

L'ECESSIVA FIDUCIA IN SÉ STESSI COLPISCE I DOMINI PIÙ DIVERSI, NON SOLO LE SCELTE DI INVESTIMENTO

Cascano molto a proposito le osservazioni di Carlo Benetti pubblicate nella sua rubrica in occasione della Festa Del Ringraziamento:

“La diversificazione ... concetto controintuitivo una volta individuata la giusta misura, la scelta, ottimale ... sarebbe insensato impiegare altri farmaci o acquistare abiti di taglia diversa. Questo stesso buon senso porta a chiedersi perché disperdere risorse in strumenti di investimento diversi da quello individuato come il più performante... Inoltre l'investitore comune non è il dottor Spock, il Venusiano di Star Trek privo di emozioni. Se fossimo come il dottor Spock, i portafogli sarebbero investiti esclusivamente in azioni, l'asset class con i rendimenti superiori nel tempo”.

Molto giusto. E forse anche se privi di emozioni faremmo fatica a fare un portafoglio come suggerito da Carlo Benetti e come razionalità vorrebbe. A questo proposito vorrei tornare a una precedente lezione del bel libro appena uscito di Victor Haghani e James White: “The Missing Billionaires”: i miliardari mancanti (Wiley, 2023). Come dicevo 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 e di quella che, a prima vista, si presenta come una manifestazione di stupidità nel senso che si potrebbe, con apparentemente poco sforzo, fare meglio di tante persone ex-ricche che mostrano la difficoltà nel mantenere i patrimoni, difficoltà molto maggiore rispetto a farli.

Ne ho avute molte testimonianze dirette nel corso della mia vita ma un conto sono le esperienze personali altro conto i dati presentati dai due autori. La manifestazione di apparente “incapacità” nell'accettare la diversificazione dipende da quello che ho chiamato il “paradosso di incoerenza” che consiste in questi tre punti: 1) alla stragrande maggioranza delle persone, non proprio tutte ma quasi, interessa che i loro investimenti fruttino e li proteggano sul piano del benessere materiale. Ma poi questo interesse dichiarato contrasta con le loro effettive e concrete azioni. In altre parole, punto 2, la maggioranza delle persone si comporta più o meno consapevolmente (cfr. lezione sulla consapevolezza), come se il punto 1) non interessasse loro. E soprattutto: 3) agisce di fatto 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 una forma di stupidità oppure no? E se lo è, è forse una forma di stupidità “speciale”? Che cosa deve fare o dire un consulente, nei casi in cui ci sia un consulente tra il patrimonio e il proprietario, per contrastare questa tendenza auto-lesionista? Potrebbe sembrare che la maggioranza delle persone siano incoscienti nel doppio senso che si sentono responsabili delle loro fortune e, al contempo, non si accorgono del come e del perché lo sono. In sintesi, come ho già detto, la spiegazione di Victor Haghani e James White non è tanto la scelta sui tempi, e cioè sul “quando” dei risparmi/ investimenti.



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

Quello che è importante è il “quanto”: i patrimoni svaniti sono posseduti da presunti industriali che si credevano abili come i loro predecessori. Quindi scelta anti-intuitiva ma anche una certa forma di arroganza o un eccesso di sicurezza nelle proprie abilità (e qui dovrei parlare dell'effetto Dunning-Kruger se non l'avessi già fatto più volte). Insomma i “miliardari mancanti” tenevano quasi tutto investito in una sola posta: assenza totale di diversificazione, scelta rischiosissima. Questa è una manifestazione di inerzia e, nel contempo, di eccessiva fiducia in sé stessi. Ora, 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 sé 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. Ho già ricordato in una lezione precedente 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 dimostra una recente ricerca: “Self-Esteem and Income Over Time” uscita nel settembre 2023 su *Psychological Science*: [DOI:10.1177/09567976231185129](https://doi.org/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 questo eccessivo senso di sicurezza non sono dei casi speciali legati alle scelte di investimento ma hanno una valenza più generale. Sono quindi molto difficili da sradicare.

Un terribile esempio di questi meccanismi mentali che agiscono a livello individuale ma anche collettivo ci è stato dato dalla brutale azione terroristica perpetrata da Hamas il 7 ottobre ai danni di residenti in Israele nei pressi della cosiddetta “striscia di Gaza”: la giornata con più morti violente di ebrei dai tempi dell'Olocausto (cfr. *New York Times* del 29 ottobre 2023, articolo di Bergman, Mazzatti e Abi Habib: “Come anni di errori da parte di Israele ha condotto a un attacco devastante”).

Secondo le analisi degli esperti il fallimento dei sistemi di informazione israeliani trae origine da cause presenti da tempo e di cui pochi, una minoranza non sufficiente a far cambiare opinione ai più, era consapevole:

1. Il timore che i problemi di sicurezza israeliani fossero concentrati più al nord, al confine con il Libano, e nella Cisgiordania dove i cosiddetti “coloni” crescevano di numero e si scontravano sempre più spesso con i palestinesi. Ecco un esempio in un campo diverso di quello che Victor Haghani e James White (in “The Missing Billionaires”) definiscono “eccessiva concentrazione su una scelta”, e cioè troppo “quanto” concentrato e non distribuito cioè su tutte le possibilità.

2. La convinzione che Hamas non avesse intenzioni offensive di tali dimensioni perché si sottovalutava il timore della stessa Hamas di venire col tempo “tagliata fuori” dagli accordi di Abramo, cioè dall'avvio di rapporti diplomatici e commerciali con i paesi arabi del Golfo. Ecco un altro esempio di over-confidence, e cioè l'eccessiva sicurezza nelle proprie convinzioni e la pigrizia mentale che non ha fatto percepire per tempo l'orientamento di Hamas dovuto al timore per gli accordi di Abramo.

Ci sono stati inoltre dei fattori concomitanti e contingenti:

1. La sottovalutazione di vari segnali di allarme che vengono elencati minuziosamente da Bergman, Mazzatti e Abi Habib, in particolare il fatto che questi segnali non sono stati presi in considerazione dai livelli più alti delle gerarchie militari israeliane. Questa sottovalutazione è a conferma del punto 2) precedente.
2. La capacità di Hamas di prepararsi per mesi in segreto e di coordinare punti di attacco indipendenti e dislocati in modi diversi. Altro esempio questo di eccesso di sicurezza.

Capisco bene che il paragone tra gli errori negli investimenti e gli errori compiuti dall'intelligence israeliana potrebbe sembrare sacrilego. E in effetti lo è se si prende in considerazione la gravità incomparabile dei due fenomeni. Ma qui voglio solo mostrare che molti errori non sono specifici a un dominio decisionale ma ne attraversano diversi, dai più terribili e rilevanti fino a quelli che caratterizzano la nostra quotidianità, (come è il caso delle scelte di investimento). Nel caso della tragedia del 7 ottobre, l'insieme di questi meccanismi mentali fuorvianti ha condotto a un attacco di sorpresa di grande successo a cui i militari israeliani hanno risposto con forte ritardo permettendo la cattura di oltre duecento ostaggi. Dato che i combattenti di Hamas non costituiscono un esercito vero e proprio e non sono distinguibili facilmente dai civili, la presenza di ostaggi dentro Gaza ha costituito un problema grave e imprevisto che mai si era verificato con queste dimensioni.

Un altro punto molto importante anche in relazione alle certamente assai meno drammatiche scelte di investimento è che gli errori naturali “si propagano”. L'impreparazione israeliana era stata a sua volta sottostimata dai capi di Hamas.

A riprova di questa ipotesi gli esperti ricordano che i responsabili politici di Hamas, tutti residenti all'estero (soprattutto Qatar e Libano), hanno dato la responsabilità ai comandi militari in Gaza nel tentativo, più che arduo, di non far cadere su di loro la colpa delle tragiche e barbariche uccisioni dei civili israeliani e della prevedibile risposta del nemico.

In conclusione questo è stato un esempio recente di stupide cecità a più livelli e in più sedi: una catena di errori dell'intelligenza naturale del tutto originale e probabilmente irripetibile. Quel che è più importante è che il fenomeno è stato così tragico e grave proprio perché gli errori si sono “propagati” portando a forme di sottovalutazione sia da parte di Israele che dei suoi avversari.

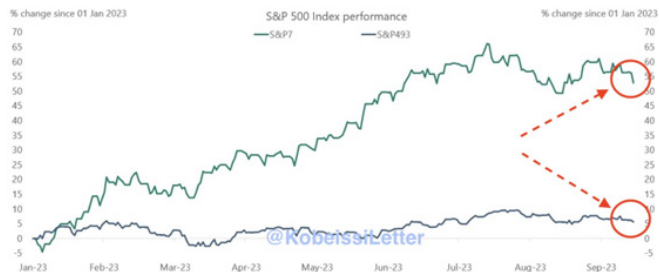
Tutto ciò lo possiamo trovare nei rapporti dell'intelligenza artificiale con le istituzioni della consulenza finanziaria. Come ha osservato osserva Angelo Criscione in "Intelligenza artificiale, il futuro è adesso" (Sole24Ore, Plus24 del 14/10/23, p. 14):

Non temo l'intelligenza artificiale, ma i miei concorrenti che sapranno usarla prima e meglio di me.

Questo è l'atteggiamento diffuso tra i consulenti secondo la ricerca di Finer presentata all'Efpa Meeting 2023 (cfr. Criscione, op. cit.). L'Efpa è l'ente di certificazione della formazione dei consulenti finanziari preseduto da Marco Deroma. Tale atteggiamento conferma le due vie aperte al futuro dell'intelligenza artificiale: aiuto strettamente privato e confinato agli specialisti e, all'opposto, strumento per creare tutto il materiale general-generico per alimentare quelli che Galli della Loggia ha definito "i nostri dibattiti futili". In certo qual modo l'impiego per i "dibattiti futili" corrisponde a quello che per Coase si poteva acquisire all'esterno delle aziende, in quanto noto a tutti e condiviso, in contrapposizione a quelle che invece costituivano le conoscenze preziose in quanto utili a battere la concorrenza e quindi tenute gelosamente all'interno dell'azienda.

Il problema specifico della consulenza finanziaria è che qui abbiamo a che fare con esperti che devono combattere i "dibattiti futili" e convincere i loro clienti per il loro bene contrastando il "buon senso" diffuso e fuorviante prevalente presso i clienti. E si torna al punto di partenza, quello toccato da Carlo Benetti nella sua lezione per la Festa del Ringraziamento.

So far in 2023 S&P7 is up more than 50%. S&P493 is basically flat.

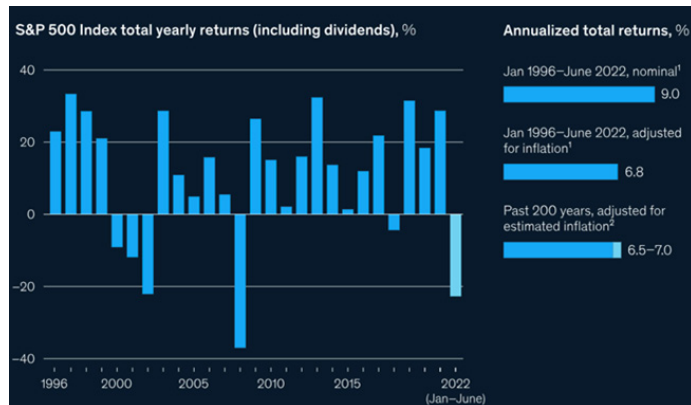


La forza dell'AI si propaga ai mercati: lo S&P 500 a 493, cioè senza le 7 società "tecnologiche" quest'anno è piatto. Al contrario il Nasdaq è salito più del 40%. Fonte: Bloomberg modificata.

Valuations fall back to earth



Due punti: benché il Nasdaq fosse caro alla fine del 2022, è diventato ancora più caro: vedi figura precedente e 2) lo S&P500 è cresciuto grazie a soli 7 titoli. Fonte: Bloomberg modificata.



Premio al rischio rinfocolato e alimentato da rare ma forti discese: memoria non dimentica quando hanno colpito le emozioni e soprattutto la più forte di tutti: la paura. La paura chiede il premio al rischio, chi non ha paura si avvantaggia del premio al rischio. Ma è veramente un rischio? Ed è lui a essere premiato? Fonte: Bloomberg modificata.

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.