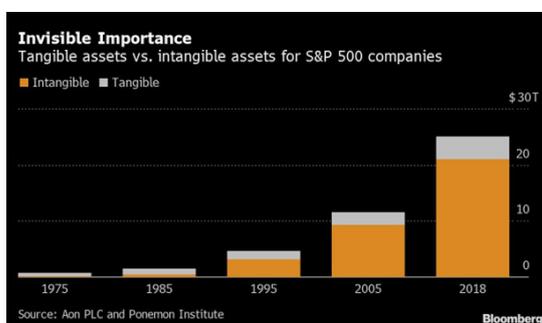


SOLO I CONSULENTI POSSONO FARE L'EDUCAZIONE FINANZIARIA, ALTRA COSA DALL'ALFABETIZZAZIONE

Forse, in alcuni momenti significativi della mia vita, a partire dalla liberazione di mio padre dal campo di concentramento in Germania, al primo finanziere dei miei studi a Londra fino all'accettazione di mio figlio all'università, ho sempre provato una spontanea simpatia e inclinazione per gli Stati Uniti e l'alleanza atlantica. Certo poi ha pesato anche il fatto che, fin da quando io studio le mie materie (inclusa quella che va sotto il nome riduttivo di "finanza comportamentale" ma che, in realtà, è ben di più), gli Usa e i suoi centri di ricerca hanno costituito il traino mondiale, acceleratosi in questi ultimi anni. Infine il mio maestro londinese si è spostato molti anni fa a Princeton secondo una migrazione diffusa in UK soprattutto nel corso di questo secolo, ma iniziata ben prima (si pensi, per esempio, all'economista Ronald Coase, il nostro faro che ha introdotto la nozione di "costo di transazione" circa un secolo fa).

Malgrado tutto ciò, ero, sono, e resto comunque un professore. E un professore guarda i dati e studia prima di prendere una decisione, almeno se questo è possibile. Di conseguenza, quando, per le vicende della vita, mi trovai a dover investire il ricavato delle mie attività aziendali, dopo un decennio di grandi soddisfazioni, presi in considerazione diversi fattori di lunga durata, gli unici che contano.

Il primo fattore rilevante, almeno per uno scienziato cognitivo, era la crescita del peso dei beni intangibili rispetto a quelli tangibili: l'andamento mi era presente ed evidente anche grazie all'applicazione dei miei saperi alle aziende che si stavano muovendo in questa direzione.



Già agli inizi degli anni '90 era visibile un trend che poi è diventato irresistibile e che, nell'ultimo decennio, ha tratto ulteriore spinta dall'affermarsi delle promesse dell'IA. Fonte: Bloomberg modificata.

Data la supremazia degli Usa nell'immateriale questo trend avrebbe condotto il mercato Usa a pesare più degli altri mercati fino a raggiungere la situazione odierna che ho notato in molti incontri essere per i più (anche esperti o sedicenti tali), almeno a prima vista, contro-intuitiva:

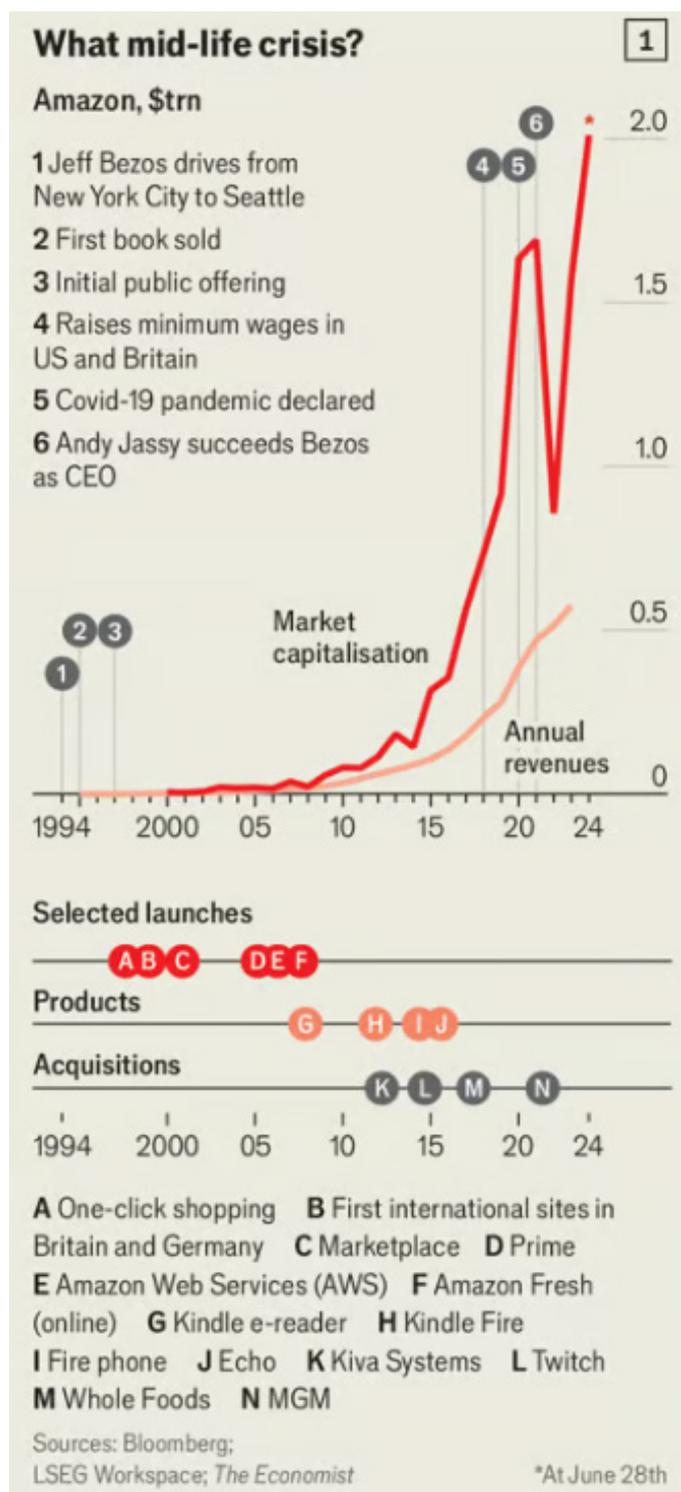
- Stati Uniti: 60,5%
- Giappone: 6,2%
- UK: 3,7%
- Cina continentale: 2,8%
- Francia: 2,8%
- Canada: 2,5%
- Svizzera: 2,4%
- Germania: 2,1%
- Australia: 2,0%
- India: 2,0%
- Taiwan: 1,7%
- Corea: 1,4%



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

Prima osservazione: i mercati Usa, soprattutto quello immateriale per eccellenza (il Nasdaq), andavano sovra-pesati perché sempre più avrebbero pesato. Notavo già allora che la distorsione dell'home bias avrebbe penalizzato i risparmi degli italiani che, per loro sfortuna, vivevano in un paese che neppure sarebbe stato incluso nei primi dodici presenti nella graduatoria dominata dagli Usa (si noti bene che, purtroppo, l'home bias è una distorsione dovuta alla familiarità e alla disponibilità – come ha sottolineato Kahneman – non al patriottismo consapevole: al contrario le élite italiane tendono a essere esterofile e non rispettano il sacro civile, ma questa è un'altra storia). Per un curioso paradosso si chiama "home-bias" la distorsione tale per cui viene favorito ciò che è domestico nel senso di familiare. E tuttavia in inglese il termine si riferisce anche alla "casa", intesa come investimento dei risparmi e non come servizio abitativo: destinazione favorita (e del tutto irrazionale) dei risparmi degli italiani

Seconda osservazione: il fattore più rilevante, e l'unico che permette previsioni affidabili, risulta dall'applicazione del metodo statistico che va sotto il nome di "regressione verso la media". Questo è un meccanismo che è tanto potente quanto poco intuitivo: richiede calcoli statistici per emergere (allora insegnavo proprio statistica!). Se lo applicate, vedete che i mercati Usa hanno sempre un rendimento sui tempi lunghi leggermente superiore agli altri mercati azionari e che le aziende dell'immateriale, a loro volta, fanno leggermente meglio. Queste differenze, piccole o inesistenti anno per anno, cumulandosi producono differenze considerevoli (pensate che sono passati trent'anni da questi miei iniziali studi innescati dai miei primi risparmi). Parliamo di regressione verso la media: quindi ci vuole una media. Cautela quindi nelle previsioni dei titoli singoli, anche quelli di successo come, per esempio Amazon.



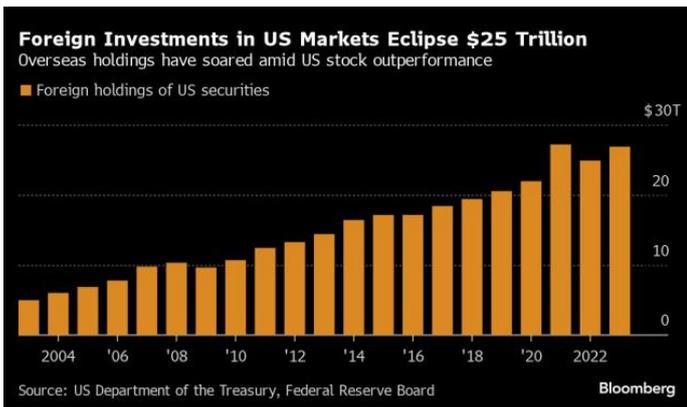
Mentre il fatturato di Amazon è cresciuto in modo graduale e costante la capitalizzazione del titolo ha oscillato. Fonte: Economist modificata.

Dato il settore in cui lavoravo allora, avevo colto ben presto che in Amazon l'E-commerce sarebbe stata solo una componente del fatturato e non quella che avrebbe prodotto i maggiori utili in proporzione al fatturato stesso.



Amazon fa molte cose: the everything firm. Fonte: Economist modificata.

Quindi, appena furono disponibili gli ETF, capii che sarebbero divenuti interessanti sui tempi lunghi una volta visti i risultati derivanti dalla regressione verso la media perché, sempre sui tempi lunghi, i costi modesti della gestione fatta dai computer, si sarebbero accumulati. Ovviamente di tutto ciò non mi ero accorto solo io, anzi, col passare del tempo i seguaci di tale strategia aumentarono via via.

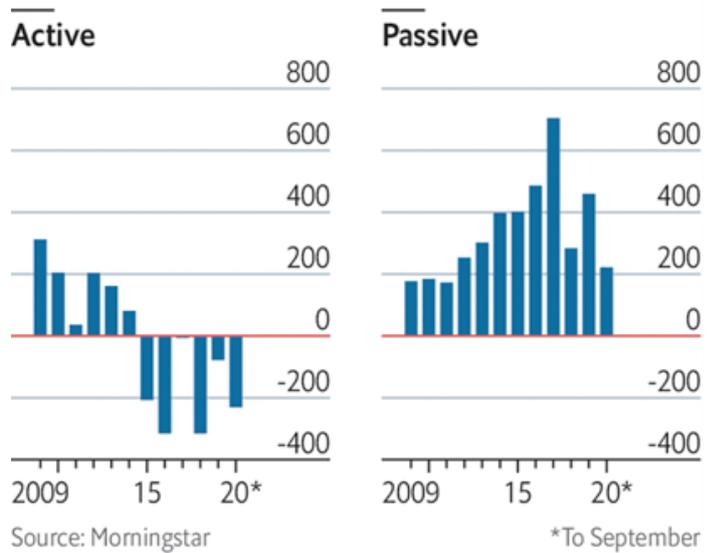


Via via che i mercati Usa sovra-performano gli investimenti stranieri su questi mercati crescono. Fonte: Bloomberg modificata.

Alla luce di tutti questi fattori non dobbiamo stupirci che si parli, con una sorta di ironico ossimoro, di “aggressione dei passivi”, nel senso che questa strategia prende sempre più piede al punto che oggi negli Usa è maggioritaria.

Passive aggression

United States, fund flows, \$bn

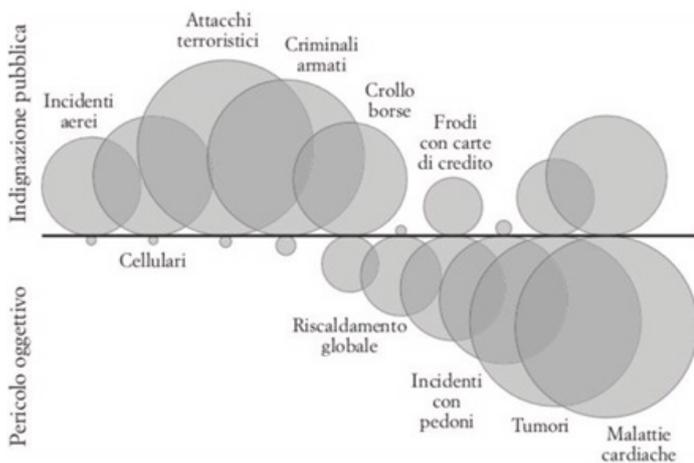


Flussi, dal 2009 al 2020, degli investimenti secondo le due strategie di fondo: chi presume di saper scegliere l'ago nel pagliaio e chi invece si compra tutto il pagliaio. Negli ultimi quattro anni la differenza ha continuato ad accentuarsi. Fonte: Economist modificata



La conclusione di tutte le informazioni precedenti è riassunta in questa figura dove si vede, da più di un ventennio, la proporzione dei mercati Usa come % rispetto al resto del mondo. Inoltre si vede chiaramente l'apporto positivo dell'IT. Fonte: Economist modificata.

Terza osservazione: il premio al rischio. Il terzo ordine di osservazioni riguarda l'attenzione per l'andamento dei propri investimenti. La nascita della rete e la competizione nel mondo delle informazioni e della pubblicità on-line avrebbe determinato un trend in cui le notizie sono sempre più frequenti. All'opposto dell'invisibile regressione verso la media, giorno dopo giorno, si susseguono incessanti e tumultuose notizie negative sull'andamento di specifici titoli e sulle paure serpeggianti nei mercati per eventuali crolli: queste "criticità" attirano di più l'attenzione. Di conseguenza, già più di trent'anni fa, la paura per le perdite in borsa erano superiori agli effettivi pericoli. Un fenomeno che caratterizza molti campi e che è in crescita. Per compensare tali paure abbiamo bisogno di un extra-rendimento che in gergo si chiama "premio al rischio". Quanto più spesso uno segue le notizie e esamina l'andamento dei suoi investimenti tanto è più probabile che incappi in notizie negative e la regressione verso la media resta un miraggio.



Già in una ricerca di trent'anni fa si notava lo scarto tra paura e pericolo oggettivo negli ambiti in cui le "criticità" facevano notizia suscitando indignazione (da Legrenzi modificato)

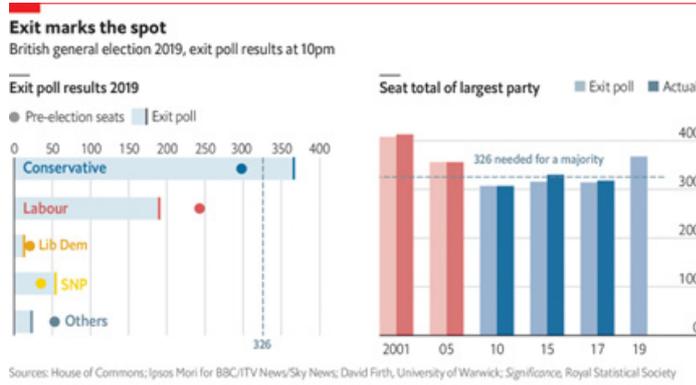
In teoria si potrebbe supporre che le paure sui tempi lunghi dovrebbero essere proporzionate all'entità dei pericoli e, cioè, che le persone avrebbero col passare del tempo imparato, e che il premio al rischio sarebbe scomparso. Questo in parte è vero, ma in parte è controbilanciato dall'aggressività dei media sempre più invasivi e pervasivi. Certo, in alcuni paesi è più facile imparare che in altri: da questo punto di vista l'Italia è in pessima posizione e l'educazione finanziaria si è rivelata inutile. Va anche qui precisata una cosa. Nel titolo di un ottimo e rigoroso lavoro pubblicato sul Giornale Italiano di Psicologia (2024, vol. LI, n° 2, pp. 225-254) si parla di educazione finanziaria: in realtà il lavoro, molto preciso, mostra il basso livello di alfabetizzazione finanziaria, come si evince dalle domande molto elementari utilizzate nel sondaggio. Certo gli elementi dell'alfabetizzazione finanziaria sono indispensabili, così come bisogna conoscere le diverse mosse dei pezzi per poter giocare a scacchi.

Ma l'educazione finanziaria è molto di più, e implica i concetti di cui ho parlato in questa lezione. Si può avere una buona alfabetizzazione finanziaria e non saper investire i propri risparmi, così come si possono conoscere in modo corretto le mosse dei pezzi degli scacchi e non saper giocare in modo efficace.

Conclusioni: avrei voluto fare questa lezione "biografica" in occasione del n° 555, se non altro per simbolismo numerico. Ma poi ho pensato che fosse più adatto il 4 luglio, giorno in cui ho spedito questa lezione che voi, cari lettori, vedrete solo a fine agosto. Il 4 luglio è la più importante festa americana e, proprio oggi è la la giornata delle elezioni britanniche. Giornata consona a questa lezione perché un dotto articolo del Nyt:

<https://www.nytimes.com/2024/07/04/world/europe/uk-election-exit-poll.html?smid=nytcore-ios-share&referringSource=articleShare>

spiega come mai l'impiego della regressione verso la media alla luce dei risultati del passato abbia reso quasi perfetti gli exit poll britannici.



Sources: House of Commons; Ipsos Mori for BBC/ITV News/Sky News; David Firth, University of Warwick; Significance, Royal Statistical Society
The Economist
Con l'utilizzo del confronto dei dati passati, cioè con la regressione verso la media, gli exit poll britannici si sono avvicinati a una elevata precisione nelle predizioni.
Fonte: Economist 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.