A un libro che è appena uscito e che si intitola "The Missing Billionaires": i miliardari mancanti (Wiley, 2023). Il libro è in certe sezioni un po' tecnico, ma il concetto fondamentale è quello espresso nel titolo. Ed è proprio questo concetto il nucleo interessante del libro, almeno dal nostro punto di vista, quello della consapevolezza dei meccanismi decisionali in rapporto alle proprie strategie di risparmio e di investimento.

I due autori di "The Missing Billionaires", Victor Haghani e James White, iniziano la loro storia partendo dalla statua di Cornelius Vanderbilt posta di fronte alla stazione centrale di New York: era stato lui a ordinarne la costruzione. Quando Vanderbilt morì nel 1877 suo figlio Billy ricevette un'eredità di cento milioni di dollari, il 95% del totale dei beni del padre Cornelius. Settanta anni dopo la sua fortuna era stata completamente dissipata. Se gli eredi avessero investito tutta la loro eredità in un banale portafoglio 60/40 equity/bond e avessero speso un terzo delle rendite (in media un totale di circa 8% annuo del patrimonio) avrebbero potuto vivere come nababbi e la eredità si sarebbe accresciuta di valore (potenza incredibile dell'interesse composto: provate a vedere quanto diventano in settanta anni cento milioni reinvestendo il 6% all'anno!).

A me non sono mai interessati i soldi in quanto tali sul piano personale (il mio stipendio/pensione deborda le mie esigenze), ma in quanto cartina di tornasole di quelli che sono i modi di pensare e di decidere da parte delle persone. Gli investimenti infatti si basano su una proprietà dell'animo umano condivisa dalla maggioranza delle persone appartenenti alle società industriali: 1) alla maggioranza delle persone, non proprio tutte ma quasi, interessa che i loro investimenti fruttino e li proteggano sul piano del benessere materiale. Ma poi questa proprietà contrasta con le azioni: 2) la maggioranza delle persone, come gli eredi Vanderbilt, si comporta come se il punto 1) non interessasse loro. E soprattutto: 3) agisce nei modi di cui in 2). Quindi in totale contrasto oggettivo con le presunte motivazioni di cui in 1).

Questo sorprendente paradosso di incoerenza è un mistero come il premio al rischio di cui ho parlato nella lezione precedente. Io stesso fui incuriosito molto presto da questo problema e mi convinsi che i giudizi e i comportamenti delle persone in questo campo sono interessanti da analizzare anche perché è facile misurare gli effetti delle loro decisioni e confrontarli con le conseguenze di quelle che sarebbero scaturite da scelte informate e ponderate, in una parola: razionali. La conclusione è che la maggioranza delle persone sono incoscienti nel doppio senso che si sentono responsabili delle loro fortune e, al contempo, non si accorgono del come e del perché lo sono. Quando cominciai a studiare la materia – sia perché mi ero trovato nel covo originario della finanza comportamentale, sia perché allora avevo un gruzzolo da investire – mi ricordai della mia terza liceo. In classe con me c'era un mio lontano parente discendente da una grande famiglia del settore tessile (ne ho parlato in Frugalità).



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

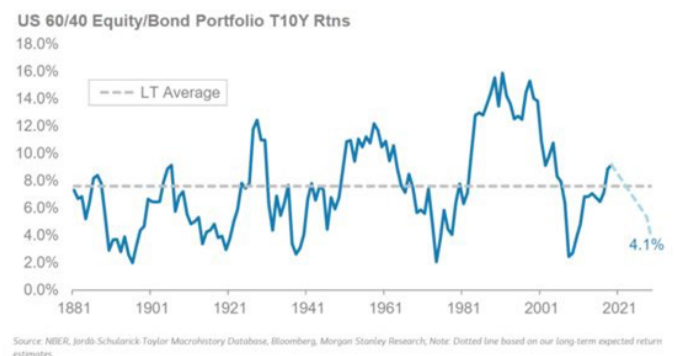
Per puro caso io avevo visto morire il bisnonno di questo cugino in casa di mia nonna materna, molto vecchio e molto ricco. In tre sole generazioni il suo patrimonio era svanito. Ma non era stato dissipato: si trattava di una mini-storia italiana alla Vanderbilt. Come mai?

La spiegazione è quella di Victor Haghani e James White. Non era importante il come o il quando dei risparmi/investimenti. Era importante il "quanto": i patrimoni svaniti sono posseduti da presunti industriali che si credevano abili come i loro predecessori. Quindi tenevano quasi tutto investito in una sola posta: assenza totale di diversificazione, scelta rischiosissima. E che spesso va a finire male. Quanto? Dove: Tutto in un sol posto! Victor Haghani e James White fanno un semplice calcolo. Torniamo indietro nel tempo, al principio del 1900. A quel tempo il censimento statunitense registrava quattromila milionari. Se una famiglia che allora possedeva 5 milioni di dollari avesse investito i suoi averi sulla borsa americana e avesse vissuto con un buon tenore di vita, quella famiglia avrebbe prodotto oggi circa 16 mila miliardi, in teoria 16mila miliardari. Se vi aggiungiamo i creatori di nuove fortune, cumulatesi nel corso del secolo, il potenziale di miliardari oggi viventi avrebbe dovuto essere molto grande. E tuttavia Forbes 2022 ci dice che ci sono circa 700 miliardari negli Stati Uniti e che sono quasi tutti di formazione recente: quelli di un secolo fa sono scomparsi. Meno del 10% dei miliardari di oggi, senza andare troppo indietro nel tempo, sono discendenti dai 400 presenti nella lista Forbes 1982. Questo è un dato interessante perché mostra la vitalità del capitalismo statunitense, il più prospero al mondo. La questione demografica che preoccupa l'Europa riguarda anche l'anzianità delle sue aziende? In effetti l'età media delle maggiori 40 società quotate nei principali listini europei è di 136 anni, quasi il doppio dei 70 anni delle maggiori 40 società quotate negli Usa. L'America è il paese dell'innovazione tecnologica mentre la Gran Bretagna è il paese della prima rivoluzione industriale. In Gran Bretagna le società ultracentenarie rappresentano l'82% della capitalizzazione della Borsa di Londra mentre negli USA il 66% del valore arriva da società con meno di 50 anni di vita: ecco l'effetto dell'innovazione tecnologica (per i dettagli cfr. p. 3 del Sole24Ore del 20 ottobre 2023). Non stupiamoci allora del fatto che l'indice Nasdaq, fin dalla sua nascita, abbia fatto in media meglio del resto. Il capitalismo americano è più "darwiniano": più fallimenti aziendali ma ancor più successi. Inoltre la raccolta di capitali sul mercato consente anche a giovani imprese di diventare velocemente colossi globali. In una parola: a tutti i livelli c'è più diversificazione perché c'è più variazione e selezione: Darwin puro. E si torna al problema di Victor Haghani e James White. Con un corollario: se le persone, gli eredi per lo più, sono così sicuri da non diversificare in modo da tenere tutti i loro averi nella stessa sorgente che li ha generati, quale è l'origine di tanta sicurezza? Inerzia? Sbadataggine? Incuria? Presunzione? Per rispondere è bene tornare a un vecchio interrogativo: gli individui sono più sicuri di se stessi e delle loro scelte perché, in quanto ereditieri, sono ricchi oppure le persone diventano ricche perché sono sicure di se stesse? Se fosse vera questa seconda possibilità gli effetti sulla trasmissione della ricchezza studiati da Victor Haghani e James White sarebbero meno comprensibili.

E invece un recente lavoro preciso e analitico mostra che è vero il contrario: con la ricchezza arriva anche un aumento del senso di sicurezza nelle proprie scelte e la convinzione di essere bravi. Ed è proprio questa seconda possibilità che è quella vera come dimostrano in "Self-Esteem and Income Over Time" uscito nel settembre 2023 su Psychological Science: DOI:10.1177/09567976231185129 (autori Bleidorn et al.). Si tratta quindi di un circolo vizioso: già le persone tendono spontaneamente ad essere over-confident, cioè a sopravvalutarsi, se poi diventano ricche, da adulte, il meccanismo diventa di una forza insuperabile. Purtroppo questa auto-stima e sicurezza, sopravvalutate da sé e dagli altri, conducono poi ai risultati illustrati da Victor Haghani e James White. In conclusione, come dice il proverbio persiano che il padre di Victor Haghani, ripeteva sempre: "E' più difficile mantenere un patrimonio che non farlo".

Come mai? Sarebbe così facile, molto più facile che capire come funziona il premio al rischio. Basta guardare la figura seguente che mostra il rendimento medio del classico portafoglio 60/40 a partire dal 1881: anche quando le cose sono andate male nel corso di un decennio il classico 60/40 sempre si è ripreso per condurre alla media ultrasecolare dell'8%.

Exhibit 9: ...which means that 60/40 equity/bond portfolio returns over the next 10 years may near century lows

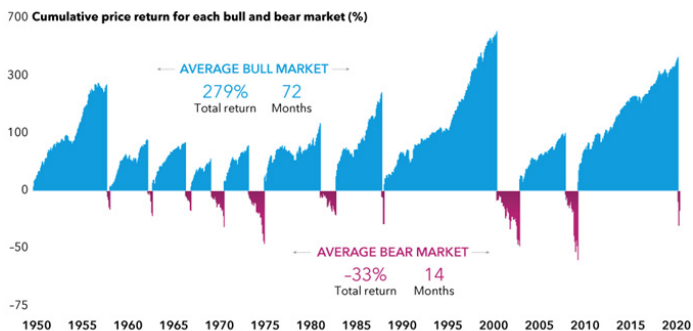


Rendimenti su un arco di un decennio a partire dal 1881 di un classico portafoglio 60%/40%, azioni/reddito fisso. Fonte: Bloomberg modificata.

Senza andare così lontano nel tempo partiamo dagli anni Cinquanta e rendiamo le cose perspicaci e immediate sul piano visivo. Nella seguente figura si vede a occhio nudo che il mercato "orso" medio è corto (dura in media 14 mesi) e non fa troppi danni. Al contrario le fasi "toro", in azzurro, sono lunghe e assai fruttuose.

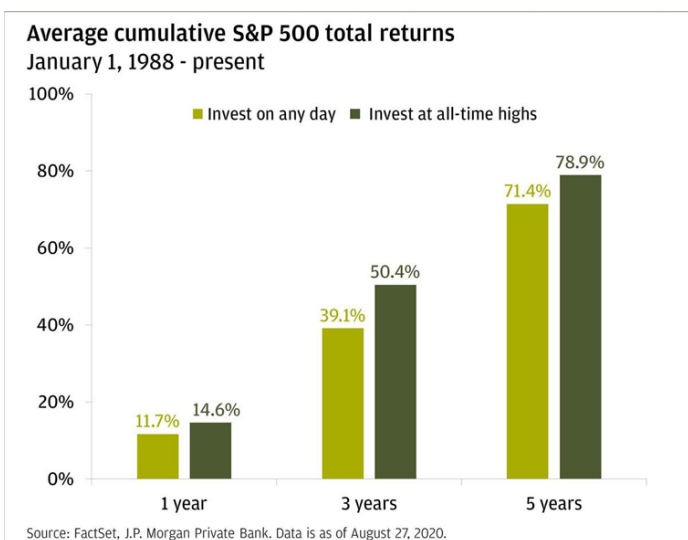
Ma la spiegazione dei "miliardari mancanti" non è tanto la paura di queste fasi orso che potrebbero allontanare dalla borsa Usa: al contrario la paura alimenta il premio al rischio e cioè l'extrarendimento rispetto al reddito fisso, considerato più sicuro.

All'origine dei miliardari mancanti c'è quel senso di sicurezza che porta alla mancata diversificazione delle scelte.



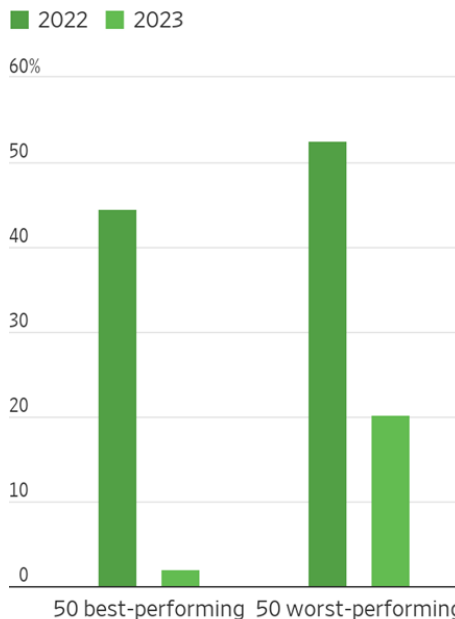
Sources: Capital Group, RIMES, Standard & Poor's. As of 4/30/20. The 2020 bear market is considered current as of 4/30/20 and is not included in the "average bear market" calculations. In all other periods, bear markets are peak-to-trough price declines of 20% or more in the S&P 500. Bull markets are all other periods. Returns shown on a logarithmic scale. Returns are in USD.

Rendimenti cumulati per le fasi toro (azzurro) e le fasi orso (rosso) a partire dal 1950. Fonte: Bloomberg modificata.



Non importa il quando ma il quanto, come sostengono Victor Haghani e James White. Già su un arco di 5 anni non importa tanto quando si investe: le cose non vanno male anche se si investe sui massimi. Ma se non si diversifica ... Fonte: Bloomberg modificata.

S&P 500 stocks performance



Note: 2022 performance is from Truist.
Source: Truist Investment Services Inc., FactSet, Dow Jones Market Data

Non solo non importa il quando, ma neppure il come: se diversifichi comprando tutto l'indice superi il problema delle azioni che vanno bene e di quelle che vanno male. Si compensano così come lo S&P 500 si ripulisce da sé escludendo automaticamente le aziende che vanno male: e si torna al problema di Victor Haghani e James White. Fonte: Bloomberg modificata.

Tutto ciò conduce a un problema più generale che esamineremo nella prossima lezione, e cioè la totale inconsapevolezza dei meccanismi che governano la scelta degli investimenti. I più, per lo più, agiscono in modo inconsapevole degli effetti negativi di queste variabili:

- Eccessiva sicurezza nel proprio giudizio
- Presunzione di saper fare bene come i nostri predecessori
- Ignoranza delle alternative più fruttuose
- Mancato confronto tra queste alternative e la via adottata
- Inconsapevolezza delle conseguenze della via adottata

La mancata diversificazione è un flagello che ci colpisce in molte scelte della vita, non solo nelle decisioni di investimento. E allora dobbiamo alzare lo sguardo e cercare di capire dove sta il confine tra consapevolezza e inconsapevolezza. Un buon esempio è dato dalle storie fantascientifiche in cui un computer prende coscienza e fa di testa sua. Tornerò su questo problema nella prossima lezione e, per ora, mi limito a osservare che un consulente è sempre utile perché in questo campo non si impara una volta per sempre (se fosse così, non avrei potuto scrivere ben 520 lezioni nel corso di più di dieci anni).

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.